VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

EXTERNÍ FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ EMISÍ CENNÝCH PAPÍRŮ

EXTERNAL FINANCING OF FIRMS THROUGH THE SECURITIES

DIPLOMOVÁ PRÁCE
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE — Bc. PETR KEMBICKÝ
AUTHOR

VEDOUCÍ PRÁCE — prof. Ing. OLDŘICH REJNUŠ, CSc.
SUPERVISOR

BRNO 2014

Vysoké učení technické v Brně
Fakulta podnikatelská

Akademický rok: 2013/2014
Ústav ekonomiky

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Kembický Petr, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Externí financování podniku emisí cenných papírů

v anglickém jazyce:

External Financing of Firms Through the Securities

Pokyny pro vypracování:

Úvod
Vymezení problému a stanovení cílů práce
Metodologie
Teoretická východiska
Analýza problémů a jejich řešení
Formulace návrhu řešení
Závěr
Seznam použité literatury

Podle § 60 zákona č. 121/2000 Sb. (autorský zákon) v platném znění, je tato práce "Školním dílem". Využití této práce se řídí právním režimem autorského zákona. Citace povoluje Fakulta podnikatelská Vysokého učení technického v Brně.

Seznam odborné literatury:

MELUZÍN, T. a M. ZINECKER. IPO Prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování podniku. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009, 192 s. ISBN 978-80-251-2620-2.
MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
REJNUŠ, O. Finanční trhy. 3. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. ISBN: 978-80-7418-128-3.
SYNEK, M. Manažerská ekonomika. 5. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011, 471 s. ISBN 978-80-247-3494-1.
VALACH, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 516 s. ISBN 978-80-86929-71-2.

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2013/2014.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D. Ředitel ústavu	doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D. Děkan fakulty

V Brně, dne 29.05.2014

Abstrakt

Diplomová práce se zabývá analýzou možností dlouhodobého financování podniků. Popsáno je financování prostřednictvím cenných papírů kapitálového trhu – akciemi a obligacemi a také bankovním úvěrem. První část práce srovnává teoretické možnosti externího financování, druhá část se zaměřuje na analýzu IPO a na zhodnocení IPO realizovaných v ČR u vybraných firem.

Abstract

This Master's thesis deals with the analysis of long-term corporate financing. Described is financing through the capital market securities – by shares and bonds as well as bank loan. The first part compares the theoretical possibilities of external financing, the second part is focused on the analyse of IPO and analysis of IPO which was realized in Czech republic by listed companies.

Klíčová slova

Finanční trhy, akcie, IPO, externí financování, financování podniku, AAA Auto Group N. V., Software 602, Zentiva, ECM, Pegas Nonwovens, VGP N.V., NWR, Fortuna, E4U a.s., Lobkowitz.

Key words

Financial markets, shares, IPO, external financing, corporate financing, AAA Auto Group N. V. ., Software 602, Zentiva, ECM, Pegas Nonwovens, VGP N.V., NWR, Fortuna, E4U a.s., Lobkowitz.

Bibliografická citace

KEMBICKÝ, P. *Externí financování podniku emisí cenných papírů.* Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2014. 109 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých literárních pramenů je úplná a že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně, dne 18. 5. 2014 …….

Podpis

Poděkování

Na tomto místě děkuji mému vedoucímu diplomové práce prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za jeho cenné rady a připomínky, za jeho vstřícný a obětavý přístup a za jeho čas, který mi věnoval.

Velký dík také patří mým rodičům, kteří mě podporovali nejen při psaní diplomové práce, ale i po celou dobu mého studia na fakultě.

Obsah

Úvod ... 10

1. Cíle práce a použitá metodika ... 11

1.1. Globální cíl ... 11

1.2. Parciální cíle ... 11

1.3. Metodika ... 11

2. Dlouhodobé financování ... 12

2.1. Teoretická vymezení ... 12

2.2. Interní financování ... 14

2.3. Externí financování ... 17

2.3.1. Základní rozdělení externího financování podniku ... 18

2.3.2. Dlouhodobé externí zdroje získané emisí cenných papírů ... 21

2.3.3. Financování kmenovými akciemi ... 22

2.3.4. Financování prioritními akciemi ... 24

2.3.5. Rizikový kapitál ... 27

2.3.6. Emise obligací ... 33

2.3.7. Dlouhodobé bankovní úvěry ... 41

2.3.8. Leasing ... 45

2.3.9. Státní finanční podpora financování podnikových investic ... 49

3. Realizace IPO a související náklady ... 50

3.1. Příprava a realizace IPO ... 53

3.1.1. Přípravná fáze ... 54

3.1.2. Realizační fáze ... 54

3.1.3. Post-realizační fáze ... 65

3.2. Náklady spojené s IPO ... 66

3.2.1. Přímé realizační náklady ... 67

3.2.2. Nepřímé realizační náklady – underpricing 68
3.2.3. Náklady související s veřejnou obchodovatelností akcií 70
4. Analýza IPO v České republice 71
4.1. Software 602, a.s. 74
4.2. Zentiva N.V. 76
4.3. ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A.G. 78
4.4. PEGAS NONWOVENS S.A. 80
4.5 AAA Auto Group N.V. 82
4.6 VGP N.V. 85
4.7. New World Resources N.V. 87
4.8. FORTUNA Entertainment Group N.V. 90
4.9. E4U a.s., energy for you 92
4.10. Pivovary Lobkowicz a. s. 94
5. Analýza úspešnosti IPO v České republice 95
5.1. Hodnocení úspěšnosti IPO z pohledu emitenta 96
5.2. Hodnocení úspešnosti IPO z pohledu investora 98
5.3. Hodnocení úspěšnosti IPO z pohledu BCPP 99
6. Závěrečné shnrutí a vymezení doporučení 101
Závěr 104
Seznam použité literatury a jiných pramenů 105
Seznam obrázků a tabulek 108

Úvod

Tato diplomová práce je zaměřena na zjištění soudobých možností financování podniků, především externí formou. Jako zdroj financování jsou uvažovány cenné papíry, majetkového i dluhového charakteru, tedy akcie a dluhopisy. Největší pozornost je věnována prvotní veřejné nabídce akcií – IPO.

Financování podniků je jednou z nejdůležitějších oblastí jejich řízení. Pro každý podnikatelský záměr a nový krok je nutno vymyslet nejvhodnější formu financování. Výběr adekvátní formy financování může značně přispět k celkovému úspěchu každé podnikatelské aktivity. Proto je nutné rozlišit, zda bude financování dlouhodobé, krátkodobé, zda bude formou externího, interního financování, nebo zda bude použito z vlastních či cizích zdrojů. Dále musí být financování v souladu s platnou právní legislativou České republiky. Je potřeba, aby došlo ke sladění získání zdroje s jeho potřebou, aby bylo financování co nejlevnější a nepřineslo další dodatečné náklady. Velkou roli zde hraje také velikost daného podniku, podle čehož se může rozhodnout využít běžné formy financování, ať už formou vlastních zdrojů či získání úvěru, či pokud jde o podnik větší, vstoupením na trh cenných papírů a získáním tím přístupu k široké nabídce produktů trhu cenných papírů, který je součástí finančního trhu každé země. V neposlední řadě je dobré nezapomenout na ekonomickou situaci země, makroekonomické a mikroekonomické vlivy a aktuální vývoj odvětví, ve kterém se podnik pohybuje.

1. Cíle práce a použitá metodika

1.1. Globální cíl

Hlavním cílem diplomové práce je analýza možností externího financování podniků v České republice prostřednictvím cenných papírů kapitálového trhu se zaměřením na prvotní veřejnou nabídku akcií – IPO, konkrétně pak **rozbor realizovaných IPO** vybraných společností v České republice.

1.2. Parciální cíle

- Analýza soudobých možností externího financování v České republice.
- Analýza realizace IPO a souvisejících nákladů
- Analýza IPO realizovaných v ČR u vybraných firem

1.3. Metodika

V teoretické části práce byla použita především metoda deskripce k objasnění teoretických pojmů týkajících se externího financování.

V praktické části převládá použití metody analýzy, kterou doplňují metody komparace, indukce a slovní hodnocení.

Závěrem byla použita syntéza, která popisuje výsledky analýz a je doplněna slovními hodnoceními a popisy.

Všechna data, informace a údaje pro výše uvedené metody diplomové práce, byla získána, pokud není uvedeno jinak, nejpozději k datu 31. 3. 2014.

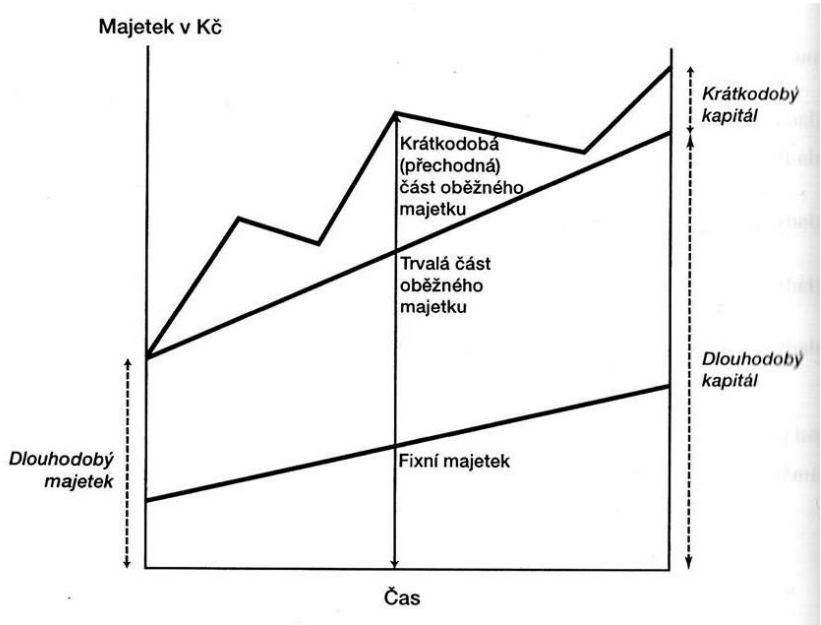
2. Dlouhodobé financování

2.1. Teoretická vymezení

Pod pojmem financování se skrývá financování prvotního pořízení, obnovy a rozšíření různých forem dlouhodobého majetku. Financování je většinou označováno jako dlouhodobé financování, neboť přeměna investičního majetku do peněžní formy je časově delší než u běžného majetku a peněžní prostředky jsou zde v majetku vázány déle. Dlouhodobé financování nesouvisí pouze s dlouhodobým fixním majetkem, ale také s částí oběžného majetku, která má trvalý charakter.

Obecná zásada, která se uplatňuje ve finančním řízení podniků říká, že dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobými zdroji, dlouhodobým kapitálem. Krátkodobý majetek pak může být financován zdroji krátkodobými. Tato obecná zásada bývá pojmenovávána jako Zlaté bilanční pravidlo financování.[1]

Obrázek 1: Financování majetku podle zlatého bilančního pravidla



Zdroj: VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 288.

[1] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 288.

Dlouhodobé financování sleduje tyto základní cíle[2]:

a) Ekonomicky odůvodněná rozpočtová výše kapitálu na plánované investice, které splňují požadovanou míru výnosnosti.
b) U plánovaných investic dosažení co nejnižších průměrných nákladů na kapitál.
c) Zajištění finanční stability, nezvyšovat finanční riziko firmy.
d) Tvorba tlaku na efektivnost investic společně s jinými ekonomickými nástroji.

Dlouhodobé financování můžeme rozdělit na financování pomocí interních zdrojů, kam patří zdroje vytvořené na základě vnitřní činnosti podniku a na zdroje externí. Důležité je nezaměňovat externí zdroje s cizími zdroji, což je užší pojem, který zahrnuje veškeré externí zdroje snížené o vklady vlastníků. Vlastní finanční zdroje jsou naopak širším pojetím, které zahrnuje interní zdroje a tu část externích zdrojů, která má charakter vkladů vlastníků.

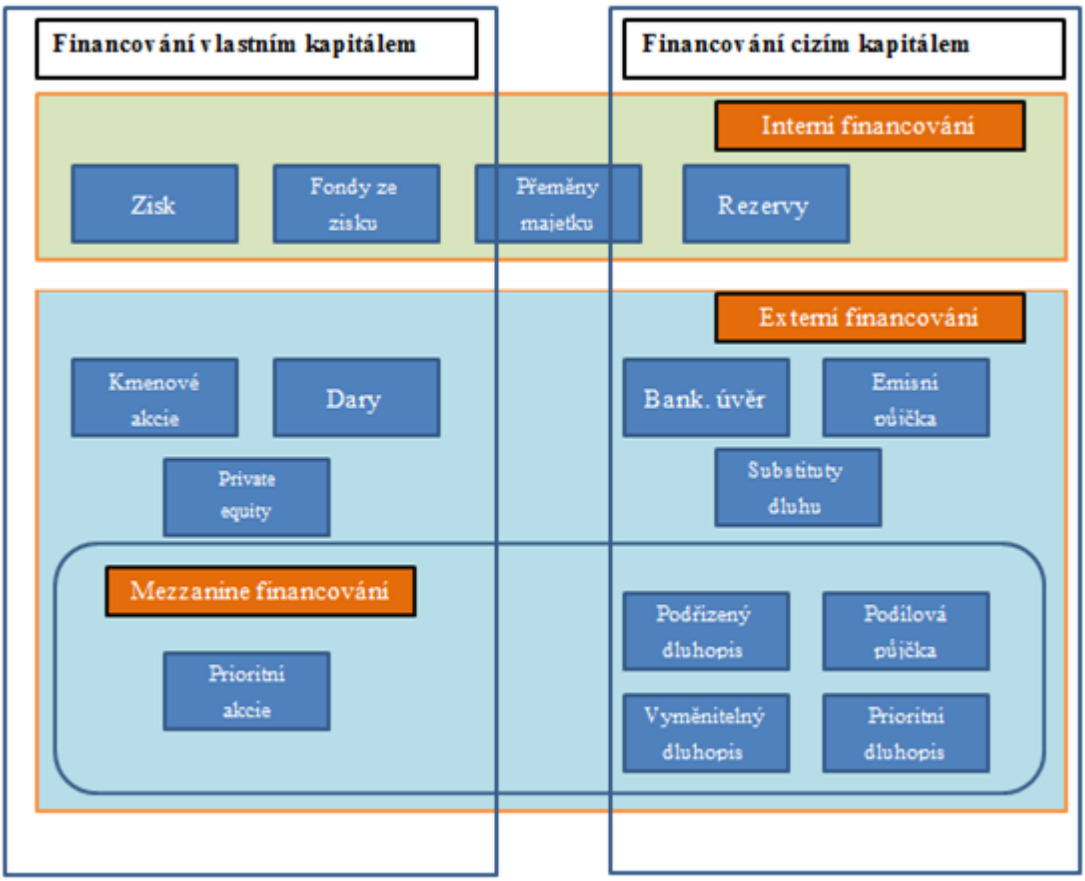
Tabulka 1: Hlavní zdroje dlouhodobého financování akciové společnosti

Interní zdroje	Externí zdroje
1. Odpisy	1. Kmenové akcie
2. Nerozdělený (zadržený) zisk	2. Prioritní aj. akcie
3. Dlouhodobé finanční rezervy (rezervní fondy, penzijní fondy)	3. Obligace
	4. Dlouhodobé úvěry finančních institucí
	5. Dlouhodobé úvěry dodavatelské
	6. Finanční leasing
	7. Finanční podpora státu či jiných institucí
	8. Ostatní externí zdroje (různé druhy finančních inovací, rizikový kapitál)

Zdroj: VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 289.

[2] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 289.

Obrázek 2: Rozdělení financování podniku podle kritérií právního postavení poskytovatele kapitálu a podle původu kapitálu



Zdroj: Vlastní zpracování podle: MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s.12.

2.2. Interní financování

Interní zdroje financování zahrnují odpisy, nerozdělený zisk minulých let a dlouhodobé finanční rezervy. Ve většině zemí jsou rozhodujícím zdrojem financování podnikových aktivit. Tento údaj nám potvrzuje následující tabulka. Jedná se o data získaná před několika lety, nicméně i nyní je struktura zdrojů kapitálových výdajů podniků podobná:

Tabulka 2: Podíl interních zdrojů na kapitálových výdajích v %

	1990	1992	1994	1996	2000
Podíl interních zdrojů na kapitálových výdajích v %	86,8	90,0	87,7	89,5	76,7

Zdroj: Principles of Corporate Finance. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2003. ISBN 978-0077404895.

Největší podíl na interních zdrojích financování tvoří *odpisy*. Podíl odpisů na interních zdrojích v České republice bývá často nepříznivě ovlivněn tím, že jsou podhodnoceny historické pořizovací ceny hmotného investičního majetku. Tímto podhodnocením dochází k nadhodnocení výše zisku v souvislosti s nižší váhou odpisů. [3]

Odpisy vyjadřují opotřebení dlouhodobého majetku v podniku za určité období. Zahrnují část ceny tohoto dlouhodobého majetku. Odpisy ovlivňují hospodářský výsledek i rentabilitu. Vyznačují se vysokou mírou stability a jsou významným zdrojem interního financování podniku. Dalším interním zdrojem financování je *nerozdělený zisk*. Jedná se o část zisku po zdanění, která nebyla použita na tvorbu fondů ze zisku nebo na výplatu dividend či tantiém. Interní zdroje financování také zahrnují *rezervní fondy*, které mohou být povinné a dobrovolné a také *rezervy*, které představují zdroje financování, které byly vytvořeny za účelem krytí určitých výdajů. Pro financování podniku interními zdroji se můžeme také setkat s pojmem *samofinancování*.[4]

Výhody interních zdrojů financování jsou následující:[5]

- Nízký počet akcionářů či vlastníků,
- nedochází k zadlužování podniku a z toho vyplývajícího vzniku nákladů finanční tísně,
- nulové emisní náklady, nezvyšují se náklady kapitálu,

[3] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 291

[4] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 41 – 43.

[5] HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování: VŠ učebnice pro kombinovanou formu studia a celoživotní vzdělávání*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Bilance, 2011. ISBN 978-80-86371-55-9, s. 144.

- je možné krýt i vysoce rizikové investice, na které je obtížné sehnat externí zdroje,
- odpisy jsou velice stabilním zdrojem.

Nevýhody interních zdrojů samofinancování jsou:

- v případě nerozděleného zisku jde o málo stabilní finanční zdroj,
- dražší zdroj než dluh díky nevyužití úrokového daňového štítu.

Tato diplomová práce se však zabývá dlouhodobými externími zdroji financování, proto nebude na interní zdroje brán další zřetel a jsou zde popsány spíše okrajově.

2.3. Externí financování

Financování prostřednictvím externích zdrojů představuje ve vyspělých zemích spíše menší část zdrojů vynaložených na přírůstek dlouhodobého majetku. Externí zdroje financování se dělí na vlastní a cizí. Rozdělení uvažujeme podle charakteru získaného kapitálu, a to *vlastní* a dluhový, neboli *cizí kapitál*. Vlastní externí zdroje financování zahrnují *financování emisí akcií* a financování pomocí *venture capital*. Financování dluhovým (cizím) kapitálem bývá označováno jako dlouhodobý dluh. Jde o různé druhy finančních zdrojů, které jsou návratné a jejichž splatnost přesahuje dobu jednoho roku.[6]

Největší podíl na externích zdrojích financování investic mají v Evropě bankovní úvěry, v USA pak obligace. Následující tabulka ukazuje strukturu zdrojů financování investic v ČR v roce 2000.[7]

Tabulka 3: Struktura zdrojů financování investic v ČR v roce 2000 v procentech

Zdroj financování	Podíl v %
Vlastní zdroje	67
Úvěry	22
Dotace ze státního rozpočtu	3
Emise cenných papírů	2
Ostatní zdroje	6
Celkem	**100**

Zdroj: VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 291

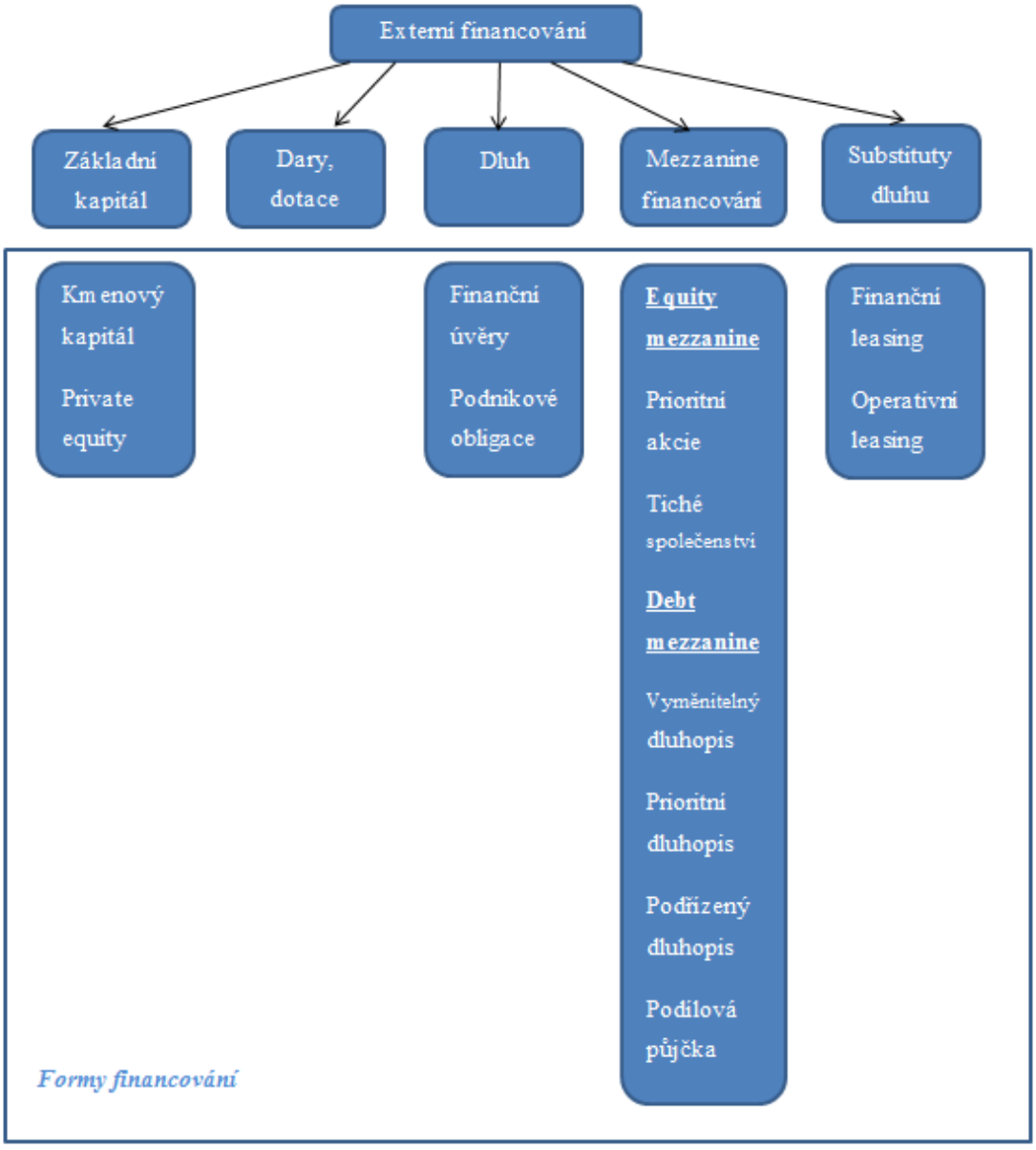
Externí financování dluhové může mít různé podoby v závislosti na ekonomikách různých zemí. Odlišná je v EU a jiná zase v USA. Závisí také na velikosti daného podniku a především na oboru podnikání.

[6] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 41 – 43.

[7] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 291

Obrázek 3: Zdroje externího financování

Zdroj: Vlastní zpracování podle: MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s.17



2.3.1. Základní rozdělení externího financování podniku

a. *Financování prostřednictvím emise akcií*

Podniky získávají pro financování svých podnikatelský aktivit zdroje prostřednictvím emise dlouhodobých cenných papírů. Cenné papíry můžeme definovat jako soubor vzájemně zastupitelných cenných papírů vydaných určitým

emitentem na základě jeho rozhodnutí. Hovoříme pak o primárním trhu cenných papírů.[8]

b. Rizikový kapitál – venture capital

Rizikový kapitál se vyskytuje především u menších a středních začínajících firem, kdy je pro tyto firmy obtížný vstup na kapitálový trh a zároveň nemají potřebné interní zdroje. Jedná se o profesionálně sdružený kapitál, který je do základního kapitálu vkládán prostřednictvím rizikového fondu a je určen především na počáteční činnosti firmy či financování projektů inovačního a rozvojového charakteru, které mají vysoký stupeň rizika.[9]

c. Emise obligací

Prostřednictvím dluhopisů si dané ekonomické subjekty zajišťují ekonomické prostředky (zapůjčitelné fondy), které potřebují pro svoji podnikatelskou činnost. Zásadní rozdíl od úvěrů tkví v tom, že nabídka dluhopisů znamená poptávku po peněžních prostředcích a naopak poptávka po dluhopisech znamená jejich nabídku.[10]

d. Financování dlouhodobými úvěry

Ve většině zemích EU a také v České republice jsou převládajícím externím zdrojem střednědobé a dlouhodobé úvěry. Přičemž za dlouhodobé úvěry jsou většinou považovány úvěry splatné za dobu delší než 1 rok. Podniky mohou získat bankovní (finanční) úvěry či dodavatelský úvěr. Od banky se většinou jedná o produkt termínovaná půjčka nebo hypotekární úvěr.[9]

[8] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 44

[9] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 377

[10] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 375.

e. Státní finanční podpora podnikových investic

Cílem hospodářské politiky vyspělých zemí je dlouhodobé zvyšování ekonomického růstu. Toho se snaží dosahovat podporou růstu podnikových investic. Podpory podnikání lze v ČR rozdělit na tři kategorie – regionální podpory, podpory horizontálního charakteru a podpory sektorového typu. [11]

f. Leasing

Leasing můžeme podle právního hlediska chápat jako třístranný právní vztah mezi dodavatelem, pronajímatelem a nájemcem, kde je dlouhodobý hmotný majetek nakupován pronajímatelem od dodavatele a za úplatu jej poskytuje nájemci. Na druhé straně se jedná o alternativní speciální formu financování dlouhodobých potřeb podniku cizím kapitálem – finanční pojetí[12].

[11] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 403

[12] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 78

2.3.2. Dlouhodobé externí zdroje získané emisí cenných papírů

Jednou z možností získání zdrojů pro financování investic je emise cenných papírů na organizovaném trhu. Jedná se o nejtransparentnější metodu. Emise je spojena s publicitou, která následně vede k prestiži a lepší důvěryhodnosti emitenta.[13]

Emise a možnosti emitování cenných papírů jsou v ČR legislativně upraveny následujícími zákony:

- Zákon č. 591/1992 Sb. O cenných papírech
- Zákon č. 214/1992 Sb. O burze cenných papírů
- Zákon číslo 190/2004 Sb. O dluhopisech
- Zákon číslo 248/1992 Sb. O investičních společnostech a investičních fondech
- Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník
- Zákon č. 189/2004 Sb. O kolektivním rozhodování

Podle § 155 Zákona č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník musí akcie obsahovat tyto náležitosti:

1) firmu a sídlo společnosti
2) jmenovitou hodnotu,
3) označení formy akcie, u akcie na jméno firmu, název nebo jméno akcionáře,
4) výši základního kapitálu a počet akcií k datu emise akcie,
5) datum emise

a musí být zakládány v listinné (listinné akcie) nebo v zaknihované podobě (zaknihované akcie).[14]

[13] ŽÍDKOVÁ, Dana. *Investice a dlouhodobé financování*. Vyd. 4. V Praze: Česká zemědělská univerzita, 2007. ISBN 978-80-213-1636-2, s. 111
[14] Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník

2.3.3. Financování kmenovými akciemi

Kmenové akcie mohou být také označovány jako ordinary shares, ordinary stock, common shares, common stock, equities. Jejich držba je obecně spojována se třemi základními právy akcionářů, a to:

- Účast na valných hromadách společnosti, kde je možné předkládat návrhy a při hlasování uplatnit počet hlasů, který se rovná počtu držených akcií.
- Odpovídající podíl ze zisku, který akciová společnost vygenerovala.
- Při likvidaci akciové společnosti podíl na jejím likvidačním zůstatku.[15]

U kmenových akcií má majitel právo na výplatu dividend, výnos je ale v pohyblivé výši a někdy nemusí být dividendy vyplaceny vůbec. Majitelé kmenových akcií mohou hovořit o reziduální formě vlastnictví. Kmenové akcie nejsou splatné, tudíž jsou trvalou formou externího financování investic. Jedná se o zásadní rozdíl od jiných forem dluhů a od některých druhů prioritních akcií.

Na finančním trhu ve světě se z hlediska svých vlastností kmenové akcie různě odlišují. Členit kmenové akcie můžeme několika způsoby podle různých kritérií: [16]

Členění kmenových akcií z hlediska hlasovacích práv s nimi spojených

- *Kmenové akcie se standardními hlasovacími právy* – akcie s hlasovacím právem, které souvisí s podílem na základním kapitálu společnosti
- *Kmenové akcie třídy „A" a třídy „B"* – jedná se o rozdělení akcií na dva druhy. Akcie třídy A mají větší hlasovací práva než akcie B, které mají ale stejnou dividendu. Jedná se o snahu původních vlastníků posílit kapitál za pomoci externích investorů bez změny poměru hlasovacích práv.

[15] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 213.
[16] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 403

Členění kmenových akcií z hlediska práv jejich majitelů na dividendu

- *Kmenové akcie se standardní výplatou dividend* – dividenda je vyplácena „standardně“ vzhledem k dosaženému zisku a podle rozhodnutí valné hromady.
- *Kmenové akcie s oddálenou platbou dividend* – výplata dividend je možná až po uplynutí předem stanoveného počtu let od jejich vydání. Tržní cena se tak mění od levnější (když jsou vydány) až po dražší, kdy se blíží výplata jejich dividend. Prvotní nulový výnos je tedy kompenzován pozdějším růstem jejich ceny.

Členění kmenových akcií z hlediska jejich vazby na základní kapitál společnosti

- *Kmenové akcie s nominální hodnotou* – nominální hodnota akcie vyjadřuje podíl na základním kapitálu společnosti.
- *Kmenové akcie bez nominální hodnoty* – akcie jsou emitovány tzv. „na kus“. Emitují se ve snaze omezit právní závazky akciové společnosti při likvidaci, slučování, apod. Oficiálně nemají žádnou přidělenou hodnotu.

Výhody a nevýhody financování pomocí kmenových akcií:[17]

Výhody:

- Na rozdíl od úroků z obligací či úvěru není úhrada dividend spojena s pevnými závazky. Ve finančním plánování je možná větší flexibilita než při financování s pevným výnosem. Jde tedy o méně riskantní financování oproti prioritním akciím či dluhu.
- Pokud je v kapitálové struktuře podniku úroveň dluhů vyšší než optimální, pak je financování kmenovými akciemi výhodné, neboť snižuje průměrné náklady kapitálu.
- Vzhledem k vyšší výnosnosti jsou kmenové akcie mnohem lépe prodejné než akcie a obligace prioritní.

[17] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 375

Nevýhody:

- Z pohledu investora jsou kmenové akcie více riskantnější, díky tomu chtějí investoři vyšší výnosnost a tím vznikají vyšší náklady na získání kmenového kapitálu.
- Náklady na získání kapitálu jsou vyšší také proto, že dividendy nejsou daňově odpočitatelnou položkou při výpočtu daně.
- Celkově relativně vysoké náklady na veřejné upisování akcií.
- Hlasovací právo je rozšířeno na další akcionáře a tím i širší kontroly managementu společnosti.
- Management se může obávat tzv. „nepřátelského převzetí" společnosti
- Emise vyžaduje časově náročnou přípravu (v ČR okolo 6 – 9 měsíců) a složité administrativní podmínky

2.3.4. Financování prioritními akciemi

Prioritní akcie (preferenční) v anglickém jazyce mohou být také označovány jako preference shares, preferred shares, preference stock, preferred stock kombinují vlastnosti obligací s vlastnostmi kmenových akcií. Emitování prioritních akcií je tedy spojeno se zvyšováním základního kapitálu společnosti, ale poměr hlasovacích práv zůstává nezměněn a takto získané prostředky zůstávají ve společnosti a nemusejí se vracet. Držitel akcie tedy má právo na dividendy určené procentem z nominální hodnoty akcie či v návaznosti na vývoj určené tzv. referenční úrokové sazby, kde dividenda není ovlivněna výší zisku. Držitel akcie nemá hlasovací právo, výhodou je ale přednostní právo na podíl na likvidačním zůstatku společnosti při případné likvidaci.[18]

Zákon omezuje podíl prioritních akcií na celkovém akciovém kapitálu, případně je omezení dáno přímo stanovami akciové společnosti. V České republice se jedná maximálně o 50 % základního kapitálu. V USA se prioritní akcie využívají především

[18] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 216

ve veřejně prospěšných podnicích, v českých podmínkách se uplatňují spíše výjimečně.[19]

Prioritní akcie se dělí podle různých hledisek, především jde o rozsáhlou škálu práv, se kterými jsou spojovány. Členění může být následující:[20]

Členění prioritních akcií podle dividendových práv jejich držitelů:

- *Prioritní akcie s fixní dividendovou sazbou* – dividendy jsou definovány procentuálně z nominální hodnoty, a to předem a konstantně.
- *Prioritní akcie s variabilní dividendovou sazbou* – dividendová sazba je odvozená od klíčové referenční úrokové sazby, je plovoucí a úročení lze měnit i vícekrát za rok.
- *Podílnické (účastnické) prioritní akcie* – u tohoto druhu akcií je již možný podíl na zisku akciové společnosti, mimo prioritních dividend, avšak až po vyplacení dividend z akcií kmenových.
- *Kumulativní prioritní akcie* – majitelé těchto akcií mají právo na dodatečnou výplatu zadržených dividend, která probíhá před vyplácením dividend plynoucích z akcií kmenových.

Členění prioritních akcií z hlediska s nimi spojených zvláštních druhů práv

- *Prioritní akcie se zvláštními právy jejich držitelů* – jako příklad můžeme uvést konvertibilní akcie, kde majiteli připadá právo na výměnu za akcie kmenové.
- *Prioritní akcie se zvláštními právy jejich emitentů* – výstižným příkladem jsou prioritní akcie vyměnitelné za obligace, kde má emitent právo na výměnu za předem určené obligace.

Další druhy prioritních akcií

- *Preferenční prioritní akcie* – jsou nadřazeny jiným prioritním akciím, ale stále nad akciemi kmenovými
- *Prioritní akcie s omezenou dobou životnosti* – mají určen termín jejich platnosti.

[19] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 376.
[20] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 216 – 217.

Výhody a nevýhody financování prostřednictvím prioritních akcií[21]:

Výhody:

- Dividendy mají při růstu zisku relativní stabilitu
- Kapitál vykazuje růst i bez omezení vlivu majitelů kmenových akcií
- Nároky na výši vyplácených dividend jsou mnohem nižší než u kmenových akcií
- Pokud podnik nemůže vyplatit dividendy, kumuluje je a nese to méně závažné důsledky než například nesplácení splátek úroků z dlouhodobých dluhů

Nevýhody:

- Dividendy jsou dražší než dluh, neboť nejsou odčitatelnou položkou při zdanění
- Relativně stabilní dividenda musí být uhrazena i při poklesu zisku

[21] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 377

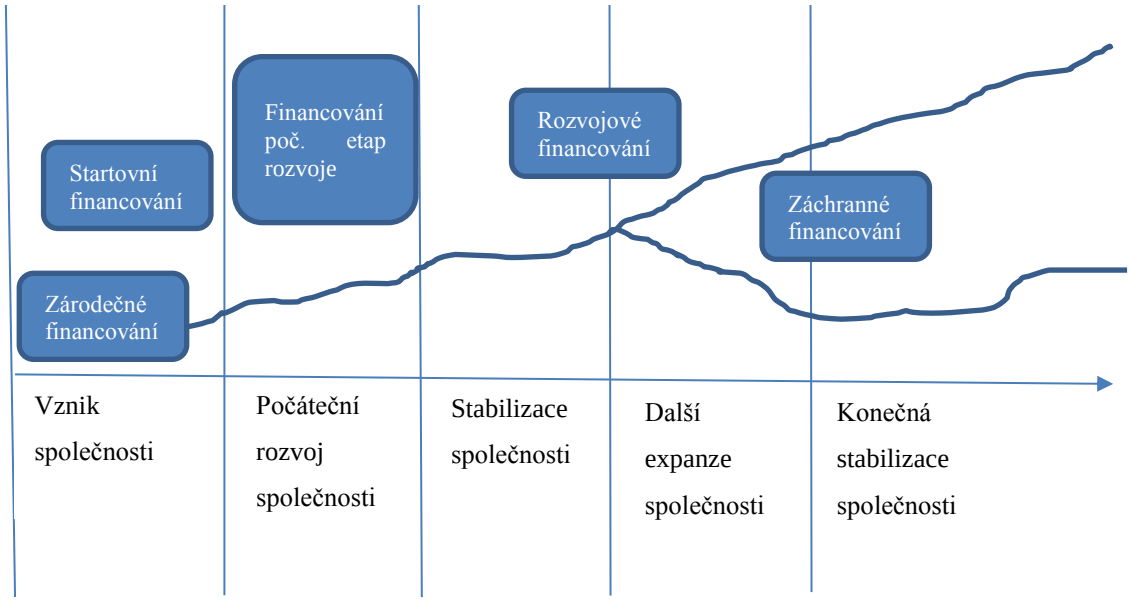
2.3.5. Rizikový kapitál

Rizikový kapitál se vyskytuje především u menších a středních začínajících firem, kdy je pro tyto firmy obtížný vstup na kapitálový trh a zároveň nemají potřebné interní zdroje. Jedná se o profesionálně sdružený kapitál, který je do základního kapitálu vkládán prostřednictvím rizikového fondu a je určen především na počáteční činnosti firmy či financování projektů inovačního a rozvojového charakteru, které mají vysoký stupeň rizika.[22]

Financování prostřednictvím *venture capital*, jak může být rizikový kapitál také označován, se rozšířilo v polovině 80. let ve Spojených státech. Před 20 lety pak tato forma získávání kapitálu pronikla do Evropy. Investor, který rizikový kapitál společnosti poskytne, má stejná práva a povinnosti jako vlastník a hlavně se spolupodílí na podnikatelském riziku. Kapitál je do společnosti poskytován fondem rizikového kapitálu, který je určený na předem stanovené období a navyšuje základní kapitál společnosti.[23]

Obrázek 4: Vliv stádia společnosti na typy financování venture capital

Zdroj: REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, s. 55.



[22] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 377.
[23] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 55.

Jak z výše uvedeného obrázku vyplývá, pro různá stádia společnosti existují následující typy rizikového kapitálu[24]:

- Zárodečný, předstartovní kapitál (seed capital);
- Začínající, startovní kapitál (start-up capital);
- Rozběhový, rozvojový kapitál (development capital);
- Revitalizační kapitál (turnaround capital) nebo záchranné financování (rescue capital)
- Náhradní financování (debt replacement capital);
- Transakční financování (transaction capital).

Předstartovní, zárodečný kapitál

Jedná se o financování prvních podnikatelských aktivit společnosti. Především jde o poskytnutí peněz na vývoj nových produktů, patentové ochrany, přípravy plánů, průzkumy trhu apod. Doba návratnosti je velice dlouhá a investice nesou značné riziko. Těmto investicím se věnuje pouze malá část fondů rizikového kapitálu.

Startovní financování

Toto financování spočívá v investici do již založených společností, které mají podnikatelský plán, mají připravené výrobky, tým lidí s hotovými průzkumy trhu. Investice bývají použity na pořízení prvních zásob, fixního majetku, atp. Opět jde o vyšší míru rizika, neboť společnosti ještě nevykazují patřičný obrat a zisk.

Financování rozvoje podniku

Může se jednat o *financování počátečního rozvoje* společnosti, která působí krátkou dobu, ale již generuje, byť malý zisk. Společnost si ale nedokáže zajistit úvěr a má potenciál dalšího rozvoje. Případně může jít o *financování pozdějšího stadia rozvoje*, které vstupuje do již déle fungující společnosti, která se chystá expandovat na nové trhy, případně pomocí technologických inovací. Toto financování s sebou nese již menší

[24] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 56

riziko, také je zde podstatně kratší doba návratnosti a tím pádem se tomuto financování věnuje 60 % společností fondů rizikového kapitálu.

Náhradní financování; profinancování dluhů

Toto financování pomáhá podnikům, které jsou vysoce zadlužené a zisky jsou použity na úhradu úroků. Rizikový kapitál pak nahrazuje úvěr a snižuje úrokové zatížení. Nutný je ovšem kvalitní rozvojový program.

Transakční financování

Především se jedná o financování spojování podniků, nákupy jiných společností či manažerské odkupy vlastními nebo cizími manažery. Míra rizika je velice nízká, neboť jde o financování fungujících společností se známými výsledky. Toto financování aplikují všechny fondy rizikového kapitálu a příznak „rizikový" zde lehce pozbývá významu. Anglické označení „private equity" mluví za vše.

Záchranné financování

Posledním druhem je financování společností, které mají problémy a hrozí jejich zánik. Kvalitní plán budoucího růstu může oslovit nové investory, kteří vloží vysoce rizikový kapitál do společnosti a snaží se o obnovu podniku.

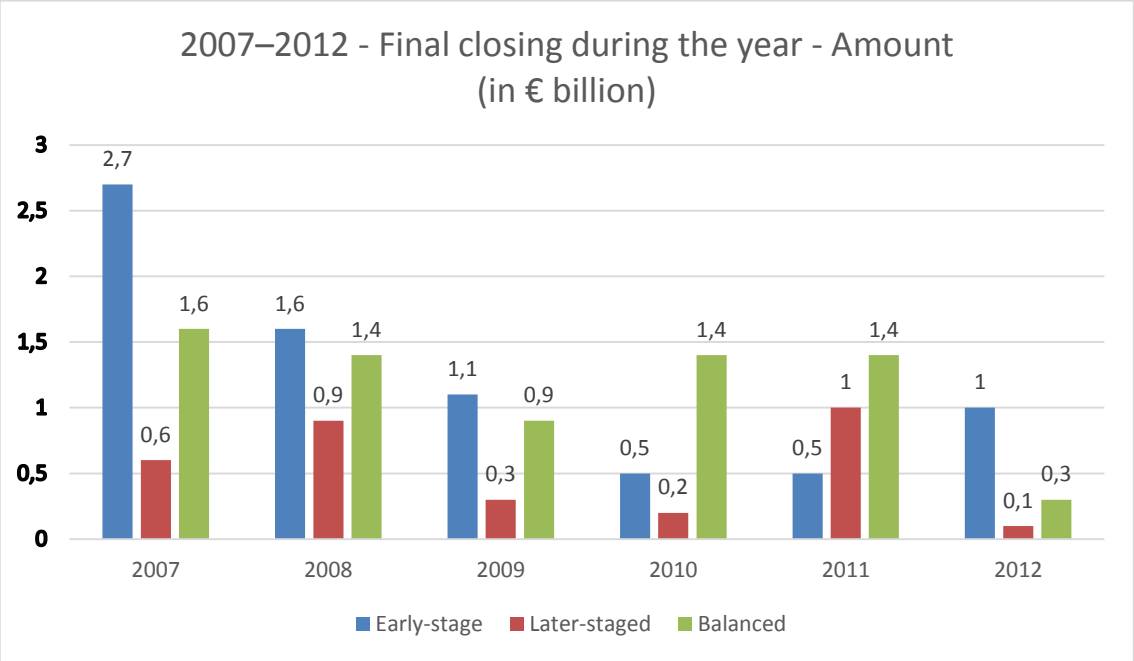
Rozdělení nám říká, že největší převahu má financování do rozvoje fungujících společností a financování vlastnických transakcí. Většina fondů má podobné zaměření na výše uvedené druhy rizikového kapitálu, můžeme se ale setkat také se specializovanými fondy rizikové kapitálu, které využívají podpory státu a pomáhají malým podnikům.[25]

Vystoupení investorů z podniku je možné několika způsoby, z nichž nejčastěji se využívá zpětný odkup podílu od investorů managementem podniku, resp. vlastníky. Dalšími možnými způsoby je prodej podílu jiné společnosti či uvedení společnosti na

[25] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 378 – 379.

burzu. Vždy je ale vystoupení dohodnuto v úvodních jednáních. Pokud je financování neúspěšné, investor odprodá svůj podíl za nižší cenu.[26]

Graf 1: Investované prostředky rizikového kapitálu v jednotlivých stádiích rozvoje společnosti v EU v bilionech Eur.



Zdroj: Funds raised by fund stage focus. *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*[online]. 2012, s. 76 [cit. 2013-11-26]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/2012_Pan-European_PE&VC_Activity.pdf

Výše uvedený graf nám říká, že financování prostřednictvím rizikového kapitálu meziročně klesá, především pak v nejrizikovější rané fázi vývoje společnosti.

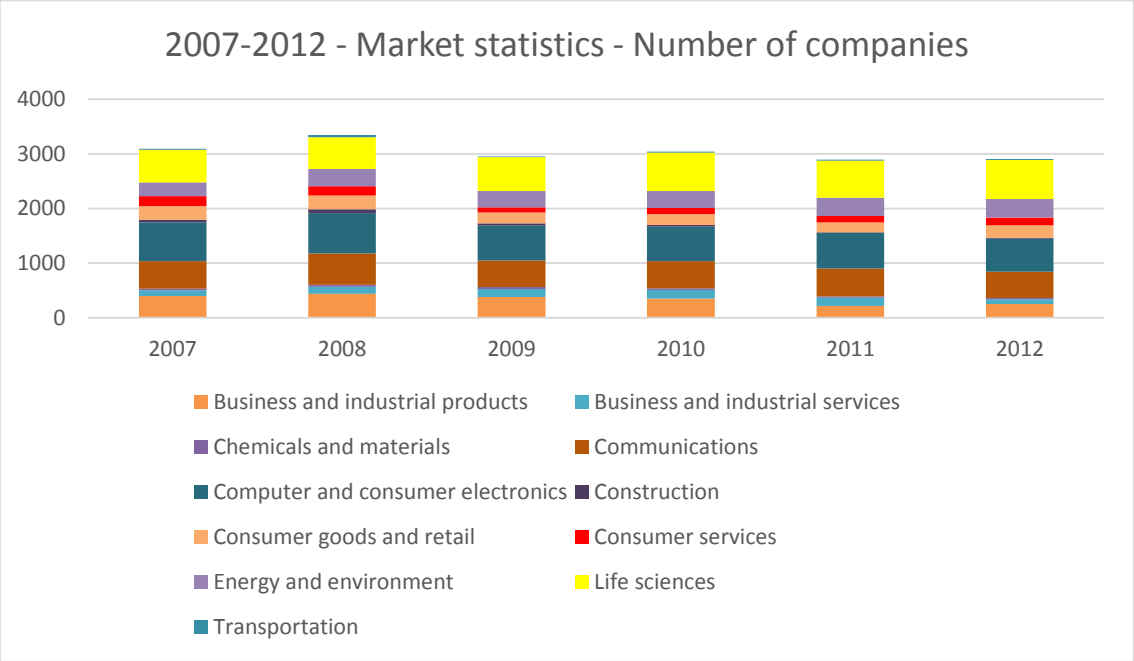
Investor se před investováním pomocí rizikového kapitálu rozhoduje především podle atraktivnosti podnikatelského záměru a podle vize a schopností jeho tvůrců jej úspěšně realizovat. Na rozdíl od bank, které se rozhodují podle daných záruk a zajištění splácení. Mezi základní kritéria, podle kterých se investor rozhoduje patří:

- **Silné vedení společnosti** – klade důraz na loajalitu ke společnosti, kvalifikační předpoklady a schopnost řešit problémy i v nepříznivých podmínkách.

[26] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 378 – 378.

- **Zbožně tržní příležitost** – jde o dobrou perspektivu podnikatelského záměru na budoucím rostoucím trhu. Je vyžadován patent či ochranná známka, případně musí být tato jedinečnost zanesena do marketingové části podnikatelského plánu.
- **Zhodnocení vloženého kapitálu** – většinou se míra zhodnocení pohybuje okolo 40 – 60 %, v našich podmínkách spíše 25 – 40 %. Tato míra však závisí na mnoha faktorech, kterými jsou stupeň rizika, objem investice, růstový potenciál společnosti a stupeň rozvoje společnosti. Požadovanou výnosnost ale také ovlivňuje zájem investora o konkrétní produkt či podnikatelský záměr a také možnost vystoupení ze společnosti.[27]

Graf 2: Investice rizikového kapitálu podle odvětví v EU (počet společností).



Zdroj: Investments by sector focus. *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*[online]. 2012, s. 76 [cit. 2013-11-26]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/2012_Pan-European_PE&VC_Activity.pdf

[27] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 59.

Výhody a nevýhody financování prostřednictvím rizikového kapitálu:[28]

Výhody:

- Pokud nemá podnik dostatek interních zdrojů a nedokáže získat úvěr, je rizikový kapitál nejrychlejší realizací inovací či nových projektů.
- Pozitivní ovlivnění postavení podniku při jednání o bankovních úvěrech z důvodu posílení vlastního kapitálu (i za cenu změny vlastnické struktury).
- Investor do podniku a podnikatelských záměrů vnáší mimo finančních prostředků také své zkušenosti, nápady a kontakty.

Nevýhody:

- Vlastníci podniku se rozrostou o další investory, kteří ovlivňují strategické rozhodování podniku a její kontrolu. Tím se také sníží pravomoci původních vlastníků.
- Vysoké riziko financování způsobuje požadovanou vysokou výnosnost.

[28] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 378 – 378.

2.3.6. Emise obligací

Prostřednictvím dluhopisů si dané ekonomické subjekty zajišťují ekonomické prostředky (zapůjčitelné fondy), které potřebují pro svoji podnikatelskou činnost. Zásadní rozdíl od úvěrů tkví v tom, že nabídka dluhopisů znamená poptávku po peněžních prostředcích a naopak poptávka po dluhopisech znamená jejich nabídku.[29]

Dluhopis definuje zákon č. 530/1990 Sb., o dluhopisech, jako cenný papír, se kterým je spojeno právo majitele, aby požadoval splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě a k určitému datu také vyplácení výnosů z dluhopisů a také povinnost emitenta plnit tyto závazky.

Zákon také udává podstatné náležitosti, které musí dluhopis obsahovat:

- Název emitenta či obchodní firmu s jeho sídlem;
- název, ve kterém je zahrnuto slovo „dluhopis“, číselné označení a ISIN;
- jmenovitou hodnotu;
- schválení prospektu Komisí pro cenné papíry a o údaj o schválení emisních podmínek;
- způsob splacení dluhopisu, datum splatnosti dluhopisu nebo výnosnosti z něj plynoucí, místo výplaty a výnos dluhopisu nebo jeho stanovení;
- u dluhopisů na jméno i jméno prvního majitele, formu dluhopisu;
- datum emise;
- závazek emitenta o splacení jmenovité hodnoty ke dni splatnosti.[30]

Některé náležitosti mohou chybět u zaknihovaných dluhopisů.

Výhody a nevýhody financování prostřednictvím emisí obligací pro emitenta:[31]

[29] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 375.
[30] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 68.

Výhody:

- Na zvýšeném zisku se nepodílí majitel obligace, neboť úrok z obligace je obvykle pevně stanoven. Pokud je rentabilita celkového kapitálu vyšší než úrok z obligace, pak vzniká pákový efekt. Zvyšuje se zisk na 1 akcii v důsledku růstu zadlužení.
- Náklady na financování pomocí emise obligací jsou nižší než náklady na akciový kapitál, neboť úroky jsou daňově uznatelným nákladem. Část úroku dopadá na stát – vzniká úrokový daňový štít.
- Náklady kapitálu se také snižují tím, že úroky z obligací jsou na rozvinutém kapitálovém trhu nižší než výnosy z kmenových akcií.
- Na rozdíl od emise akcií mají stávající vlastníci plnou kontrolu nad činnostmi podniku.
- Soustředění velkého a dlouhodobého kapitálu díky umístění obligací u velkého počtu věřitelů.
- Obligace přinášejí do kapitálové struktury podniku větší flexibilitu, neboť podnik může emisí pružněji reagovat na potřebné rozšíření kapitálu.

Nevýhody:

- Podíl dluhu na celkovém kapitálu se emisí obligací zvyšuje, což vede k růstu finančního rizika. Navíc náklady kapitálu se mohou zvyšovat s určitou zadlužeností podniku – z důvodu růstu požadovaných úroků z dluhu u více zadlužených podniků či vznikem nákladů finanční tísně.
- Pokud poklesne podnikový zisk, tak jsou nevýhodné pevné splátky úroku z obligací. Majitel obligace se jako u akcií nepodílí na snížení zisku.
- Náklady kapitálu jsou zvyšovány emisními náklady.
- Věřitelé mohou na emitující podnik klást různé omezující podmínky.

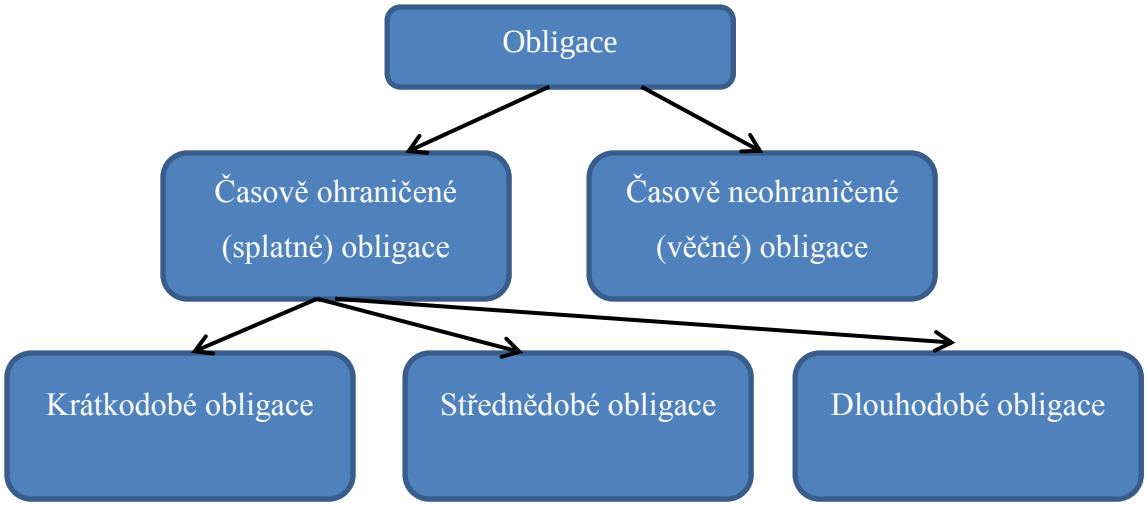
[31] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 394 – 395.

Obligace jsou dlouhodobé dluhopisy kapitálového trhu s platností delší než jeden rok a můžeme je členit z několika různých hledisek:[32]

Členění obligací z hlediska jejich ohraničenosti jejich životnosti, resp. délky splatnosti:

- *Časově neohraničené (věčné) obligace* – termín splatnosti není u těchto obligací určen v emisních podmínkách. Tyto *věčné obligace* zaručují fixní úroky, avšak vyskytují se pouze výjimečně.
- *Obligace s termínem splatnosti* – splatnost je totožná s životností obligace, proto je můžeme dále dělit z hlediska délky splatnosti na:
    - *Obligace krátkodobé* - splatnost obligace je obvykle v délce 1 – 5 let.
    - *Obligace střednědobé* – splatnost obligace je v rozmezí od 5 do 10 let.
    - *Obligace dlouhodobé* – splatnost tohoto druhu obligací přesahuje 10 let, většinou ale nebývá delší než 30 let. Horní hranice je limitována legislativou daného státu.

Obrázek 5: Členění obligací z hlediska časové ohraničenosti jejich životnosti.



Zdroj: REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 380.

[32] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 375

Členění obligací podle výnosu plynoucího z jejich držby

- *Kuponové obligace* – jedná se o nejrozšířenější a nejčastěji emitovaný druh. Na základě tzv. kuponů poskytují svým držitelům právo na vyplacení výnosů v předem určených termínech. Tyto obligace však můžeme dále dělit podle toho, o jaké druhy kuponových plateb se jedná. Řadíme sem například obligace s fixní či variabilní úrokovou sazbou, obligace s variabilním úročením, hybridní obligace, indexované obligace a další.
- *Bezkuponové (diskontované) obligace* – tyto obligace jsou na primárním trhu prodávány za nižší cenu, než je jejich nominální hodnota a jsou emitované s tzv. diskontem. Diskont je běžným výnosem obligace a s blížícím se okamžikem splatnosti se snižuje. Kromě základní bezkuponové obligace se můžeme setkat s různými speciálními konstrukcemi – např. svlečené (holé, odstřihnuté) obligace.
- *Obligace se stejnými vlastnostmi jak obligací kuponových, tak diskontovaných* – jako příklad sem patří *obligace s odloženými kuponovými úrokovými platbami*, kdy se jedná o specifické obligace, které mají v době uvádění na primární trh charakter obligací diskontovaných a po uplynutí určité doby mají držitelé nárok na předem určené kuponové platby, což je zaneseno v emisních podmínkách.

Členění obligací podle způsobu jejich splacení

- *Obligace s jednorázovým vyplacením jistiny* – u těchto obligací je termín splatnosti pevně stanoven. Jedná se jak o kuponové, tak i o diskontované obligace.
- *Obligace s neumořitelnou jistinou* – tento druh obligací je spojen s tzv. věčnými obligacemi, tedy s neohraničenou dobou splatnosti.
- *Obligace s postupným umořováním jistiny* – objevují se vzácně. Obligace s přesným umořovacím plánem se nazývají *pořadové periodické obligace* a obligace, jež jsou umořovány na základě výsledků losování, u kterého jsou předem určené podmínky, jsou *obligace umořitelné na základě losování*.

Členění obligací z hlediska zajištěnosti finančních nároků jejich držitelů

- *Nezajištěné obligace* – emitent zde sice ručí za finanční nároky investorů, ale nejedná se o zajištění jeho aktivy či právy vyplývajícími z emisních podmínek. Většina obligací na dluhopisovém trhu je právě tímto typem nezajištěných obligací.
- Zajištěné obligace – u tohoto typu obligací je držitel chráněn před případným neplněním závazků ze strany emitenta různými zajišťovacími mechanismy. Vše je zaneseno v emisních podmínkách. Patří sem zejména:
    - *Obligace s přednostním právem na jejich vyplacení* – obligace mají při vyplácení přednost před ostatními obligacemi.
    - *Hypoteční (hypotekární) obligace* – obligace jsou zajištěny hypotékou nebo zástavou nemovitostí.
    - *Hypoteční obligace s přednostním právem na veškerý majetek emitenta* – vlastníci mají přednostní právo na majetek společnosti, která obligace emitovala.
    - *Prioritní obligace* – vlastníci těchto obligací jsou zvýhodněni oproti majitelům jiných druhů akcií stejného emitenta tím, že mají přednostní právo na majetkový podíl při případné likvidaci dlužníka. V emisních podmínkách se u těchto obligací často vyskytuje podmínka, že pokud dojde k ohrožení jejich splacení, mohou držitelé požadovat navýšení kapitálu společnosti.
    - *Obligace umořované ze zvláštního fondu* – tzv. umořovací fond zde zajišťuje obligace tím, že akumuluje předem domluvené hotovostní částky potřebné k jejich umoření.
    - *Zaručené obligace* – pokud je emitent nedobytný, jsou jeho kuponové platby, jistina či obojí zaručeny jeho mateřskou společností, případně jiným podnikem.

Členění obligací z hlediska zvláštních práv emitenta nebo jejich držitelů

- Obligace se zvláštními právy emitentů
    - *Vypověditelné (odvolatelné, svolatelné) obligace* – emitent má u těchto obligací v emisních podmínkách zaneseno právo na odkoupení (splacení) celé (nebo části) jím vydané emise obligací za předem domluvenou cenu, nebo má nárok na výměnu. Obligace pak bývají více úročeny, neboť jsou pro investory méně výhodné. Toto právo bývá často omezeno, například pouze na určité termíny apod.
    - *Příjmové (důchodové) obligace* – úroky z těchto obligací jsou vypláceny až pokud mají dostatečné příjmy a nesplacené kupony jsou dluhem, který může být splacen až dodatečně. Tyto obligace jsou emitovány u podniků, které mají finanční problémy a jejich výhodou je to, že včasné nesplacení kuponových plateb nesměřuje k bankrotu společnosti.
    - *Obligace s opcemi umožňujícími jejich předčasné stažení z oběhu* – emitent může vyplatit předmětné obligace před termínem splatnosti, což umožňuje kupní opce. Úročení těchto obligací bývá vyšší, protože investorům bývá vyplacena tržní cena obligace, nikoliv její nominální hodnota.
- Obligace se zvláštními právy jejich držitelů
    - *Obligace vyměnitelné za akcie* – držitelé mají právo na výměnu obligací za kmenové akcie emitenta, musí ale splnit předem domluvené podmínky. Případně lze vyměnit za akcie jiné akciové společnosti. Většinou jde o fixně, ale méně úročené obligace. Držitel se tímto právem může stát akcionářem svého emitenta.
    - *Obligace s možností výměny za jiné obligace* – jak název napovídá, držitel má právo na výměnu za jiné obligace.
    - *Obligace s právem jejich držitelů na odprodej emitentovi* – pokud např. emitent nesplní předem stanovené hospodářské cíle, což oznamuje majitelům obligací, mohou majitelé těchto obligací požadovat odkoupení za předem určenou cenu a dle emisních podmínek.

- *Obligace s hlasovacím právem* – tyto obligace mívají vysokou nominální hodnotu a nejsou veřejně obchodovatelné. Držitelé mohou hlasovat ve správním aparátu emitenta.
- *Zaměstnanecké obligace* – obligace mají za úkol motivovat zaměstnance podniku. Jde většinou o nepřevoditelné obligace a jsou určené pro stávající zaměstnance či pro ty, kteří odešli do důchodu.
- *Obligace s opčními listy umožňujícími jejich výměnu za akcie* – za předem určenou cenu je možné získat předem stanovený počet akcií (většinou jde o kmenové akcie) na základě oddělitelného opčního listu kupní opce.
- *Obligace s opcemi umožňujícími jejich předčasné vyplacení* – investoři mohou obligace předčasně odprodat zpět emitentovi na základě prodejní opce. Všechny náležitosti jsou uvedeny v emisních podmínkách a tyto opční transakce jsou realizovány za tržní ceny. Tyto obligace bývají ve srovnání se standardními obligacemi méně úročeny.

Členění obligací z hlediska jejich denominace a upisování na domácích a zahraničních trzích

- *Domácí (tuzemské) obligace* – domácí trh, tuzemské subjekty a domácí měna.
- *Zahraniční obligace* – jedná se o obligace v domácí měně na tuzemském trhu, avšak emitované zahraničními subjekty (nerezidenty). Tyto obligace jsou velice rozšířené a vždy podléhají tuzemským regulačním pravidlům. Emitovány bývají ve světově uznávaných měnách, kdy se pro ně ustálily tradiční názvy:
  - *Yankee bonds* – obligace emitované zahraničními subjekty ve Spojených státech v měně USD.
  - *Samurai bonds* – emitování obligací probíhá v Japonsku v měně JPY.
  - *Bulldog bonds* – obligace emitované zahraničními subjekty ve Velké Británii v GBP.
- *Euroobligace* – tyto obligace nejsou denominovány v domácí měně, nýbrž v měně jiného státu, než na území kterého státu jsou emitovány. Délka splatnosti je většinou od 3 do 10 let, jsou nezajištěné, fixně úročené a bývají vydávány

na doručitele. Obligace musí splňovat pouze mezinárodní podmínky obchodovatelnosti na veřejných trzích, nejsou řízený státní regulací ani žádným povolovacím řízením. Emitují je pouze vysoce bonitní emitenti. Výplaty kuponů, resp. jistiny probíhají v jedné, či více měnách.

Obligace s dalšími druhy specifických vlastností

- *Obligace s částečným úpisem* – tyto obligace jsou spláceny kupujícím ve dvou nebo více dílčích splátkách. Část emisního kurzu se tedy zaplatí na primárním trhu při nákupu v době běžící emisní lhůty a další část se platí až později dle emisních podmínek.
- *Obligace osvobozené od daní* – pokud to připouští legislativa země, mohou tyto obligace emitovat vlády či státní agentury, případně města a obce. Výnosy nejsou zdaňovány úplně či pouze částečně. Obligace se využívají pro zamezení daňových úniků nebo při snaze podpořit veřejně prospěšné projekty.[33]

[33] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 378 – 289.

2.3.7. Dlouhodobé bankovní úvěry

Dlouhodobé úvěry můžeme v obecném pojetí rozdělit na dlouhodobé bankovní úvěry, kterými se budeme zabývat, a dlouhodobé dodavatelské úvěry, kdy se jedná o dodávky některých druhů majetku.

Dodavatelské úvěry – tyto úvěry poskytují dodavatelé strojů a technologických zařízení. Úvěr je splácen klasicky peněžně včetně dohodnutých úroků a je poskytován v naturální formě. S dodavatelskými úvěry se můžeme setkat ve dvou variantách – *podmíněný prodejní kontrakt*, kdy odběratel není vlastníkem do té doby, než splatí všechny splátky, na které vystaví směnku a *úvěr na movitou zástavu*, kdy majetek je ihned ve vlastnictví odběratele, ale zůstává jako záruka pro dodavatele, dokud nesplatí všechny splátky.[34]

Bankovní úvěry mají zpravidla postupně umořovaný dluh během doby splatnosti, na rozdíl od obligací. Umořování je složeno ze čtvrtletních či pololetních splátek a plateb úroků. Splácení může probíhat v těchto podobách:

- *Anuitní platby* – platby jsou po celou dobu splatnosti ve stejné výši, pouze se mění poměr úroku a úmoru, úrok postupně klesá.
- *Splátky úvěru (úmor úvěru) ve stejné výši, kdy se mění úroveň úroku*. Úrok vypočítáme z klesajícího zůstatku úvěru. Celková platba má klesající trend, mění se.
- *Jednorázová splátka* – vyskytuje se zřídka a jedná se o splátku na konci doby splatnosti s pravidelnými úrokovými platbami po celou dobu splatnosti.[35]

[34] HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování: VŠ učebnice pro kombinovanou formu studia a celoživotní vzdělávání*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Bilance, 2011. ISBN 978-80-86371-55-9, s. 144

[35] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 76.

Dlouhodobý bankovní úvěr může být od bank získán většinou v těchto podobách:[36]

1. *Termínovaná půjčka*
2. *Hypotekární úvěr*

Termínovanou půjčku poskytují banky převážně na hmotný dlouhodobý majetek a na jeho rozšiřování. Můžeme se tedy v praxi setkat s označením *investiční úvěry*. Tato definice neplatí vždy, neboť termínovanou půjčku mohou podniky využít i na financování rozšíření oběžného majetku (zejména zásob), na nákup dlouhodobých cenných papírů, na pořízení nehmotného majetku (licence, vlastní výzkum) či na několikaleté rozlišování nákladů příštích období. *Termínované půjčky* mají svůj specifický charakter a je možné je vyjádřit několika znaky:

a) *Postupné umořování termínované půjčky během doby její splatnosti* – různé druhy umořování byly uvedeny výše.
b) *Převládající pevná úroková sazba* – úroková sazba je většinou neměnná po dobu splatnosti, je však odvislá od různých faktorů, převážně pak na všeobecné úrovni úroků v dané ekonomice. Výjimečně se můžeme u velkých termínovaných půjček setkat s pohyblivou úrokovou sazbou, která vychází z „prime rate“ bankovní sazby a pokud dojde k její změně, mění se i úrok z půjčky.
c) *Podílová účast termínované půjčky na investičních výdajích* – banky obvykle poskytují na kapitálové výdaje pouze určitý podíl, a aby snížily své riziko, požadují účast podniku ve formě interních zdrojů. Občas se ale můžeme setkat s půjčkou, kdy banka poskytuje úvěr v plné výši kapitálového výdaje, jedná se ale pouze o úvěruschopné a finančně zdatné podniky.
d) *Záruční podmínky a ochranná ujednání* – vzhledem k vyššímu stupni rizikovosti jsou termínované půjčky spojovány se zárukami a ochrannými ujednáními. Záruky mohou být formou osobního zajištění, kdy za půjčku ručí třetí osoba (ručitel), kterou může být například mateřská společnost, nebo se může jednat o zajištění reálné, kdy dlužník předává bance různé zástavy nebo jiné věci. Ochranná ujednání jsou trojího

[36] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 396.

typu a mají za úkol ještě více zajistit účinnost záruk a splacení termínovaných půjček jejím věřitelům, mohou být následující:

(1) *Pozitivní ochranná ujednání* – v průběhu půjčky musí podnik souhlasit s určitými opatřeními, kterými může být předkládání různých výkazů věřiteli, různá pojištění apod.

(2) *Negativní ochranná ujednání* – bez souhlasu banky nesmí podnik provádět určité činnosti, jako například neprodávat či nepronajímat svůj majetek, neslučovat se s jinými podniky apod.

(3) *Restriktivní ochranná ujednání* – zajištění termínované půjčky je prostřednictvím posílení vlastní kapitálové báze podniku díky stanoveným limitům, které musí dodržovat – např. limit celkových mezd, limit dalších úvěrů, aj.

e) *Podmínky pro případ neplnění závazků* – banka může dle těchto ujednání požadovat v určitých případech okamžité splacení celé půjčky. Těmito výjimečnými případy mohou být například zkreslené informace o finanční situaci podniku či neplnění jednotlivých ujednání ve smlouvě. Většinou se ale jedná o poslední opatření, kterému předchází nejrůznější dohody k obnovení plnění závazků.[37]

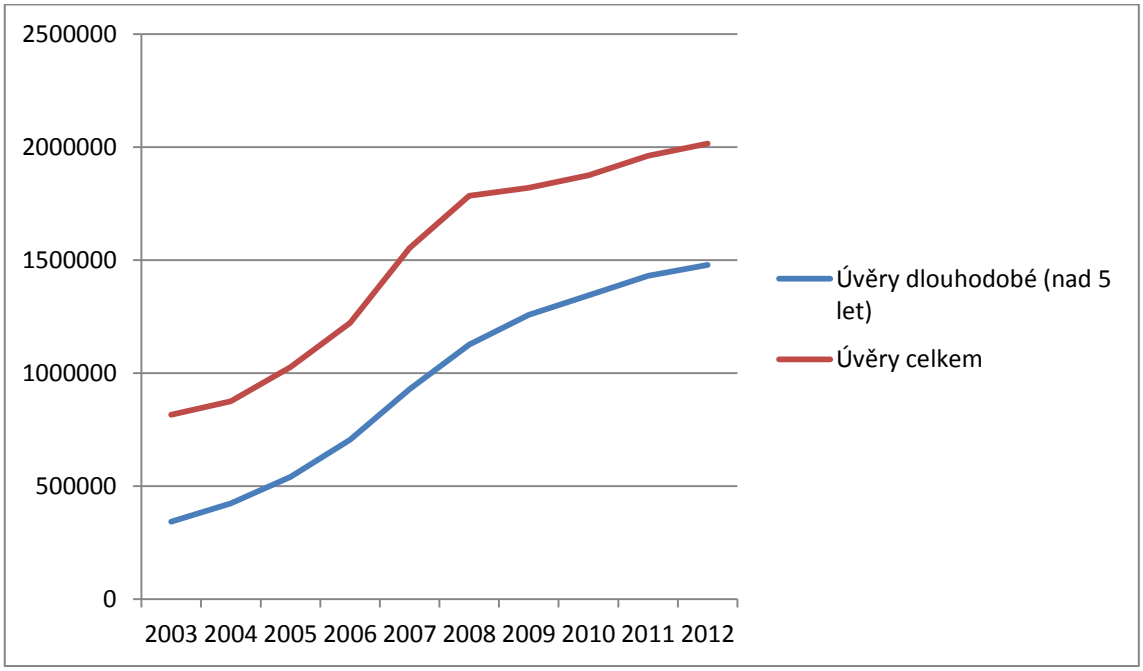
Hypotekární úvěr je úvěr využívaný účelově k financování investic do nemovitostí a je zajištěný zástavním právem k těmto nemovitostem, tzv. hypotékou. Většinou bývá poskytován na tyto investice:

- Financování výstavby nemovitosti,
- Financování koupě nemovitosti,
- Koupě podílu na nemovitost za účelem vypořádání spoluvlastnických a dědických nároků;
- Financování modernizace, vestavby, dostavby, rekonstrukce a přístavby nemovitosti.

[37] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 396.

Splatnost bývá okolo 20 let a úvěr je poskytován nejvýše do 70 % hodnoty nemovitosti.[38]

Graf 3: Objem klientských úvěrů (dlouhodobé a celkové) v letech 2003 – 2012 (v mil. Kč).



Zdroj: ČNB – databáze časových řad ARAD

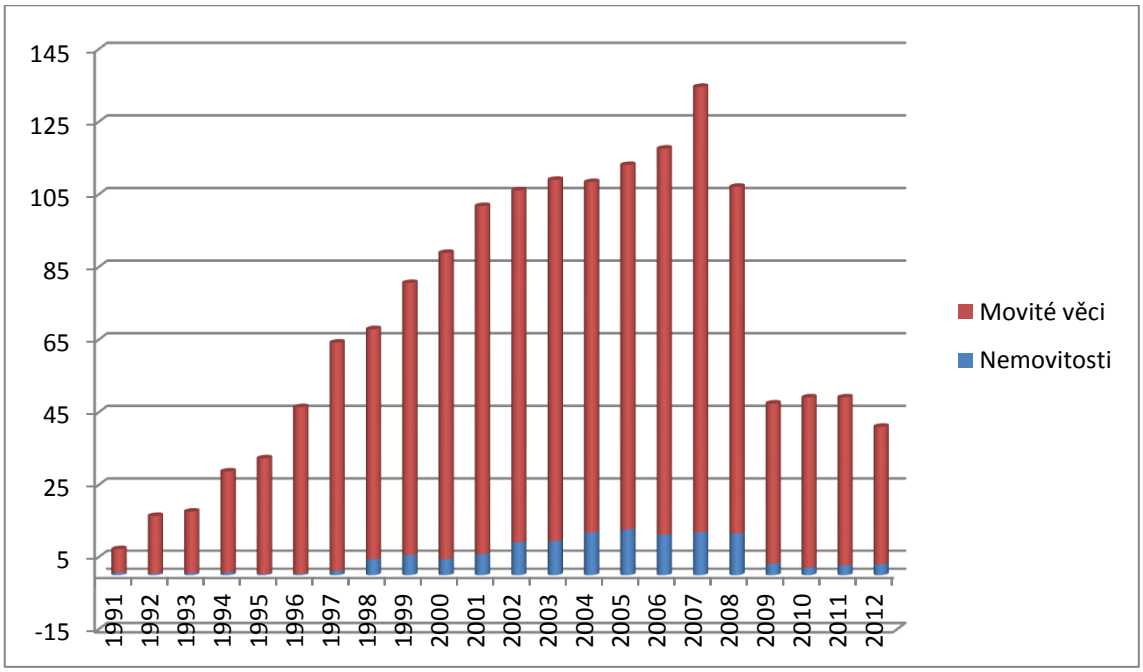
[38] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 77.

2.3.8. Leasing

Obecné pojetí leasingu jej definuje jako pronájem investičního zařízení, předmětů dlouhodobé spotřeby a jiných předmětů uživateli na dobu určitou nebo neurčitou za sjednané nájemné.[39]

Pokud se na leasing zaměříme z *právního hlediska*, jedná se o třístranný právní vztah mezi dodavatelem, pronajímatelem a nájemcem, kdy je majetek nakupován pronajímatelem od dodavatele a poskytuje jej do užívání nájemci za úplatu. Pronajímatel je vlastníkem a uzavírá s nájemcem leasingovou smlouvu na předmět leasingu. Podle *finančního hlediska* je možné leasing chápat jako alternativní speciální formu financování potřeb podniku cizím kapitálem. Vlastníkem zboží, na rozdíl od bankovních úvěrů, se stává věřitel (leasingová společnost).[40]

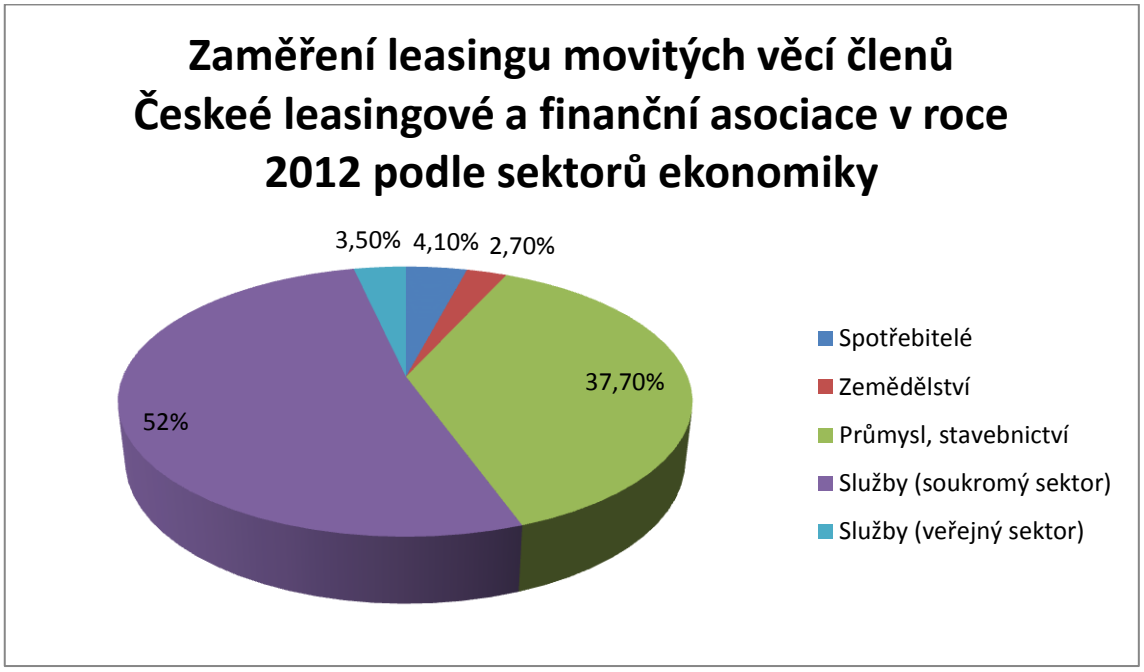
Graf 4: Vývoj leasingových obchodů v ČR v roce 2012 (v mld. Kč).



Zdroj: Výroční zpráva ČFL [on-line]. 2012 [cit. 15.12.2013]. Dostupné z http://www.clfa.cz/dokumenty/Vyrocni%20zprava_2012.pdf

[39] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 378 – 289.
[40] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 418.

Graf 5: Zaměření leasingu movitých věcí členů České leasingové a finanční asociace v roce 2012 podle sektorů ekonomiky v procentech.



Zdroj: Výroční zpráva ČFL [on-line]. 2012 [cit. 15.12.2013]. Dostupné z http://www.clfa.cz/dokumenty/Vyrocni%20zprava_2012.pdf

Mezi základní typy leasingu patří:[41]

- *Provozní, operativní leasing (operating lease),*
- *Finanční, kapitálový leasing (financial, capital lease).*

Provozní leasing je formou krátkodobého pronájmu a délka tohoto pronájmu bývá kratší než ekonomická životnost majetku. Minimální délka tohoto typu leasingu není limitovaná a nájemné ve formě splátek zahrnuje pouze určitou část pořizovací ceny. Po ukončení doby leasingu nemá nájemce právo na odkup věci a vrací majetek pronajímateli. Za určitých podmínek ale odkoupit majetek lze. Pronajímatel nese všechna rizika spojená vlastnictvím majetku a zajišťuje údržbu, opravy a servis. Leasingová smlouva je vypověditelná. Tento druh leasingu bývá využíván především u

[41] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 420.

osobních automobilů, tiskáren, počítačů apod. Zabezpečuje tedy majetek, který je pouze dočasný a není v podniku jeho využití dostatečné a není tedy vhodné jej koupit.

Finanční leasing je pro podniky a jejich financování majetku mnohem důležitější. Často bývá označován *kapitálovým leasingem*. U tohoto druhu leasingu již jde o dlouhodobý pronájem a některá rizika a výnosy související s fungováním zařízení jsou ekonomicky převáděna na nájemce. Leasingové splátky zahrnují pořizovací cenu pronajatého majetku a ziskovou marži pronajímatele. Délka leasingu je totožná s dobou ekonomické životnosti zařízení. Minimální doba trvání leasingu je většinou stanovena daňovými zákony a leasingová smlouva není za běžných podmínek vypověditelná. Po skončení leasingu má většinou nájemce dle smlouvy o leasingu právo na odkoupení majetku. Daňové zákony některých zemí považují odkoupení majetku za povinnou součást leasingové smlouvy. Na rozdíl od provozního leasingu jde o trvalé pořízení majetku formou splátek.[42]

Finanční leasing můžeme dále rozdělit:[43]

- *Přímý* – výrobce je současně i pronajímatelem;
- *Nepřímý* – nejčastější forma, kdy pronajímatel, nájemce a věřitel mezi sebou mají třístranný vztah;
- *Zpětný* – majetek je firmou (majitelem) prodán leasingové společnosti, která ho následně pronajme zpět původní firmě. Děje se tak z důvodu snahy o soulad zdrojů financování s jejich užitím formou snížení stavu stálých aktiv, případně kvůli daňové optimalizaci či pouze aktuální potřeba hotovosti pro financování provozních potřeb.

[42] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 420.
[43] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 77

Výhody a nevýhody financování pomocí leasingu:[44]

Mezi nejvýznamnější **výhody** patří:

- Užívání majetku bez kapitálu potřebného na jednorázové vynaložení.
- Financování touto formou je ve vztahu k interním zdrojům velice flexibilní. Rozložení a výše splátek může reflektovat sezónní výkyvy podniku, výnosové křivky apod.
- Leasingové splátky je možné zahrnout do daňově uznatelných nákladů, čímž se výrazně snižuje daňový základ a tím výše celkové daňové povinnosti.
- Nájemce nepodstupuje riziko spojené s využíváním majetku a s jeho pořízením.
- Leasing nezvyšuje míru zadlužení, snižuje výši fixního majetku a další.

Z **nevýhod** financování prostřednictvím leasingu můžeme uvést:

- Pořízení majetku prostřednictvím finančního leasingu je nákladné a dražší než pořízení majetku z interních zdrojů či prostřednictvím úvěru.
- Majetek je v době přechodu do vlastnictví nájemce téměř odepsaný. Tím podnik ztrácí daňové zvýhodnění a majetek se využívá, ale neodepisuje, tím stoupá základ daně.
- Obtížné provádění úprav majetku, hrozba bankrotu leasingové společnosti, přenášení některých vlastnických rizik na nájemce, aj.

[44] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 429 – 431.

2.3.9. Státní finanční podpora financování podnikových investic

Jelikož efektivní investice podniků zajišťují dlouhodobější ekonomický růst, setkáváme se s angažovaností státu ve financování podniků. Tato angažovanost může mít také za cíl řešit nedostatečný rozvoj země či některých regionů, případně některých odvětví podnikání. Pro stát je také důležité podporovat menší a střední podniky, které se mnohdy podílejí více než ze dvou třetin na tvorbě HDP. V neposlední řadě má na této angažovanosti zásluhy existence různých externalit na trhu, kdy se soukromé náklady nebo přínosy nerovnají společenským nákladům či přínosům. Stát se také snaží, aby posílil konkurenceschopnost podniků v zahraničí, což vede ke stabilizaci obchodní a platební bilance země a následně i stabilizaci měny. V rámci pravidel ČR a EU lze veřejné podpory rozdělit na tři hlavní kategorie:

1. **Regionální podpory –** podpora pro regiony s velkou nezaměstnaností či oblasti s nízkou životní úrovní;
2. **Podpory horizontálního charakteru** – podpora se může týkat všech odvětví, například podpora vědy a výzkumu;
3. **Podpory sektorového typu –** podpora pro různá jednotlivá odvětví, sektory, které mají přísnější pravidla pro veřejné sektory jsou např. automobilový průmysl, stavba lodí, aj.[45]

Další možné formy financování jsou následující:[46]

- **Projektové financování.**
- **Investiční dotace jako forma přímé veřejné podpory.**
- **Veřejno-soukromé partnerství PPP.**
- **Financování investic generujících úspory energií.**

[45] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. S. 403.
[46] HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ. Strategické finanční řízení a investiční rozhodování: VŠ učebnice pro kombinovanou formu studia a celoživotní vzdělávání. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Bilance, 2011. ISBN 978-80-86371-55-9, s. 144.

3. Realizace IPO a související náklady

IPO je možné definovat jako první veřejnou nabídku cenných papírů, a to akcií, kdy podnik vstupuje na veřejný organizovaný trh cenných papírů, který prezentuje burza cenných papírů. Důležitou roli hraje slovo první, neboť IPO uskutečňuje pouze emitent, který emituje cenné papíry, se kterými se na trhu cenných papírů ještě neobchoduje.[47]

Hlavní důvody, proč realizovat IPO:[48]

- Zvýšení vlastního kapitálu potřebného pro další rozvoj podniku;
- snazší přístup k úvěrovým zdrojům a zvýšení kvóty vlastního kapitálu;
- lepší image společnosti, větší publicita;
- nižší míra zadlužení a s tím související zvýšení flexibility při rozhodování;
- firma působí více atraktivně jako zaměstnavatel;
- nezávislost financování na bankovních úvěrech;
- u rodinných podniků je vyřešen problém nástupnictví;
- pokud dojde k akvizici a fúzi je možné využít emitovaných akcií jako platebního prostředku.

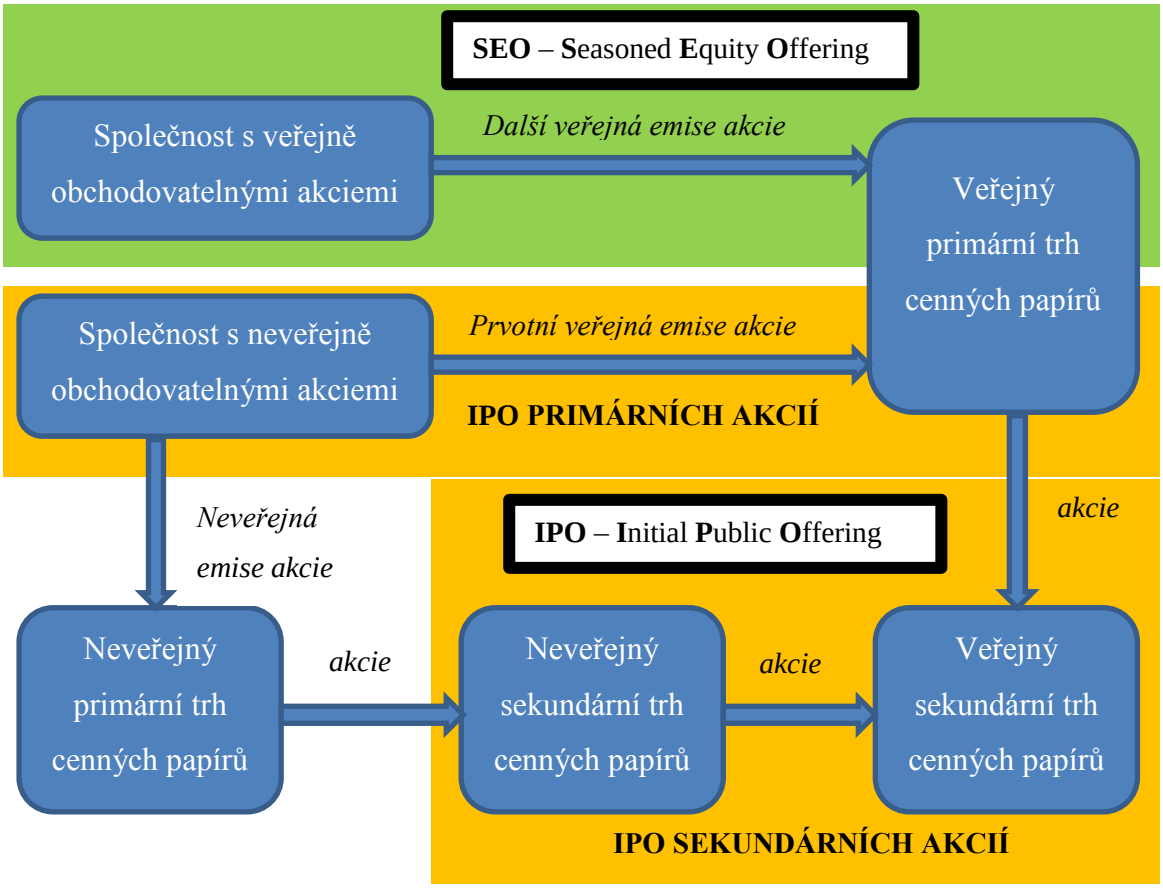
Některé publikace označují za IPO i další emise akcií firem, které již své akcie emitovali a již se s nimi na veřejném trhu cenných papírů obchoduje. Poté je třeba využít termínu *SEO*, neboli *Seasoned Equity Offering*. Příklady důvodů, proč rozlišovat IPO a SEO uvádí následující výčet a rozdíl mezi SEO a IPO následující obrázek:

- Při SEO se výrazně snižuje přípravné období, neboť podnik již splňuje podmínky, které je nutné splnit při IPO.

[47] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 27
[48] *Praxishandbuch Börsengang: von der Vorbereitung bis zur Umsetzung*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006, 408 s. ISBN 978-3-8349-0369-3

- Při IPO se často podhodnotí emisní kurz, neboť není stanovena tržní cena akcií. Při SEO je to však snazší, protože určení emisního kurzu může vycházet z tržní ceny již obchodovatelných akcií.
- Kvůli vyšším poplatkům právníkům a auditorům při IPO jsou celkově náklady na IPO vyšší než náklady na SEO.[49]

Obrázek 6: Porovnání IPO a SEO akcií.



Zdroj: Vlastní zpracování podle MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 29.

[49] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 30.

Výhody a nevýhody IPO nám shrnuje následující tabulka:[50]

Tabulka 4: Hlavní výhody a nevýhody IPO

IPO – **I**nitial **P**ublic **O**ffering	
Výhody	Nevýhody
Snížení rizika zadlužení společnosti a optimalizace její kapitálové struktury.	Příprava a realizace IPO s sebou nese přímé a nepřímé náklady.
Obstarání potřebných finančních prostředků bez omezení, která vyplývají z dluhového financování.	Další přímé a nepřímé náklady přináší veřejná obchodovatelnost akcií.
Potenciál externího růstu díky akvizicím.	Rozhodovací autonomie se rozšiřuje na další akcionáře.
Zlepšení image a důvěryhodnosti společnosti pro bankovní a jiné instituce.	Hrozí únik strategických informací díky více vlastníkům.
Eliminace problémů s generační obměnou ve společnosti.	Celkové rozšíření vlastnické struktury o další investory – akcionáře.
Příležitost pro prodej akcií stávajícími akcionáři a zvýšení jejich likvidity.	Podnik přichází o výhody plynoucí z vlastnictví akcií pouze omezeným počtem investorů.

Zdroj: Vlastní zpracování podle MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 46

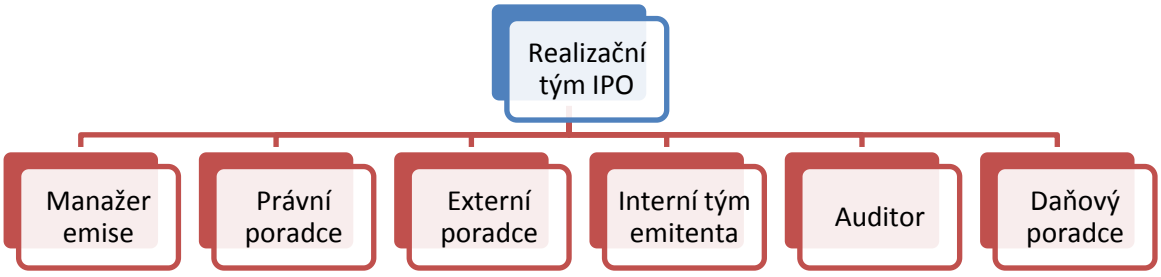
[50] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 46.

3.1. Příprava a realizace IPO

Rozhodnutí o veřejné emisi akcií spadá do kompetence valné hromady akcionářů a je základním a nejdůležitějším způsobem zvyšování základního kapitálu společnosti. Přípravu provádí management společnosti. Akcionáři však musí mít splacený emisní kurz dříve upsaných akcií, jinak je zvýšení základního kapitálu nepřípustné. Objem emise a celkový koncept pak schvaluje valná hromada.[51]

Pokud se podnik, resp. jeho management, rozhodne vstoupit na kapitálový trh prvotní veřejnou nabídkou akcií, bude muset sestavit realizační tým z vhodných partnerů. Je nereálné, aby si podnik svépomocí zajistil technickou, ekonomickou a právní záležitost emise. Následující obrázek znázorňuje, že tým je složen z manažera emise, auditora, právního a daňového poradce, interního týmu emitenta a poradce pro vztahy s investory.[52]

Obrázek 7: Realizační tým IPO



Zdroj: MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 47.

[51] NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 133.
[52] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 47.

Navýšení základního kapitálu společnosti prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií má následující tři fáze:

- *Přípravná fáze*
- *Realizační fáze*
- *Post-realizační fáze*

3.1.1. Přípravná fáze

V přípravné fázi se musí emitent připravit na všechny nezbytné podmínky pro realizaci prvotní veřejné nabídky akcií. Velice náročným procesem je implementace *Mezinárodních standardů účetního výkaznictví* a provedení nezbytných změn ve vedení a struktuře společnosti v souladu s principy *corporate governance*. Z časového hlediska se jedná o nejsložitější proces přípravy emitenta. Dostatečná transparentnost pro budoucí investory je zajištěna transformací podniku do podoby veřejně obchodovatelné společnosti. Jedná se o nejdůležitější část přípravné fáze. Tato fáze trvá podniku zpravidla jeden až dva roky. [53]

3.1.2. Realizační fáze

Pokud je společnost již dostatečně připravena na veřejnou nabídku svých akcií a shledá příznivé ekonomické podmínky včetně situace na kapitálovém trhu, může přistoupit k realizační fázi. Ta se rozděluje do několika kroků:

1. Výběr členů realizačního týmu včetně manažera emise
2. Výběr vhodného trhu pro IPO
3. Intenzivní prověření společnosti
4. Interní ocenění emitující společnosti

[53] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 51.

5. Svolání valné hromady
6. Připravení emisního prospektu
7. Schválení emisního prospektu
8. Projednání s organizátorem regulovaného trhu
9. Představení společnosti investorům
10. Rozhodnutí o alokaci akcií mezi investory a stanovení výše emisního kurzu
11. Přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu s investičními nástroji[54]

Výběr trhu

Každá burza cenných papírů chce získat lepší nové tituly a tím posílit svoji pozici. Tím vznikají nové trhy a ty mají méně náročné požadavky na emitenty z hlediska obchodní historie či finančních ukazatelů a výsledků, ale náročnější požadavky na transparentnost obchodování a informační povinnost. *Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES a 2001/34/ES* stanovuje základní podmínky přijetí emise akcií k obchodování na veřejném trhu. Jednotlivé burzy mají tyto podmínky upravovány a stanovovány burzovními pravidly. Následující tabulka nastiňuje podmínky přijetí akcií k obchodování na Burze cenných papírů Praha nad rámec zákona o podnikání na kapitálovém trhu.[55]

Tabulka 5: Podmínky pro přijetí akcií k obchodování na *Burze cenných papírů Praha* nad rámec zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

Tržní segment	**Minimální objem veřejné nabídky**	**Minimální doba činnosti emitenta**	**Další podmínky**
Hlavní trh	200 mil. Kč	3 roky	Dostatečná likvidita
Vedlejší trh	100 mil. Kč	3 roky	-

Zdroj: NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 133.

[54] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 52.
[55] NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 133.

Výběr manažera emise a realizačního týmu

Manažerem emise by měla silná regionální či mezinárodní investiční banka s individuálním a dlouhodobým přístupem k investorům, případně konsorcium několika bank, auditorských, právnických a finančních společností a v tomto případě je manažerem emise zvolena jedna z bank. Na hloubkové prověrce se pak podílí daňový poradce a auditor, kteří také ověřují finanční výkazy potřebné k ocenění akcií a sestavění emisního prospektu. Pokud společnost zvolí *syndikát*, tedy více specializovaných finančních institucí, nikoliv jednoho manažera, dokáže zabezpečit lepší prodej emise, lepší dlouhodobou podporu a podporu v den kotace, ale také stanovit emisní cenu s eliminací chyb. Důležitou roli také hraje poradce pro vztahy k investorům a veřejnosti. Je však nutné mít další dodatečné náklady na emisi opodstatněné a uvědomit si, zda jsou nezbytné. Aby mohl vedoucí manažer přijmout mandát, je pro něj důležitý podnikatelský záměr společnosti, který společně s emitentem dokáže reálně přednést potencionálním investorům. Jestliže neshledá manažer po této fundamentální analýze žádné nedostatky, podepisuje se společností mandátní smlouvu.[56]

Hloubková prověrka emitenta

Každý člen realizačního týmu si určí své požadavky na potřebné informace, dokumenty a výkazy a tyto jsou následně shromážděny zástupci společnosti a předány ke zpracování a vyhodnocení členům týmu. Včas zjištěné nedostatky mohou vést k nápravě stávajícího stavu či odhalit některé nedostatky již v přípravné fázi. Z výsledků těchto prověření je možné sestavit nabídkovou část emisního prospektu a výčet právních rizik spojených s podnikáním společnosti. Dle této prověrky se také určí hodnota společnosti, ž čehož se stanoví nabídková cena akcií. Prověrka emitenta má tyto tři části:

- Právní poradce zajistí právní prověření
- Manažer emise aplikuje ekonomické prověření

[56] NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 135 – 136.

- Auditor společně s daňovým poradcem zajistí finanční a účetní prověření.[57]

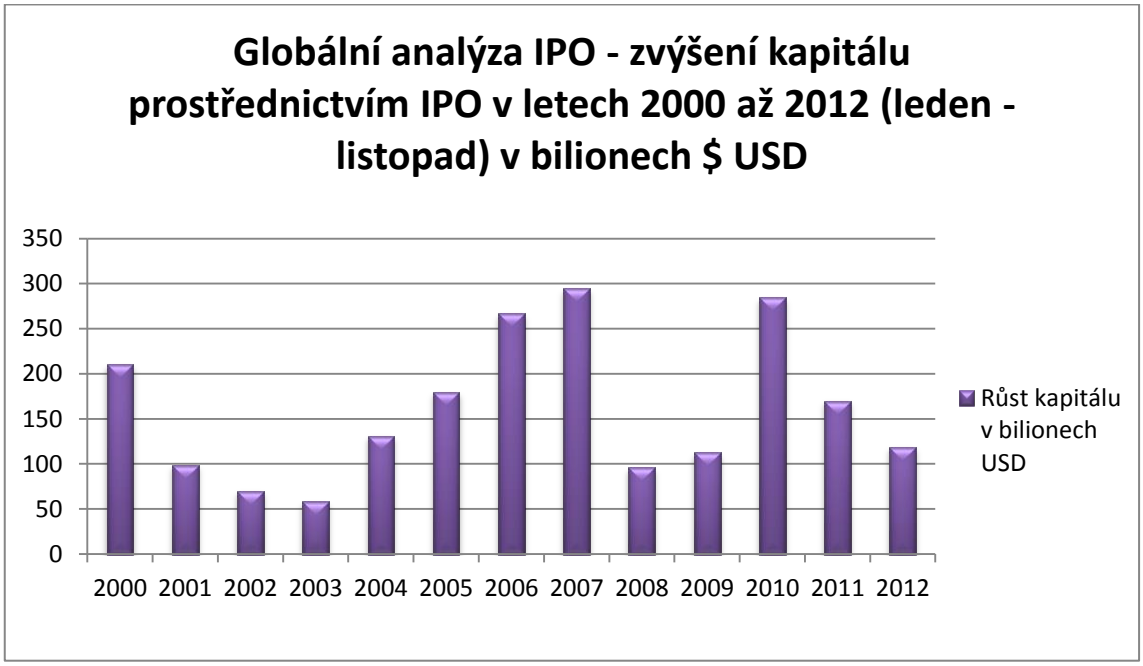
Interní ocenění emitující společnosti

Tržní hodnota společnosti je stanovena různými oceňovacími způsoby, především pak metodou diskontovaného cash flow a vede k určení emisního kurzu. Budoucí cash flow se obtížně určuje u mladých a rozvíjejících se společností, u kterých se tedy vychází spíše ze srovnání s obdobnými podniky, které se již na burze obchodují. U srovnávaného podniku se porovnává ukazatel P/E se ziskem připadajícím na jednu akcii nově emitující společnosti. Mohou být však využity další ukazatele – například poměr tržní kapitalizace společnosti a jejích tržeb nebo poměr tržní ceny a účetní hodnoty akcie. Emisní kurz bývá u nových akcií většinou podhodnocován, a to z důvodu získání investorů a také jako kompenzace nedostatku informací o nových akciích. Většinou se ale tržní cena posunem směrem k té objektivní, spravedlivé vnitřní hodnotě během několika dní. Tím je možné realizovat velké kurzové zisky hned několik dní po emisi.[58]

Následující graf ukazuje vývoj zvyšování kapitálu prostřednictvím IPO, kde je patrný klesající trend posledních let, ale hlavně je znatelná ekonomická krize, která způsobila v letech 2008 a 2009 značný pokles. Graf zahrnuje i rok 2012, avšak do listopadu.

[57] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 54.
[58] NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 136.

Graf 6: Globální analýza IPO - zvýšení kapitálu prostřednictvím IPO v letech 2000 až 2012 (leden - listopad) v bilionech $ USD.



Zdroj: Vlastní zpracování podle *2012 global IPO update (January – November)* [online]. 2012[cit. 2013-12-15]. Dostupné z: http://www.ey.com/Publication/Global_IPO_update_4._Quartal_2012

Svolání valné hromady

Valná hromada rozhoduje o zvýšení základního kapitálu podle obchodního zákoníku. Může se však rozhodnout, že pověří zvýšením základního kapitálu představenstvo, a to podle § 210 Obchodního zákoníku.[59] Toto pověření se uděluje ad hoc, nebo na určitou dobu, která nesmí přesáhnout pět let ode dne jejího konání. Celkový rozsah zvýšení základního kapitálu nesmí být vyšší než jedna třetina výše základního kapitálu v době pověření představenstva. Dalším krokem je tzv. první zápis do obchodního rejstříku, který musí být podán do 30 dnů od usnesení valné hromady, případně od rozhodnutí představenstva o zvýšení základního kapitálu. Zápis je základním předpokladem a také podmínkou pro zahájení úpisu akcií.[60]

[59] Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník

[60] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 54.

Příprava emisního prospektu

Vyhláška MF č. 263/2004 Sb., o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu cenného papíru upravuje povinné náležitosti emisního prospektu. To je dokument, který prostřednictvím souboru informací poskytuje potencionálním investorům podklad pro kvalifikované posouzení nabízených akcií. Vyhláška je upravena dle evropských směrnic, čímž je možné v České republice přijímat cenné papíry emitované v zahraničí a odpovídají zahraničním právním úpravám. Naopak postup pro uznání prospektu cenného papíru, který schválila Česká národní banka, na oficiálním trhu burzy cenných papírů se sídlem v jiném členském státě EU, stanovuje *zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu*. Všechny informace musejí být správné a úplné, a pokud regulátor kapitálového trhu (v České republice Česká národní banka) shledá pochybení, může emisní prospekt zamítnout.[61]

Součásti emisního prospektu jsou následující:[62]

- Prospekt shrnuje základní informace o emitentovi, údaje a možná rizika související s jeho finanční situací a veřejnou nabídkou akcií
- Rizika a rizikové faktory související s podnikatelskou aktivitou emitenta a jeho veřejnou nabídkou akcií
- Na jaký účel budou použity prostředky z veřejné nabídky akcií
- Posouzení a výhled provozní a finanční činnosti podniku a jiné vybrané finanční údaje o společnosti a její situaci
- Výčet účetních závěrek emitenta
- Informace o managementu společnosti, hlavních akcionářích a dalších odpovědných osobách
- Informace o odvětví, ve kterém podnik působí a údaje o podnikání společnosti
- Obecné údaje o situaci na kapitálovém trhu a v dané zemi
- Informace o prvotní veřejné nabídce akcií s omezením převoditelnosti akcií, jejich vypořádáním, možnost navýšení nabídky akcií.

[61] NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 137.
[62] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 56.

Schválení emisního prospektu

Dohled nad kapitálovým trhem vykonává od dubna roku 2006 *Česká národní banka*. Ta také schvaluje emisní prospekt. Jelikož některé údaje, například emisní kurz a počet akcií, je možné stanovit až po zjištění zájmu investorů, může emitent předložit ke schválení tzv. *předběžný prospekt*, který nemusí některé tyto taxativně určené údaje obsahovat. Musí však obsahovat sdělení, jakým způsobem a kdy budou chybějící údaje určeny a doplněny. Jedná se o základní marketingový nástroj veřejné emise akcií. Při žádosti o schválení prospektu je zapotřebí také požádat Českou národní banku o přidělení ISIN, což je jedinečné identifikační číslo cenných papírů téže emise a je také součástí prospektu a náležitostí emisních podmínek. Česká národní banka rozhoduje o žádosti o schválení emisního prospektu do 20 dnů ode dne jejího doručení a prověřuje pouze, zda prospekt obsahuje všechny náležitosti požadované zákonem a nařízením Komise ES. Neověřuje pravdivost a přesnost uvedených údajů. Pokud se zjistí úmyslné uvedení nepravdivých informací, připadá v úvahu i trestně-právní odpovědnost zúčastněných osob. Zveřejnění prospektu je nutné pro jeho schválení a je možné jej realizovat jedním ze zákona stanovených způsobů:

- Na webových stránkách emitenta a obchodníka s cennými papíry (manažer emise),
- Na internetových stránkách organizátora regulovaného trhu
- V úplném znění v některém celostátně distribuovaném deníku
- V podobě brožury, jenž je v sídle emitenta a obchodníka s cennými papíry (manažer emise) či v sídle organizátora regulovaného trhu, bezplatně dostupná.

Způsob zveřejnění se odvíjí od nákladů vynaložených na zveřejnění a z hlediska oslovení vhodného typu investorů.[63]

Pokud se shledají nějaké nepřesnosti, či nějaká nová událost přinese změny ve skutečnostech uvedených v prospektu, a zároveň neuplynula doba závaznosti veřejné nabídky nebo akcie nebyly přijaty k obchodování na veřejném trhu, je nutné vypracovat *dodatek prospektu*. Ten musí být uveřejněn ve stejné formě jako původní prospekt.

[63] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 57.

Jednání s organizátorem regulovaného trhu

Organizátorem regulovaného trhu je *Burza cenných papírů Praha, a.s.* (dále jen BCPP). Organizátorem mimoburzovního trhu s investičními nástroji v České republice je RM Systém, a.s. Manažer emise připraví žádost o přijetí akcií k obchodování na oficiálním trhu, její součástí by měl být harmonogram emise, potvrzení předložení prospektu ke schválení České národní banky a žádost o přijetí k podmínečnému obchodování na oficiálním trhu, a doručí ji organizátorovi. Pokud emitent splňuje podmínky pro přijetí emise na konkrétní trh BCPP, burzovní výbor pro kotaci zjišťuje důvěryhodnost a korektnost informací , které o sobě emitent poskytl a zda byl prospekt schválen Českou národní bankou a jestli byl řádně uveřejněn. Výbor rozhoduje o žádosti do 30 dnů od jejího doručení.[64]

Prezentace společnosti investorům

Tuto prezentaci začne připravovat management podniku společně s manažerem emise a poradcem pro vztahy s investory a veřejností ihned po získání všech potřebných povolení. Komunikace s investory se nazývá „road show“ a představitel emitující společnosti na různých setkáních prezentují podnikatelský záměr emitenta, tzv. investiční příběh. Prezentace je velmi důležitá, neboť zde jde o dosažení požadovaného výnosu oslovením správných investorů, a proto je důležité jí věnovat dostatek času. Během roadshow získává management společnosti a členové realizačního týmu zpětnou vazbu potencionálních investorů ohledně jejich představy o ceně úpisu akcií. Road show je vlastně marketingová podpora IPO a představuje několikadenní setkání managementu podniku a členů realizačního týmu se všemi významnými a potencionálními investory. Během roadshow začne také běžet upisovací období, kdy členové syndikátu upisovatelů či přímo manažer emise začínají přijímat nabídky investorů o ceně a množství nabízených akcií. Dochází také k podpisu smlouvy o upsání

[64] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 57.

akcií. Tato smlouva zavazuje manažera emise a další upisovatele upsat předpokládaný počet akcií.[65]

Rozhodnutí o výši emisního kurzu akcií

Emisní kurz akcií a dále samotná alokace akcií mezi jednotlivé investory lze určit třemi možnými způsoby. Akcie mohou být rozdělovány a oceňovány na základě *aukce* či *bookbuildingu*, nebo jde o *úpis za předem stanovenou cenu*.[66]

Po ukončení upisovacího období probíhá jednání managementu emitující společnosti, manažera a právního poradce, jehož výsledkem je vyhodnocení nabídek a určení emisního kurzu akcií, celkového objemu emise a struktury budoucích investorů. Informace se zanesou do konečné podoby prospektu a jsou následně oznámeny České národní bance.

Aukce

Emisní kurz je určen na základě poptávky jednotlivých investorů. Aukce může být *americká* nebo *holandská*. Pokud jde o americkou aukci, investoři předkládají své požadavky na počet poptávaných kusů akcií a maximální cenu, za kterou je jsou ochotni nakoupit, manažerovi emise. Až když je dosaženo celkového počtu nabízených akcií, další nabídky s nižší cenou jsou odmítnuty. Nabídky jsou následně seřazeny dle nabízené ceny. Poslední přijatá, i pouze částečně uspokojená nabídka, je výslednou cenou. V případě holandské aukce jde o podobný způsob, jenom investoři musí zaplatit cenu, ze kterou podíl na emisi poptávali. Investoři tak používají odlišné strategie, které nejsou typické u americké aukce. Existují však i jiné druhy aukcí, například ve Francii se z důvodu zamezení ovlivnění ceny směrem nahoru silně nadhodnocenými poptávkami využívá specifický typ aukce, kdy jsou z nabídky vyloučeny nejvyšší nabídky. Aukce se v minulosti používaly v mnoha zemích (Itálie, Francie, Japonsko,

[65] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 57.
[66] NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 139.

Velká Británie), nyní již jejich využívání klesá s rozšířením metody bookbuildingu. Výjimkou zůstává Taiwan a Izrael.[67]

Bookbuilding

Tato forma určení emisního kurzu a alokace akcií se začala prosazovat v průběhu 90. let. Bookbuilding má tři fáze. V první fázi určuje manažer emise investory, kteří se budou svými poptávkami podílet na určování emisního kurzu akcie. Manažer se rozhoduje podle zkušeností s investováním do podobných společností a s jejich oceňováním. Drobní investoři jsou tedy většinou z tohoto procesu vyloučeni, zůstává jim rezervován určitý podíl emise.

Následně jsou ve druhé fázi vyzváni investoři ke sdělení svých počátečních poptávek v rámci určitého cenového rozpětí, které přednesl manažer emise. Existují různé způsoby, kterými může být poptávka definována:

- *Strike bid* – v rámci daného rozpětí a bez ohledu na cenu si investor určí, jaké množství akcií chce odkoupit;
- *Limit bid* – investor se rozhoduje, jaké množství che dokoupit za konkrétní určenou cenu;
- *Step bid* – vzniká schodovitá poptávka investora v rámci určeného kurzového rozpětí, kterou investor definuje pomocí více limit bidů.

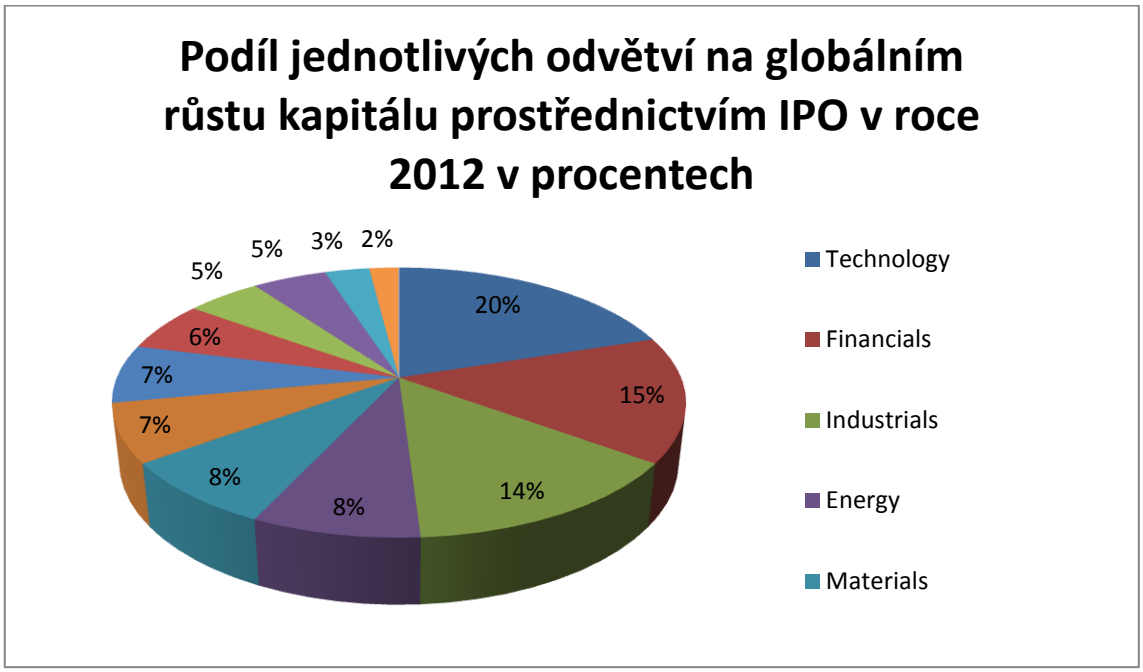
Ve třetí fázi manažer emise ve spolupráci s emitentem přetransformují nasbírané informace od investorů do konečné ceny a alokace emise. Investoři jsou nyní vyzváni, aby s konečnou platností potvrdili svůj zájem o emisi. Do této doby se poptávky posuzovaly jako nezávazné. Regulátorovi kapitálového trhu se sdělí celkový objem emise, upisovací cena a následně jsou zapracovány do konečného prospektu. Upisovací smlouva je nyní podepsána. Hlavním problémem této metody je její netransparentnost, neboť mechanismus určení emisního kurzu je zde přímo na rozhodnutí manažera emise.[68]

[67] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 58.
[68] NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 140.

Prodej za fixní cenu

Manažer emise předem stanoví, za jakou cenu se bude akcie při IPO nabízet. Cenu akcií je však velmi obtížné odhadnout, pokud ještě nejsou obchodovány na sekundárním trhu, proto není metoda považována za příliš dokonalou. Emise nemusí být upsána, pokud je cena stanovena příliš vysoko, což může přinést rozsáhlé negativní dopady. Opakem může nastat převládající poptávka oproti nabízenému počtu akcií, pokud bude cena příliš nízká. Poté dojde k prodeji emisí za nižší cenu, než je nutné, čímž dojde ke ztrátě. Tento druh prodeje je využíván ve Finsku, Maďarsku, Portugalsku, Číně a jeho výhodou jsou nižší náklady na alokaci akcií investorům.[69]

Graf 7: Podíl odvětví na globálním růstu kapitálu prostřednictvím IPO v roce 2012 v procentech.



Zdroj: Vlastní zpracování podle *2012 global IPO update (January – November)* [online]. 2012[cit. 2013-12-15]. Dostupné z: http://www.ey.com/Publication/Global_IPO_update_4._Quartal_2012

[69] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 58 – 59.

Přijetí akcií k obchodování na regulovaném trhu s investičními nástroji

Po upsání akcií odpovídajících rozsahu zvýšení základního kapitálu a po splacení nejméně 30 % jejich jmenovité hodnoty spolu s případným emisním ážiem, musí představenstvo společnosti podat návrh na zápis nové výše kapitálu do obchodního rejstříku. Od doručení žádosti musí rejstříkový soud zapsat zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku do tří pracovních dnů. Burzu je možné požádat o přijetí akcií k podmíněnému obchodování. Poté nemusí investoři čekat na samotné vydání akcií a mohou začít obchodovat hned po skončení bookbuildingu. Středisko cenných papírů dostane po zapsání zvýšení základního kapitálu do obchodního rejstříku příkaz k vydání akcií a jejich připsání na účty upisovatelů. Příkaz dává představenstvo, případně prostřednictvím manažera emise.

Veřejnost získává novou investiční příležitost a společnost získává potřebný kapitál. Tím končí proces IPO.[70]

3.1.3. Post-realizační fáze

Právo na úpis dalších akcií, neboli stabilizace kurzu akcií po jejich uvedení na sekundární trh prostřednictvím tzv. opce navýšení je jednou z posledních úloh manažera. Úpis dalších akcií je zpravidla ve výši 10 – 15 % z celkového počtu nabízených akcií. Opce platí 30 dnů ode dne oznámení nabídkové ceny. Stabilizace kurzu má za cíl garantování likvidity a stability emise v počáteční fázi jejího obchodování a také to, aby cena akcií neklesla pod emisní kurz.

Dalším stabilizačním opatřením je ujednání o dočasném zákazu prodeje akcií, kdy jsou akcionáři zavázáni, že určitou dobu po realizaci IPO, zpravidla 180 dní, neprodají žádné akcie a ani nevydají nové. Podpoří se tím zájem o akcie a růst jejich kurzu.

Zákon o podnikání na kapitálovém trhu a Burzovní pravidla dále upravují informační povinnosti emitenta. Cílem je zabezpečení ochrany a transparentnosti kapitálového trhu

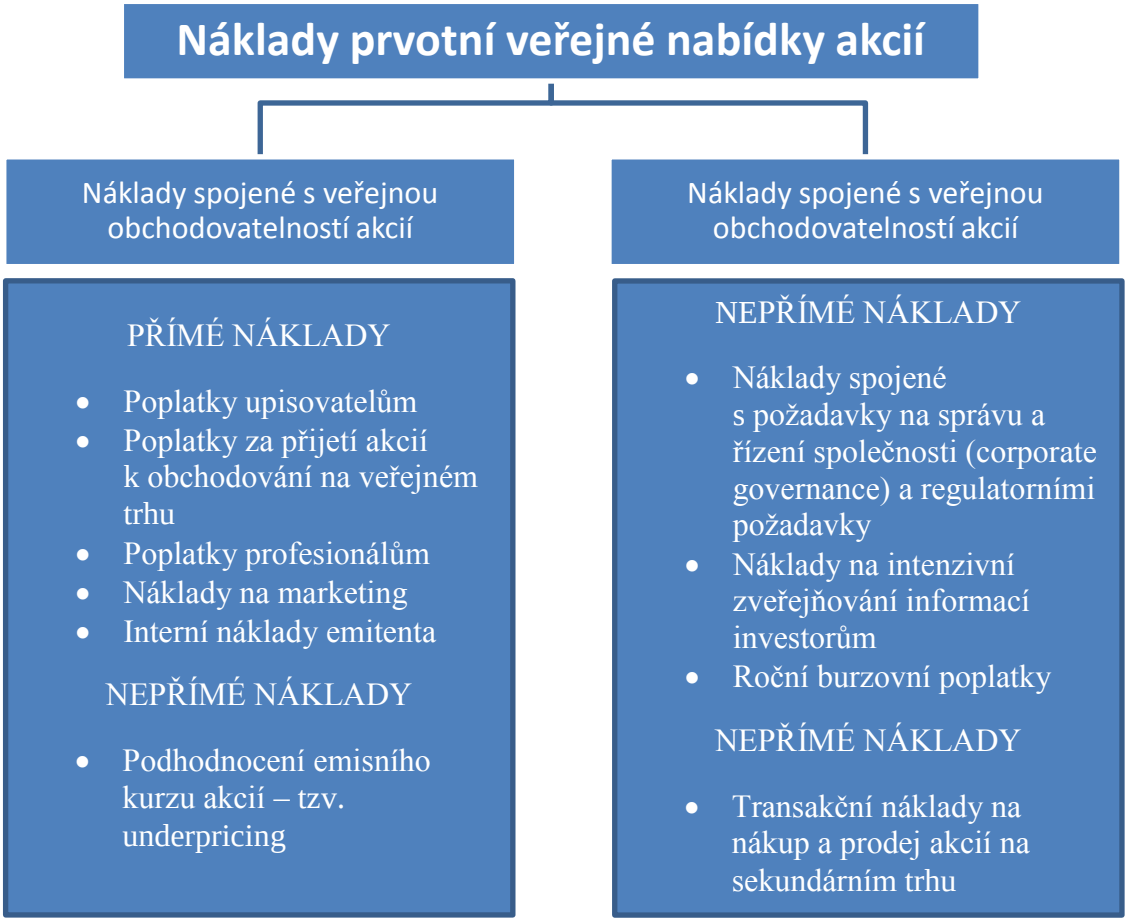
[70] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 61 - 62.

a posilování jeho důvěryhodnosti. Povinnosti jsou dvojího typu, a to povinnost periodická, kdy emitent pravidelně zveřejňuje informace o hospodářské situaci společnosti a informační povinnost průběžná, která zachycuje skutečnosti, které nastanou v průběhu roku, nemají preiodicitu a mohou mít vliv na tvorbu emisního kurzu akcie.

3.2. Náklady spojené s IPO

Náklady na prvotní nabídku akcií můžeme rozdělit na náklady na realizaci IPO a náklady spojené s veřejnou obchodovatelností akcií.[71]

Obrázek 8: Náklady spojené s IPO. *Zdroj: MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*



[71] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 67.

3.2.1. Přímé realizační náklady

Nejvyšší položkou přímých realizačních nákladů jsou většinou *poplatky upisovatelům*. Tyto poplatky tvoří jejich odměnu. Jedná se o rozdíl mezi cenou, za kterou upisovatel odkoupí akcie od emitenta a emisním kurzem, za který jsou akcie poprvé nabízeny veřejnosti. V anglické terminologii jsou označovány jako gross spread. Dle odborných literatur dosahují průměrné hodnoty gross spread na evropských trzích cca 3,8 % a na amerických trzích 7,5 %.

Dalším přímým realizačním nákladem jsou *poplatky za přijetí akcií k obchodování na veřejných trzích*. Tyto poplatky jsou na jednotlivých trzích různé, ale většinou nepřesahují 0,05 % z hodnoty emise. Jedná se tedy o velmi malou část nákladů.

3 – 6 % z objemu emise tvoří *zbývající přímé realizační náklady*, kam souhrnně zahrnujeme poplatky profesionálům, tedy za služby právní, auditorské a jiné poradenské, dále náklady na marketingové aktivity a interní náklady emitující společnosti, které souvisejí s přípravou IPO. Tyto náklady nejsou většinou zveřejňovány a jsou velice odlišné u jednotlivých emisí.[72]

Tabulka 6: Přímé realizační náklady IPO na New York Stock Exchange

New York Stock Exchange	Tržní segment	Vzorek	Průměr	Medián
Velikost emise (mil. EUR)	Small caps	44	77084	75420
	Large caps	298	492517	242998
	Celkem	342	439070	209575
Celkové přímé náklady IPO	Small caps	44	10,05 %	9,83 %
	Large caps	298	7,37 %	7,60 %
	Celkem	342	7,72 %	7,73 %
Poplatky upisovatelům	Small caps	44	6,93 %	7,00 %
	Large caps	298	6,04 %	6,25 %
	Celkem	342	6,15 %	6,5 %
Ostatní přímé náklady	Small caps	44	3,12 %	3,26 %
	Large caps	298	1,34 %	1,08 %
	Celkem	342	1,57 %	1,22 %

Zdroj: MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*.

[72] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 68 - 69.

3.2.2. Nepřímé realizační náklady – underpricing

Podle empirických výzkumů, zabývajících se vývojem tržního kurzu akcií ihned po jejich prvotní veřejné nabídce, jsou většinou akcie emitované na IPO za nižší cenu, než za kterou jsou poprvé obchodovány na sekundárním trhu. Tento jev se v anglické terminologii nazývá underpricing, což lze do češtiny přeložit jako podhodnocení emisního kurzu akcií. Podhodnocení vzniká většinou z důvodu informační asymetrie mezi jednotlivými podniky, které se účastní IPO. Pro společnost či akcionáře se jedná o implicitní náklad IPO, protože podhodnocením získávají méně peněžních prostředků.[73]

Výpočet undepricingu

Jedním z možných přístupů vyjádření podhodnocení emisního kurzu na základě změny mezi emisním kurzem a tržní cenou akcií na sekundárním trhu je následující vztah:

$$U = \frac{(P_1 - P_E)}{P_E} \times 100$$

Kde U = uderpricing, neboli podhodnocení emisního kurzu akcií v %

P_1 = kurz akcie na konci prvního dne obchodování s emisí na sekundárním trhu,

P_E = emisní kurz akcie.

Pokud by vyšla hodnota uderpricingu záporná (tržní kurz akcie P_1 by byl nižší než emisní kurz P_E), emisní kurz byl nadhodnocen.

[73] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 82.

Akciové trhy se mezi stanovením emisního kurzu a začátkem obchodování emise na sekundárním trhu vyvíjejí, lze ve výpočtu zohlednit změnu akciových kurzů. Podle toho přístupu je výpočet uderpricingu následující:

$$U_M = \left[\frac{(P_1 - P_{E)}}{P_E} - \frac{(M_1 - M_0)}{M_0}\right] \times 100$$

Kde U_M = underpricing se zohledněním vývoje tržního indexu v %,

M_1 = hodnota tržního indexu na konci prvního dne obchodování s emisí na sekundárním trhu,

M_0 = hodnota tržního indexu na konci dne předcházejícímu prvnímu dni obchodování s emisí na sekundárním trhu.

Vzorec pro určení nákladů, které souvisejí s podhodnocením emisního kurzu akcií při IPO je následující:

$$UC = (P_1 - P_E) \times MC$$

Kde UC = náklady, které souvisí s podhodnocením emisního kurzu akcií při IPO,

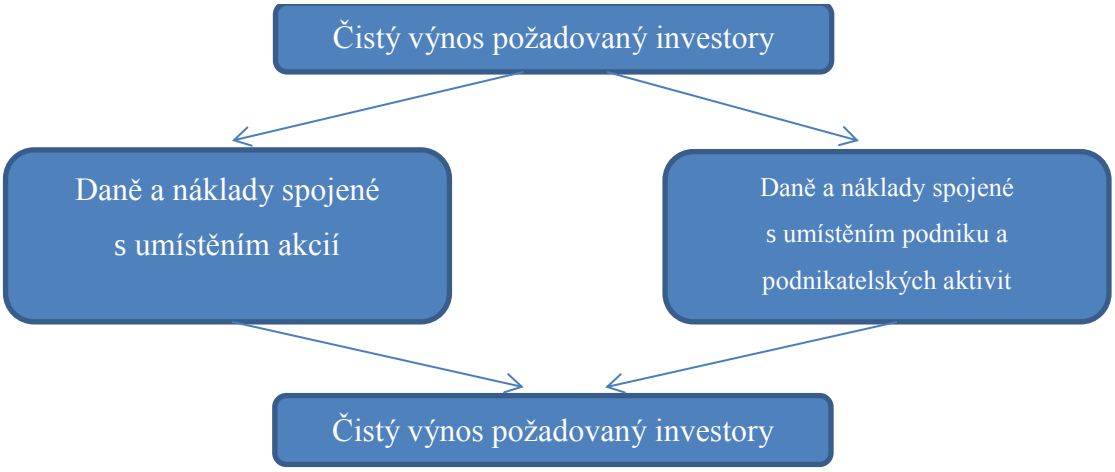
MC = velikost emise.[74]

[74] MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2, s. 82 – 83.

3.2.3. Náklady související s veřejnou obchodovatelností akcií

Do těchto nákladů můžeme zahrnout především náklady spojené s regulatorními požadavky a s požadavky na správu a řízení společnosti – v anglické terminologii *corporate governance*. Dále se do kategorie těchto nákladů zahrnují roční burzovní poplatky, náklady na intenzivní zveřejňování informací směrem k investorům a transakční náklady na nákup a prodej akcií na sekundárním trhu.[75]

Obrázek 9: Determinanty nákladů akciového kapitálu



Zdroj: Vlastní zpracování podle: NÝVLTOVÁ, Romana. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1, s. 147.

[75] MELUZÍN, Tomáš. *Teorie a praxe financování podniku formou IPO v podmínkách regionu CEE: The theory and practice of company financing through IPOS in the CEE region : teze habilitační práce*. Brno: VUTIUM, 2011. ISBN 978-80-214-4269-6, s. 15.

4. Analýza IPO v České republice

Burza cenných papírů Praha (dále jenom „BCPP“) byla založena 24. 11. 1992 a samostatné obchodování s korporátními akciemi začalo 6. dubna 1993 se sedmi emisemi cenných papírů.[76]

Z principu fungování akciové burzy je zřejmé, že počet uskutečněných IPO by měl odpovídat počtu obchodovaných titulů – v případě BCPP to však neplatí, protože většina titulů obchodovaných na burze nebyla emitována formou IPO, ale způsobem privatizace státního majetku formou **kuponové privatizace**, kdy v roce 1993 bylo na burzovní trh uvedeno 955 emisí akcií z první vlny kuponové privatizace. V roce 1995 bylo na pražské burze obchodováno více jak 1 600 společností. Toto číslo kontrastovalo s tehdejší situací v Polsku či Maďarsku, ale BCPP mohla dokonce konkurovat burzám v Londýně nebo ve Frankfurtu. Realita však byla taková, že společnosti obchodované na burze nezískaly nový, dodatečný kapitál, ale šlo pouze o způsob změny vlastnictví společnosti. V následujících letech společnosti ve velké míře stahovaly akcie z trhů až na konečný počet okolo 20 titulů v současné době.

Kapitálové trhy v České republice byly v první polovině devadsátých let ve znamení netransparentnosti a zlé úrovně regulace, což narušilo důvěru mezi potenciálními emitenty a investory.

Historicky **první IPO v ČR** byla emise společnosti **Software602** v roce **1997**. V tomto případě však šlo o emisi na mimoburzovním trhu **RM-SYSTÉM**. Jednalo se o poměrně malou emisi a společnost zvýšila základní kapitál o 40 %. Jednalo se o úpis nových akcií, bylo jich 200 000 kusů a společnost získala přibližně 60 mil. Kč.

První IPO na BCPP vykonala až v roce **2004** farmaceutická společnost **Zentiva** s upisovací cenou 485 CZK za akcii. Investorům nabídla 11,5 mil. kusů akcií. Emise byla směřovaná výhradně k institucionálním investorům. Po ovládnutí Zentivy strategickým investorem Sanofi v roce 2009 se však s akciemi už neobchoduje.

Následovala IPO v roce 2006, kdy developerská společnost **ECM Real Estate** nabídla 1,6 mil. kusů akcií s upisovací cenou 1317 CZK za kus s možností uplatnění opce

[76] Historie burzy. *Burza cenných papírů*. [online]. 2014 [cit. 2014-06-05]. Dostupné z: Praha http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=historie-burzy

navýšení v rozsahu 217 500 kusů. Emise byla určená mimo institucionálním také drobným investorům. V období emise panoval na trzích tzv.: „*realitní boom*“ a o akcie byl velký zájem. Společnost však doplatila na finanční a realitní krizi a v roce 2011 byla věřiteli poslána do konkurzu.

Ve stejném roce následovala IPO výrobců netkaných textilií P**egas Nonwovens** s kombinovanou emisí na pražské a varšavské burze a celkem nabídla přibližně 5,3 mil. ks akcií s emisním kurzem 27 €. Investorům byly nabídnuty převážně (více jak 64 % z upsaných) sekundární akcie, z čeho vyplývá, že hlavním smyslem emise byl **prodej podílu v držbě majoritního vlastníka**.

V roce 2007 vykonal IPO největší prodejce ojetých vozidel v regioně střední a východní Evropy – **AAA Auto**. Nabídl investorům v Praze a Budapešti emisi v objemu 17,76 mil. ks akcií za cenu 55 CZK za akcii. Vzhledem k faktu, že investorům byly nabídnuty jen nově emitované akcie, bylo smyslem IPO **získání prostředků pro další rozvoj**. Zpočátku byl o akcie enormní zájem, až následně došlo k obrovskému propadu až k ceně 5 CZK za akcii. Nakonec byla emise akcií na žádost emitenta vyřazená z trhu Prime Market a poslední den obchodování byl 3. 7. 2013[77].

Ve stejném roce uskutečnila IPO společnost **VGP**, která se rozhodla pro emisi na BCPP a na burze v Bruselu. Jedná se o developerskou firmu se specializací na průmyslové nemovitosti. Velikost IPO byla 54,6 mil. ks a podobně jako při AAA i v tomto případě se jednalo výlučně o IPO primárních akcií. 83 % akcií však bylo poskytnuto do držení osob, které byly spřízněné s majiteli, **free float se tak dostal jen na 3,3 %.**

V roce **2008** vstoupila na BCPP společnost **NWR**, v podstatě se jedná o více známé OKD. New World Resources je předním výrobcem černého uhlí a koksu ve střední Evropě. V květnu 2008 se také začalo obchodovat na burzách v Londýně a ve Varšavě. **Emise NWR představuje největší emisi na BCPP, v Londýně představovala největší emisi roku a šestou největší emisi na světě.** Celková velikost IPO byla 1,58 mld. EUR a jednalo se o kombinovanou **IPO**, při ktré 60 % nabízených akcií bylo sekundárních. Z toho vyplývá, že **hlavním účelem emise byl odprodej akcií původních vlastníků.**

[77] Ukončení obchodování s emisí AAA Auto Group N.V. *Burza cenných papírů*. [online]. 2013 [cit. 2014-06-05]. Dostupné z: http://www.bcpp.cz/Novinky/Detail.aspx?ka=2847

V roce **2010** uskutečnila IPO na BCPP sázková společnost **Fortuna**. Emise byla uskutečněna také na trzích v Bratislavě a ve Varšavě. Velikost IPO byla 82 mil. EUR. Více jak 85 % emitovaných akcií představovaly sekundární akcie, z čehož vyplývá, že se jednalo převážně o **odprodej akcií původních vlastníků**.

O rok později vstoupila na BCPP společnost **E4U** (Energy for You), která nabízí výrobny energie z obnovitelných zdrojů s objemem emise pouze cca. 94 mil. CZK. I přesto, že se jedná o malou společnost, **E4U zabezpečuje svým investorům dividendový výnos okolo 8 %.**

Nejbližší další IPO na BCPP plánují pivovary **Lobkowicz Group** s maximální nabídkovou cenou 175 CZK za akcii[78].

V případě společností jako je Orco**, Tatra Mountain Resorts CETV, VIG, STOCK** nebo neslavné **KIT Digital**, se však nejedná o IPO ale o tzv. **duální listing**, jehož principem je, že společnost je kotovaná na dvou burzách (v případě více jak dvou burz se hovoří spíše o multiple listingu). Společnost však prostřednictvím druhé burzy nenavyšuje svůj kapitál emisí nových akcií, ale umožňuje pouze obchodování už existujících akcií. V praxi přitom platí, že kurzy na obou burzách se pohybují dost podobně. Důvodem pro duální listing je spíše získání potřebné publicity nebo získání lepší pozice na novém trhu.

[78] Pivovary Lobkowicz Group oznamují zveřejnění prospektu emitenta - nabídková cena bude 175 Kč. *akcie.cz* [online]. 2014 [cit. 2014-06-05]. Dostupné z: http://www.kurzy.cz/zpravy/366001-pivovary-lobkowicz-group-oznamuji-zverejneni-prospektu-emitenta-nabidkova-cena-bude-175-kc/

Na pražské burze byly vykonané následující IPO, které zachycuje tabulka 7.

Tabulka 7: Jednotlivé IPO vykonané na BCPP

Společnost	Rok	Hodnota emise v mld. Kč	Upisovací cena Kč	Cena v Kč k 9.5.2014 (nebo při odchodu z burzy)
Zentiva	2004	5,2	485	1067
ECM	20006	2,2	1317	25,5
Pegas Nonwoven	2006	3,8	749	595,8
AAA Auto	2007	1,1	55	24
VGP	2007	1,3	400	350
NWR	2008	41,5	457	12,55
Fortuna	2010	1,9	105,5	128,05
E4U	2011	0,1	80	72

Zdroj: vlastní zpracování dle http://www.investicniweb.cz/2014/5/12/ipo-prazska-burza/

4.1. Software 602, a.s.

Obrázek 10: Logo společnosti Software 602

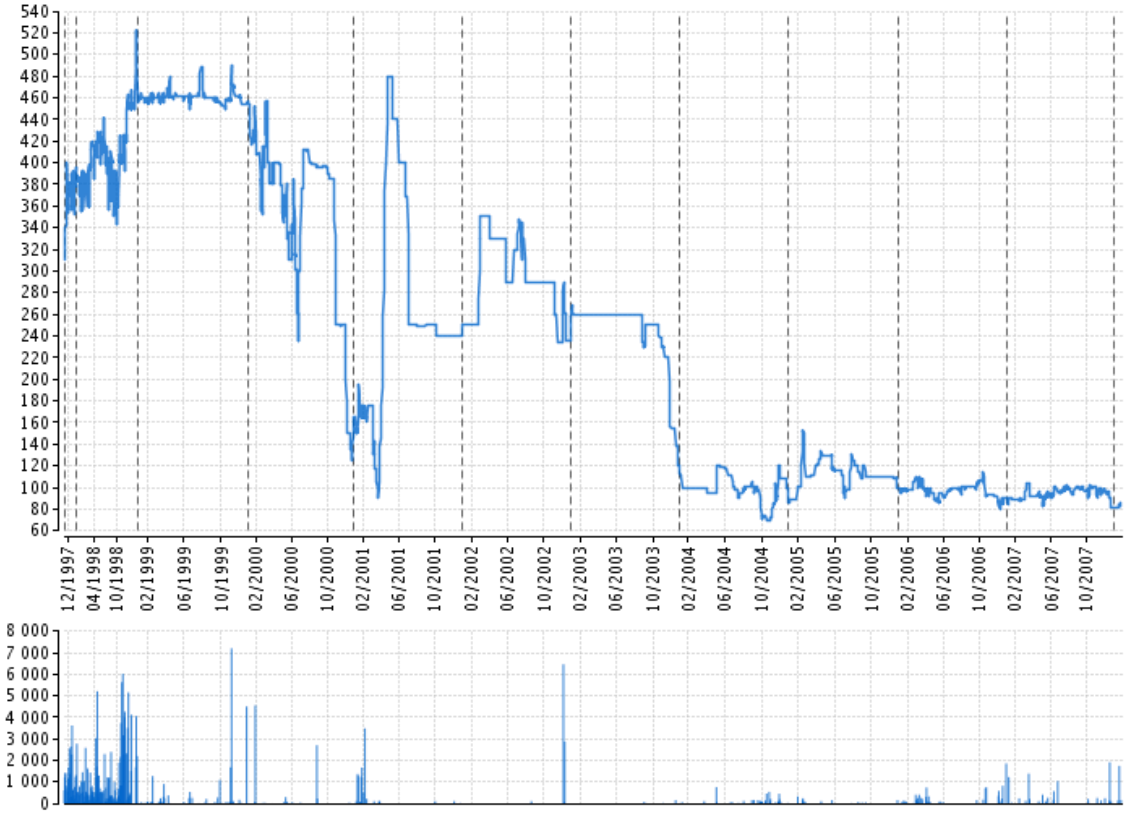
Zdroj: http.://www.602.cz

Společnost Software 602, a.s. založili v roce 1991 tři počítačoví nadšenci – R. Kaucký, J. a M. Šiškovi. Svůj primární produkt, textový editor **T602**, však vytvořili už před rokem 1989. Editor se rychle rozšířil do mnoha domácností, firem a státních institucí. S jeho pozicí na trhu však zásadním způsobem otřásl operační systém **Windows 95 a jeho kancelářský balík MS Office**. V roce 1995 se obchodní společníci rozešli a ve firmě dál pokračoval už jen Richard Kaucký. Ve stejném roce se ze společnosti stala akciová

společnost, která později jako první česká firma realizovala IPO na RM-SYSTÉMu. V roce 1996 společnost otevřela americkou pobočku na Floridě. Po dobu své historie se postupně přeorientovala na interaktivní formuláře a elektronizaci dat, čeho využívá při zakázkách pro státní správu (Např. ČNB, Česká pošta nebo Czech Point). V současnosti v ní pracuje více jak 120 zaměstnanců.

Původním záměrem společnosti bylo emitovat akcie v hodnotě 13,3 mil. Kč. Pokud by byl o akcie zájem, byla ochotná emitovat akcie v celkové hodnotě 20 mil. Kč. Emise byla nakonec velmi úspěšná a akcie byly upsané v maximální výšce. Pro Software 602, a.s. byla emise velmi vydařená, díky svému malému objemu neovlivnila situaci na kapitálovém trhu.

Graf 8: Historický vývoj akcie společnosti Software 602



Zdroj: http://www.akcie.cz

První kotace CP ISIN CZ0009092300 byla dne 19. 11. 1997, akcie měly své cenové maximum 23. 12. 1988. Druhého listopadu 2007 svolalo představenstvo společnosti mimořádnou valnou hromadu, která měla na programu změnu Stanov společnosti

týkajících se přeměny akcií ze zaknihovaných na akcie v listinné podobě. Mimořádná valná hromada konaná dne 2. 11. 2007 rozhodla o přeměně podoby akcií. Listinné akcie byly akcionářům vydávané po zrušení evidence zaknihovaných akcií ve Středisku cenných papírů.[79]

4.2. Zentiva N.V.

Obrázek 11: Logo společnosti Zentiva

Zdroj: http://www.zentiva.cz

Zentiva N.V. je mezinárodní farmaceutická společnost registrovaná v Holandsku, která vyvíjí, vyrábí a prodává farmaceutické produkty. Zároveň je třetí největší a zároveň jednou z nejrychleji rostoucích společností v této oblasti v Evropě. Působí ve více než padesáti zemích Evropy, v Africe a na Blízkém východě. Od roku 2009 je Zentiva součástí skupiny Sanofi[80]. Portfolio v současnosti tvoří 500 produktů v 800 lékových formách[81]. Pokrývá širokou škálu terapeutických oblastí. Mezi hlavní produktové skupiny patří léky proti kardiovaskulárním nemocem, analgetika, léky proti nemocem centrálního nervového systému, a trávicí soustavy, ženská medicína a léky proti chorobám močového traktu a pohlavní soustavy. V oblasti doplňků stravy se jedná hlavně o vitamínové přípravky.

Obrázek 12: IPO zvon

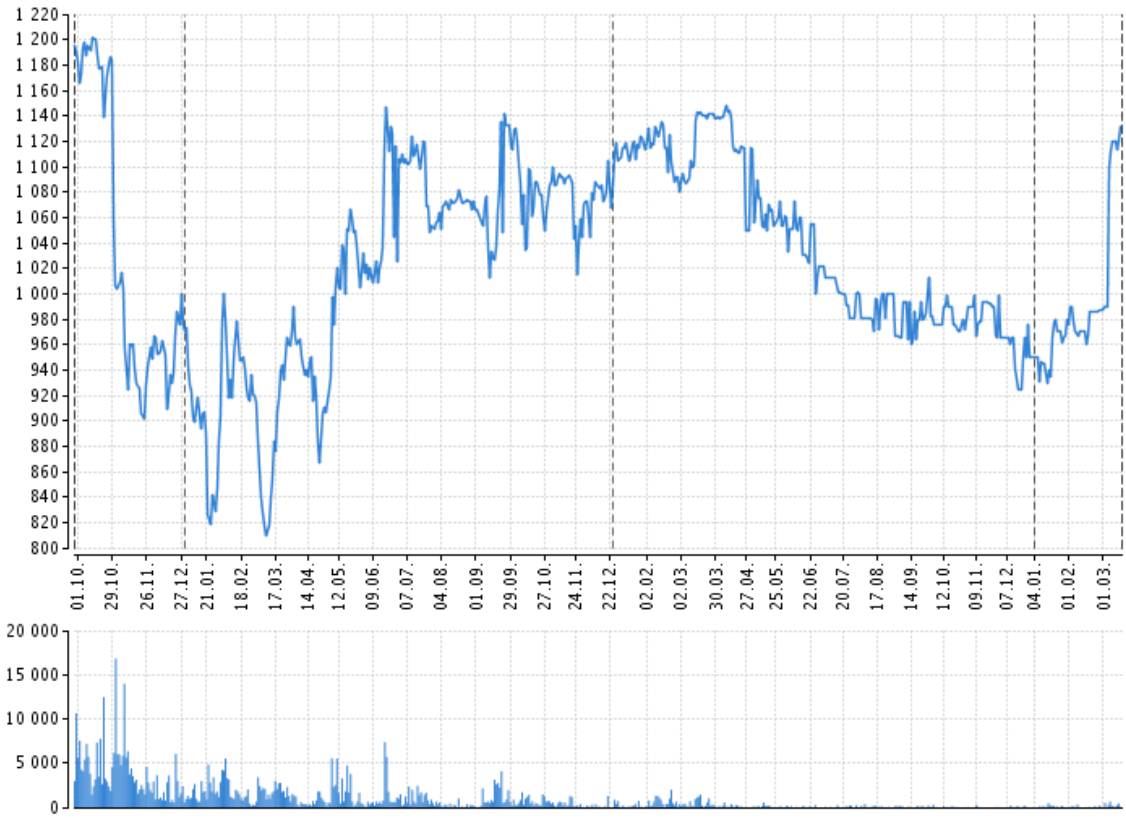
Zdroj: http://ekonomika.idnes.cz/zvon-spustil-obchodovani-akcii-vig-na-prazske-burze-fy7-/ekoakcie.aspx?c=A080205_084604_ekoakcie_spi

[79] http://www.602.cz/files/pro-investory/2Software602_UZ_2007_neauditovana.pdf
[80] http://www.zentiva.cz/about-us/pages/default.aspx
[81] http://www.zentiva.cz/our-products/pages/default.aspx

IPO Zentivy představuje první úspešnou emisi primárních akcií na BCPP. Došlo k ní 29. 6. 2004 a šlo o významnou událost v historii českého kapitálového trhu. Zentiva tuto událost dokonce oslavila darováním tzv. IPO zvonu BCPP, který by se měl rozezvonit při každém novém přijetí emisií na burze.

Zentiva emitovala cenné papíry na dvou trzích, na BCPP byly emitované kmenové akcie a na londýnské burze byly emitované globálně depozitní akcie ve formě globálních depozitních certifikátů. Emise na českém trhu měla rozsah více jak 4,3 mil. nově vydaných kusů akcií a více než 5,6 mil. kusů akcií existujících. Cena byla stanovena na 485 Kč za akcii s nominální hodnotou 0,01 EUR. Emisní manažer vlastnil opci na odkoupení dalších jeden a půl milionu existujících akcií za nabídkovou cenu, která byla následně uplatněna. **Zájem investorů překonal nabídku pětinásobně**, cena akcie se proto dostala do horní části rozpětí, které bylo v prospektu emitenta v intervalu 400 – 525 Kč za akcii.

Graf 9: *Historický vývoj akcie společnosti Zentiva*



Zdroj: http://www.akcie.cz

První kotace na BCPP byla 23. 6. 2004, maximální cena 12. 7. stejného roku. Celkový objem představuje na BCPP 388 745 557 381,81 Kč. Poslední kotace byla 23. 06. 2004 s cenou 1067 Kč.[82] S akcií se přestalo obchodovat na vlastní žádost emitenta z důvodu získání majoritního podílu Zentivy od společnosti Sanofi-Aventis.

4.3. ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A.G.

Obrázek 13: Logo společnosti ECM

Zdroj: http://www.ecm.cz

ECM REAL ESTATE INVESTMENTS A. G (dále jen ECM) je developerská společnost se sídlem v Lucembursku, která je v současnosti v konkurzu. Zabývá se projektováním a výstavbou komerčních a rezidenčních nemovitostí, převážně v České republice. Jejím majoritním vlastníkem je Milan Janků[83]. Společnost vlastnila například výškové budovy City Tower a Coty Empiria na pražském Pankráci. 8 dubna 2011 podala Česká spořitelna insolvenční návrh spojený s návrhem na povolení reorganizace. 23. května 2011 byl zjištěn úpadek dlužníka[84] a 20. července 2011 uvalil Městský soud v Praze na společnost konkurz[85].

Podle prospektu měly prostředky získané z primární emise akcií sloužit k další expanzi skupiny, akvizicím nových projektů a posilnění investičního portfolia. Stejně jako při IPO Zentivy, šlo o kombinovanou nabídku, kdy ECM nabídla k úpisu akcie až do výšky 1,27 mil. kusů s opcí vydání dalších 127 500 kusů v rámci institucionální nabídky a existující akcie do výšky 315 030 kusů.

[82] http://akcie-cz.kurzy.cz/akcie/zentiva-3340/
[83] http://www.bcpp.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=LU0259919230
[84] http://ekonomika.idnes.cz/manazer-ecm-navrhuje-prodat-osm-zapocatych-projektu-a-osm-dokoncit-1fb-/ekoakcie.aspx?c=A110626_211651_ekoakcie_brm
[85] http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/130743-prazska-burza-dala-stop-akciim-ecm/

První kotace na BCPP byla 06. 12. 2006 s cenou stanovenou na základě bookbuildingu na 47 EUR (1 316 Kč), maximální cenu dosáhly akcie 16. 04. 2007 s cenou 2 058 Kč. Při poslední kotaci 24. 05. 2013 měly akcie cenu 25.50 Kč. Celkově se na BCPP zobchodovaly akcie za 26 054 768 900,30 Kč. Na IPO se sačala připravovat už v červnu 2006.

Graf 10: Historický vývoj akcie společnosti ECM

Zdroj: http://www.ecm.cz

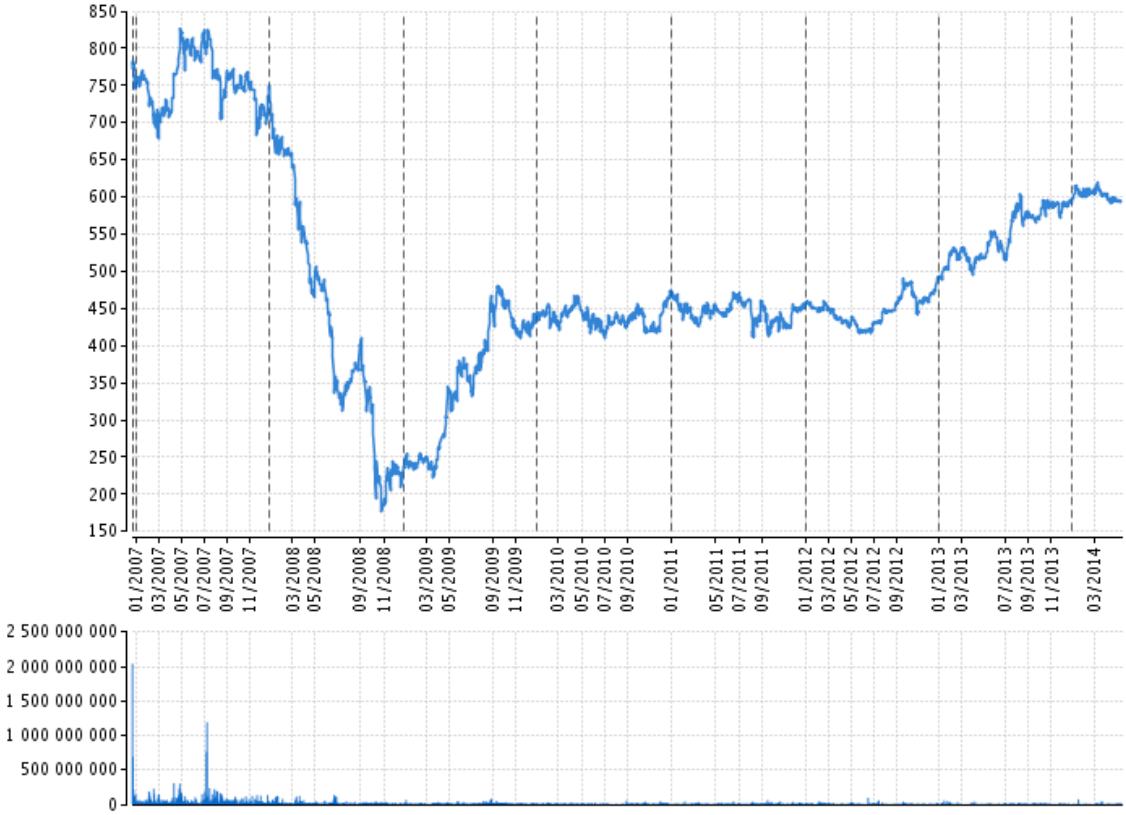
4.4. PEGAS NONWOVENS S.A.

Obrázek 14: Logo společnosti Pegas Nonwovens

Zdroj: http://www.pegas.cz

Pegas Nonwovens SA je luxemburská holdingová společnost, která se zabývá výrobou netkaných textilií. Svým klientům dodává textilie typu spunbond a melblown pro účely výroby jednorázových hygienických produktů, výroba dětských plen, výrobků pro inkontinenci dospělých a dámské hygienické výrobky. Společnost také vyrábí nábytkové a stavební součásti pod střešní krytiny, především pak tepelné a zvukové izolace, různé plachty pro polnohospodářské účely, dále také lekářské ochranné oděvy, výroba chirurgických masek, plášťů, závěsů, pokrývek hlav a bot, v neposlední řadě ochranné overaly, masky a protichemické obleky. Svoje podnikání nabízí prostřednictvím své společnosti Pegas Nonwovens s.r.o. a jejich čtyřech dceřinných společností: – DS, Pegas – NT, Pegas –NW a Pegas – NS. Všechny se sídlem v České republice. Společnost je členem evropské organizace European Disposables and Nonwovens Association (EDANA). **Smyslem a hlavním účelem IPO bylo získat prostředky ke splacení mezaninové úvěrové smlouvy Nomura International PLC** a prioritních kapitálových certifikátů společnosti Pamplona Capital Partners I, LP a k úhradě nákladů spojených s emisí.

Graf 11: Historický vývoj akcie společnosti Pegas Nonwovens



Zdroj: http://www.akcie.cz

První kotace na BCPP byla uskutečněna 15. 12. 2006 s cenou 749,20 Kč za kus (27 EUR / 102,33 Zlotých), což představuje maximální hodnotu dříve stanoveného orientačního rozpětí. Maximum dosáhla cena 26. 04. 2007 na ceně 826 Kč za akcii. Z celkového množství akcií bylo 10 % umístěných mezi českými a polskými retailovými investory a zbývajících 90 % si rozdělili institucionální investoři.[86]

[86] PEGAS. *Pegas Nonwovens ukončil úpis akcií a stanovil konečnou nabídkovou cenu.*

4.5 AAA Auto Group N.V.

Obrázek 15: Logo společnosti AAA Auto

Zdroj: http://www.aaaauto.cz

Společnost AAA Auto Group N. V. (dále len AAA Auto) je provozovatel sítí autobazarů se sídlem v Nizozemsku, který působí hlavně v České republice, na Slovensku a v Rusku.

Do roku 2008 působila taktéž v Polsku a do roku 2009 i v Rumunsku a Maďarsku.[87] V roce 2011 zahájila expanzi do Ruska. AAA Auto obsadilo v roce 2007 v žebříčku Czech TOP 100 nejvýznamnějších firem (podle tržeb) 54. místo a v roce 2012 klesla na 67. pozici.[88] Má celkem 32 poboček (20 v České republice, 11 na Slovensku a 1 v Rusku).

IPO AAA Auto představovala nejkontroverznější emisi v historii BCPP vzhledem na přehnané prognózy emitenta, které nebyly naplněné.

První náznaky vstupu na burzu v Praze a v Budapešti se objevily už v létě roku 2006, kdy management informoval, že vstupem na burzu chce financovat expanzi do Ruska, Bulharska, Srbska a na Ukrajinu. Až po roce od prvních spekulací společnost oznámila svoje plány vstoupit na burzu v Praze a Budapešti v druhé polovině roku 2007. Objem emise měl dosáhnout 30 – 40 mil EUR s tím, že by se na burze obchodovalo 25 – 30 % akcií.[89]

[87] KOZÁKOVÁ, Pavla. AAA v Maďarsku a Polsku končí. lidovky.cz [online]. 2009-03-27 [cit. 2009-04-10]. Dostupné online. ISSN1213-1385.
[88] http://www.czechtop100.cz/files/aktuality/2013/nejvyznamnejsi/vysledkova-listina.pdf
[89] http://www.ipoint.cz/zpravy/5516075-cekani-na-ipo-karty-poodhalil-aaa-auto/

Graf 12: Historický vývoj akcie společnosti AAA Auto

Zdroj: http://www.aaaauto.cz

První kotace proběhla na BCPP 3. 7. 2013 s cenou 55,04 Kč za akcii, svoje maximum dosáhla pouze o pět dní později, a to pouze 56,37 Kč za akcii. Akcie AAA Auto se naposledy obchodovaly na BCPP 3. 7. 2007 s cenou 24 Kč za akcii na základě žádosti emitenta. Majoritní vlastník společnosti Anthony Denny se podle jeho vyjádření snaží o koncentraci vlastnictví s cílem prodat 100 % podíl novému investorovi. Z tohoto důvodu také firma ohlásila odchod z BCPP a nabídla odkup za 23,30 Kč za akcii.[90]

V tomto případě **IPO nešlo o kombinovanou nabídku**, 17 757 875 tvořilo nové akcie, což představuje 25,5 % základního kapitálu a 1 775 788 kusů tvořila opce na nadlimitní úpis se jmenovitou hodnotou 0,1 EUR za akcii, která nebyla naplněna. 61 % akcií bylo umístěno mezi institucionální investory a zbylých 39 % mezi retailové investory. Emisním manažerem byla česká Patria Finance, a. s., belgická KBC securities N. V. a maďarská KBC Securities Hungarian Branch Office. Zisk z emise už neměl primárně

[90] http://zpravy.kurzy.cz/353829-aaa-auto-dnes-naposledy-na-bcpp-miri-na-rms

financovat expanzi na zahraniční trhy, ale měl mimo podpory hlavní činnosti snížit zůstatky úvěru, který byl použit na financování vozového parku a k částečnému splacení akcionářské půjčky.

Úspešnou (z pohledu emitenta) realizaci IPO podpořily vysoké výnosy z roku 2006 (334 mil. EUR) a hrubý zisk (61 mil. EUR) z prodeje ojetých vozů, protože tyto ukazatele presvedčily investory v ekonomickou sílu a stabilnost společnosti AAA Auto. Investoři však byli zklamaní, že místo slibovaného zisku 200 mil. Eur za rok 2007, vykázalo AAA Auto ztrátu téměř 5 mil. EUR.[91] Tento fakt vedl k mnohým spekulacím, zda byli investoři záměrně klamaní a společnost o hrozící ztrátě dopředu věděla. V současnosti se s akciemi obchoduje na RM-SYSTÉMu a AAA Auto své hospodářské výsledky už nezveřejňuje. Prezentuje pouze meziroční nárust prodaných ojetých automobilů. Díky nedostatku informací tak slouží akcie jen ke spekulacím, protože cena může díky nízké likviditě a nevědomosti investorům narůst.

Na základě tlaku investorů, zda byl emisní prospekt v pořádku, pokud byl schválen holandskou kompetentní autoritou Atoriteit FinanciEle Markten, provedla ČNB prověření manažera emise AAA Auto Group, kterým byla Patria Finance. Podle Pavlíny Bolfové, mluvčí ČNB, nevedla dosavadní šetření k zahájení správního řízení, neboť ČNB neshledala žádné nesrovnalosti. Pokud byl tedy prospekt v pořádku, opět tedy vyvstává otázka, kde udělali chybu investoři a zda příště do IPO investovat, nebo jde o záměr a chyba byla jinde...

Akcie společnosti AAA auto, které se nyní obchodují na burze RM Systém ale nebudou mít dle analytiků dlouhou životnost. Předpokládá se, že dojde ke stažení i z RM Systému a nakonec se podaří Anthonymu Dennymu prodat celou společnost novému investorovi. Nyní Denny drží dlouhodobě podíl 3,774 %, a tento se nemění. Pokud dojde k postupnému odkupu akcií nepřímou cestou, bude to mít pozitivní důsledek pro investory a ti tak mohou realizovat i tak zanedbatelný zisk a na akciích tak neprodělat.

[91] http://www.ipoint.cz/zpravy/5651965-fiasko-v-podani-aaa-auto-a-co-na-to-cnb/

4.6 VGP N.V.

Obrázek 16: *Logo společnosti VGP*

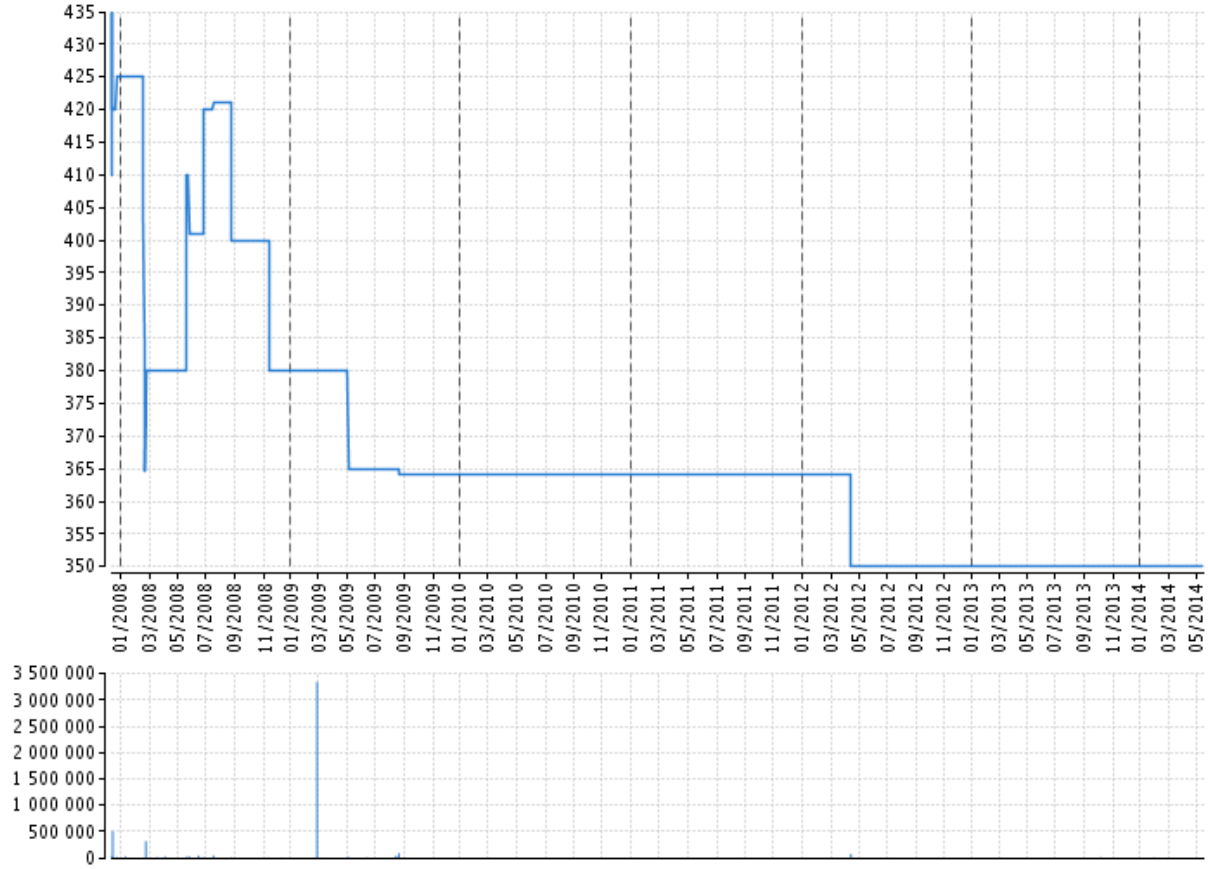
Zdroj: www.vgp.cz

Skupina VGP projektuje, staví a pronajímá logistické areály a semiindustriální parky v regionu střední a východní Evropy. V České republice postavila a úspěšně pronajímá řadu vlastních výrobních a logistických areálů. Od května roku 2006 realizuje společnost VGP výstavbu jednoho z největších logistických parků v ČR s názvem VGP Park Horní Počernice. Celková výše investice do vybudování parku na pozemku o rozloze cca 100 hektarů přesáhne tři miliardy korun. První skladovací prostory byly dány do užívání novým nájemcům již v září roku 2006. VGP Park Horní Počernice nabízí nájemcům haly o rozloze 1 000 až 50 000 m^2 k využití pro lehkou výrobu, sklady, logistické služby či kancelářské a komerční prostory. Pro nájemce je atraktivní i bezprostřední blízkost rychlostní komunikace R10 na Mladou Boleslav a Turnov, s napojením na budovaný pražský dálniční okruh i na ostatní hlavní dálniční tahy České republiky.[92] V této společnosti jsou formou nepeněžitého vkladu začleněny české společnosti VGP Park Olomouc a.s., VGP Park Nýřany a.s., VGP Park Lovosice a.s., VGP Park Hradec Králové a.s., VGP Park Liberec a.s., Industrie Park Sever a.s., VGP Park Trutnov a.s. a VGP industriální stavby s.r.o.[93]

IPO probíhala mimo BCPP v Belgii a od ostatních IPO se odlišuje tím, že namísto počtu stanovených emitovaných akcií, byl stanovený maximální objem emise 50 mil EUR s opcí na 15 %. Emisními manažery byly KBC Securities, ING a Patria Finance, a. s. Reálný free float IPO byl 3,28 %.

[92] http://www.vgp.cz/cs/o-nas
[93] http://www.vgp.cz/cs/nase-industrialni-parky/ceska-republika/vgp-park-hradec-kralove/42-cesky/investori/193-prospekt-spolecnosti

Graf 13: Historický vývoj akcie společnosti VGP



Zdroj: http://www.akcie.cz

První kotace se na BCPP uskutečnila 07. 12. 2007 (podmíněné obchodování) s cenou stanovenou na základě bookbuildingu 410 Kč, svoje maximum dosáhla za tři dny s cenou 435 Kč. Současná cena je 350 Kč a z grafu je viditelná velmi nízká likvidita titulu. Při IPO bylo vydaných 3 278 688 kusů nových akcií v maximální hodnotě – 50 mil. EUR. V rámci nadlimitního úpisu bylo alokovaných dalších 304 362 kusů akcií.[94] Emise nebyla zařazená do systému SPAD ale do systému KOBOS, kde neplatí omezení obchodování v letech a minimální výška investice je omezená jen na jednu akcii.

[94] http://www.vgp.cz/cs/?option=com_content&view=article&id=271

4.7. New World Resources N.V.

Obrázek 17: Logo společnosti NWR

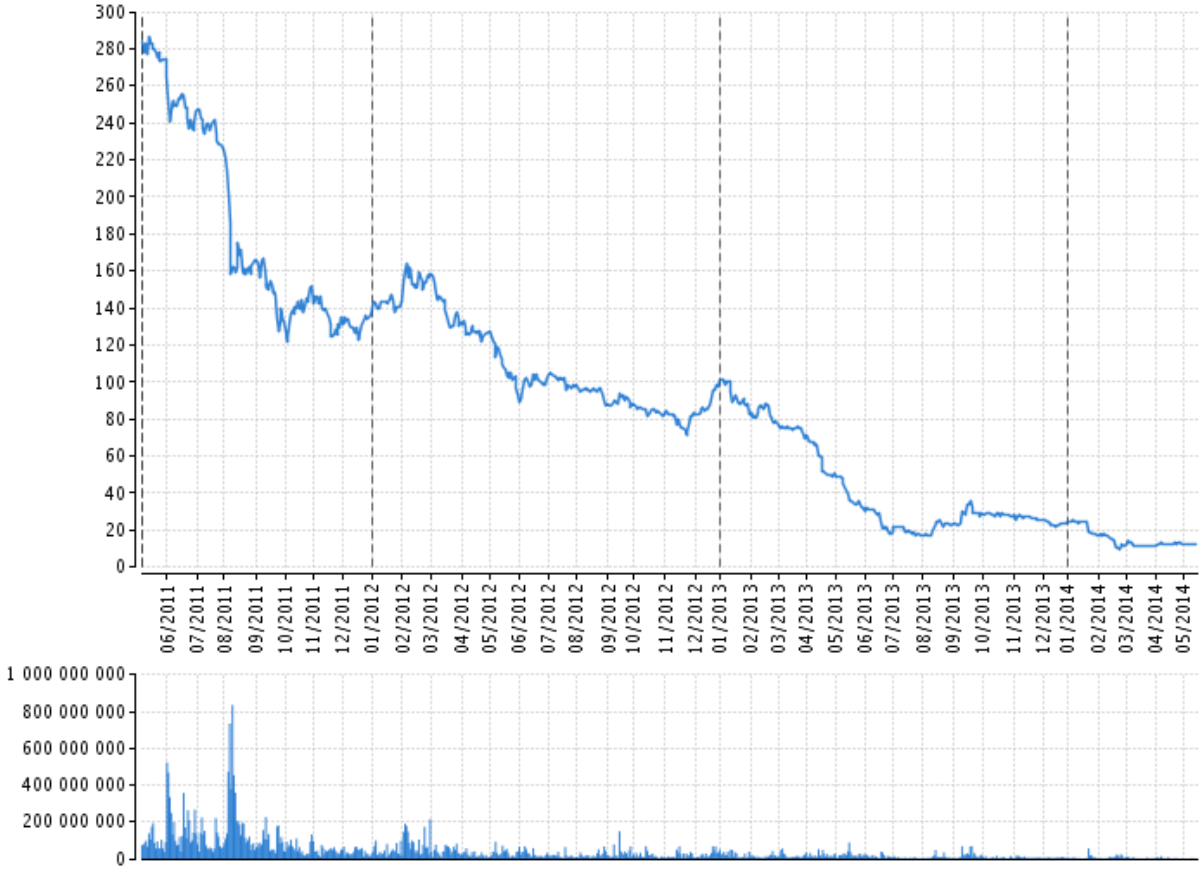
Zdroj: http://www.newworldresources.eu/cs

New World Resources Plc (NWR) je jedním z předních producentů černého uhlí a koksu ve střední Evropě. NWR těží prostřednictvím své dceřinné společnosti OKD, a.s. pro středoevropský ocelářský a energetický průmysl. Sídlo společnosti je v Nizozemsku. V celé skupině NWR je zaměstnaných více než 17 000 lidí. Disponuje podle metodiky JORC zásobami uhlí v rozsahu 374 mil. tun. V rámci střední Evropy má strategickou polohu a mezi nejvýznamnejší zákazníky patří ArcelorMittal, ČEZ, Dalkia či US Steel.[95]

Před IPO měla NWR pouze jediného akcionáře – RPG Industries, se kterou je spojené jméno známeho českého podnikatele Zděnka Bakaly. Cílem emise bylo získat zdroje na expanzi podnikání. Emisními manažery byly v ČR Česká spořitelna, Patria Finance a Wood & Company. Jednalo se o kombinovanou nabídku, kde bylo nabídnuto 13,5 mil. kusů nových akcií a 69 513 344 ks existujících akcií. Opce na nadměrný úpis byla v hodnotě 12 452 001 existujících akcií.

[95] http://www.newworldresources.eu/en/investors/investor-relations/corporate-profile

Graf 14: Historický vývoj akcie společnosti NWR



Zdroj: http://www.akcie.cz

První kotace proběhla na BCPP 5. 5. 2008 s cenou stanovenou na základě bookbuildingu 425,83 Kč. Akcie dosáhla svoji maximální cenu skoro o měsíc později, a to 20. 6. 2008 na úrovni 622,1 Kč. Poptávka po akciích byla enormní a emise tak byla 7,3 krát znovu upsaná. Zájem byl především ze strany institucionálních investorů, kterými bylo upsáno 90 % akcií a zůstávajích 10 % akcií bylo upsaných retailovými investory z České republiky a také z Polska[96].

[96] http://zpravy.kurzy.cz/146723-nwr-cena-ipo-stanovena-na-maximu-13-25-gbp--cca-425-8-kc/

Od května 2008 jsou akcie kótované na akciových burzách v Londýně, Praze a ve Varšavě. IPO NWR bylo největší na londýnské burze v roce 2008. Podle Bakaly se jednalo o druhou největší IPO těžebních společností v historii londýnské burzy.[97]

11. dubna 2011 oznámila představenstva NWR Plc a NWR N.V. společnou nabídku na převzetí akcií druhu A NWR NV. 5. května 2011 byla obdržena akceptace nabídky ve výši 97 % a NWR byla zapsaná na oficiální seznam londýnské burzy cenných papírů. Ve stejném dni začaly být akcie obchodované na burze v Praze a o čtyři dny později na burze ve Varšavě. NWR tak získala také 100 % akcií druhu B NWR NV. Z důvodu jednodušší identifikace akcie došlo k přejmenování původních akcií na NWN. NWR je součástí FTSE Small Cap indexu a stejně jako Pegas součástí indexu PX.

V roce 2014 ohlásila společnost čistou ztrátu více než 970 mil. EUR (skoro 27 mld. Kč) za minulý rok.[98] Z hlediska vývoje ceny akcie byl propad po prvotní fázi nadšení zapříčiněný hlavně díky propadu cen uhlí, které způsobily celkovou vysokou zadluženost a následnou restrukturalizaci.

Prvotní fázi všeobecného nadšení a růstu ceny akcií přerušila finanční krize. Z původních 457 Kč se akcie propadly až na současných 12,50 Kč. Velkou roli v tom hrál především propad cen uhlí, který se významně projevil v hospodaření firmy. Firma se potýká s dluhy a čeká ji restrukturalizace

[97] http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1199185/bakala-odzvonil-uspesne-ipo-nwr-by-podle-koblice-mohlo-mit-v-indexu-px-vahu-73-.html?ctl00_ctl00_ctl00_MainContent_Content_centerColumnPlaceHolder_ActualComments_Contentpgi=8&culture=en-US

[98] http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/262468-nwr-se-propadla-do-27miliardove-ztraty/

4.8. FORTUNA Entertainment Group N.V.

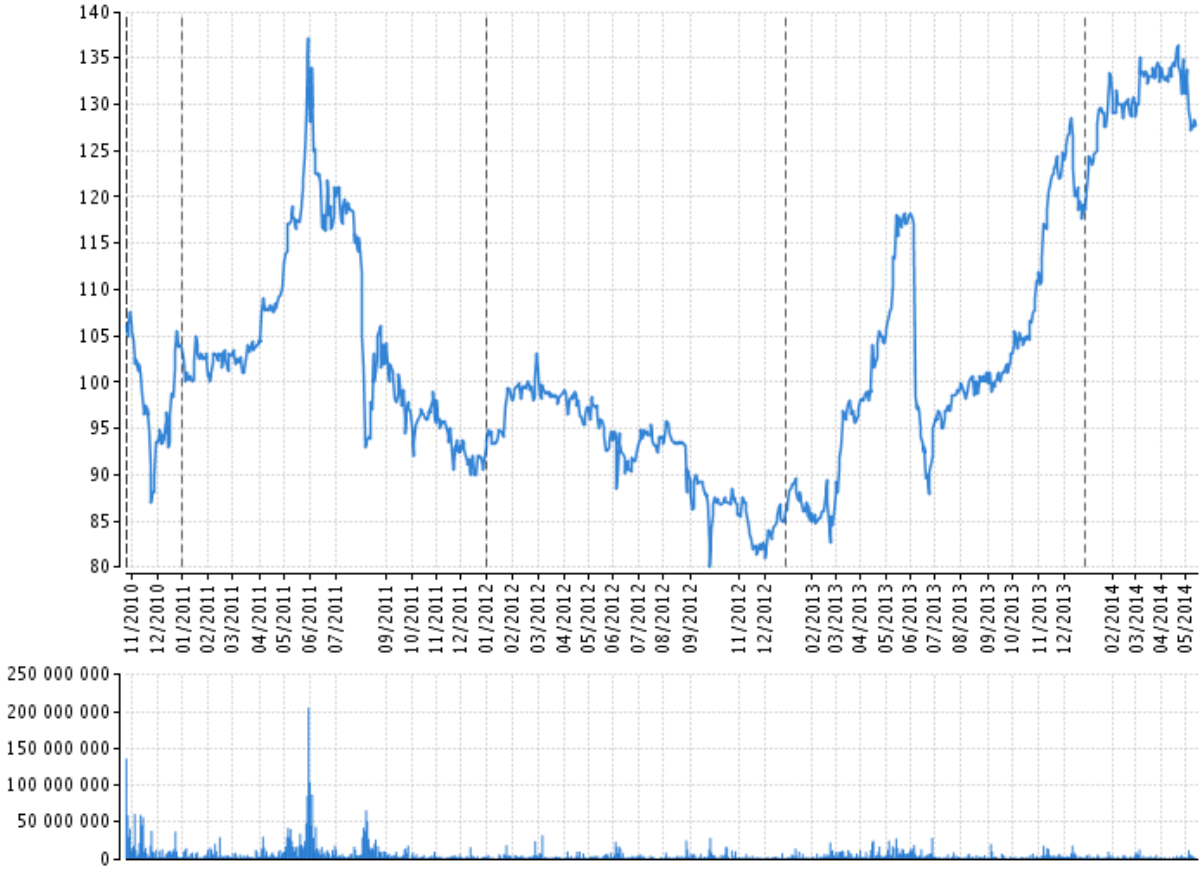
Obrázek 18: Logo společnosti Fortuna

Zdroj: http://www.ifortuna.cz

Společnost FORTUNA, sázková kancelář a. s., je historicky prvním a nejstarším poskytovatelem kurzových sázek v České republice. Vznik se datuje do května roku 1990 v Praze a stala se tak porevolučním průkopníkem akciových společností v ČR. FORTUNA Entertainment Group N.V. je zprostředkovatelem kurzového sázení ve střední a východní Evropě.

Před IPO byla výhradním vlastníkem skupina Penta Investments Limited. Jejím požadavkem bylo další vlastnění minimálně 65 % akcií. Kombinovaná nabídka zahrnovala akcie v nominální hodnotě 0,01 EUR, kde tvořily 2 mil. kusů nové akcie a 13,83 mil. existující akcie. Opce představovala 2,37 mil. kusů. Emise byla nabídnuta na českém, slovenském a polském trhu.

Graf 15: Historický vývoj akcie společnosti Fortuna



Zdroj: http://www.ifortuna.cz

První kotace na BCPP se uskutečnila 21. 10. 2010 (podmíněné obchodování) s cenou dohodnutou na základě bookbuildingu 109,20 Kč, maximální cenu dosáhla o půl roku později s cenou 137,10 Kč. V současnoti (16. 05. 2014) se cena pohybuje na úrovni 127,80 Kč za akcii. **Současná cena je tedy vyšší jak cena při IPO.**

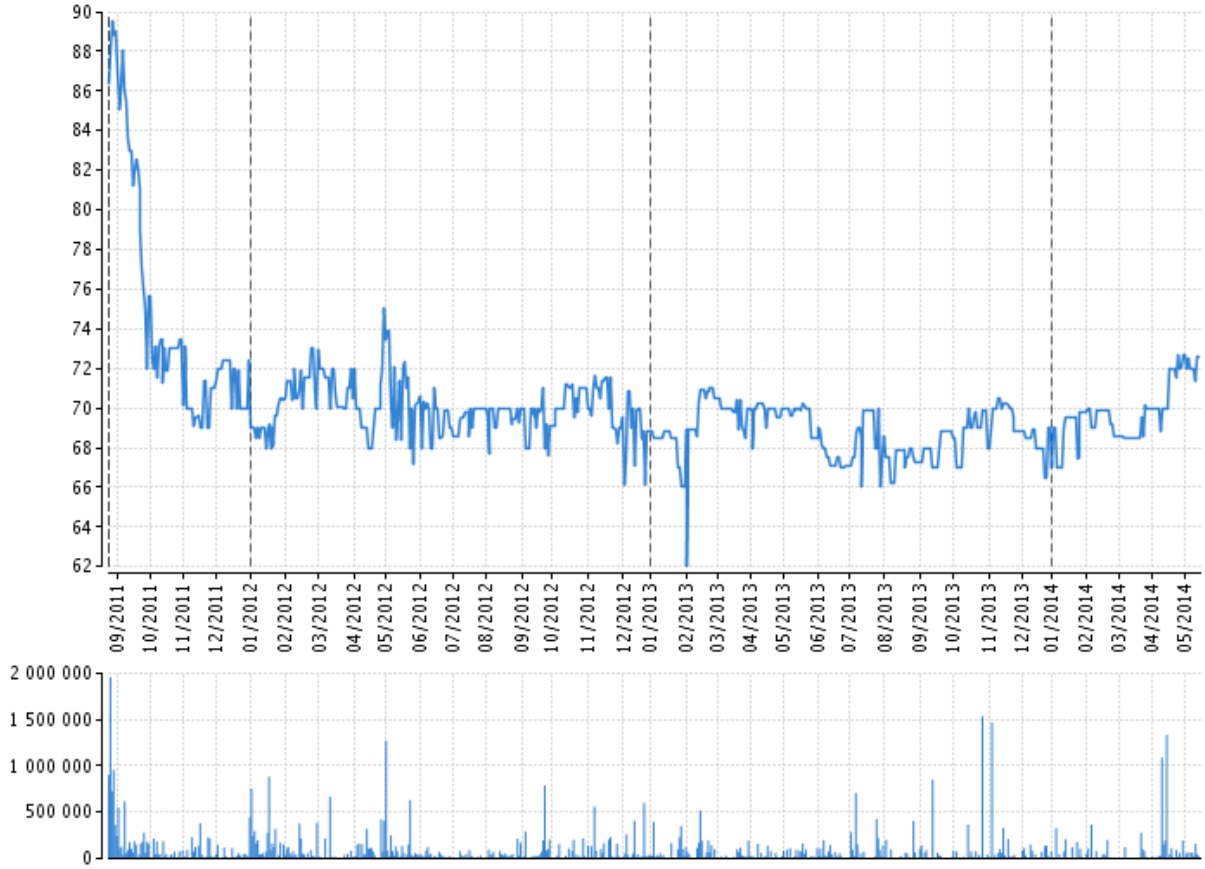
4.9. E4U a.s., energy for you

Obrázek 19: Logo společnosti E4U a.s.

Zdroj: http://www.e4u.cz

Poslední uskutečněnou IPO na BCPP byla emise E4U a.s., které akcie byly zařazené na volný trh. Předmětem podnikání je především investování do projektů hlavně z oblasti výroby energie z obnovitelných zdrojů. E4U se zaměřuje na **dividendovou politiku**, kdy láká akcionáře na dlouhodobý stabilní dividendový výnos 6 - 8 % p.a. Společnost vznikla v roce 2010, historie sahá až do roku 2006, kdy byla založená akciová společnost SANERGIE, jejíž akcie tvoří základní kapitál E4U ve výši 239 mil. Kč.

Graf 16: Historický vývoj akcie společnosti E4U a.s.



Zdroj: http://www.akcie.cz

Na rozdíl od ostatních analyzovaných IPO, v případě IPO E4U došlo nejprve k úpisu akcií na OTC trzích a až následně byly přijaté k obchodování na volném regulovaném trhu BCPP s prvním dnem kotace 25. 08. 2011 s cenou 86,40 Kč. K obchodování bylo nabídnuto 49 % současných akcií (1 171 900 ks). Cílem IPO bylo zviditelnění společnosti a projektů s ní spojených. V současnosti (16. 05. 2014) se cena akcie pohybuje pod cenou při IPO (72,60 Kč).

4.10. Pivovary Lobkowicz a. s.

Obrázek 20: Logo společnosti Pivovary Lobkowicz

Zdroj: http://www.pivovary-lobkowicz.cz/

Pivovary Lobkowicz a. s. (dále jen Lobkowicz) jsou česká pivovarská společnost, která do 3. ledna 2012 vystupovala pod firmou K Brewery Trade a v současnosti plánuje IPO na BCPP. Podle její CEO chce finančními prostředky z IPO financovat akvizici v hodnotě zhruba 100 mil. Kč. Investory láká pozitivními finančními ukazateli, kdy v minulém roce zaznamenala růst zisku (EBIDA: 200 mil. Kč) a také tržeb (1,322 mld. Kč). V IPO chce nabídnout 30 – 40 % současných akcií a získat tak stovky milionů korun, které chce použít na nákup pivovaru v hodnotě 100 mil. Kč. Pivovary Lobkowicz jsou tak první pivovarskou skupinou, která se rozhodla vstoupit na hlavní trh pražské burzy, i když český kapitálový trh trpí nízkou likviditou. Prvotním záměrem skupiny bylo vstoupit na neregulovaný trh START. Po poradě s manažerem emise – Českou spořitelnou, a. s., od toho ustoupila, protože by tím oslovila pouze omezený počet investorů.

Mimo IPO na BCPP společnost zvažuje vstup na varšavskou burzu, v současnosti IPO brzdí hlavně plnění regulačních podmínek a přechod účetnictví na metodu IFRS. Načasování IPO ovlivňuje také aktuální situace na českém trhu a vedení tvrdí, že nevylučuje konečný datum až na podzim roku 2014.

Akcionáři hodnotí na základě hodnoty diskontovaných cash flow současnou hodnotu společnosti v rozmezí od 3,4 do 6,6 mld. Kč, negativem je však vysoký podíl akcionářských půjček, které se mají vyplatit ze zdrojů z IPO.[99]

[99]http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2582403/ceo-pivovaru-lobkowicz-z-ipo-chceme-ziskat-vyssi-stovky-mil-korun-poslouzi-i-pro-akvizici-vstup-na-trh-start-jsme-zavrhli.html

5. Analýza úspešnosti IPO v České republice

Na úspešnost zrealizovaných emisí se můžeme podívat ze třech hledisek:

- **z pohledu emitenta,**
- **z pohledu investora,**
- **z pohledu burzy**.

Graf 17: Historický vývoj cen vybraných IPO za posledních 7 let

Zdroj: vlastní zpracování na základě www.akcie.cz

V grafu číslo 17 nám BIC **BAAEFORU** představuje akcii společnosti E4U (ISIN: CZ0005123620), BIC **BAAFOREG** akcii FORTUNA ENTERTAINMENT GROUP N.V. (ISIN: NL0009604859), BIC **BAANWRUK** akcii WR - NEW WORLD RESOURCES PLC. (ISIN: GB00B42CTW68), BIC **BAAVGP** akcii VGP NV (ISIN: BE0003878957), BIC **BAAAA** akcii AAA AUTO GROUP N.V. (ISIN: NL0006033375) a BIC **BAAPEGAS** akcii skupiny PEGAS NONWOVENS SA (ISIN: LU0275164910).

5.1. Hodnocení úspěšnosti IPO z pohledu emitenta

Hodnocení úspešnosti IPO z pohledu emitenta je možné několika způsoby. Zvolil jsem **kritérium úpisu a ceny akcie**.

V následující tabulce je zobrazen souhrn ukazatelů emitovaných akcií při vybraných IPO. Z tabulky je jasně vidět dominantní velikost IPO společnosti NWR. **Podle kritéria úpisu** akcií je možno hodnotit sledované IPO jako **úspešné**, protože **všem společnostem se podařilo upsat celou emisi** a všechny kromě AAA Auto využily opci na nadměrný úpis akcií.

Tabulka 8: Přehled vybraných IPO v ČR

	AAA	ECM	FORTUNA	NWR	PEGAS	ZENTIVA
Obchodování	26.9.2007	11.12.2006	27.10.2010	6.5.2008	21.12.2006	28.6.2004
Podmíněné obchodování	24.9.2007	7.12.2006	22.10.2010	-	18.12.2006	-
Počet akcií před IPO	50 000 000	2 460 000	50 000 000	**250 239 999**	7 419 400	33 806 334
Nabízené akcie	17 757 875	1 590 030	15 830 000	**83 013 344**	4 385 000	10 000 000
Opce	1 775 788	127 500	2 370 000	**12 452 001**	657 750	1 500 000
Struktura upsaných akcií						
Primární akcie	**17 757 875**	1 275 000	2 000 000	13 500 000	1 810 000	4 329 896
Opce	0	**127 500**	0	0	0	0
Sekundární akcie	0	315 030	13 830 000	**69 513 344**	2 575 000	5 670 104
Opce	0	0	2 370 000	**12 452 001**	657 750	1 500 000
Celkový počet upsaných akcií	17 757 875	1 717 530	18 200 000	**95 465 345**	5 042 750	11 500 000
Počet akcií po IPO	67 757 875	3 862 500	52 000 000	**263 739 999**	9 229 400	38 136 230
Podíl emise - free float	26,21 %	44,47 %	35,00 %	36,20 %	**54,64 %**	30,16 %
Nominální hodnota akcie	0,10 €	**1,70 €**	0,01 €	0,40 €	1,24 €	0,01 €
Cena za akcii (Kč)	55,02	**1 318,30**	105,52	425,83	749.20	485
Underpricing	**0,04 %**	**11,58 %**	0,45 %	4,50 %	4,64 %	4,02 %

Zdroj: http://www.akcie.cz

Při analýze podhodnocení kurzu akcie se vychází z rozdílu mezi emisním kurzem a tržní cenou po prvním dnu obchodování na trhu, přičemž se nezohledňuje vývoj tržního indexu. Z tabulky vyplývá výrazná podhodnocenost akcie ECM, zajímavý je však uderpricing při AAA Auto, který je paradoxně jen na 0,04 %. Na základě tohoto kritéria dokázaly společnosti vhodně určit emisní kurz (kritérium však nebere do úvahy dlouhodobý vývoj akcie).

Z pohledu emitenta je možné hodnotit (na základě zvolených kritérií) jako **nejúspěšnější IPO společnosti NWR**, která při veřejné nabídce předala investorům akcie přibližně za 35,4 mld. Kč, což byl rekord na tuzemském kapitálovom trhu. Emise byla současně přijata k obchodování na londýnské a varšavské burze. Prvotní nadšení však ve skutečnosti přerušila finanční krize a ceny akcií se propadly z ceny 457 Kč až na 12,50 Kč za akcii. Velkou úlohu v tom hrál především **propad cen uhlí**, který se negativně projevil v hospodaření NWR, což zvýšilo její zadluženost a čeká ji **restrukturalizace**.

Z historického pohledu je možné hodnotit jako **úspešnou IPO Zentivy**, která nabídla akcie pouze institucionálním investorům a podařilo se jí získat strategického investora **Sanofi Aventis**. Na Zentivu navázal **Pegas Nonwovens**, který se rozhodol zhodnotit fond rizikového kapitálu **Pamplona Capital**. Akcie mají v současnosti nižší než upisovací cenu, společnost expandovala do Egypta a její akcie patří k nejoblíbenějším na BCPP. V případě **Fortuny** se v současnosti ceny akcií obchodují přibližne 20 % nad upisovací cenou. Činnost **ECM** zrujnovala hospodářská krize a v případe **AAA Auto** je na místě spekulace, zda management věděl o špatných hospodářských výsledcích společnosti a jednalo se o podvod. Mezi úspešné IPO je možno zařadit i nabídku **E4U**, která však láká investory hlavně na svou dividendovou politiku. Ze sledovaných IPO jsou v současnoti součástí **Indexu Px pouze** NWR, Fortuna a Pegas Nonwovens.

České společnosti však v historii mnohokrát zvolily **IPO mimo BCPP**. Jednou ze společností byla v roce 2008 **Photon Energy**, která je významným developerem fotovoltaických elektráren. Následovaly společnosti **BGC-Energy** a **iCom Vision.** Photon Energy vstoupila na méně regulovaný trh pro začínající společnosti **New Connect** ve Varšavě. New Connect se jako dceřinná společnost varšavské burzy zaměřuje na menší společnosti s velkým růstovým potenciálem, které se nemohou

ucházet o standardní burzovní IPO. **AVG Technologies** zase jako první česká společnost uskutečnila IPO na největší burze světa – newyorské NYSE, kde se akcie na začátku značně propadly, ale od října 2012 začala cena akcie stoupat, až překonala svoji upisovací cenu.

5.2. Hodnocení úspešnosti IPO z pohledu investora

Individualita investora zapříčiňuje velmi subjektivní hodnocení emise, takže má každý investor individuální očekávaní od emise.

V případě **sledování kurzu akcie byla určitě nejúspešnější IPO Zentivy,** jejíž kurz akcie po uvedení na trh stoupal. Stoupal po propadu roku 2007 a při ukončení obchodování byl vyšší jak kurz emisní. Je však potřeba podotknout, že v tomto případě se jednalo o **Institucionální investory**. Pokud by investor prodával akcie za současné ceny (9. 5. 2014), byl by **ziskový** už jen při prodeji akcií společnosti **Fortuna**, všechny ostatní tituly mají **současný kurz nižší** (případně kurz při odchodu z burzy) než **kurz emisní**. Nejhůře dopadly akcie společnosti ECM.

Další ukazatel, který může investor sledovat, je **dividendový výnos**. V roce 2013[100] byla dividenda E4U 5,60 Kč s dividendovým výnosom 8 %, dividenda FORTUNA 0,67 EUR s dividendovým výnosom 14,73 % a dividenda PEGAS 1,05 EUR s dividendovým výnosom 5,01 %. Ze sledovaných titulů ve sledovaném období má tedy **největší dividendový výnos** akcie společnosti **FORTUNA**.

Dalším kritériem, který sledují investoři, je **výnosnost**. Podle Vašíčkové[101] však **investice do IPO patří na českém kapitálovém trhu mezi méně výnosné**, přičemž by měl investor preferovat spíše investice do běžně obchodovatelných akcií. Nejlepší **výnosnost měly akcie společnosti Zentiva**, kde hodnoty výnosnosti byly v celém období kladné. V prvním měsíci obchodování se dařilo akciím ECM. Ostatní tituly však nedosahovaly kladnou výnosnost ani první měsíc obchodování.

[100] http://www.akcie.cz/komentare-a-doporuceni/112617-kompletni-prehled-dividend-na-bcpp-vcetne-dividendovyvh-vynosu/

[101] https://dspace.vutbr.cz/xmlui/bitstream/handle/11012/3091/DIPLOMOV%C3%81%20PR%C3%81CE.pdf?sequence=2

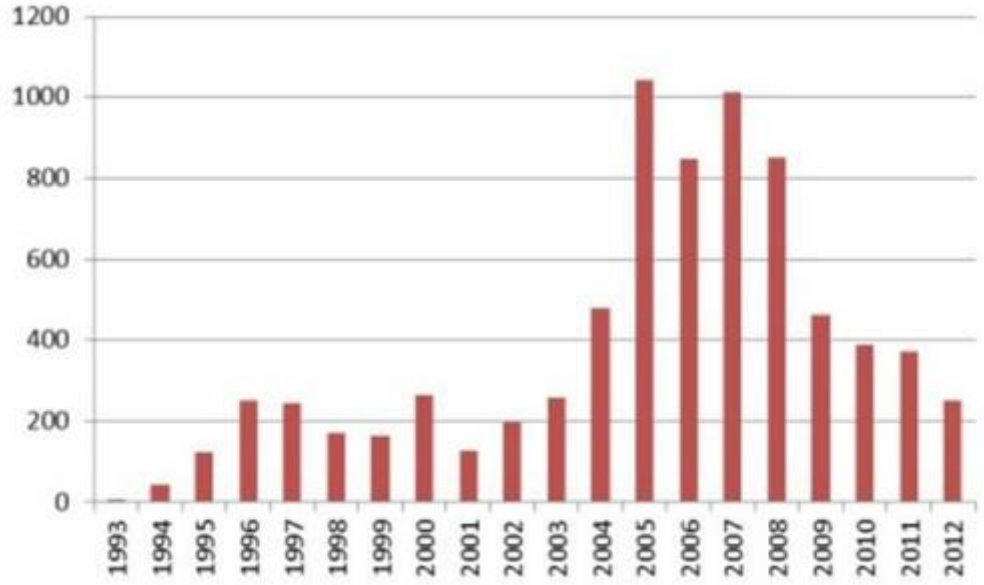
Pokud by investoři sledovali **likviditu**, měli by se vzhledem na celkovou situaci na BCPP zaměřit spíše na jiné kapitálové trhy.

5.3. Hodnocení úspěšnosti IPO z pohledu BCPP

IPO společností by měl pro burzu znamenat nárůst tržní kapitalizace, vyšší objem zobchodovaných objemů a nárůst počtu vykonaných transakcí.

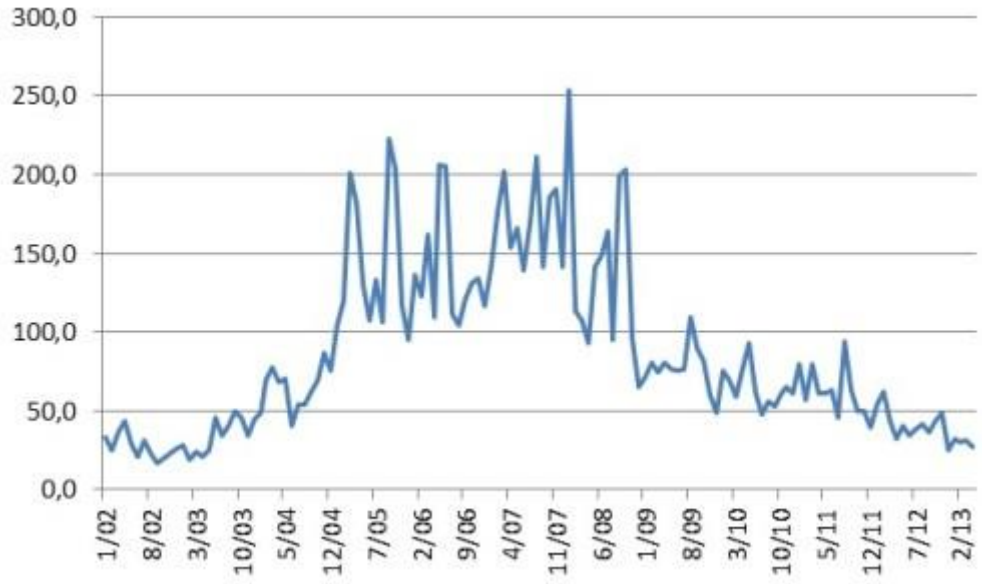
Celkově klesající objemy obchodů na BCPP investoři sledují už od začátku finačnní krize. V roce 2007 začal po oslavě druhého bilionového celoročního objemu strmý pád zobchodovaných akcií, kterým nepomohly ani emise NWR, AAA Auto nebo Fortuny. Navíc si dovolím tvrdit, že tyto pro investory neúspěšné emise jen zapříčinily větší nedůvěryhodnost v pražskou burzu.

Graf 18: Vývoj ročních objemů akciových obchodů na pražské burze (v mld. Kč)



Zdroj: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2327488/obchodovani-s-akciemi-v-praze-na-10letem-dne-kudy-dal.html

Graf 19: Vývoj měsíčních objemů akciových obchodů na pražské burze (v mld. Kč)



Zdroj: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2327488/obchodovani-s-akciemi-v-praze-na-10letem-dne-kudy-dal.html

Emise nových akcií by měly **zvyšovat likviditu trhu**. Průměrný denní objem obchodů vybraných titulů v mil. Kč je zobrazený v následující tabulce. Je potřeba podotknout, že v případě NWR, PEGAS a ECM mají výsledky ve třech letech zkreslenou vypovídající hodnotu vzhledem na pozdější úpis v daném roce.

Tabulka 9: Průměrný denní objem obchodů vybraných titulů (v mil. Kč)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ZENTIVA	86,43	180,39	326,88	423,07	165,53	54,76	-	-
ECM	-	-	165,99	65,43	18,01	1,52	0,76	0,13
PEGAS	-	-	390,98	57,75	17,59	8,79	5,30	5,52
AAA	-	-	-	8,55	1,49	0,26	0,25	0,40
NWR	-	-	-	-	252,25	90,23	137,76	150,48
FORTUNA	-	-	-	-	-	-	13,53	7,16

Zdroj: vlastní zpracování podle www.akcie.cz

Na základě předchozích analýz považuji akcie Zentivy za nejlikvidnější a tím považuji její IPO za nejúspěšnější. Podle tabulky se jeví jako úspešná i IPO NWR, je třeba však brát do úvahy i vysokou tržní kapitalizaci a fakt, že IPO NWR byla největší v historii BCPP. Vybrané emise (AAA, ECM, FORTUNA, NWR, PEGAS, ZENTIVA)

přinesly na burzu celkem **149 683 500 ks nových akcií** (z toho 11 % díky uplatnění opce).

I v roce 2014 trápí BCPP nízká likvidita[102] a pro obrat trendu na českém akciovém trhu bude potřeba více než jen další IPO. Podle ředitele Sales&Trading Patria Finance Silvia Kotarace[103] je nutná změna hlavně v makroekonomickém a fundamentálním pohledu na české akcie a v dalším nárustu ochoty bank podstupovat riziko.

6. Závěrečné shnrutí a vymezení doporučení

Na základě vykonaných analýz byly určeny následující důvody pro IPO z pohledu emitenta:

- Navýšení kapitálu, tedy vstup na kapitálový trh znamená přístup k velkému množství potenciálních investorů, kteří chtějí investovat svoje prostředky, což umožňuje získat větší objem financí jako při financování úvěrem. Takto získané prostředky mhou být použity na velké strategické projekty jako například akvizice (Lobkowicz) nebo expanze či nearshoring (Pegas).
- Prodej částí akcií v držení původních vlastníků.
- Optimalizace kapitálové struktury mezi dluhem a vlastním kapitálem. Emitent navyšuje prostřednictvím emise svůj vlastní kapitál.
- Při emisi nemusí emitent splácet úvěry ani úroky, namísto čeho zvažuje možnost přilákat investory svojí dividendovou politikou.
- Získaný kapitál emisí nemusí závazně emitent použít na konkrétní věc.
- Kombinace předcházejících faktorů.

Financování prostřednictvím IPO má výhody pro investory ve formě:

- Emise na regulovaném trhu patří k těm transparentnějším, i když se v minulosti ukázalo, že předpovědi, které společnosti vyslovují, nemusí být vždy spjaté s realitou.

[102]Burza bezcenných papírů Praha? Stock je zpestřením, upadající trh ale nezachrání. dostupné z http://byznys.ihned.cz/c1-61537680-burza-bezcennych-papiru-praha-stock-je-zpestrenim-upadajici-trh-ale-nezachrani

[103]Obchodování s akciemi v Praze na 10letém dně. Kudy dál? Dostupné z http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2327488/obchodovani-s-akciemi-v-praze-na-10letem-dne-kudy-dal.html

- Značná publicita pomáhá získat povědomí o společnosti, o jejím dobrém jménu a důvěryhodnosti a tím by měla zvyšovat likviditu akcie. V minulosti se však ukázalo, že objem obchodů je největší během prvního roku obchodování.

Výhody kotace na burze jsou:

- Vyšší likvidita a důvěryhodnost kotovaných cenných papírů.
- Obchodování na veřejném trhu snižuje transakční náklady investorů.
- Společnost na základě investorů získá zpětnou vazbu o reálné hodnotě společnosti a o budoucí hodnotě akcií. (Například v případě ECM se jednalo o zajímavou informaci pro společníky a vlastníky). Reálné ceny vycházejí z hodnocení analytiků, názorů obchodníků a z celkové tržní situace.
- Publicita a s tím budování značky a prestiže.
- Jednodušší přístup k bankovním úvěrům, který vyplývá z lepší informovanosti a transparentnosti o společnosti, díky čemuž klient získá vyšší scoring.
- Vstup na burzu.

Mimo pozitiv a příležitostí přináší IPO i několik povinností či nevýhod:

- Dopředu stanovená dividendová politika.
- Potřeba stanovit pravidla řízení společnosti.
- Informačně se otevřít veřejnosti.
- Vykonávat ad hoc reporting.
- Omezení ve vztahu k nákladům na vlastní akcie.
- Společnost se musí zavázat k rovnému přístupu ke všem investorům, je zakázané používat insider informace a insider trading.
- Informace by měly být transparentní.

Při analýze historického vývoje IPO v ČR byly odhaleny následující příčiny nerealizování IPO:

- Vznik kapitálového trhu kuponovou privatizací.
- Malý rozsah českého kapitálového trhu a s tím spojená nízká likvidita.
- Nedůvěra emitenta v český kapitálový trh.
- Obavy z nedůvěry investorů.
- Obava majoritního vlastníka ze ztráty rozhodujícího vlivu.

- Obava z informačních povinností, která souvisí s únikem informací, konkurenční nevýhodou a pracností.
- Relativně vysoké náklady na IPO.
- Zdlouhavost přípravy IPO.
- Obavy ze zpětného načasování emise.

Na základě vykonaných analýz byly identifikovány určité společné rysy, které by mohly indikovat předpoklady pro externí úspešné financování společnosti formou emise akcií. Jedná se o následující:

- Transparentní vlastnická struktura. Pod tímto pojmem rozumíme, kterou je možné jednoduše graficky znázornit.
- Silný vlastník, hlavně fondy soukromého kapitálu jako v případě velmi úspešné IPO Zentivy N.V. a dále při Pegas Nonwowens, S. A. a NWR.
- Sídlo mateřské společnosti v zahraničí (hlavně Lucembursko a Holandsko), které zvyšuje jistotu investorů v oblasti „corporate governance."
- Kombinovaná IPO formou domácí a zahraniční nabídky. Zahraniční nabídka má velký marketingový potenciál. Stejně tak likvidita například polského trhu je o mnoho vyšší jak likvidita na českém kapitálovém trhu.
- Využití dual listingu, případně vstup na méně regulovaný trh (např. New Connect)

Závěr

Cílem práce byl rozbor IPO realizovaných v ČR a k dosažení cíle práce bylo nutné analyzovat podmínky externího financování formou IPO v České republice. V diplomové práci byl analyzován historický vývoj IPO na českém kapitálovém trhu. Následně tu byly hlouběji analyzovány vybrané IPO tituly a byly zde jasně identifikované výhody a hrozby spojené s IPO. V závěru práce bylo pomocí syntézy výsledků jednotlivých analýz vysloveno doporučení pro nového emitenta.

Problematickou situaci na kapitálovém trhu zapříčinil už jeho samotný vznik formou kupónových privatizací. I přesto, že se kritizovaná legislativní úprava oproti minulosti zlepšila, investoři mají obavy z nízké likvidity trhu a ostaních hrozeb vyplývajících z IPO. V historii se však vyskytují případy, kdy byla IPO úspešná. Šlo například o společnost Zentiva, jejíž akcie vykazovaly kladnou výnosnost v průběhu celého období investování.

V roce 2014 se v České republice očekává IPO známých pivovarů Lobkowicz, které mohou být vzhledem ke specifickému segmentu trhu pro investory zajímavou volbou. Společnost však musí důkladně sledovat situaci na trhu a vhodně načasovat veřejnou nabídku akcií.

Společnosti, které by chtěly vykonat IPO na českém trhu, by se měly držet určitých doporučení, které vyplývají z historie. Jde hlavně o transparentní vlastnickou strukturu, silného vlastníka, kombinovanou nabídku akcií na vícero trzích. V neposlední řadě by měly společnosti zvážit samotnou IPO na málo likvidním českém kapitálovém trhu a případně využít méně regulované trhy nebo dual listing.

Mým hlavním doporučením je však samotné zvážení vstupu nové společnosti na BCPP vzhledem k její velmi nízké likviditě. Z historie také vyplynulo, že IPO je výhodné hlavně pro emitenta, a ne pro investora, a je diskutabilní, do jaké míry dokáže emitent reálně a pravdivě odhadnout svůj budoucí vývoj (např. AAA Auto) a zda se nejedná pouze o lehký způsob, jak získat kapitál s následným opuštěním burzy, obalamutěním investorů a vytvořením ostudy pro burzu.

Závěrečnou otázkou tedy je, zda má existence pražské burzy nadále vůbec nějaký smysl...

Seznam použité literatury a jiných pramenů

1. AAA Auto [online]. 2014 [cit. 2014-05-02]. Dostupné z: www.aaaauto.cz
2. Akcie online: Informace pro Vaše úspěšné investice. Akcie online [online]. 2013 [cit. 2014-05-02]. Dostupné z: www.akcie.cz
3. BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, A.S. On-line obchodování. [online]. 2013. [cit. 2013-12-12]. Dostupné z www: <http://www.bcpp.cz/On-Line/Kontinual/>
4. Cyrrus a.s. Obchodník s cennými papíry. [online]. 2013. [cit. 2013-21-12]. Dostupné z www: <http://cyrrus.cz/>
5. E4U a.s. [online]. 2014 [cit. 2014-05-02]. Dostupné z: www.e4u.cz
6. ECM. [online]. 2014 [cit. 2014-05-02]. Dostupné z: http://www.ecmrecords.com/
7. Fortuna. [online]. 2013 [cit. 2014-05-05]. Dostupné z: www.ifortuna.cz
8. FREIBERG, František. *Finanční teorie a financování*. 1. vyd. Praha: České vysoké učení technické, 1994, 214 s. ISBN 80-010-1101-1.
9. HRDÝ, Milan a Michaela KRECHOVSKÁ. *Strategické finanční řízení a investiční rozhodování: VŠ učebnice pro kombinovanou formu studia a celoživotní vzdělávání*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Bilance, 2011. ISBN 978-80-86371-55-9, s. 144
10. Investments by sector focus. *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity* [online]. 2012, s. 76 [cit. 2013-11-26]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/2012_Pan-European_PE&VC_Activity.pdf
11. IPO [on-line]. 2012 [cit. 2013-21-12]. Dostupné z http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=IPO
12. IPO v České republice. *Cyrrus Advisory* [online]. 2013 [cit. 2013-12-18]. Dostupné z: http://kapital.cyrrusadvisory.cz/ipo-v-ceske-republice/
13. KALABIS, Zbyněk. *Bankovní služby v praxi*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2005, viii, 148 s. ISBN 80-251-0882-1.
14. KALOUDA, František. *Základy firemních financí*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2004, 105 s. ISBN 80-210-3584-6.

15. Konsolidovaná auditovaná výroční zpráva 2012. In: *AAA Auto* [online]. 2013 [cit. 2013-12-19]. Dostupné z: http://www.aaaauto.cz/cz/konsolidovana-auditovana-vyrocni-zprava-2012-neofic-cz-preklad/filet.html?id=787
16. KURZY. Akcie cz online. [online]. 2013. [cit. 2013-21-12]. Dostupné z www: <http://akcie-cz.kurzy.cz/>
17. LIŠKA, Václav. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. Vyd. 1. Praha: HZ, 2001. ISBN 80-860-0936-X.
18. PATRIA. On-line kurzy, burza (SPAD, Kobos). [online]. 2013. [cit. 2013-21-12].
19. POLOUČEK, Stanislav. *Bankovnictví*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2006, xvii, 716 s. ISBN 80-717-9462-7.
20. MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009, xvi, 188 s. ISBN 978-80-251-2620-2.
21. MELUZÍN, Tomáš. *Teorie a praxe financování podniku formou IPO v podmínkách regionu CEE: The theory and practice of company financing through IPOS in the CEE region : teze habilitační práce*. Brno: VUTIUM, 2011. ISBN 978-80-214-4269-6
22. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
23. NÝVLTOVÁ, Romana a REŽŇÁKOVÁ Muría. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
24. PATRIA. On-line kurzy, burza (SPAD, Kobos). [online]. 2013. [cit. 2013-21-12].
25. Dostupné z www: <http://www.patria.cz/akcie/online/cz.html>
26. PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Řízení podnikových financí: studijní pomůcka pro distanční studium*. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2003, 312 s. ISBN 80-731-8128-2.
27. PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, c2003, 296 s. ISBN 80-864-1933-9.
28. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005, 627 s. ISBN 80-726-1132-1.

29. *Praxishandbuch Börsengang: von der Vorbereitung bis zur Umsetzung*. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler, 2006, 408 s. ISBN 978-3-8349-0369-3
30. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 3., rozš. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2011, 689 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-7418-128-3. S. 378 – 289
31. REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management: studijní text pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3. aktualiz. a rozš. /. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4, 1. Díl, s. 77.
32. Software 602. [online]. 2013 [cit. 2014-05-02]. Dostupné z: www.602.cz
33. STÁDNÍK, Bohumil. *Teorie a praxe dluhopisů I*. Vyd. 1. Praha: Oeconomica, 2013, 141 s. ISBN 978-80-245-1919-7.
34. SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011, 471 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3494-1.
35. ŠTÝBR, David, Petr KLEPETKO a Pavlína ONDRÁČKOVÁ. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 156 s. Finance pro každého. ISBN 978-80-247-3648-8.
36. VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2. s. 418.
37. VALACH, Josef. *Základy finančního řízení podniku*. Praha: Nad zlato, 1991, 213 s. ISBN 80-900-3832-8.
38. VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.
39. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů
40. Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů
41. Zákon č. 513/1991 Sb. Obchodní zákoník
42. Zentiva: Společnost skupiny Sanofi. [online]. 2013 [cit. 2014-05-02]. Dostupné z: www.zentiva.cz
43. ŽÍDKOVÁ, Dana. *Investice a dlouhodobé financování*. Vyd. 4. V Praze: Česká zemědělská univerzita, 2007. ISBN 978-80-213-1636-2, s. 111

Seznam obrázků a tabulek

Obrázek 1: Financování majetku podle zlatého bilančního pravidla 12
Obrázek 2: Rozdělení financování podniku podle kritérií právního postavení poskytovatele kapitálu a podle původu kapitálu 14
Obrázek 3: Zdroje externího financování 18
Obrázek 4: Vliv stádia společnosti na typy financování venture capital 27
Obrázek 5: Členění obligací z hlediska časové ohraničenosti jejich životnosti. 35
Obrázek 6: Porovnání IPO a SEO akcií. 51
Obrázek 7: Realizační tým IPO 53
Obrázek 8: Náklady spojené s IPO. 66
Obrázek 9: Determinanty nákladů akciového kapitálu 70
Obrázek 10: Logo společnosti Software 602 74
Obrázek 11: Logo společnosti Zentiva 76
Obrázek 12: IPO zvon 76
Obrázek 13: Logo společnosti ECM 78
Obrázek 14: Logo společnosti Pegas Nonwovens 80
Obrázek 15: Logo společnosti AAA Auto 82
Obrázek 16: Logo společnosti VGP 85
Obrázek 17: Logo společnosti NWR 87
Obrázek 18: Logo společnosti Fortuna 90
Obrázek 19: Logo společnosti E4U a.s. 92
Obrázek 20: Logo společnosti Pivovary Lobkowicz 94

Tabulka 1: Hlavní zdroje dlouhodobého financování akciové společnosti 13
Tabulka 2: Podíl interních zdrojů na kapitálových výdajích v % 15
Tabulka 3: Struktura zdrojů financování investic v ČR v roce 2000 v procentech 17
Tabulka 4: Hlavní výhody a nevýhody IPO 52
Tabulka 5: Podmínky pro přijetí akcií k obchodování na Burze cenných papírů Praha nad rámec zákona o podnikání na kapitálovém trhu. 55
Tabulka 6: Přímé realizační náklady IPO na New York Stock Exchange 67

Tabulka 7: Jednotlivé IPO vykonané na BCPP 74
Tabulka 8: Přehled vybraných IPO v ČR 96
Tabulka 9: Průměrný denní objem obchodů vybraných titulů (v mil. Kč) 100