

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
ZEMĚDĚLSKÁ FAKULTA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Studijní program: 6208 R Ekonomika a management

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

Katedra: Účetnictví a financí

**PROBLEMATIKA PRIMÁRNÍCH
AKCIOVÝCH EMISÍ V ČR**

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Růžena Víšková, Ph. D.

Autor:

Bc. Michaela Podhrázká

2006

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „Problematika primárních akciových emisí v ČR“ vypracovala samostatně na základě vlastních zjištění a materiálů, které uvádím v seznamu literatury.

V Českých Budějovicích 20. října 2006

.....

Bc. Michaela Podhrázká

Děkuji Ing. Růženě Víškové, Ph. D. za vedení, odbornou pomoc a cenné rady při zpracování této diplomové práce.

OBSAH

	strana
1. ÚVOD	1
2. HISTORIE OBCHODOVÁNÍ S CENNÝMI PAPÍRY VE SVĚTĚ A V ČR	3
2.1. Vznik burz ve světě	3
2.2. Vznik a vývoj burzy v Čechách	5
3. TRHY CENNÝCH PAPÍRŮ	8
3.1. Segmentace trhu cenných papírů	9
3.2. Burzovní trh v ČR	9
3.2.1. Regulovaný trh	11
3.2.1.1. Hlavní trh	11
3.2.1.2. Vedlejší trh	12
3.2.1.3. Volný trh	14
3.3. Mimoburzovní trh v ČR	16
3.3.1. Neorganizovaný mimoburzovní trh	16
3.3.2. Organizovaný mimoburzovní trh	17
3.4. Středisko pro cenné papíry	18
3.5. UNIVYC, a.s.	19
3.5.1. Vypořádání obchodů s cennými papíry	19
3.6. Regulace trhu cenných papírů	21
3.6.1. Komise pro cenné papíry	22
3.6.2. AKAT	23
3.6.3. Unie investičních společností ČR	25
3.6.4. Legislativní rámec kapitálového trhu v ČR	25
4. PROBLEMATIKA PRIMÁRNÍCH AKCIOVÝCH EMISÍ	27
4.1. Výhody IPO	28
4.2. Nevýhody IPO	29
4.3. Základní předpoklady firem pro IPO	31

4.4. Partneři pro přípravu IPO	33
4.5. Harmonogram a jednotlivé procesy IPO	35
4.5.1. Fáze I	35
4.5.2. Fáze II	36
4.5.3. Fáze III	37
4.5.4. Fáze IV	38
4.6. Prospekt	43
4.6.1. Obsah prospektu	44
4.6.2. Uveřejnění prospektu	47
4.7. Metody oceňování- emisní cena a alokace	48
4.7.1. Jak se stanovuje emisní cena při IPO	48
4.7.2. Alokační proces	49
4.8. Realizované IPO v ČR	51
5. METODIKA	56
5.1. Analýza prospektu konkrétní firmy	57
5.2. Analýza vývoje kursu akcie po IPO konkrétní firmy	57
6. SPECIFIKACE VYBRANÉHO SUBJEKTU	59
7. ANALÝZA PROSPEKTU KONKRÉTNÍ FIRMY	61
7.1. Analýza prospektu	61
7.2. Návrh vzoru prospektu	77
8. ANALÝZA VÝVOJE KURSU AKCIE KONKRÉTNÍ FIRMY PO IPO	80
8.1. Zhodnocení vývoje kurzu akcií Zentivy	80
8.2. Srovnání vývoje hospodaření firmy před a po IPO	82
8.3. Shrnutí	92
9. ZÁVĚR	94
10. PŘEHLED POUŽITÉ LITERATURY	100
11. SEZNAM TABULEK, SCHÉMAT A GRAFŮ	103

ABSTRACT

Initial public stock offerings are in developed markets an important source of capital for financing of the further growth of the company, highlighting companies stability and trustworthiness in doing business. In the Czech Republic is the use of the capital market as a place enabling to raise the capital for further development of business activities quite unusual. Nevertheless, the quality of the market improved significantly during the last several years bringing this market at least from the formal point of view to the standards common for the developed economies. All important laws governing the conditions and rules for conducting the business on the capital markets were approved, regulatory body supervises the market transparency and reinforces the enacted rules, self-regulatory professional organizations are functioning, all institutional and technical preconditions for securities trading were fulfilled, primarily securities market organisers, entities securing the settlement of executed trades, securities brokers/dealers, etc.

Graduation thesis is focused on IPO problematic in the Czech Republic. Theoretical part of the thesis describes in detail the process of the company preparation for IPO on the capital market, advantages and disadvantages for the company and legal framework Preparation of the Prospectus remains the major precondition for the capital market entry. The practical part of the thesis includes the detailed comparison of the mandatory prospectus information based on the Czech and EU legislation, showing the specific example of the issue prospectus. Second part of the practical section of the thesis includes the comparison and evaluation of the financial ratios of the company before and after the initial public stock offering.

Key words: IPO, issue, prospectus, shares, main market, public offering, financial ratios

ABSTRAKT

Primární emise akcií jsou na vyspělých trzích důležitým finančním zdrojem pro další růst společnosti, známkou její stability a důvěryhodnosti v podnikání. V České republice není využití kapitálového trhu jako místa, kde společnosti mohou získat prostředky pro rozvoj podnikání, zatím vůbec běžné. Přitom za posledních několik let bylo dosaženo v úrovni tohoto trhu znatelných pokroků, které jej alespoň z formálního hlediska přiblížily standardům obvyklým ve vyspělých ekonomikách. Jsou přijaty veškeré důležité zákony, jež na kapitálovém trhu vymezují prostor a pravidla pro podnikatelské aktivity jeho jednotlivých subjektů, existuje regulační orgán dohlížející nad transparentností trhu a dodržováním stanovených pravidel, fungují samoregulační organizace, existují i nezbytné institucionální a technické předpoklady pro obchodování s cennými papíry, zejména organizátoři trhu s cennými papíry, organizace zajišťující vypořádání uzavřených obchodů, obchodníci s cennými papíry atd.

Diplomová práce je zaměřena na rozbor problematiky IPO v ČR. Teoretická část se zabývá především detailním popisem procesu přípravy podniku na vstup na kapitálový trh, výhodami, nevýhodami plynoucí pro podnik, legislativní úpravou. Hlavním předpokladem pro vstup na kapitálový trh je sestavení emisního prospektu společnosti. V praktické části bude na konkrétním případě emisního prospektu firmy srovnána legislativa ČR a zemí EU, týkající se povinných náležitostí uváděných v emisních prospektech. Dalším bodem praktické části je srovnání a vyhodnocení poměrových ukazatelů firmy před a po veřejné emisi akcií.

Klíčová slova: IPO, emise, prospekt, akcie, hlavní trh, veřejná nabídka, poměrové ukazatele

1. Úvod

Primární emise akcií (IPO – Initial Public Offering) byla na vyspělých trzích důležitým finančním zdrojem pro další růst společnosti, známkou její stability a důvěryhodnosti podnikání. S IPO se setkáváme zejména v anglosaském světě. Proto mají s IPO zkušenosti hlavně americké a britské firmy a investoři z těchto států.

V České republice není využití kapitálového trhu jako místa, kde společnosti mohou získat prostředky pro rozvoj podnikání, zatím vůbec běžné. Obrovský boom zažila Česká republika pouze v době kupónové privatizace , kdy bylo na trh uvedeno téměř 1800 emisí akcií. Od té doby byly provedeny na burze jen 3 primární emise- Zentiva, Orco a CME.

Přitom za posledních několik let bylo dosaženo v úrovni tohoto trhu znatelných pokroků, které jej alespoň z formálního hlediska přiblížily standardům obvyklým ve vyspělých ekonomikách. Jsou přijaty veškeré důležité zákony, jež na kapitálovém trhu vymezují prostor a pravidla pro podnikatelské aktivity jeho jednotlivých subjektů, existuje regulační orgán dohlížející nad transparentností trhu a dodržováním stanovených pravidel, fungují samoregulační organizace, existují i nezbytné institucionální a technické předpoklady pro obchodování s cennými papíry, zejména organizátoři trhu s cennými papíry, organizace zajišťující vypořádání uzavřených obchodů, obchodníci s cennými papíry atd.

I když se, jak bylo řečeno výše, legislativní podmínky pro realizaci veřejných nabídek akcií na českém kapitálovém trhu podstatně zlepšily, potřebné oživení to prozatím nepřineslo a nezdá se ani, že by fungující primární trh byl otázkou nejbližší doby nebo že by nesčetné množství mladých a dravých firem bylo připraveno zaplavit trh svými IPO. S ohledem na velikost české ekonomiky a historicky danou sílu bankovního způsobu financování nelze předpokládat, že by získávání zdrojů prostřednictvím kapitálového trhu sehrávalo v budoucnosti dominantní roli.

Nicméně v českých podmínkách by mohl být expanzivní rozvoj primárních akcií a dluhopisů jedním ze zdrojů pro potřebný proces hledání nových vlastníků či investorů pro realizaci procesů restrukturalizace firem. Primární emise akcií z jedné strany zkvalitňuje ekonomické ukazatele firmy a z druhé strany dodá firmě další kapitál pro její rozvoj.

Právě vzhledem k zajímavosti tématu a především malé obeznanosti mezi veřejností jsem si zvolila problematiku primárních akciových emisí jako téma pro svou diplomovou práci.

Stěžejním cílem mé práce je proniknutí do problematiky IPO v České republice, t.z. jaké procesy, ať v ekonomickém či administrativním smyslu, provázejí IPO a jsou nerozlučně spjaty se zrozením nové emise a které determinují rozhodování emitentů při hledání odpovědí na otázky kdy a za jakých podmínek přistoupit k vydání veřejně obchodovatelných akcií a tím rozšířit základní jmění své společnosti.

V prvním bodě teoretické části své práce se nejprve v krátkosti zaměřím na historii obchodování s cennými papíry ve světě a v ČR, na vznik burz a seznámíme se s historií Pražské burzy.

V druhém bodě se zmíním o typech trhů cenných papírů, o rozdílech mezi těmito trhy, o podmínkách obchodování a o regulaci těchto trhů.

Ve třetím bodě se již ponoříme do problematiky primárních akciových emisí v ČR, t.z. podmínky, předpoklady firmy zajímavící se o IPO, náležitosti prospektu, časový harmonogram IPO atd. Tím bych teoretickou část uzavřela.

V teoretické části diplomové práce čerpám z informací získaných během studia na JČU a především ze studia zákonů a odborné literatury se zaměřením na dané téma, jejíž seznam je součástí této práce.

V praktické části se jedná v podstatě o demonstraci poznatků zpracovaných v teoretické části, zejména v bodě tři. V prvním bodě bych se zaměřila na rozbor prospektu firmy Zentiva, která uvedla své akcie na primárním trhu v roce 2004, na jeho kvalitu, rozsah a srovnám povinné minimální náležitosti prospektů dle legislativy ČR a EU. V návaznosti na předešlé navrhnou vzor prospektu, tak aby vyhovoval oběma těmto legislativám.

Ve druhém bodě praktické části bych se pak zabývala vyhodnocením vývoje kurzu akcií Zentivy od emise po současnost, jak se změnil poměrové ukazatele firmy oproti stavu před uvedením akcií na primární trh. V závěrečné analýze tohoto bodu zhodnotím na vývoji kurzu akcií firmy a na změnách finančních ukazatelů, zda praxe stvrdila teorii, zda byla IPO firmy Zentiva přínosem a splnila očekávání managementu firmy. Cílem je dokázat firmám uvažujících o vstup na veřejné trhy, že výhody zmiňované v části teoretické se staly skutečností.

1. Historie obchodování s cennými papíry ve světě a v ČR

2.1. Vznik burz ve světě

Vznik a vývoj burzy souvisí úzce se vznikem a rozvojem tržního obchodu. Do dnešní podoby prošla instituce burzy dlouhodobým, po staletí trvajícím vývojem.

Burza jako zvláštní druh trhu vzniká, až když se na trhu objevuje zastupitelné zboží, což byly zpočátku cenné papíry ve formě směnky. Význam těchto prvních burz byl pouze místní a jejich základem byly obchody směnečné a s mincemi.

První období vzniku a vývoje burz v Evropě začíná ve 12. a 13. století italských městech jako např. Luca, Janov, Florencie, Benátky a Miláno. Sekundární trh nebyl formálně organizován a obchody měly nestandardizovaný charakter. Obchodníci se zpravidla neznali a trhy byly volně přístupné. Postupně se však zužoval okruh účastníků, kteří začali vytvářet burzovní spolky. Zde se rozvíjel obchod zejména s krátkodobými cennými papíry.

Počátkem 15. století se začíná používat pojmu burza zejména v belgických Bruggách ve Flandrech. „De bourse“ se nazývaly obchodní schůzky a to „ podle domu patricijské rodiny Van de Beurse. Po úpadku Brugg bylo burzovní zařízení přeneseno do Antverp, kde v r. 1531 dochází k založení antverpské burzy, které je možné považovat za mezník vývoje světových trhů cenných papírů, poněvadž dochází k formování organizovaného sekundárního trhu cenných papírů.

Další etapa vývoje trhů cenných papírů začíná založením amsterdamské burzy v roce 1608, což je považováno za velmi důležitý mezník v historii světového investičního bankovníctví, poněvadž se na této burze začalo poprvé obchodovat s majetkovými cennými papíry.

Koncem 16. století následoval vznik trhů cenných papírů v Británii, na konci 18. století v Americe a v polovině 19. století v Německu a ve Švýcarsku.

Obrovský rozmach trhů cenných papírů probíhal zejména v druhé polovině 19. a začátkem 20. století. Tento rozmach byl ukončen Velkou hospodářskou krizí v letech 1929-1932. Krize v burzovníctví se projevila prudkým poklesem kurzů, snížením obrátů, omezením termínových obchodů a silným vměšováním státu do těchto trhů. Po částečném zotavení burzovního trhu v druhé polovině 30. let, je burzovníctví negativně

ovlivněno rozpoutáním II. Světové války, která vedla k přerušení obchodování na mnohých světových burzách.

Poválečné jaltské uspořádání světa a rozdělení sfér vlivu vedlo mimo jiné k tomu, že burzovníctví vymizelo v mnoha státech jak z hospodářského systému, tak i z povědomí lidí (Československo, Maďarsko, Polsko). Centrálně plánovaná ekonomika vyloučila existenci jakéhokoliv trhu. Avšak i v zemích s tržní ekonomikou došlo k určitému omezení burzovních trhů v poválečných letech.

K nové etapě v americkém investičním bankovníctví dochází v 50. letech minulého století. Masová reklama, široce dostupné finanční a investiční vzdělání a rozsáhlé pobočkové sítě investičních firem zpřístupnily finanční investování drobným investorům. Stále více Američanů přesouvalo svá aktiva ze spořitelních účtů s nízkými úroky do akcií a obligací **BENEŠ,V. – MUSÍLEK,P. (1992)**.

Doslova k revolučním změnám na světových trzích cenných papírů dochází v 80. a 90. letech 20. století. Liberalizace finančního podnikání, tržně orientované ekonomické reformy v desítkách státech světa, rozmach informačních technologií, rozsáhlé privatizační programy, demografické změny a nárůst kolísavosti finančních veličin patří mezi hlavní impulsy, které vyvolaly zásadní změny ve světovém investičním prostředí. Změny v celosvětovém investičním prostředí se projeví především tím, že došlo k:

- K deregulaci a modernizaci institucionálního uspořádání finančních trhů
- Zvýšení konkurence
- Rozvoji nebo renesanci finančního podnikání
- Elektronizaci a automatizaci finančního průmyslu
- Expanzi finančního investování
- Rozmachu finančního inženýrství
- Rozvoji moderních metod řízení investičních a finančních rizik
- Vytváření „přeshraničních“ elektronických obchodních a vypořádacích systémů

2.2. Vznik a vývoj burzy v Čechách

V Praze se první zárodky burzovníctví objevují až kolem 50.let 19. století, kdy v r. 1855 byla založena prozatímní burza na níž se obchodovalo hlavně s valutami a směnkami.

V roce 1871 (100 let po založení burzy ve Vídni) uznal rakouský ministr obchodu dr. Schaeffle, že národohospodářský význam Prahy dosáhl takové výše, která předpokládá potřebu vlastního sekundárního trhu cenných papírů. Pražská burza pro zboží a cenné papíry byla zřízena dne 23.3.1871.

Burza v Praze však vedle vídeňské a budapešťské burzy zaujímala pouze druhořadé místo. Na Pražské burze byly kótovány hlavně akcie podniků, jejichž závody byly v českých zemích a akcie větších bank.

Po vídeňském krachu v roce 1873 burza v Praze po dlouhou dobu stagnovala. Teprve v 90.letech 19.století nastal v Čechách obrat k lepšímu v celém národním hospodářství. Začíná se rozvíjet průmysl a bankovníctví. V důsledku poměrně dobré hospodářské situace začíná obyvatelstvo nakupovat cenné papíry nově vzniklých akciových společností – Škodovy závody, Poldina huť. Obchod nenabyl na burze větších rozměrů. Tento stav trval prakticky až do vypuknutí 1.světové války.

Ohledně vypovězení 1. světové války byly všechny burzy uzavřeny a oficiální obchod byl zakázán.

Činnost Pražské burzy byla po 1. světové válce oficiálně zahájena 3. února 1919. Obchody začaly oproti minulosti nabývat mnohem větších rozměrů. Otevření burzy však netrvalo dlouho, protože již 26.2.1919 byla znovu uzavřena. Tentokrát následkem měnové odluky, kterou nařídil tehdejší ministr financí Alois Rašín.

Základní strategií bylo zhodnocování československé koruny až na předválečnou úroveň. Náhlé zlepšení mělo nastat snížením oběživa. Proto byla polovina bankovek zadržena a přeměněna na půjčku s 1% úrokem.

3.srpna 1919 byl obchod na Pražské burze opět povolen. Měnová odluka zachránila Československo před inflací, do které upadlo Rakousko. Kapitál se začal stěhovat z Vídně do sousedních států. V roce 1923 se na Pražské burze se obchodovalo s akciemi prvotřídních firem, jejichž kurzy byly velice nízké. Vídeň pocítila ztrátu nadvlády nad pražskou burzou.

Vzestupná tendence, která vznikla v druhé polovině roku 1926, pokračovala nepřetržitě po celý rok 1927, kdy se rozsah obchodů téměř zdvojnásobil.

Rok 1931 byl pro Pražskou burzu rokem největšího poklesu, který byl zaznamenán po celou dobu krize.

Koncem roku 1936 nastal prudký vzestup kurzů na Pražské burze.

Dne 21.9.1938 byl úřední obchod na Pražské burze zastaven. Místo něho byl povolen soukromý obchod s akciemi, který zprostředkovali přísežní dohodci. V roce 1945 nebyla činnost Pražské burzy obnovena. Avšak formálně zrušena nebyla.

Poválečný model státního hospodářství, který byl aplikovaný na území dnešní České republiky, nedával žádný prostor pro fungování sekundárních trhů cenných papírů. Definitivní likvidaci sekundárních trhů znamenalo zavedení modelu centrálně plánované ekonomiky v 50.letech, ve kterém prvky jakéhokoliv trhu byly nežádoucím elementem. Tento model existoval na území dnešní České republiky až do konce 80.let dvacátého století **BENEŠ, V.-MUSÍLEK, P. (1992).**

Teprve „sametová revoluce“ v roce 1989 otevřela cestu k renesance tržního mechanismu a trhů cenných papírů. V roce 1991 byl založen prozatímní sekundární trh, který byl organizovaný Státní bankou Československou. O připuštění cenných papírů k obchodování na prozatímním sekundárním trhu rozhodovala Komise trhu cenných papírů. Největší objemy obchodů byly realizovány na prozatímním sekundárním trhu se státními dluhopisy, podílovými listy investičních fondů a bankovními dluhopisy. Prozatímní sekundární trh fungoval až do zahájení obchodování na Burze cenných papírů Praha.

Proces renesance pražského burzovníctví začal již v květnu 1991, kdy vznikl přípravný výbor pro založení burzy cenných papírů. Burza cenných papírů Praha, a.s. (BCPP) byla zapsána do obchodního rejstříku dne 24.listopadu 1992. O necelé tři měsíce později bylo na trh uvedeno nejprve 622 emisí akcií z 1. vlny kupónové privatizace, o tři týdny později pak ještě dalších 333 emisí. V březnu roku 1995 pak bylo uvedeno na BCPP dalších 674 emisí akcií, tentokrát z druhé vlny kupónové privatizace.

V důsledku zvolené privatizační metody se však na český kapitálový trh v počátcích jeho fungování dostalo ohromné množství firem, jejichž akcie byly v převážné většině zcela nelikvidní, což mělo za následek neustálé snižování

obchodovaných titulů na BCPP. K hlavní redukci nelikvidních titulů došlo v roce 1997, kdy byla z volného trhu BCPP vyřazeno 1301 emisí. K dalšímu snižování titulů došlo pak v roce 1999, kdy bylo vyřazeno 75 společností z volného trhu.

Právě nedostatečná likvidita trhu, která je jednou ze základních podmínek správného fungování kapitálového trhu a zvolená forma privatizace, byly bezesporu významnými faktory, které ovlivnily špatný stav trhu s IPO v Čechách. Naopak vlády v Polsku a Maďarsku využívaly v hojné míře privatizaci firem přes IPO.

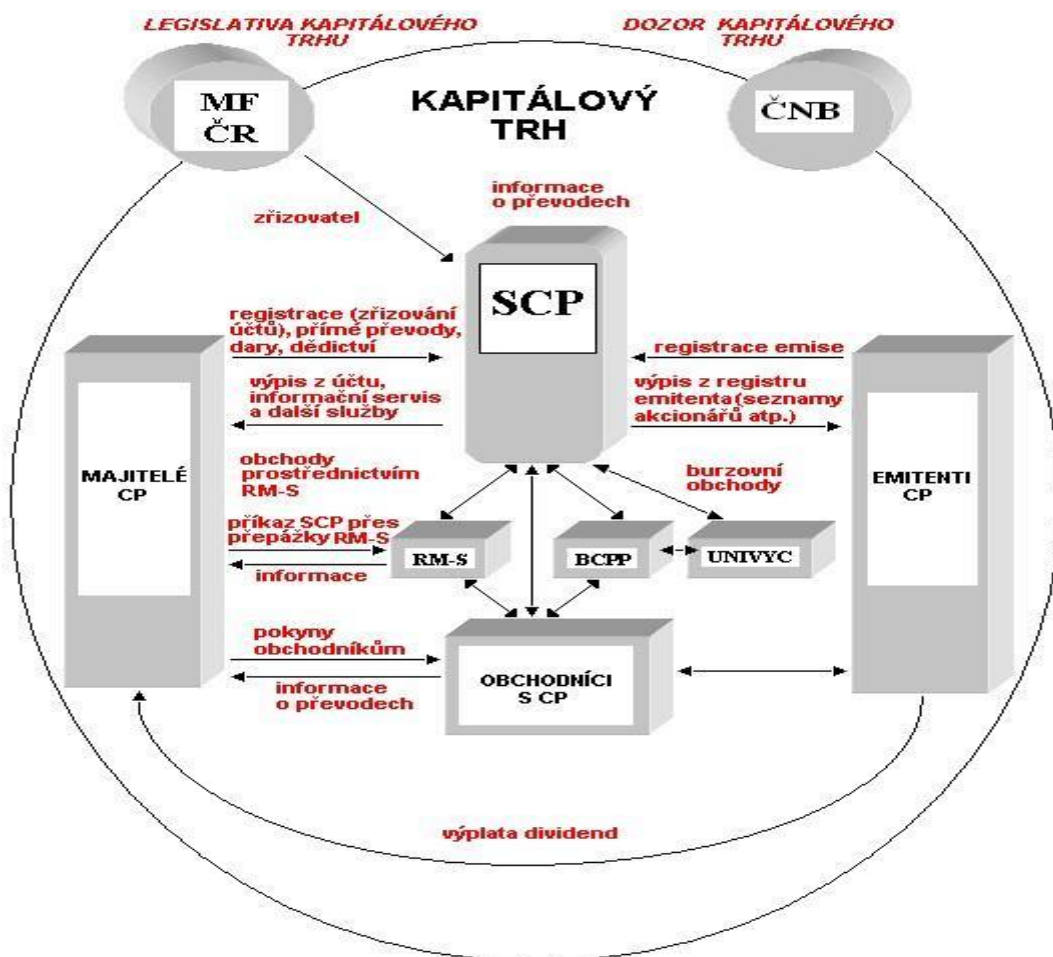
V současné době si Pražská burza získala pozici respektovaného a stabilního trhu. Je členem Federace evropských burz (FESE) a americká komise pro cenné papíry jí udělila statut tzv. „Designated Offshore Market“, tedy trhu bezpečného pro americké investory. Trvalému zájmu se pražská burza těší jak mezi domácími, tak i mezi zahraničními investory. V červnu 2001 se burza stala přidruženým členem Federace evropských burz (FESE) a od 1. května 2004 se v návaznosti na vstup České republiky do Evropské unie stala řádným členem této federace. V květnu 2004 udělila americká Komise pro cenné papíry a burzy (US SEC) pražské burze statut definované zahraniční burzy a zařadila ji tak do prestižního seznamu neamerických burz bezpečných pro investory www.pse.cz.

3. Trhy cenných papírů

Trhem cenných papírů rozumíme systém ekonomických vztahů a institucí zprostředkujících soustředění, alokaci a realokaci volných peněžních prostředků prostřednictvím cenných papírů nebo instrumentů, které jsou odvozeny od různých druhů finančních instrumentů (finanční deriváty).

Strukturu kapitálového trhu nám zobrazuje Schéma č. 1. Jednotlivými subjekty tohoto trhu se budeme zabývat v následujícím textu.

Schéma č. 1: Kapitálový trh v ČR



Pramen: www.scp.cz

3.1. Segmentace trhu cenných papírů

Trhy cenných papírů můžeme klasifikovat podle velkého počtu charakteristik. Nejzákladnějším členěním je členění trhu cenných papírů na primární a sekundární.

Primární trh je možno charakterizovat jako rozhodující složku celého systému trhů s cennými papíry. Není sice ani zdaleka tak efektivní jako trh sekundární, ale právě na něm se naplňuje vlastní důvod existence finančního trhu a zároveň jeho základní úloha, tj. aktivizace dočasně volných peněžních prostředků a jejich alokace tam, kde jsou schopny se s maximálním efektem zhodnotit.

Na primárním trhu jsou cenné papíry emitovány. Tento primární trh cenných papírů se někdy nazývá jako trh nových cenných papírů.

Sekundární trh představuje všeobecně nejznámější složku trhů s cennými papíry. Dvě základní funkce tohoto trhu je možno charakterizovat jako určitou formu „obsluhy“ primárního trhu.

Mají-li obchody na primárním trhu především investiční charakter, pak nákupy a prodeje cenných papírů na sekundárním trhu jsou především obchody spekuláčními.

Další možností jak členit trh cenných papírů je členění dle úrovně organizovanosti trhu a to na organizovaný (veřejný, resp.regulovaný) trh a na neorganizovaný trh (OTC). Organizovaný trh se dále člení na burzovní a mimoburzovní trh.

Na burzovním trhu probíhají obchody podle burzovních zákonů, pravidel a jsou stanoveny podmínky pro obchodování.

Mimoburzovní trhy cenných papírů nejsou zpravidla regulovány burzovním zákonodárstvím a obchody se realizují přímo mezi bankami, investičními firmami nebo institucionálními investory **PAVLÁT, V. a kol. (1993)**.

U tohoto členění zůstanu i nadále v další kapitole, kde se budu zabývat rozdíly mezi těmito trhy, podmínkami obchodů a regulací těchto trhů v rámci České republiky.

3.2. Burzovní trh v ČR

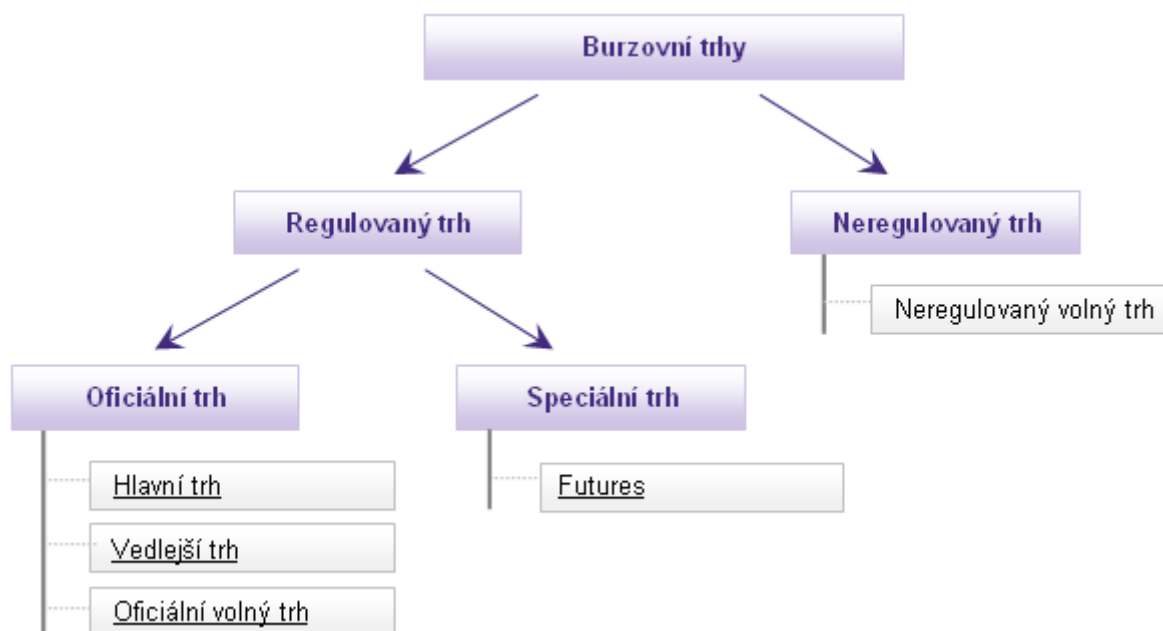
V České republice je burza založena na členském principu, přičemž oprávnění k obchodování mají pouze její členové. Členem burzy může být pouze právnická osoba, která má podle zákona o cenných papírech povolení k obchodování s cennými

papíry, splňuje podmínky členství a je buď akcionářem burzy, nebo je přijata burzovní komorou za člena burzy. O přijetí za členy Burzy cenných papírů Praha (BCPP) rozhoduje burzovní komora na základě doporučení burzovního výboru pro členské otázky. Člen burzy vystupuje vždy vlastním jménem prostřednictvím svého makléře, který jedná jménem člena burzy.

Burzovní člen je oprávněn obchodovat na BCPP pouze za situace, že je současně členem Garančního fondu burzy (GFB). Peněžní prostředky GFB kryjí rizika vyplývající z vypořádání burzovních obchodů. Burzovní člen, který poruší své povinnosti dané právními předpisy, je potrestán peněžitou pokutou, pozastavením členství nebo zrušením členství.

Burza cenných papírů Praha a.s. organizuje regulovaný, ve smyslu zákona tzv. oficiální trh cenných papírů. V rámci své kompetence člení burza pro větší transparentnost tento oficiální trh na 3 segmenty - hlavní trh, vedlejší trh a oficiální volný trh.

Schéma č. 2: Členění burzovního trhu v ČR:



Pramen: www.pse.cz

3.2.1. Regulovaný trh

3.2.1.1. Hlavní trh

Hlavní trh je nejprestižnějším segmentem oficiálního trhu burzy, na němž jsou umístěny nejlikvidnější cenné papíry, které jsou obchodovány na burze. O přijetí cenných papírů na tento trh rozhoduje burzovní výbor pro kótaci, který pečlivě váží celkovou hospodářskou situaci emitenta a posuzuje kvalitu jím vydaného cenného papíru. Pokud výbor rozhodne, že daná společnost i emise splňují veškeré požadavky pro přijetí na tento trh, burza po zaplacení příslušných poplatků uvede schválenou emisi na hlavní trh. S přijetím emise na hlavní trh jsou spojeny informační povinnosti, které je emitent povinen po celou dobu obchodování své emise na tomto trhu plnit.

Tab.č. 1 : Podmínky pro vstup na hlavní trh burzy na BCPP

Výše základního kapitálu	podle obchodního zákoníku
U akcií část emise, vydané na základě veřejné nabídky	minimálně 200 mil. Kč
U akcií část emise, která je rozptýlena mezi veřejnost	alespoň 25 %
Doba podnikatelské činnosti	nejméně 3 roky

Burzovní výbor pro kótaci stanovil ještě další podmínku, která je velmi důležitá pro setrvání emisí akcií na oficiálním hlavním trhu, a kterou se liší hlavní trh od ostatních segmentů burzovního oficiálního trhu. Touto podmínkou je dostatečná likvidita emise. Kritérium likvidity stanovuje výbor a své rozhodnutí zveřejní vždy v dostatečném předstihu před jeho účinností.

Z přijetí emise na hlavní trh vyplývají pro emitenta především širší informační povinnosti. Vymezení základních informací, které jsou společnosti, jejichž cenné papíry jsou obchodovány na hlavním trhu, povinny plnit, je uveden v čl. 8 Podmínek a v časovém harmonogramu, který je součástí těchto Podmínek. Výše uvedený článek Podmínek obsahuje spíše obecnější vymezení informačních povinností. Časový

harmonogram naopak blíže specifikuje nejdůležitější informační povinnosti, které musí emitent plnit. Uvádí jmenovitě nejdůležitější skutečnosti, které burza vyžaduje, bližší specifikaci zasílaných informací a následně i termín zaslání daných informací na burzu.

Společnosti, jejichž emise jsou obchodovány na hlavním trhu jsou povinny platit burze poplatky spojené s obchodováním. Výše poplatků se každým rokem přehodnocuje, případně upravuje. Níže uvedená tabulka podává základní informace o poplatcích spojených s obchodováním emise cenných papírů na hlavním trhu.

Tab.č. 2 : Poplatky emisí na hlavním trhu BCPP

Poplatky emisí obchodovaných na hlavním trhu	
Poplatek (jednorázový) za přijetí cenných papírů k obchodování na hlavním trhu burzy	50.000,00 Kč
Poplatek (roční) za obchodování cenných papírů na hlavním trhu burzy (z objemu emise)	0,05 % max. 300.000,00 Kč

Pramen: www.pse.cz

Od 1.1.2005 jsou nově přijímané emise akcií osvobozeny od placení jednorázového poplatku za přijetí a poplatku za obchodování a vypořádání v roce přijetí emise k obchodování.

3.2.1.2. Vedlejší trh

Vedlejší trh je dalším prestižním segmentem oficiálního trhu burzy. Jsou zde obchodovány emise společností, které jsou ochotny poskytovat o svém hospodaření i o ostatních skutečnostech, které mohou mít vliv na kurz, co nejvíce informací. Na vlastní kritéria emise (velikost, likvidita) nejsou však kladeny takové nároky jako na hlavním trhu.

Tab.č. 3: Podmínky pro vstup na vedlejší trh burzy BCPP

Výše základního kapitálu	podle obchodního zákoníku
Objem části emise vydané na základě veřejné nabídky	minimálně 100 mil. Kč
U akcií část emise, která je rozptýlena mezi veřejnost	alespoň 25 %
Doba podnikatelské činnosti	nejméně 3 roky

Pramen: www.pse.cz

Pro emise obchodované na vedlejším trhu není stanovena výše likvidity ani žádná další podmínka (oproti hlavnímu trhu, kde může být stanovena likvidita).

I na tomto trhu platí nadstandardní informační povinnosti.

Společnosti, jejichž emise jsou obchodovány na vedlejším trhu, jsou povinny platit burze poplatky spojené s obchodováním. Výše poplatků stanovených pro tento trh se každým rokem přehodnocuje, případně upravuje. Základní informace o poplatcích spojených s obchodováním emise cenných papírů na vedlejším trhu burzy jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab.č. 4: Poplatky emisí na vedlejším trhu BCPP

Poplatky emisí obchodovaných na vedlejším trhu	
Poplatek (jednorázový) za přijetí cenných papírů k obchodování na vedlejším trhu burzy	50.000,00 Kč
Poplatek (roční) za obchodování cenných papírů na vedlejším trhu burzy (z objemu emise)	0,05 % max. 85.000,00 Kč

Pramen: www.pse.cz

Od 1.1.2005 jsou nově přijímané emise akcií osvobozeny od placení jednorázového poplatku za přijetí a poplatku za obchodování a vypořádání v roce přijetí emise k obchodování.

Oběma trhům, hlavnímu a vedlejšímu, je společné následující:

Mezi nejdůležitější informace, které jsou zasílány na burzu, patří čtvrtletní ukazatele hospodaření společnosti, auditovaná účetní závěrka, výroční zpráva, kterou předkládá emitent do 4 měsíců po skončení kalendářního, příp. hospodářského roku a pololetní zpráva předkládaná do 2 měsíců od skončení pololetí. Velmi důležité jsou ale také další burzou vyžadované informace, jako jsou například informace o změnách ve finanční situaci společnosti, personální změny v představenstvu, dozorčí radě i ve vrcholném managementu, změny v majetkových účastech emitenta, změny ve struktuře akcionářů emitenta a další skutečnosti, které mohou přímo nebo nepřímo vyvolat změnu kurzu cenného papíru.

Veškeré informace, které burza dostává od emitentů v rámci plnění informačních povinností, jsou na burzu zasílány v elektronické podobě a burza následně tyto informace distribuuje prostřednictvím svého informačního systému členům burzy a informačním agenturám, se kterými uzavřela smlouvu o poskytování burzovních informací.

3.2.1.3. Volný trh

Oficiální volný trh je rovněž součástí oficiálního regulovaného trhu burzy. Burza na tomto trhu neklade na emise a jejich emitenty vyšší nároky, než je určeno obecně platnými zákony týkajícími se kapitálového trhu. Tento trh je tedy určen pro cenné papíry, jejichž emitenti mají zájem aby byly kótované, ale přitom nejsou ochotni plnit nadstandardní informační povinnosti, platit vyšší poplatky nebo pro emise, které zatím nesplňují podmínky nutné pro přijetí na jiný trh burzy. Samozřejmě existuje i řada dalších důvodů, proč jsou emise obchodovány právě na tomto trhu burzy.

Pro přijetí emise na oficiální volný trh jsou stanoveny Burzovními pravidly tyto podmínky, které musí emise splňovat:

- emise musí být převoditelná bez omezení a musí splňovat podmínky stanovené zákonem. Burzovní komora je oprávněna stanovit další podmínky přijetí.

Samotná kótace se provádí na základě žádosti o přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu na oficiálním volném trhu, kterou podává emitent nebo jím pověřený člen burzy.

O žádosti rozhoduje burzovní výbor pro kótaci a rozhodnutí o přijetí se zveřejňuje.

Rozsah informační povinnosti emitentů, jejichž cenné papíry jsou kótovány na oficiálním volném trhu burzy, odpovídá informačním povinnostem uvedeným v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu.

Jedná se například o povinnost zasílat na burzu výroční zprávu do 4 měsíců po skončení kalendářního (příp. hospodářského) roku, pololetní zprávu nejpozději do 2 měsíců po skončení pololetí, informace o svolání valné hromady, oznámení o rozhodnutí emitenta o zrušení kótace na regulovaném trhu včetně informací týkajících se veřejného návrhu smlouvy podle zákona, návrhy změn společenských smluv nebo stanov společnosti a celou řadu dalších informací, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu cenného papíru nebo zhoršit schopnost emitenta plnit závazky z cenného papíru. Oproti prestižním trhům burzy tedy není informační povinnost na oficiálním volném trhu tak rozsáhlá.

Společnosti, které mají zájem o kótaci svých cenných papírů na oficiálním volném trhu burzy platí pouze jednorázový poplatek za přijetí svých cenných papírů k obchodování ve výši 50 000 Kč.

Od 1.1.2005 jsou nově přijímané emise akcií osvobozeny od placení jednorázového poplatku za přijetí.

Tab.č. 5: Celkový počet cenných papírů obchodovaných na BCPP ke dni 22.8.2006

Oficiální trh	Akcie	Certifikáty	Dluhopisy	Celkem
Hlavní trh	8	0	27	35
Vedlejší trh	16	0	14	30
Oficiální volný trh	12	0	60	72
Celkem	36	0	101	137

Pramen: www.pse.cz

3.3. Mimoburzovní trh v ČR

Obchody s cennými papíry uskutečňují investiční zprostředkovatelé nejen na burzovních trzích, ale i na trzích mimoburzovních. Mimoburzovní systém se v ČR realizuje jak ve formě neorganizovaného, tak i organizovaného trhu.

3.3.1. Neorganizovaný mimoburzovní trh

Neorganizovaný mimoburzovní trh měl mimořádně významné postavení do poloviny 90. let, a to zejména z důvodu zprostředkování centralizace vlastnických práv a akvizičních operací, které byly logickým vyústěním kuponové privatizace. Vzhledem nematerializované podobě ve Středisku cenných papírů (SCP), neorganizovaný mimoburzovní trh se realizoval především ve formě přímých převodů na přepážkách v SCP. K výraznému poklesu přímých převodů došlo nejen z důvodu ukončení třetí vlny kuponové privatizace, ale jistý vliv mělo i rozhodnutí Burzy cenných papírů Praha z roku 1997, kterým Burza zakázala svým členům realizovat převody na přepážkách ve Středisku cenných papírů. Vliv rozhodnutí BCPP na podíl obchodů u jednotlivých organizátorů je znázorněn v následující Tab. č. 6.

Tab.č. 6: Podíl SCP, RM-Systému a BCPP na celkovém objemu obchodů s cennými papíry ČR 1995-2000

Rok	BCPP	RM-S	SCP
1995	38,2	4,9	56,9
1996	35,0	9,0	56,0
1997	52,9	14,0	33,1
1998	75,3	18,8	5,9
1999	82,5	12,6	4,9
2000	92,3	4,6	3,1

Pramen: Komise pro cenné papíry, 1999

3.3.2. Organizovaný mimoburzovní systém

Organizovaný mimoburzovní systém lze podle zákona o cenných papírech vytvořit na základě povolení regulátora trhu. Tento organizovaný mimoburzovní trh spravuje organizátor mimoburzovního trhu, který však sám nesmí obchodovat s cennými papíry a dalšími investičními instrumenty. Doposud provozuje organizovaný mimoburzovní trh v České republice pouze jediný organizátor, a tím je RM-Systém.

RM-Systém, a.s. (RM-S) je stoprocentní dceřinnou společností PVT,a.s., přičemž v podstatě vznikl z registračních míst kuponových knížek v rámci projektu kuponové privatizace. RM-S začal organizovat obchodování 24.května 1993. Jedná se o elektronický obchodní systém, který však není založen na členském principu, ale na principu zákaznickém, což umožňuje přímý vstup na sekundární trh všem zaregistrovaným zákazníkům, a to za velmi jednoduchých podmínek. RM-S sám s cennými papíry neobchoduje, ale obchody s nimi pouze organizuje. Základní podmínky fungování RM-S jsou obsaženy v Tržním řádu RM-Systému, který podléhá schválení regulatorního orgánu.

RM-Systém používá unikátní systém předobchodní validace kupujícího a prodávajícího. Kupující musí disponovat dostatečnými prostředky na tzv. „jumbo účtu“. Naopak prodávající musí disponovat cennými papíry ve Středisku cenných papírů, které zabezpečuje jejich blokaci. Jestliže je realizován obchod, jsou bezprostředně převáděny cenné papíry a peněžní prostředky.

Prostřednictvím RM-S lze realizovat i přímé obchody mezi dvěma předem dohodnutými partnery. Cena je určena vzájemnou dohodou smluvních partnerů.

Investiční zprostředkovatelé využívají mimoburzovní trhy zpravidla pro realizaci akvizičních nebo blokových obchodů.

Mezi základní důvody existence mimoburzovních trhů patří:

- Burzy cenných papírů stanovují poměrně přísné podmínky pro připuštění cenných papírů. Tyto podmínky nesplňují akcie nově založených nebo malých společností, a proto jsou v počáteční fázi svého životního cyklu obchodovány na mimoburzovních trzích.

- Obchodování na burzách není levnou záležitostí.
- Obchody na burzách probíhají pouze v určených obchodních hodinách.
- Mimoburzovní trhy vystupují jako konkurenční trhy vůči burzám.

K dalším významným účastníkům kapitálového trhu patří Středisko cenných papírů (SCP), UNIVYC, a.s. a v neposlední řadě Česká národní banka- nástupce Komise pro cenné papíry, jako regulátor a dozorce nad kapitálovým trhem.

3.4. Středisko pro cenné papíry (SCP)

Středisko cenných papírů (SCP) vzniklo počátkem roku 1993 jako instituce na podporu rozvoje kapitálového trhu, která plní úkoly stanovené především v zákoně č. 591/1992 Sb., o cenných papírech (v platném znění).

SCP bylo zřízeno Ministerstvem financí v právní formě příspěvkové organizace (ve smyslu zákona o rozpočtových pravidlech), fungující bez příspěvku ze státního rozpočtu.

Mezi základní funkce SCP patří:

- Vedení evidence zaknihovaných cenných papírů
- Provozní pracoviště SCP
- Poskytování informací
- Rozvoj služeb a spolupráce s partnery

SCP má s PVT a.s. uzavřenu smlouvu o poskytování vybraných služeb SCP na obchodních místech RM-System, a.s.:

- Okamžitý stav všech CP na účtu majitele (tzv. stavový výpis)
- Bezúplatný převod CP (darování apod.)
- Přejedání CP (např. dědictví)
- Přejedání CP mezi dvěma účty téhož majitele

3.5. UNIVYC,a.s.

Společnost UNIVYC, a.s., vznikla 8. října 1996 transformací z Burzovního registru cenných papírů, s.r.o. (dále jen BRCP). BRCP byl založen 5. dubna 1993 jako dceřiná společnost burzy a jejím hlavním předmětem činnosti bylo zajištění vypořádání burzovních obchodů. Univyc převzal činnost BRCP s tím, že dále rozšířil rozsah nabízených produktů a služeb.

Akciová společnost UNIVYC, a.s. (dále jen Univyc), zaujímá dominantní postavení v oblasti vypořádání obchodů s cennými papíry na českém kapitálovém trhu. Kromě vypořádání burzovních obchodů a mimoburzovních transakcí Univyc nabízí další služby a produkty jak pro členy burzy a účastníky Univycu, tak pro ostatní účastníky trhu. Základní kapitál Univycu činí 100 mil. Kč. Stoprocentním akcionářem Univycu je Burza cenných papírů Praha,a.s.

Univyc je od ledna 2006 členem Evropské asociace centrálních depositeřů cenných papírů (ECSDA), jejímž hlavním cílem je snížit rizika při vypořádání a clearingů a zvýšit efektivnost registrace a správy cenných papírů v rámci Evropy.

Účast ve vypořádacím systému UNIVYC, a.s. vzniká přijetím za účastníka představenstvem společnosti UNIVYC, a.s. po splnění podmínek uvedených v Pravidlech vypořádacího systému UNIVYC, a.s.

3.5.1. Vypořádání obchodů s cennými papíry

Vypořádání obchodů s cennými papíry zahrnuje dvě operace:

a) Převod peněžních prostředků- Univyc provádí peněžní vypořádání obchodů formou debetování či kreditování účtů jednotlivých bank v Zúčtovacím centru České národní banky (ZC ČNB) a Univyc vstupuje do ZC ČNB jako tzv. třetí strana.

b) Převod cenných papírů- Jedná se o převedení cenných papírů od prodávajícího k nakupujícímu. Univyc vypořádává obchody se zaknihovanými i listinnými cennými papíry, avšak převážná část emisí obchodovaných na burze nebo vypořádávaných v Univycu v rámci mimoburzovních transakcí je v zaknihované podobě.

Listinné cenné papíry obchodované a převáděné mezi účastníky Univycu jsou uloženy v hromadné úschově ve smluvním depozitáři Univycu. Univyc vede evidenci těchto cenných papírů na pomocných majetkových účtech jednotlivých účastníků - s rozlišením vlastních cenných papírů obchodníka registrovaných na vlastním účtě účastníka Univycu a cenných papírů jeho klientů registrovaných na globálním klientském účtě účastníka vypořádání v Univycu. Ke dni vypořádání obchodu provádí Univyc převody z účtů prodávajících účastníků na účty nakupujících účastníků. Konečnou evidenci zaknihovaných cenných papírů, to znamená evidenci vlastnictví koncovými majiteli, vede Středisko cenných papírů. Majitelem cenného papíru zaknihovaného v SCP je podle zákona osoba, která je zapsána v registru majitelů vedeném SCP. Z tohoto důvodu musí Univyc při vypořádání zajistit změnu také v tomto registru. Univyc vede evidenci zaknihovaných cenných papírů na vlastních a globálních pomocných majetkových účtech jednotlivých účastníků.

Proběhnou-li obě operace ve stanoveném časovém limitu v rámci vypořádacího procesu, hovoříme o modelu dodání cenných papírů proti jejich zaplacení, tzv. „delivery versus payment“. Některé převody mohou být prostřednictvím Univycu vypořádány formou bezplatné dodávky cenných papírů, tzv. „delivery free of payment“. U těchto transakcí se prostřednictvím Univycu realizuje pouze majetkové vypořádání, tj. dodání cenných papírů, peněžní vypořádání se provádí mimo Univyc.

Vypořádání primárních emisí cenných papírů

Služba je určena emitentům cenných papírů a zprostředkovává ji účastník Univycu – obstaravatel.

V rámci vypořádání primární emise cenných papírů zajistí Univyc ve sjednaný den na straně cenných papírů vydání dohodnutého počtu cenných papírů vedených v SCP na majetkové účty upisovatelů.

Na peněžní straně Univyc zajistí převody peněžních prostředků od upisovatelů na účet emitenta. Univyc může vypořádat primární emisi v CZK nebo v EUR v souladu s měnou emise.

Vypořádání obchodů se zahraničními cennými papíry

V souvislosti s možností obchodovat s emisí zahraničních cenných papírů registrovanou na burzovním trhu je Univyc přímo napojen na zahraniční vypořádací centrum CLEARSTREAM. Komunikace mezi oběma institucemi probíhá prostřednictvím vlastního komunikačního systému Clearstreamu – Creation Online. Jako korespondenční banka zprostředkující zaslání plateb byla zvolena Citibank a.s.

3.6. Regulace trhu cenných papírů

Teorie regulace vychází z předpokladu, že trhy cenných papírů jsou náchylné k tržním selháním a proto tyto trhy patří mezi nejvíce regulovaná odvětví v ekonomikách vyspělých států. Regulační politika trhu cenných papírů se v současné době zaměřuje na podporu vytvoření spravedlivého a plně konkurenčního investičního prostředí.

Mezi nejdůležitější cíle státní regulace trhů cenných papírů patří:

- Podpora transparentnosti
- Zabezpečení důvěryhodnosti
- Ochrana investorů

Nositeli regulace trhů cenných papírů jsou ve vyspělých ekonomikách různé orgány a instituce, které požívají odlišný stupeň samostatnosti.

Primárním regulačním orgánem trhu cenných papírů bylo od roku 1993 Ministerstvo financí ČR. Začátkem roku 1997 vznikl Úřad pro cenné papíry, který nahradil dozor nad kapitálovým trhem. V dubnu 1998 začala fungovat Komise pro cenné papíry, která byla vytvořena z Úřadu pro cenné papíry.

V posledních letech některé státy, od dubna 2006 ČR nevyjímaje, přecházejí na variantu univerzálního nezávislého finančního dohledu, která je nositelem regulace komerčního bankovníctví, investičního bankovníctví, trhů cenných papírů, kolektivního investování a pojišťovnictví. Výhodou tohoto začlenění je komplexní a koordinovaný přístup k regulaci finančních skupin.

3.6.1. Komise pro cenné papíry

S účinností od 1. dubna 1998 Parlament České republiky zákonem č. 15/1998 Sb., ustanovil Komisi pro cenné papíry jako nezávislý správní úřad pro oblast kapitálového trhu.

Posláním Komise bylo svou činností přispívat k rozvoji a ochraně kapitálového trhu v rámci působnosti svěřené jí zákonem. Tomu odpovídajícím strategickým cílem, který si Komise stanovila, bylo maximálně eliminovat systémová rizika a pravděpodobnost selhání regulovaného systému a subjektů v tomto systému operujících. Její činnost musí přitom přísně vycházet ze zákonem dané působnosti a kompetencí. Současně však nemůže být opomíjena skutečnost, že cílem Komise a účelem regulace není a ani být nemůže zcela zabránit selháním jednotlivých subjektů. Regulace nikdy nemůže nahradit působnost orgánů činných v trestním řízení, ani skutečnou odpovědnost managementu regulovaných subjektů spravujících investiční instrumenty a peněžní prostředky svých zákazníků. Management investičních firem musí být motivován kvalitně řídit rizika vyplývající z činnosti na kapitálovém trhu při nakládání se svěřenými prostředky.

Při své činnosti Komise sledovala zejména naplnění těchto cílů:

- ochrana investorů,
- transparentnost trhu,
- boj s finanční kriminalitou,
- příprava českého kapitálového trhu na integraci do struktur Evropské unie,
- vzdělávání investorů a podpora emisní aktivity společností.

Nejdůležitějším nástrojem k posílení důvěry v kapitálový trh bylo pro Komisi z dlouhodobého hlediska důraz na jeho transparentnost a zajištění plnění všech informačních povinností tak, aby investor činil rozhodnutí na základě dostatečné znalosti relevantních údajů. Na jedné straně Komise vnímala nezbytnost zajistit přiměřenou úroveň ochrany investorů, především pak těch nesofistikovaných, na druhé straně však zdůrazňovala a současně respektovala jejich vlastní odpovědnost za svá investiční rozhodnutí.

Komise se částí kapacit soustřeďovala na podporu financování rozvoje

podnikání prostřednictvím kapitálového trhu. Především šlo o primární emise akcií, jejichž absence dlouhodobě negativním způsobem ovlivňuje stav obchodování s cennými papíry na českém trhu. V roce 2001 se sice Komise ve spolupráci s dalšími subjekty kapitálového trhu podařilo dosáhnout změn legislativy, které odstranily právní překážky pro realizaci primárních emisí akcií na českém trhu

Nelze přehlížet ani problematiku daňovou. Určitou cestou k částečnému oživení aktivit na kapitálovém trhu je zvýhodnění investic prostřednictvím daňových či jiných stimulů jak pro emitenty, tak investory investující do primárních emisí, jak je běžné ve světě. Tyto daňové stimuly by měly vést ke zvýšení příjmů těchto společností, což v konečném důsledku přinese i zvýšení státních příjmů.

K 1.4. 2006 ukončila Komise pro cenné papíry svou činnost a její agendu převzala Česká národní banka jako nový regulátor a dozorce nad českým kapitálovým trhem.

Regulace trhu cenných papírů je často doplňována samoregulací. Státní regulatorní orgán deleguje část svých pravomocí na profesionální účastníky, kteří sami vytvářejí samoregulační organizaci.

Za samoregulátory jsou v ČR považovány společnosti AKAT a Unie investičních společností ČR.

3.6.2. AKAT

AKAT je zájmové sdružení právnických osob, jejichž předmětem činnosti je rozvojem, standardizací a popularizací kapitálového trhu v České republice docílit vytvoření kapitálového trhu slučitelného s prostředím kapitálových trhů zemí Evropské unie. Pořádá přednášky semináře, přednášky, konference, vydává publikace, právní stanoviska a etické normy, podílí se na připomínkování zákonů a vyhlášek souvisejících s kapitálovým trhem podporuje vzdělávání a osvětu v oblasti kapitálového trhu.

Významnou zásluhu má organizace AKAT na změnách znění Zákona o cenných papírech a Obchodního zákoníku v souvislosti s podporou IPO v ČR a tedy přizpůsobováním legislativy EU.

Na přelomu let 2000 a 2001 vypracoval AKAT návrh, soubor doporučení k

zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu. Účelem materiálu bylo iniciovat takové (minimální) legislativní změny, jež by umožnily, aby se i v českých poměrech přistoupilo k financování akciových společností cestou emise nových akcií na veřejném trhu, jež by upisovali portfolioví investoři.

AKAT nejprve analyzoval zahraniční praxi IPO a odvodil, jaké minimální standardy musí IPO na českém kapitálovém trhu obsahově a procesně splňovat, aby byly konsistentní se standardy a procesy IPO v zahraničí. Dále pak zanalyzovala existující legislativní překážky, jež brání zavedení IPO do praxe českého kapitálového trhu.

Jako základní překážky v legislativě ČR pro realizaci IPO byl stanoven Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ("ObchZ") a Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech ("ZCP").

Na půdě „ZCP“ AKAT navrhl následující změny:

- a) legislativně zakotvit nový druh cenného papíru, jímž bude "poukázka na vydání akcie/cenného papíru" (poukázka na akcie § 1)
- b) legislativně zakotvit zvláštní předběžný prospekt, se zákonem zakotveným rozsahem minimálních výjimek z obecných nároků na prospekt (v praxi by touto výjimkou měl být pouze scházející emisní kurs); Předběžný prospekt bude moci být využit od okamžiku doručení jeho stejnopisu Komisi, a bude využit při zvláštní veřejné nabídce (viz níže). Tento předběžný prospekt bude nahrazen definitivním prospektem, který Komise schválí ve zvláštním zkráceném řízení. (§36 a-1)
- c) sjednotit lhůtu při procesu registrace nově emitovaných akcií IPO na jeden den

V současném Zákonu o cenných papírech najdeme bod a) v § 1, bod b) najdeme v Zákonu o podnikání na kapitálovém trhu v § 36 a-1. Bod c) se prozatím nepodařilo prosadit.

Na půdě „Obchoz“ navrhl AKAT tyto změny:

- a) legislativně zakotvit odkaz na pojmy "poukázka na vydání akcie/cenného papíru" a "emise akcií s bezprostředním cílem registrace na veřejném trhu"
- b) odstranění překážky spočívající v tom, že emisní kurs nových akcií nesmí být

pod nominální hodnotou. Řešením je umožnit zvláštní proces souběžného snížení a zvýšení základního kapitálu. (§ 163 a)

c) zrychlení tzv. "druhého zápisu" (zápisu zvýšení základního kapitálu) zavést formální proces tohoto druhého zápisu. (§ 206)

V současném znění Obchodního zákoníku najdeme bod a) v § 204 b), bod b) v § 163 a) a bod c) v § 206.

Z předešlého textu je zřejmé, že aktivita AKATU přinesla své ovoce a podařilo se z větší části prosadit změny v obou zákonech, tak aby se slučovaly s legislativou EU, ale zejména podpořily rozvoj IPO v ČR.

3.6.3. Unie investičních společností ČR (UNIS ČR)

UNIS ČR má za cíl rozvoj a růst oblasti kolektivního investování a ochrany investorů. Samoregulačními dokumenty usměrňuje, reguluje a kontroluje aktivity svých členů. Aktivně přispívá k tvorbě těch obecně závazných právních předpisů, které se dotýkají aktivit jejích členů na kapitálovém trhu a v oblasti kapitálového investování. Usiluje o odborný růst členů Unie a širší veřejnosti v oblasti kolektivního investování, podporuje odborné výzkumy zabývající se problematikou kolektivního investování. V rozsahu stanoveném platnými právními předpisy a stanovami Unie reprezentuje a prosazuje zájmy svých členů před orgány veřejné správy ČR i EU.

3.6.4. Legislativní rámec kapitálového trhu v ČR

Legislativní rámec pro regulaci kapitálového trhu v ČR tvoří zákony:

- zákon o cenných papírech 591/1993 Sb.
- zákon o kolektivním investování 189/2004 Sb.
- zákon o dluhopisech 190/2004 Sb.
- zákon o podnikání na kapitálovém trhu 256/2004 Sb.
- obchodní zákoník 513/1991 Sb.
- zákon o bankách 21/1992 Sb.

- zákon o účetnictví 563/1991 Sb.
- zákon směnečný a šekový 191/1950 Sb.

A dále nižší právní normy, řády, předpisy, sazebníky :

- Burzovní řád BCPP
- Provozní řád SCP
- Pravidla obchodování na BCPP
- Tržní řád RM-System
- Sazebníky SCP,BCPP, RM-S

4. Problematika IPO v ČR

Motivy pro primární emisi akcií mohou být různé a odlišné případ od případu. Motivem může být nedostatek kapitálu k další expanzi společnosti, kdy stávající akcionáři nemohou nebo banky již nejsou ochotny podstoupit další riziko a vložit peníze do růstových, ale finančně náročných projektů. Podněty k primární emisi akcií mohou přijít i od stávajících akcionářů, obzvláště fondů rizikového kapitálu, kteří hledají možnost realizace výnosu ze své investice. Záměrem společnosti může být i upevnění vztahu ke klíčovým zaměstnancům nabídkou akciových opcí společně s likvidním trhem, na kterém se pak mohou tyto akcie volně obchodovat. Za dostatečně významné pro rozhodnutí přistoupit k primární emisi akcií považují společnosti často i marketingové podněty. Konkurenční společnosti, které již jsou na burze kotované, bývají svými partnery v obchodním styku považovány za důvěryhodnější, což kandidáta vede ke stejnému rozhodnutí. Postupné dokumentování finanční stability a transparentnosti společnosti ve veřejných médiích posiluje její celkový profil.

Když vznikne potřeba zvýšit kapitál podniku emisí cenných papírů, musí se potenciální emitent rozhodnout, jaký druh cenného papíru bude emitovat. Zákon o cenných papírech rozeznává jen akcie a dluhopisy.

Český finanční trh je pro nové emise cenných papírů relativně malý a opatrný. Zvláště když je zahlcován stále novými emisemi státních dluhopisů a hypotečních zástavních listů, které jsou považovány za zvláště bezpečné. Při přípravě emise je tudíž nutné sondovat, co je možné umístit, komu a za jakých podmínek. Tuto službu ovšem potenciálnímu emitentovi poskytne banka nebo obchodník s cennými papíry, kteří se o zaranžování případné emise budou zajímat.

Načasování emise je třeba zvážit zejména podle situace na trhu cenných papírů. Někdy může být výhodné emisi odložit a dočasně nedostatek kapitálu překlenout úvěrem. Všeobecně lze říci, že emise akcií je nejlépe provádět v období vzestupu akciového trhu, růstu kurzů a převahy poptávky po akciích nad jejich nabídkou.

Uvedení emitenta na kapitálový trh je i složitou marketingovou operací. Při uvádění na trh je nutné počítat s náklady a s dočasnými neúspěchy. Je proto dobré získat pro tento krok zkušeného aranžéra emise, který má dobré vztahy

s potencionálními investory.

4.1. Výhody IPO

Většina společností uvažuje na samém počátku především o finančních efektech. Teprve později bývají mnohdy překvapeny daleko širšími pozitivními nefinančními efekty.

Finanční síla

Základní výhodou je volnost, s jakou lze používat nový akciový kapitál na dlouhodobé projekty bez omezení, která jsou spojena s úvěrovým financováním. Většinou bývá tato kapitálová injekce využívána k posílení růstu společnosti a k akvizicím dalších společností na domácím nebo zahraničním trhu.

Pozice společnosti na veřejnosti

Věřejně obchodované společnosti jsou mnohem intenzivněji sledované médiem než ostatní soukromě vlastněné společnosti. Spolu s vlastní reklamou lze tuto synergii využít k propagaci produktu a získání dalších zákazníků či obchodních partnerů. Posilování firemního profilu i jednotlivých finančních ukazatelů může být v neposlední řadě důležité při sjednávání výhodnějších podmínek s bankovními a obchodními partnery. Již samo uskutečnění hloubkové účetní, právní i ekonomické prověrky („due diligence“) společnosti v průběhu přípravy IPO může mít pozitivní efekt při hodnocení rizikovosti společnosti.

Produktová diverzifikace a geografická expanze

Vhodným užitím nových zdrojů získaných primární emisí akcií může být i produktová diverzifikace nebo geografická expanze na nové trhy a rozložení rizika v odbytu vlastních produktů a služeb. Fúze a akvizice jsou často pro expandující společnosti životně důležité. Nabídka vlastních akcií pocházejících z primární emise nebo z dalšího navyšování akciového kapitálu pak bývá preferovanou formou pro platbu prodávajícímu subjektu.

Akcionáři, vedení společnosti a zaměstnanci

Tím, že investoři včetně stávajících vlastníků drží akciové podíly, rozhodují o důvěře v podnikání společnosti. Programy akciových opcí pro manažery či zvýhodněné nabídky akcií manažerům a zaměstnancům podporují provázanost vedení společnosti i celého pracovního kolektivu s dlouhodobým úspěchem společnosti. Stávají se pak vhodným nástrojem personálního řízení. Tyto programy podporují společný zájem interních i externích akcionářů společnosti.

4.2. Nevýhody či omezení spojená s IPO

Tržní výkyvy

Obecně bude podnikání společnosti po vstupu a veřejné kapitálové trhy mnohem podrobněji a kritičtěji sledováno. Na jedné straně budou stát akcionáři společnosti, jejichž různé reakce na hospodářské výsledky společnosti mohou mít vliv na kurz akcií. Na druhé straně pak stojí nerozhodnutí investoři, analytici, banky, obchodní partneři, konkurence a jiní, kteří výkonnost společnosti z mnoha důvodů sledují. Dobrá výkonnost společnosti, obzvlášť v kritických obdobích, se bohužel ne vždy promítne do adekvátní ceny akcie na burze. Vhodná prezentace hospodářských výsledků společnosti je proto holou nutností zejména ve vztahu k profesionálním investorům.

Riziko převzetí

Možnost růstu společnosti formou převzetí dalších společností se však může odehrát i v obrácené roli, kdy se společnost sama stane předmětem nákupu. Tato akce může mít i formu nepřátelského převzetí.

Uveřejňování informací

Vztahy k investorům (investor relations) budou od počátku veřejného obchodování základem pro marketing a podporu stability a růstu kurzu akcií. Společnost se mimoto bude muset podřídit regulatorním zvyklostem, zejména přesnému časování a obsahu zpráv o hospodaření. Režim publikace ročních,

pololetních, čtvrtletních a ad-hoc zpráv dle tuzemských a zejména mezinárodních účetních standardů může být pro některé společnosti nezvykle zatěžující a bude vyvolávat další přidružené náklady.

Náklady na primární emisi akcií

Nepřímé i přímé náklady spojené s primární emisí akcií, tj. s uvedením společnosti na veřejné kapitálové trhy, je pochopitelně vhodné zvažovat a poměřovat s jejími výhodami. To může hrát relativně větší roli pro menší a střední společnosti s ročním obratem pod hranicí cca 1 mld. Kč. Pro tyto společnosti mohou náklady na IPO v rozvinutém kapitálovém trhu dosahovat až 10 – 12 % z objemu emise. S poklesem těchto nákladů mohou počítat pouze velké společnosti či vláda při privatizaci státních podílů, tj. společnosti často předem plně připravené v právní i účetní rovině, ve kterých je většinou i dlouhodobě řešen vztah k veřejnosti a investorům, např. v důsledku předchozích emisí dluhopisů či jiných cenných papírů.

Nejpodstatnější částí nákladů je přitom odměna manažerovi emise, která bývá vyjádřena paušální platbou nebo procentuální částkou z upsaného objemu.

Významnou slokou je rovněž právní poradenství, které se může uplatnit ve 4 základních rovinách:

- Korporátní oblast (due diligence/právní audit, valná hromada svolána za účelem schválení IPO, zápisy do obchodního rejstříku)
- Regulační oblast (veřejná nabídka, prospekt cenného papíru a emitenta)
- Transakční oblast (smlouvy s managerem emise, auditory, s centrálním deponitářem)
- Obchodní oblast (smlouvy o úpisu)

K jednorázovým nákladům na primární emisi akcií a všem nákladům spojeným s transformací společnosti je vhodné připočítat také trvalé náklady neintenzivní formou uveřejňování informací investorům a veřejnosti. Tyto náklady mohou být přirozeně vyšší při finančně náročnější formě publicity na zahraničních trzích.

4.3. Základní předpoklady firem pro IPO

Vývoj na trhu a dnešní /budoucí pozice společnosti

1. Společnost působí v atraktivním růstovém odvětví z aktuálního pohledu investorů
2. Společnost působí v celkově atraktivních právně-ekonomických podmínkách
3. Společnost má atraktivní a dobře odlišitelné produkty a služby s historií
4. Společnost má přesvědčivě a jasně definované cíle a strategii
5. Společnost má účelné a štíhlé podnikové struktury

Reporting a finance

1. Společnost má implementovány mezinárodní účetní standardy (IAS)
2. Společnost má zavedeno čtvrtletní vykazování zpráv
3. Společnost má profesionální plánovací, účetní a řídicí softwarové systémy
4. Společnost má plně integrovaný obchodní plán (alespoň 3 roky)
5. Společnost je připravena na profesionální vztahy k investorům
6. Společnost má velikost obratu alespoň 30 mil. EUR (u nižších obrátů je nutno konzultovat atraktivnost projektu a perspektivu nárůstu)
7. Obrat společnosti roste nejméně o 20 – 50 % ročně (po dobu 3 – 5 let)
8. Společnost má širokou bázi zákazníků bez výrazných rizik
9. Společnost má pozitivní Cash Flow (operační) a pozitivní hospodářský výsledek před odečtením úroků a daní (EBIT)
10. Společnost má vyjasněnou potřebu kapitálu do budoucna

Vlastnická struktura a řízení

1. Stávající majitelé jsou připraveni se podělit o řízení společnosti
2. Oddělení funkce vlastníka a profesionálního vedení nečiní problém
3. Společnost se může spolehnout na zkušený a přesvědčivý manažerský tým
4. Manažerský tým má již obsazeny všechny důležité funkce
5. Rozhodovací procesy jsou rychlé a precizní
6. Existuje také druhá (nižší) úroveň řízení
7. Jsou nebo budou využívány systémy měření hodnoty společnosti pro akcionáře

Prezentace společnosti

1. Společnosti nečiní problémy prezentovat se veřejně
2. Vnější i vnitrofiremní komunikace a prezentace jsou považovány za prioritu
3. Budování image společnosti na veřejnosti je považováno za důležité
4. Společnost bude mít zajištěn dostatek kapacity pro svou prezentaci na kapitálových trzích
5. Zaměstnanci jsou rovněž přesvědčeni o pozitivním efektu komunikace

Transakce primární emise akcií

1. Velikost transakce bude alespoň 20 mil. EUR (více než 600 mil. CZK, pohledu budoucí likvidity kritický nižší objem je možný jen za určitých okolností)
2. Společnost má přesvědčivý celkový „investiční příběh“ vhodný k zainvestování
3. Stávající vlastníci nebudou prodávat žádný nebo jen malý podíl akcií
4. Manažerský tým svůj případný podíl neprodává
5. Výkonnost společnosti již je nebo bude podpořena systémy manažerských akcií

Předpoklady, které by měla firma vstupující na trh splňovat jsou zcela závislé na stáří společnosti. Pokud se jedná o mladou společnost, investory přednostně zajímá investiční příběh. Jde-li o již zavedenou společnost, zde se do popředí dostávají zcela jiné charakteristiky, a to hlavně její ziskovost a na to navázaná její dividendová politika a velikost firmy **JAKUB, F. a kol. (2004)**.

Tab.č. 7: Vhodná společnost pro IPO

	“nový” business	“starý” business
investiční příběh	•••	••
dynamický management	•••	••
růst	•••	•
profitabilita	••	•••
jednoduchost struktury	••	••
velikost	•	•••

brand/značka	•	••
historie	•	••
dividendový výnos	•	••

Vysvětlivky: • značí důležitost, Pramen: www.ipoint.cz

4.4. Partneři pro přípravu primární emise akcií (IPO)

Interní realizační tým se bude opírat o expertízu níže uvedených partnerů:

Vedoucí aranžér emise

Role vedoucího manažera emise se většinou zhostí silná regionální nebo mezinárodní investiční banka v pozici obchodníka s cennými papíry za spolupráce s budoucími primárními upisovateli akcií. Stimulační odměna vyplácená vedoucímu manažerovi se obvykle pohybuje mezi 4 – 7 % objemu emise (tato odměna je již obsažena v dříve uvedených celkových nákladech emise).

S potenciálními vedoucími aranžéry lze již dlouho před jejich angažováním řešit otázky nejvhodnějšího časování a rozsahu transakce na základě předběžného ocenění společnosti. Je jistě pochopitelné, že pověření ke skutečnému provedení transakce je budoucí vedoucí aranžér schopen přijmout až po seznámení se s hlavními rysy a finančními ukazateli obchodního plánu společnosti. Pro přijetí mandátu vedoucího aranžéra je klíčový podnikatelský záměr společnosti.

Konzultant pro IPO (nepovinně)

Někdy se lze setkat se situací, kdy společnost angažuje nezávislého konzultanta. V některém ohledu se může stát mezičlánkem mezi vedením společnosti a vedoucím aranžérem. Někdy se konzultant podílí jen na počáteční fázi, někdy provází celý proces přípravy. Je však vhodné se zamyslet nad opodstatněností těchto vícenákladů na emisi.

Právní poradci

Advokátní kancelář se specializací a zkušenostmi na kapitálových trzích je v přípravné fázi transakce i po jejím ukončení nepostradatelným partnerem vedoucího aranžéra. Nákladovou položkou však nebude jen odměna za služby tohoto právního poradce vedoucího aranžéra (právního poradce pro transakci), jelikož se

zvykem, že na straně společnosti stojí mimoto vlastní právní zástupce, chránící pouze její vlastní zájmy v této transakci. Oba poradci však budou placeni potenciálním emitentem akcií.

Na akciových trzích je obvyklé, že emisní prospekt je sestavován u právního poradce emise za účasti specialistů vedoucího aranžéra. Je vhodné, aby právní poradce dohlížel během nabízení cenných papírů na veškerou, především však externí komunikaci s investory s cílem minimalizovat riziko právních sporů ohledně informací, které byly zahrnuty do textu emisního prospektu. Je také důležité, aby prospekt obsahoval příslušná prohlášení tak, aby se nedostal do kolize ani se zahraničním právem.

Právní poradce IPO kontroluje a dokumentuje veškerý právní rámec podnikání společnosti od jejího založení, včetně úkonů a činností statutárních orgánů a včetně všech klíčových obchodních smluv, tj. provádí tzv. právní prověrku (legal due diligence). Veškerá právní rizika musí být popsána a dokumentována v emisním prospektu.

Právní poradce bývá angažován i v některých úkolech, které je potřeba zajistit po úspěšném dokončení IPO.

Auditor a daňový konzultant

Auditor nejen ověřuje finanční výkazy využitě k sestavení emisního prospektu a ocenění akcie, ale podílí se současně na celkové finanční prověrce (financial due diligence). Výstupem tohoto zkoumání je tzv. „komfort-letter“, který je potřebný pro realizaci emise. Auditor se též podílí na transformaci výkazů z českých účetních standardů CAS do mezinárodních účetních standardů IAS.

Poradce pro vztahy k investorům a veřejnosti

Vždy je výhodou, pokud má agentura předchozí zkušenost a reference ve finančním marketingu, jako jsou strategie komunikace s investory, příprava valných hromad či skupinových setkání s investory. Vedoucí aranžér často nabídne pomoc v počátečním budování těchto vztahů a letech následujících po emisi někdy i zajišťuje organizačně náročnější prezentace pro institucionální investory.

4.5. Harmonogram a jednotlivé procesy

4.5.1. Fáze I

Angažování poradců

Vybraný potenciální vedoucí aranžér emise podepíše po interní fundamentální analýze společností mandátní smlouvu, která bude upravovat jejich vztahy během období přípravy až do vyhodnocení první fáze marketingu, tj. do okamžiku podpisu dalších smluvních dokumentů. Dojde k předběžné definici výpočtu smluvní odměny při dokončení transakce.

Vedoucí aranžér zjistí při úvodní analýze potřebnou výši nového kapitálu a ověří si i vhodnost emitenta pro IPO, případně požádá o provedení ratingu. Vedoucí aranžér si dále se společností vyjasní strategii zaevidování akcií a jejich kótace na burze, výběru cílových trhů a způsobu umístění u koncových investorů. Vhodná burza cenných papírů a burzovní trh budou vybrány s ohledem na sídlo a celkovou koncepci podnikání.

Vedoucí aranžér bude asistovat společnosti s výběrem dalších poradců (pokud již někteří z nich nebyli angažováni v přípravné fázi) – renomovaného právního poradce, vhodného auditora (pokud je potřeba jeho změna a nebyla ještě provedena), daňového poradce, IR/PR agentury.

Due diligence

Každý z partnerů včetně společnosti samotné si určí svůj tým, který bude součástí celkového transakčního týmu. Při prvním společném setkání (úvodní „kick-off meeting“) je vhodné zahájit přípravu příslušné hloubkové prověrky společnosti („due diligence“), která má tyto části:

1. Právní due diligence (zodpovědnost za přípravu má právní poradce)
2. Ekonomická due diligence (organizuje vedoucí aranžér)
3. Finanční a daňová due diligence (zajišťuje auditor)

Včasná právní due diligence může ještě odhalit některé nedostatky v předchozí přípravě a umožnit tak dodatečné korekce. Due diligence obecně je

určena pouze pro interní použití jednotlivými stranami (se sjednaným závazkem mlčenlivosti) v rámci transakce. Její výsledky nebudou publikovány přímo, ale budou klíčovým podkladem pro sestavení nabídkové části prospektu, slouží k výčtu podstatných právních rizik v podnikání společnosti a v neposlední řadě k určení hodnoty společnosti jako základu pro stanovení nabídkové ceny.

Valná hromada

Valná hromada společnosti schvaluje celkový koncept primární emise akcií včetně jejího očekávaného objemu. Pověří představenstvo stanovením emisního kurzu a přesné specifikace objemu. Do 30 dnů od usnesení valné hromady o zvýšení základního kapitálu je představenstvo povinno podat návrh na zápis tohoto usnesení do obchodního rejstříku.

4.5.2. Fáze II.

Zahájení sestavování prospektu a jeho první návrh

Transakční tým vyhodnocuje první poznatky získané z due diligence a definuje problémové okruhy k dalšímu rozpracování. Takto získané podklady slouží právnímu poradci a vedoucímu aranžérovi k zahájení sestavování emisního prospektu dle předem dohodnuté osnovy. Povinné náležitosti prospektu jsou upraveny zvláštním předpisem – vyhláškou. Obecně však musí být všechny informace správné a úplné. Jakékoli pochybení v této věci může znamenat zamítnutí prospektu akcií Komisí pro cenné papíry a následně velké finanční ztráty v podobě zbytečně vynaložených nákladů na přípravu emise.

Žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu

Vedoucí aranžér a právní poradci připraví společně úvodní žádost o přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu, která bude doručena organizátorovi veřejného trhu. Emitent by měl v žádosti vymezit použití poukázek na akcie a předložit harmonogram emise, potvrdit zahájení přípravy prospektu ke schválení Komisí pro cenné papíry a požádat o podmíněčné schválení přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu. Organizátor veřejného trhu rozhodne o žádosti ve lhůtě dvou měsíců

od doručení žádosti.

Opětné ověření přesvědčivosti obchodního plánu

Jelikož je realistický obchodní plán klíčem k vytvoření důvěry mezi společnostmi, poradci a investory, musí být na základě výsledků due diligence znovu potvrzen.

Doplnění konceptu emise

Úvodní koncept primární emise akcií, kdy je již známý výběr burzy, tržního segmentu, přibližný objem emise, způsob jejího umístění, a je známá strategie použití výtěžku z emise, bude dále upřesněn. V rámci transakčního týmu bude dohadováno předběžné ocenění společnosti, konzultována hlavní skupina upisovatelů a cílové trhy, blíže specifikovány některé další náklady.

Investiční příběh

Investiční příběh je strategie společnosti transformovaná dle klasických marketingových zásad pro uvedení nového produktu na trh do podoby, která bude mít jednoznačný účinek na investory, analytiky, zákazníky i obchodní partnery, média i zaměstnance vlastní společnosti. Investiční příběh bude využit k cílené mediální kampani na podporu dané primární emise akcií.

Prezentace analytikům

Současně s postupem due diligence bude vedení společnosti připraveno prezentovat investiční příběh analytikům obchodníků s cennými papíry (bank) – očekávaných syndikujících upisovatelů. Zpětná vazba z těchto kontaktů je důležitá pro časování a rozložení procesu nabídky – sestavení nabídkové knihy (book – building) a správnému ocenění nabídky.

4.5.3. Fáze III.

Přibližně na konci třetího měsíce příprav lze očekávat dokončení emisního prospektu a jeho postoupení regulátorovi trhu spolu s žádostí o zahájení schvalovacího procesu se zákonným limitem 1 měsíce. Skutečnosti o provedeném zápisu rozhodnutí valné hromady do obchodního rejstříku budou do prospektu

doplněny v průběhu schvalovacího procesu.

Pokud je to již možné, budou regulátorovi trhu předány k posouzení i potřebná veřejná prohlášení a inzeráty (zákonný limit 5 dnů pro schválení). Na burze bude předložen prospekt v plném rozsahu. Regulátor trhu bude požádán o schválení prospektu, přestože tento prospekt ještě nebude obsahovat všechny údaje, které ke dni schválení nebudou známy (emisní kurz, celkový objem a rozdělení mezi upisovatele). Tyto chybějící údaje však musí být nejpozději do uveřejnění prospektu regulátorovi trhu oznámeny. Zapracovány a uveřejněny pak budou jako součást konečného prospektu.

4.5.4. Fáze IV.

Roadshow, ocenění, alokace investorům a vypořádání

Po zhodnocení zpětné vazby z úvodních kontaktů s investory dopracuje vedoucí aranžér vlastní ocenění akcie a po dohodě s emitentem stanoví cenové rozpětí (spodní a horní indikace ceny), při kterém bude akcie nabízena. Vedoucí aranžér, emitent a PR agentura připravili společně závěrečnou podobu prezentace investorům (roadshow), s investory předjednali harmonogram skupinových setkání a samostatných rozhovorů (one-on-one meetings).

Po schválení nabídky a předběžného prospektu Komise přikročí vedoucí aranžér k překlopení smluvního vztahu se společností do závazného ujednání s cílovou odměnou za úspěšnou realizaci. Nyní vzájemně podepisují vedoucí manažer a společnost tzv. Smlouvu o cenovém rozpětí (nabízené ceně v rámci book-buildingu). U malých emisí je někdy využito umístování s předem stanovenou pevnou cenou.

Společnost (zejména výkonný ředitel a finanční ředitel) absolvuje 1-2 týdenní sérii setkání se všemi vybranými investory nejen na domácím trhu, ale i na všech vybraných trzích (zejména v Evropě). V průběhu tohoto období přijímá vedoucí aranžér a případně i další členové syndikátu budoucích upisovatelů jednotlivé nabídky budoucích investorů (příp. s indikací cenového omezení, či jen s objemovým omezením na jakoukoli cenu v cenovém rozpětí a na závěrečnou cenu). Závěrečné jednání společnosti, právního poradce a vedoucího aranžéra (příp. syndikátu) nabídky vyhodnotí a provede optimalizaci. Výsledkem cenových jednání je závěrečná cena,

při které budou objednávky následně vypořádány. Upisovací cena, celkový objem emise a struktura budoucích upisovatelů již mohou být oznámeny Komisi a následně ihned zapracovány do konečné podoby prospektu. Následuje závazná nabídka a skutečný úpis nové emise upisovateli. Je podepsána tzv. upisovací smlouva. Všem primárním upisovatelům je rozeslán konečný prospekt, který je současně k dispozici na místě určeném ve veřejném oznámení konečným investorům. Je-li úpis úspěšný, oznámí emitent tuto skutečnost burze a požádá ji o přijetí k obchodování na veřejném trhu. Při tzv. druhém vypořádání – closingu vydává emitent upisovatelům nové emise příslušný objem akcií a proti tomu získává možnost disponovat částkou, odpovídající emisní ceně (po srážce provize aranžéra a dohodnutých nákladů). Pro zachování vyvolaného zájmu o akcie a pro podporu růstu kurzu akcie je se stávajícími akcionáři předem uzavírána dohoda, že svoje akcie nebudou po určité období nabízet na kapitálovém trhu – během tzv. „lock-up period“, která většinou trvá 6-12 měsíců. Přibližná doba od podpisu mandátní smlouvy do vypořádání transakce, se kterou by bylo možno pro přípravu emise počítat za ideální situace u předem připravené společnosti je 6 měsíců, u některých společností však 1-2 roky JAKUB, F. a kol. (2004)

Přijetí na veřejný trh

K přijetí na veřejný trh dochází na základě žádosti emitenta. V současné době zákon stanoví na akcie přijímané k obchodování na veřejném trhu následující požadavky:

- předpokládaný kurz akcií násobený jejich počtem dosahuje 1 000 000 EUR s tím, že nelze-li předpokládaný kurz odhadem určit, musí dosahovat uvedených částek vlastní kapitál emitenta akcií
- emitent uveřejnil účetní závěrku v souladu se zvláštním zákonem nejméně za tři po sobě následující roky předcházející roku, ve kterém je podána žádost o přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu
- není vyloučena ani omezena převoditelnost akcií
- je plně splacen emisní kurz akcií
- byl úspěšně ukončen případný úpis nebo případné obdobné objednávání na základě veřejné nabídky

- mezi veřejnost je rozptýleno alespoň 25 % jmenovité hodnoty všech kusů akcií, které mají být přijaty k obchodování na veřejném trhu, nebo alespoň takové nižší množství, které s ohledem na svůj značný objem a rozptýl mezi veřejností zaručuje bezproblémové obchodování na veřejném trhu
- žádost o přijetí akcií k obchodování na veřejném trhu se vztahuje na všechny kusy stejného druhu akcií
- emise byla vydána v jedné podobě a všechny její kusy mají jen jednu jmenovitou hodnotu a přidělen stejný ISIN

V případě BCPP jsou podrobnosti přijímacího procesu stanoveny burzovními pravidly. O žádosti o přijetí rozhoduje kotační výbor, v němž jsou kromě pracovníků burzy zastoupeni i odborníci z kapitálového trhu. K žádosti je třeba přiložit zejména:

- doklad o přidělení ISIN
- ověřený prospekt schválený Komisí s uvedením data, způsobu a místa jeho uveřejnění
- konsolidované řádné účetní závěrky včetně příloh k řádné účetní závěrce a auditorských zpráv za poslední tři roky před podáním žádosti nebo existuje-li emitent méně než tři roky, za tuto kratší dobu
- text oznámení o přijetí na nový trh burzy, schválený Komisí, který bude burzou uveřejněn bezprostředně po rozhodnutí o přijetí
- jde-li o listinné cenné papíry, čtyři vzory listinného cenného papíru a popis jeho technického provedení nebo potvrzení národního nebo mezinárodního depozitáře o zaevidování emise
- výpis z obchodního rejstříku ne starší než 3 měsíce před podáním žádosti
- společenskou smlouvu nebo stanovy emitenta

Výbor rozhodne do 60 dnů od doručení žádosti, pokud si od emitenta nevyžádá doplňující informace. BCPP oznámí rozhodnutí o přijetí ve svém věstníku a uveřejní je na svých webových stránkách před zahájením obchodování.

Přílohou žádosti musí být zejména:

- výpis z obchodního rejstříku emitenta ne starší než 3 měsíce

- prospekt
- doklad o tom, že Komise pro cenné papíry prospekt cenného papíru schválila
- doklad o přidělení ISIN
- roční účetní závěrky včetně příloh k roční účetní závěrce nejméně za tři po sobě následující roky předcházející roku, ve kterém je podána žádost
- písemné prohlášení emitenta, že prospekt je zpracován v souladu s § 75 zákona o cenných papírech
- písemné prohlášení emitenta, že emise je zcela splacena, případně uvedení její nesplacené části
- písemné prohlášení emitenta, že mezi veřejnost je rozptýleno alespoň 25 % jmenovité hodnoty akcií. Je-li rozptýlenost emise menší než 25 % v prohlášení je třeba uvést, zda existuje vlastník, který vlastní 75 % nebo více jmenovité hodnoty emise
- písemné prohlášení emitenta, že přijetím cenného papíru uvedeného v žádosti na trh RMS přijímá všechny povinnosti vyplývající z tržního řádu a obecně závazných právních předpisů

Pravidelná informační povinnost

Zákon ukládá emitentům registrovaných cenných papírů (akcií a dluhopisů) povinnost uveřejňovat pravidelně výroční a pololetní zprávu. Výroční zprávu musí emitent uveřejnit nejpozději do 4 měsíců od skončení kalendářního nebo hospodářského roku a to buď ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku nebo ve formě brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta a organizátorů veřejných trhů, kde se cenný papír obchoduje (tento druhý způsob v praxi jednoznačně převažuje). V této lhůtě musí být výroční zpráva doručena i Komisi. Informace a číselné údaje uvedené ve výroční zprávě musí poskytnout investorům věrný a poctivý obraz o finanční situaci, podnikatelské činnosti a hospodářských výsledcích společnosti a o vyhlídkách jejího budoucího vývoje. Kromě účetní závěrky v nezkrácené formě musí výroční zpráva obsahovat informace o finanční situaci, činnosti a předmětu podnikání emitenta v rozsahu údajů uváděných v prospektu, jakož i další významné informace, zejména údaje o všech příjmech a tantiémách členů statutárních a dozorčích orgánů za uplynulé roční období

a o peněžních vztazích mezi emitentem a jím ovládanými osobami.

Jestliže není účetní závěrka do 4 měsíců od skončení kalendářního nebo hospodářského roku ověřena auditorem, je povinen doplnit uveřejněnou výroční zprávu o uveřejnění zprávy auditora a to bez zbytečného odkladu poté, co tuto zprávu auditora obdrží.

Pololetní zprávu musí emitent registrovaného cenného papíru uveřejnit nejdéle do 1 měsíce po skončení prvního pololetí kalendářního nebo hospodářského roku a to stejným způsobem, jakým je možné uveřejnit výroční zprávu. Obsah pololetní zprávy je předepsán zákonem, který stanoví, že zpráva musí obsahovat číselné údaje v rozsahu rozvahy a výkazu zisků a ztrát, včetně údajů za první pololetí předchozího roku a popisnou část, která musí obsahovat informace popisující vývojové tendence podnikatelské činnosti a hospodářských výsledků emitenta v prvním pololetí, včetně výhledu na druhé pololetí a faktory, které podnikatelskou činnost a hospodářské výsledky v prvním pololetí ovlivnily. Zpráva auditora musí být v pololetní zprávě obsažena, jen když auditor údaje obsažené v pololetní zprávě ověří. Pololetní zpráva musí být doručena Komisi do 1 měsíce po skončení prvního pololetí kalendářního nebo hospodářského roku, nejpozději však v den jejího uveřejnění.

V souladu s příslušnými předpisy Evropské unie a na jejich základě provedenou novelizací českého zákona o účetnictví jsou společnosti, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném veřejném trhu, povinny používat od vstupu ČR do Evropské unie mezinárodní účetní standardy a to jak pro sestavení konsolidované, tak nekonsolidované účetní závěrky. Tato povinnost může zejména v počátečním období pro společnosti znamenat zvýšené náklady. Cílem tohoto opatření v rámci EU je dosažení jednotné informační platformy pro uživatele výročních a pololetních zpráv emitentů a možnost snadného srovnání jejich výsledků a výkonnosti.

Průběžná informační povinnost

Emitenti registrovaných cenných papírů musí také veřejnost průběžně informovat o skutečnostech stanovených zákonem a to neprodleně poté, co nastanou. Emitent je zejména povinen uveřejnit způsobem stanoveným pro uveřejňování výroční zprávy veškeré změny v právech vztahujících se k registrovanému cennému

papíru. Dále musí předložit organizátorovi veřejného trhu, na němž je cenný papír přijat k obchodování, všechny informace potřebné k ochraně investorů nebo k zajištění hladkého fungování trhu a podle požadavku organizátora tyto informace uveřejnit způsobem stanoveným pro uveřejnění výroční zprávy.

Emitent registrovaných akcií je povinen s dostatečným předstihem uveřejňovat informace o svolání valné hromady, výplatě dividend, vydání nových akcií, výkonu práv z vyměnitelných nebo prioritních dluhopisů apod. Během roku tento emitent rovněž musí bez zbytečného odkladu uveřejňovat podstatné změny, které nejsou veřejně známy a které se týkají hospodářské (zejména finanční) situace emitenta nebo jiných skutečností, které mohou vyvolat významnou změnu kurzu vydaných akcií.

4.6. Prospekt

Jestliže jsou cenné papíry nabízeny veřejně, předem neomezenému okruhu investorů, jedná se o tzv. veřejnou nabídku cenných papírů. Před zahájením veřejného nabízení cenných papírů je nezbytné uveřejnit prospekt schválený regulátorem trhu. Prospekt je určitým souborem informací, který by měl potenciálním investorům poskytnout dostatečný podklad pro kvalifikované posouzení nabízených cenných papírů a pro rozhodnutí, zda tyto cenné papíry za stanovenou cenu koupí. Prospekt je určen nejširšímu okruhu investorů, čemuž odpovídá požadavek, aby prospekt byl zpracován v českém jazyce, srozumitelně a způsobem umožňujícím snadnou analýzu. Na žádost emitenta může regulátor trhu povolit zúžení obsahu prospektu, tj. umožnit neuvádět do prospektu určité informace, ale to jen tehdy, jestliže se tím prospekt nestane klamavým. Vypuštěny mohou být jen informace, které nemají podstatný vliv na posouzení emitenta a jím vydávaných cenných papírů- zejména na posouzení jeho majetkové a finanční situace a vyhlídek jeho budoucího vývoje **LIŠKA, V.-GAZDA, J.**

V případě zvyšování základního kapitálu na základě veřejné nabídky úpisu nových akcií musí emitent připravit plný prospekt, neboť kromě veřejné nabídky ho použije i pro účely žádosti o přijetí cenných papírů k obchodování na veřejném trhu.

4.6.1. Obsah prospektu

Při sestavování prospektu musí emitent vzít v úvahu, že prospekt musí obsahovat následující skupiny informací:

- minimální náležitosti prospektu plynoucí z vyhlášky Ministerstva financí
- informace, jejichž uvedení do prospektu je třeba regulátorovi trhu podat žádost o přidělení ISIN, tj. jedinečného identifikačního čísla cenných papírů téže emise, neboť tento údaj je jednou z náležitostí prospektu. Přidělení ISIN není nijak zpoplatněno. O přidělení ISIN je třeba žádat i v případě, jestliže dochází k vydání nové emise, kterou se navyšuje objem již existující emise akcií, které byl ISIN již přidělen

Emitent tedy musí do prospektu na základě požadavků zákona o cenných papírech a burzovních pravidel konkrétně zahrnout zejména následující údaje:

Úvodní informace

- údaje o osobách odpovědných za sestavení prospektu a jejich čestné prohlášení, že uvedené informace odpovídají skutečnosti
- údaje o auditorech společnosti
- čestné prohlášení emitenta o převzetí odpovědnosti za správnost prospektu
- prohlášení člena BCPP, že ověřil prospekt z hlediska jeho souladu s platnými právními předpisy a předpisy BCPP

Údaje o cenných papírech

- detailní charakteristiky vydávaných akcií (druh, forma, podoba, atd.)
- úplný opis všech práv spojených s akcií
- vznik práva na dividendu
- způsob zdaňování výnosů z vydávaných cenných papírů
- způsob upisování akcií
- čistý výnos emise s uvedením účelu použití získaných prostředků
- celkové náklady emise připadající na jednu akcii nebo jejich odhad
- údaje o obchodníkovi s cennými papíry, který obstarává vydání akcií
- prohlášení emitenta o existenci jakéhokoli rozhodnutí valné hromady či právu

statutárního orgánu společnosti učinit rozhodnutí o emisi akcií nebo jakkoli jinak ovlivnit výši základního kapitálu či strukturu akcionářů (např. vydáním vyměnitelných dluhopisů)

- údaje o veřejných trzích, na které mají být akcie přijaty
- datum, ke kterému mají být akcie přijaty, pokud je známé
- informace o právu dosavadních akcionářů na přednostní úpis akcií a o omezení nebo vyloučení tohoto práva

Údaje o emitentovi

- základní údaje identifikující emitenta
- datum založení a doba, na kterou byl založen- historie
- obchodní a technické podmínky
- právní řád a předpis, podle kterého byl emitent založen
- místa, kde jsou k nahlédnutí veškeré dokumenty a materiály týkající se emitenta uváděné v prospektu
- detailní údaje o základním kapitálu emitenta, jeho struktuře a o osobách ovládajících emitenta a osobách s přímým nebo nepřímým podílem na emitentovi přesahujícím 5 %
- podrobné údaje o vývoji činnosti emitenta- hlavní silné stránky a obchodní perspektiva
- údaje o majetku, závazcích, finanční situaci, zisku a ztrátách
- údaje o statutárních a dozorčích orgánech, managementu a zaměstnancích

Rizika spojená s investicí

Riziko země emitenta

- Ekonomické a politické aspekty
- Regulační aspekty
- Vymahatelnost
- Statistické informace

Akciové riziko

- Volatilitu ceny
- Charakteristiku akciového trhu
- Devizové kurzy
- Hlasovací práva

Riziko podnikání

- Krátká provozní historie, růst, technologické změny
- Ztráty, zadlužení, přístup k financování
- Konkurence, sezónnost, specifika odvětví
- Klíčoví zaměstnanci, životní prostředí
- Závislost na dodavatelích, popř. dalších třetích stranách
- Duševní vlastnictví
- Mezinárodní aspekty

Takto připravený prospekt musí být spolu se vzorovým výtiskem listinného cenného papíru (jestliže budou akcie vydávány v listinné podobě) přiložen k žádosti o jeho schválení a zaslán regulátorovi trhu. Žádost dále musí obsahovat označení veřejných trhů, na kterých bude žádáno o přijetí cenných papírů k obchodování a údaj o tom, že má být činěna veřejná nabídka. Regulátorovi trhu tento prospekt do 30 dnů schválí, nebo ve stejné lhůtě vyzve k doplnění. Žádost o schválení prospektu podléhá správnímu poplatku ve výši 10 000 Kč, žádost o povolení zúžení prospektu správnímu poplatku ve výši 3 000 Kč.

Jestliže nejsou některé údaje, které mají být v prospektu, známy v den schválení tohoto prospektu, regulátor trhu může prospekt schválit i bez těchto údajů, jestliže bude prospekt obsahovat informace o tom, jakým způsobem budou chybějící údaje určeny a doplněny. Do uveřejnění prospektu musí být chybějící údaje oznámeny regulátorovi trhu a musí být uveřejněny stejným způsobem, jakým se uveřejňuje prospekt.

V praxi se této výjimky používá zejména pro údaj o emisním kurzu, neboť ten je možné stanovit až po zjištění zájmu investorů o nabízené cenné papíry a ke

zjištění tohoto zájmu je třeba zjistit indikativní poptávku na základě uveřejněného prospektu.

Prospekt nesmí být žádném případě uveřejněn před schválením. Při schvalování regulátor trhu nezkoumá přesnost a pravdivost uváděných informací, nýbrž jen prověřuje, že prospekt obsahuje veškeré informace požadované zákonem a vyhláškou.

V případě neschválení prospektu je možné podat opravný prostředek- rozklad k regulátorovi trhu. To je povinno rozhodnout do 30 dnů.

4.6.2. Uveřejnění prospektu

Emitent může zvolit uveřejnění prospektu plném znění ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně distribuovaném deníku anebo ve formě brožury bezplatně poskytované v sídle emitenta, přičemž zvolený způsob uveřejnění prospektu musí být zveřejněn v Obchodním věstníku.

Jestliže si emitent zvolí formu brožury, musí být tato brožura bezplatně k dispozici také v sídle organizátora veřejného trhu, na který má být cenný papír přijat k obchodování, a v sídle osob, které emitent využívá nebo hodlá využívat k výplatě výnosů z nabízených cenných papírů a osob, které obstarávají či zprostředkovávají vydání těchto cenných papírů.

Nesprávně zvolený způsob uveřejnění může pro emitenta znamenat zbytečné vynaložení někdy i poměrně značných nákladů. Prospekt musí být uveřejněn do 6 měsíců od jeho schválení, jinak pozbývá platnosti.

Jestliže před uplynutím doby závaznosti veřejné nabídky nebo před okamžikem přijetí cenného papíru k obchodování na veřejném trhu dojde k podstatné změně ve skutečnostech uvedených v prospektu nebo nová událost způsobí významnou nepřesnost v těchto údajích, musí být vypracován a po schválení regulátorem trhu uveřejněn dodatek k prospektu. Dodatek musí být uveřejněn ve stejné formě jako původní prospekt.

4.7. Metody oceňování – emisní cena a alokace

4.7.1. Jak se stanoví cena při IPO

„Správná cena“ je klíčová pro pozitivní vývoj ceny akcií po emisi. Přesné ocenění je nezbytné pro:

- maximalizaci výnosu pro stávající akcionáře
- získání dlouhodobých loajálních akcionářů
- zajištění příznivého vývoje tržní ceny akcií a spokojených nových akcionářů
- umožnění další úspěšné emise v budoucnu

Po emisi mohou nastat 3 varianty vývoje ceny akcie:

- prudký růst ceny po emisi indikuje, že výnosy pro prodávající nebyly maximalizovány
- mírný nárůst ceny uspokojí investory participující na emisi a vytváří pozitivní náladu vůči společnosti
- pokles ceny vytvoří negativní náladu vůči společnosti a znesnadňuje další aktivity společnosti na kapitálovém trhu

Empirické výzkumy ukazují, že akcie emitované na základě veřejných nabídek jsou pravidelně podhodnocovány. Během několika prvních dnů sekundárního obchodování dojde k pohybu tržní ceny směrem nahoru k vnitřní hodnotě, čímž tyto akcie vykazují během velmi krátké doby velké kursové zisky. Zdá se, že poměrně významnou roli hrají emisní prostředníci, kteří mají obavu z případného nerozprodání emise, a proto se snaží podhodnotit emisní cenu. Akcie umístované prestižními emisními prostředníky však zpravidla vykazují nižší kursový pohyb, protože investoři považují tyto instrumenty za méně rizikové

Následující schéma nám zobrazuje jednotlivé fáze tvorby ceny akcií při emisi.

Schéma č. 3: Fáze tvorby ceny akcií při emisi

Cenové rozpětí	Pre-marketing	Bookbuilding	Emisní cena
----------------	---------------	--------------	-------------

Cenové rozpětí

Po zhodnocení zpětné vazby z úvodních kontaktů s investory dopracuje vedoucí aranžér vlastní ocenění akcie a po dohodě s emitentem stanoví **cenové rozpětí** (spodní a horní indikace ceny), při kterém bude akcie nabízena.

Pre-marketing

Společnost (zejména výkonný ředitel a finanční ředitel) absolvuje 1-2 týdenní sérii setkání (**pre-marketing**) se všemi vybranými investory nejen na domácím trhu, ale i na všech vybraných trzích (zejména v Evropě).

Bookbuilding

V průběhu tohoto období přijímá vedoucí aranžér a případně i další členové syndikátu budoucích upisovatelů jednotlivé nabídky budoucích investorů (příp. s indikací cenového omezení, či jen s objemovým omezením na jakoukoli cenu v cenovém rozpětí a na závěrečnou cenu) – **bookbuilding**.

Bookbuilding - nejčastěji užívaný systém pro mezinárodní emise akcií. Investoři indikují počet a cenu akcií, které chtějí koupit a cena tak přesně odráží nabídku a poptávku a je tím zároveň vytvářeno konkurenční prostředí mezi investory.

Emisní cena

Závěrečné jednání společnosti, právního poradce a vedoucího aranžéra (příp. syndikátu) nabídky vyhodnotí a provede optimalizaci. Výsledkem cenových jednání je závěrečná cena, při které budou objednávky následně vypořádány. **Emisní** (upisovací) **cena**, celkový objem emise a struktura budoucích upisovatelů již mohou být oznámeny regulátorovi trhu a následně ihned zapracovány do konečné podoby prospektu. Následuje závazná nabídka a skutečný úpis nové emise upisovateli. Je podepsána tzv. upisovací smlouva **KOL.AUTORŮ (2005)**.

Nedílnou součástí emise a tvoření ceny emise vůbec je tzv. alokační proces.

4.7.2. Alokační proces

Cílem alokace je:

- Přidělit akcie investorům, kteří budou dlouhodobými loajálními akcionáři
- Vytvořit kvalitní akcionářskou základnu
- Nastavit příznivé podmínky pro obchodování po emisi, což znamená:
 - poptávka nejkvalitnějších investorů bude minimálně krácena
 - cena akcie po emisi je povzbuzena neuspokojenou poptávkou klíčových investorů
 - malé alokace krátkodobým investorům k zajištění likvidity

Alokační proces je prováděn pomocí alokačního mechanismu. Alokační mechanismus spočívá v:

- určení „skutečné“ úrovně poptávky a potenciálního zájmu na trhu po emisi
- rozčlenění poptávky podle kvality:
 - aktiv ve správě
 - investic v sektoru
 - chování v primárních emisích
 - účasti na marketingovém programu
 - cenotvorby
 - včasnosti objednávky
 - transparentnosti
- alokaci většiny akcií nejkvalitnějším investorům

V neposlední řadě je důležité zmínit, že úloha investiční banky nekončí s emisí. Je třeba trvalá podpora, což zahrnuje činnosti jakými jsou:

- Market Making – burzy mohou požadovat minimální počet obchodníků tvořících trh

s akcií (market makers)

- investoři očekávají, že manažer emise investuje kapitál

k podpoře

likvidity akcií na trhu po emisi

- Analytická podpora – aktualizace analytických zpráv

- Vztahy s investory – podpora a poradenství při formování politiky vztahů s investory
 - průběžné sjednávání schůzek s investory

4.8. Realizované IPO v ČR

Zentiva N.V.

Primární emisi akcií (IPO) na burzovním trhu v ČR zatím uskutečnila jen farmaceutická firma Zentiva N.V. Jednalo se kombinovanou nabídku IPO na pražské a londýnské burze cenných papírů. Globálním managerem emise byla investiční banka Merrill Lynch, v ČR se jednalo o makléřskou společnost Wood & Company.

Zentiva oficiálně vstoupila na burzu v Praze 28. června 2004, a to při kurzu 485 Kč na akcii. Při kombinované nabídce bylo nabídnuto celkem 11 500 000 akcií, z toho bylo 4 329 896 nových akcií a 7 170 104 existujících akcií.

Výnos z této veřejné nabídky celkem činil 1 941 mil. CZK (75,5 mil. USD), z toho 2 011 mil. CZK byl hrubý výnos z nabídky a 70,6 mil. CZK náklady na zvýšení vlastního kapitálu. Celkové náklady na emisi dosáhly výše 90 mil. CZK.

Očekávání generálního ředitele firmy Zentiva ing. Michala byla optimističtější, kdy v květnu 2004 prohlásil: „Předpokládáme, že na trhu získáme 100 milionů amerických dolarů, zhruba 2, 7 miliardy korun". Nicméně i s tímto výsledkem bylo vedení firmy spokojeno, neboť ocenění růstového potenciálu firmy bylo podtrženo faktem, že poptávka po akciích 5x převýšila nabídku. V době, kdy proběhla IPO, byla tržní hodnota firmy 18,5 miliardy CZK. Nyní se tržní hodnota Zentivy pohybuje kolem sumy 48 miliardy CZK.

Rozhodnutí Zentivy kótovat své akcie v Praze bylo učiněno v součinnosti s hlavním akcionářem firmy, fondy Warburg Pincus. Faktory, které vedly k tomu, že se Zentiva stala veřejně obchodovatelnou společností v té době, byly:

- Vytvoření zdrojů na posílení finanční situace společnosti tak, aby uplatňovala agresivnější přístup k budoucím akvizicím
- Umožnění přístupu k dalším zdrojům potřebných pro podporu strategie růstu
- Kótování bylo zaměřeno na zviditelnění Zentivy jak doma, tak v mezinárodním

měřítka, což je důležité s ohledem na ambice firmy expandovat na mezinárodní trhy

Strategie firmy je založena na pěti klíčových prvcích:

- Vývoj, výroba, marketing a prodej značkových předpisových generických produktů
- expanze na další trhy, nejdříve ve východní a střední Evropě
- vývoj trhu primární péče v každém teritoriu
- udržování dodavatelského řetězce s vysoce konkurenčními cenami
- hledání dalších možností růstu pomocí vybraných akvizic

Akvizice připadající v úvahu jsou takové, které by rozšířily její geografickou působnost a zároveň posílily její schopnost vyvíjet širší portfolio produktů pro trh primární péče. Tým vedoucích pracovníků hodlá využít zlepšenou finanční pozici v důsledku IPO pro provedení akvizice, která může významně změnit rozsah podnikání s výhledem na 5 let.

A jaký je výsledek IPO, co přinesla IPO firmě Zentiva?

- Výnos z IPO celkem činil 1 941 mil. CZK= **finanční síla**
- Úspěšná IPO měla velký dopad na image společnosti doma i v zahraničí, kdy manažeři a analytici ocenili úspěšnost IPO a firmu Zentiva zařadili v soutěži 100 obdivovaných firem ČR na 3. místo, a stala se tak „skokanem roku“= **pozice společnosti na veřejnosti**
- Firma Zentiva nyní může svým zaměstnancům poskytovat motivační odměny, z nichž se část vztahuje na výkonnost akcií společnosti a to zavedením tzv. opčního akciového plánu pro zaměstnance= **motivace vedení, zaměstnanců**
- Expanze na zahraniční trhy – vstup na rumunský trh díky koupi společnosti Sicomed za 5 miliard CZK, pokračování pronikání na další trhy východní Evropy jakými jsou Rusko, Polsko a Pobaltí= **geografická expanze**

Jaké nevýhody IPO přinesla firmě Zentiva?

- Pravidelné uveřejňování informací, tzv. „svlékání z kůže“ na čtvrtletní, pololetní a roční bázi a s tím spojené náklady

- Riziko převzetí- akcionářská struktura firmy Zentiva se od data emise výrazně změnila. Fondy Warburg Pincus prodaly zbývající podíl v Zentivě v březnu 2006 a to skupině Sanofi-Aventis 19,6%. Dalších 4,5% získala skupina od určitých manažerů Zentivy. Celkový podíl Sanofi činí 24,9%. Tento rok vstoupila do firmy Zentiva společnost PPF, jenž drží už podíl něco přes 12%.
- Náklady na primární emisi ve výši 90 mil. CZK, ke kterým je však nutno připočítat trvalé náklady na uveřejňování povinných reportů a informací
- Tržní výkyvy- akcie firmy narostly z původní emisní ceny 485,- CZK na 1300,- CZK v měsíci září 2006. Nicméně ani tomuto titulu se nevyhla letošní jarní korekce (květen, červen 2006) na pražské burze. Akcie se propadly za více než měsíc o 32,2%.

Nyní bych citovala slova šéfa Zentivy pana Jiřího Michala. MICHAL, J. (16. únor 2006, MF Dnes): „Nám nikdy nešlo o to, tuhle firmu vlastnit, chtěli jsme ji hlavně zhodnocovat. A vyplatilo se nám, že jsme postupovali otevřeně.“ Nikdy prý nelitoval toho, že při privatizaci zvolil jinou cestu než řada manažerů jiných českých podniků, kteří se snažili své firmy majetkově ovládnout. Na rozdíl od jiných manažerů nežádal tuzemské banky o úvěr na privatizaci, ale spojil se raději s americkými investory- fondy Warburg Pincus.

Ostatní emise

Kromě klasické IPO firmy Zentiva se burza může pochlubit třemi duálními listingy: Erste Bank, Orco a CME, což znamená umístění akcií na BCPP, které jsou již obchodované na jiných trzích (NASDAQ, pařížské burze). Nejedná se tedy o klasické IPO a zájem o akcie realitní společnosti ORCO Property Group a majitele Novy, Central European Media Enterprises (CME) není takový, jak se původně čekalo.

Jako vhodné nebo potenciální kandidáty na IPO analytici v posledních dvou letech nejčastěji uvádějí například OKD, BGS Lvi Group (odvětví IT), částečný prodej ČEZu přes trh, ČSA a Česká správa letišť, Česká pošta, Mountfield, PPF Home Credit, Agrofert, Wallmark.

IPO na BCPP v budoucnu, shrnutí

I když na trhu existuje dostatek firem, které mají potenciál na vydání nové emise akcií, o vstupu na trh ještě tento rok neuvažuje asi žádná. I v letošním roce se tedy trend v ČR nejspíš nezmění. Důvodem může být určitá nestabilita trhů a otázka nastavení úrokových sazeb.

Rozvoji trhu s primárními emisemi v ČR bohužel brání několik faktorů. Někdy to vypadá, že domácí firmy mají ze vstupu na burzu strach a cítí k ní nedůvěru. České společnosti se totiž jen nerady vzdávají určitého soukromí a nerady také odkrývají své finance a výsledky na veřejnosti. Vstupem podniku na burzu totiž vzrostou nároky na reporty a firma musí poskytovat investorům veškeré informace o svém hospodaření, nebo vlastnické struktuře. Společnosti mají také obavu z ovládnutí jinou společností. Tomu se ale dá předejít omezením objemu nabízených akcií.

Důležitým faktorem, který odrazuje společnosti je časová náročnost primární emise akcií. Raději proto řeší svou finanční situaci pomocí úvěru. Příprava IPO je totiž dlouhodobější proces a může trvat i víc než jeden rok. Svou roli hrají také počáteční náklady, které jsou v případě emise vyšší, než u úvěru. Zde by si však firmy měly uvědomit, že kromě počátečních nákladů je třeba v případě úvěru počítat také s úroky, které bance zaplatí při splácení.

Co se týče otázky výhodnosti IPO oproti úvěrům, můžeme zde vyjít u modelového příkladu, kdy podnik vyjde pětiletý úvěr při 5% úročení ve výši 200 mil. CZK o něco dražší než IPO. Nízké úroky ale momentálně primárním emisím v ČR příliš nepřejí, nemluvě o ostré konkurenci bank. Pro dobré firmy je tak zřejmě podobný úvěr levnější. S rostoucím objemem primární emise se však náklady na její uskutečnění snižují. Dlouhodobě tak mohou být srovnatelné nebo i nižší než úvěr. Předpokládaný růst úroků může navíc náklady firem na IPO vůči půjčkám dále zlevnit. Větší šance na IPO nabízí zavádění nových pravidel kapitálové přiměřenosti bank, známé jako Basel 2. Banky totiž budou muset hodnotit firmy přísněji a řada podniků patrně na úvěry nedosáhne. Možná tak dostanou šanci nové IPO.

Neúspěch emise může způsobit i špatné načasování. Velmi dobrým příkladem je nepovedená emise akcií ocelářské společnosti Limart v roce 2001, která nabízela 49,7 % akcií v hodnotě 340 milionů korun. Byla však načasovaná na dobu, kdy splaskla ve světě technologická bublina a skončila neúspěchem. Otázka načasování je

v současné době velmi důležitá a to vzhledem k poměrně zajímavým nárůstům indexu pražské burzy v letech 2004-2005. Dle dotazovaných odborníků tato právě doba byla tou nejvhodnější pro nové IPO.

Jedním z důvodů, proč trh s primárními emisemi u nás stagnuje, je i malá, spíše skoro žádná, podpora ze strany vlády. Při prodeji podílů státních podniků se totiž stále přikloní k prodeji strategickému investorovi a veřejnou nabídku ignoruje. Převládá totiž názor, že příjmy z IPO bývají nižší než prodej strategickému partnerovi. V této souvislosti se hodně diskutovalo o možnosti prodeje Českého Telecomu přes burzu, nakonec však získala Telecom španělská Telefonica.

Dalším z důvodů proč realizovat prodej podniků přes burzu je transparentnost, průhlednost transakce. Primární emise akcií totiž výrazně snižuje riziko případné korupce.

Dle Daniela Kuchty z Fincentra by si naše kompetentní orgány měly vzít příklad z polské vlády, která si zřejmě více uvědomuje důležitost fungování kapitálového trhu a prodej státních podniků přes burzu velmi podporuje. Důkazem je emise největší polské banky PKO v hodnotě 1,78 mld. EUR, což z ní učinilo největší emisi ve střední Evropě. Oproti jediné emisi na našem trhu proběhlo ve Varšavě 31 emisí za rok 2004.

5. METODIKA

V této části své práce bych Vás ráda seznámila s metodami, které byly použity v praktické části mé diplomové práce. Jedním z cílů mé diplomové práce je srovnání legislativy ČR a EU v oblasti povinných minimálních údajů uváděných v prospektu emitenta při veřejné nabídce akcií a vyhodnocení prospektu emitenta konkrétní firmy.

Při hodnocení kvality a rozsahu prospektu jsem se řídila dle:

- Nařízení komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29.dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. Z tohoto nařízení jsem využila kapitolu II-čl. 3 a 4, která se zabývá minimálními údaji, které mají být uvedeny v prospektu a dále především přílohu I, která obsahuje minimální požadavky na zveřejnění údajů v registračním dokumentu akcií.

- Sbírkou zákonů č. 263/2004- Vyhláška ze dne 25. března 2004 o minimálních náležitostech prospektu cenného papíru a užšího prospektu

- Burzovními pravidly- částí III.- Podmínky přijetí cenného papíru na hlavní a vedlejší trh burzy

Výsledkem srovnání legislativ ČR a EU je navržení jednotného vzoru prospektu cenného papíru vyhovujícího oběma právním normám.

Dalším cílem praktické části je vyhodnocení vývoje kursu firmy Zentiva od konce června 2004, kdy firma úspěšně realizovala IPO (primární emise akcií), do konce září. Jelikož vývoj kursu akcií je ovlivňován vývojem finanční situace podniku, zaměřím se v této části na analýzu poměrových ukazatelů vybrané firmy.

Tato diplomová práce je zpracována na základě údajů platných k 1. září 2006.

Primární údaje jsou čerpány jednak z příslušných právních norem, jednak ze serveru www.zentiva.cz, který zveřejňuje veškeré povinné čtvrtletní, pololetní a výroční zprávy firmy Zentiva a v neposlední řadě je zde k dispozici i prospekt emitenta.

5.1. Analýza prospektu konkrétní firmy

Při hodnocení prospektu vycházím z legislativ ČR a EU. Nejprve vyhodnocuji rozsah a kvalitu prospektu konkrétní firmy a to srovnáním obsahu tohoto prospektu s Nařízením komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004. Výchozím bodem je charakteristika 25 bodů- povinných náležitostí emisního prospektu, obsažených v Nařízení. Poté následuje konfrontace teorie x skutečnost a vyhodnocení prospektu z pohledu investora.

V další části se zabývám srovnáním legislativ ČR a EU v oblasti uvádění povinných minimálních údajů v prospektu emitenta. Závěrem této části je navržen vzor emisního prospektu vyhovujícího oběma legislativám.

5.2. Vyhodnocení vývoje kursu akcií konkrétní firmy

K vyhodnocení vývoje kursu vybrané firmy použiji vybrané finanční ukazatele, neboť jedním z determinantů kursu akcií je právě finanční situace hodnocené firmy.

Celkem bylo vybráno 9 ukazatelů a na vývoji těchto ukazatelů v čase je zdokumentován vývoj finanční situace firmy, ale především vliv IPO na finanční zdraví společnosti. Vliv IPO je zde zobrazen pomocí konfrontace poměrových ukazatelů za období před a po IPO, konkrétně rok 2003 x 2005, popř. u ukazatelů, kde jsou k dispozici pouze data za r. 2004, 2005, je toto srovnání provedeno v rámci těchto let. Konkrétně se toto týká ukazatelů kapitálového trhu.

U každého použitého ukazatele jsou vždy v přehledné tabulce uvedeny konkrétní ekonomické hodnoty, které jsou použité při výpočtu daného ukazatele. Vývoj těchto jednotlivých hodnot a konkrétního poměrového ukazatele v čase je názorně zobrazen pomocí vývojových grafů.

Z poměrových ukazatelů jsem ve své práci využila:

- **Výnosnost vlastního kapitálu (ROE)** = $\frac{EAT}{VK}$ - čistý hospodářský výsledek / vlastní kapitál
- **Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu** = $\frac{\text{Vlastní kapitál (VK)}}{\text{Celková pasiva (aktiva) (P)}}$

- **Úrokové krytí** = $\frac{\text{EBIT (zisk před úroky a zdaněním)}}{\text{nákladové úroky(NÚ)}}$
- **Podíl provozního kapitálu/aktivech** = $\frac{\text{čistý provozní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$
(oběžná A-krátkodobé P)
- $\frac{\text{P}}{\text{BV}} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{vlastní jmění}}$ $\frac{\text{P}}{\text{E}} = \frac{\text{tržní cena všech akcií}}{\text{EPS}}$
- **Dividendová sazba** = $\frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{nominální cena akcie}}$
- **Dividendový výnos (DY)** = $\frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}}$
- **Dividendový výplatní poměr (POR)** = $\frac{\text{vyplacené dividendy}}{\text{čistý zisk}}$

6. Specifikace vybraného subjektu- skupiny Zentiva N.V.

Zentiva, N.V.

Akcionářská struktura 30.6.2004		k 30.9.2006	
Wartburg Pincus	53,90%	Sanofi-Aventis	24,90%
Vedení a zaměstnanci	13,80%	Česká pojišťovna	12,30%
Ostatní soukr.akcionáři	2,20%	Vedení a zaměstnanci	6,50%
Volně obchodovatelné akcie	30,20%	Ostatní investoři	56,30%

Skupina ZENTIVA vznikla v srpnu roku 2003 spojením dvou úspěšných a největších farmaceutických společností v České a Slovenské republice, společností Léčiva a Slovakofarma.

Společnost Zentiva B.V., která již byla majoritním akcionářem české společnosti Léčiva, požádala Úřad hospodářské soutěže Slovenské republiky o souhlas s převzetím většinového podílu akcií společnosti Slovakofarma. Úřad transakci schválil 11. srpna 2003 a již od 1. září 2003 zahájila nová společnost Zentiva obchodování výrobků obou původních společností, Slovakofarma i Léčiva.

Po akvizici Slovakofarmy v roce 2003 společnost získala vedoucí postavení na slovenském trhu a stala se čtvrtou největší farmaceutickou společností v střední a východní Evropě. Díky akvizici rozšířila svoji výrobní kapacitu na největší v regionu a zajistila si tím prostor pro růst produkce a tržeb.

Okamžitě po dokončení právních náležitostí týkajících se fúze společností Léčiva a Slovakofarma, tedy faktického vzniku skupin Zentiva, přišel nový úkol. Příprava na první primární emisi akcií na pražské burze cenných papírů a zahájení obchodování s akciemi společnosti Zentiva B.V. nejen v Praze, ale také na londýnské burze.

Zentiva je vedoucí farmaceutickou společností na českém a slovenském trhu. Vyrábí generická léčiva, tj. kopie originálních léků, kterým vypršela patentová ochrana. Hlavní část tržeb tvoří léky na předpis (77%).

Společnost společně s růstem tržeb investuje i do výzkumu a vývoje vlastních značkových generik, kterými postupně nahrazuje starší méně ziskové produkty a léky vyráběné na základě licencí.

Schéma č. 4 : Právní struktura společnosti Zentiva, N.V.



7. Vyhodnocení prospektu firmy Zentiva, N.V.

7.1. Analýza prospektu

Při hodnocení kvality a rozsahu prospektu jsem se řídila dle Nařízení komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29.dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů a Vyhláškou 263/2004 Sb.

Z Nařízení komise jsem využila kapitolu II-čl. 3 a 4, která se zabývá minimálními údaji, které mají být uvedeny v prospektu a dále především přílohu I, která obsahuje minimální požadavky na zveřejnění údajů v registračním dokumentu akcií.

V Příloze I je uvedeno 25 základních bodů prospektu a každý bod je ještě dále členěn na podbody. Mým cílem je srovnat legislativní obsah s obsahem skutečného prospektu fy. Zentiva, N.V. a vyhodnotit rozsah a kvalitu prospektu pro investory. Dále pak srovnat rozsah povinných minimálních údajů platných v rámci EU a v ČR.

Bod č. 1 Odpovědné osoby

Bod 1 obsahuje dva podbody , týkající se odpovědných osob za údaje uvedené v prospektu a zároveň prohlášení osob odpovědných za registrační dokument.

V prospektu jsou uvedena Prohlášení emitenta, kde emitent přebírá odpovědnost za správnost údajů uvedených v prospektu a zároveň upozorňuje, že informace a výhledy zde uvedené nesmí být považovány za závazek . Zájemci o koupi akcií by měli provést vlastní analýzu. Prohlášení emitenta je podepsáno generálním ředitelem a finančním ředitelem fy.Zentiva.

Dalším prohlášením je Prohlášení osoby zodpovědné za prospekt, kterým je v tomto případě finanční ředitel fy.Zentiva.

Třetím prohlášením je Prohlášení ověřujícího člena burzy- společnosti WOOD & Copany Financial Services, a.s., která porovnála tento prospekt s vyhláškou Komise pro cenné papíry č.263/2004 Sb. a s burzovními pravidly „ Podmínky přijetí cenného papíru k burzovnímu obchodu“. Nicméně obsahuje upozornění, že za přesnost a

pravdivost údajů je zodpovědný emitent. Toto prohlášení je podepsáno generálním ředitelem společnosti WOOD & Company Financial Services, a.s.

Odpovědná osoba by měla být zmíněna v samostatném bodě nicméně takový bod prospekt neobsahuje. Odpovědná osoba je uvedena v jednom z prohlášení.

Bod č.2 Oprávnění auditoři

Bod 2 má obsahovat jména a adresy auditorů emitenta., za které jsou uvedeny historické finanční údaje.

V prospektu jsou tato data zmíněna na straně I 170 v rozsahu požadovaném nařízením.

Bod č. 3 Vybrané finanční údaje

Vybrané finanční údaje musí uvádět hlavní čísla shrnující finanční situaci emitenta.

Prospekt Zentivy zmiňuje souhrn finančních údajů na str. I 10 – 12. Jedná se zpravidla o upozornění dle jakých účetních standardů se postupovalo v různých obdobích vývoje emitenta a jeho dceřiných společností., která data jsou auditovaná, konsolidovaná a naopak. V této stati jsou dále vysvětlovány použité termíny a finanční ukazatele a důvod za jakým účelem byly použity .

Bod č. 4 Rizikové faktory

Obsahem této kapitoly by mělo být jasné zveřejnění rizikových faktorů specifických pro emitenta nebo jeho odvětví .

Rizikové faktory jsou uvedeny na str. I 26 – 30. Jsou rozčleněny do 3 skupin- Rizika spojená s podnikáním, Rizika spojená s akcemi , Rizika spojená s Českou republikou a Slovenskem.

Stat' zabývající se rizikem spojeným s podnikáním hovoří o závislosti úspěchu firmy na vývoji, testování a vyrábění generických léčiv a především na průkaznosti, že tyto léky jsou bioekvivalentem jejich značkových protějšků. Dále je zde odkaz na velmi intenzivní konkurenci v oboru. Konkuruující firmy jsou zde jmenovitě uvedeny a zhodnoceny jejich výhody. Dále je zde zmiňováno riziko spojené s akvizicemi v Polsku a Rusku, riziko možných soudních sporů týkající se platnosti, porušování patentů nebo

práv z duševního vlastnictví. Je zde také zmíněn problém státní cenové regulace léčiv a dopad změny měnových kurzů na hospodaření společnosti. Dalším rizikovým faktorem zde zmiňovaným je daňová problematika a příp. změny v daňových zákonech, závazky z úvěrových smluv, otázky ochrany životního prostředí.

Stať zabývající se rizikem spojeným s akcemi upozorňuje na odlišnosti v regulování a monitorování českých trhů cenných papírů oproti trhům zahraničním, zejména oproti trhu v USA. Dále zmiňuje riziko nerozvinutí trhu, riziko snížení kurzu akcií při uvedení dalších akcií na trh či riziko farmaceutického odvětví. Posledním bodem této stati je zhodnocení velikosti a likvidity Burzy cenných papírů Praha. V této souvislosti je zde uváděn vývoj tržní kapitalizace pražské burzy a vývoj počtu titulů obchodovaných na hlavním trhu.

Poslední stať tohoto bodu je zaměřena na politická, sociální a ekonomická rizika České republiky a Slovenska a tedy jejich vliv na hodnotu akcií. Obsahuje upozornění na rizika spojená se situací i na jiných nově se rozvíjejících trzích.

Bod č. 5 Údaje o emitentovi

Obsahem tohoto bodu jsou 2 podbody zabývající se historií a vývojem emitenta a dále pak jeho investicemi. Historii emitenta lze najít na str. I 169 – Všeobecné informace, dále pak přímo na úvodní stránce prospektu a na str. I 14 – 17 – Shrnutí.

Stať týkající se investic je obsažena ve Shrnutí na str. I 25 a na str. I 42, kde je možno vyčíst minulý vývoj investic, ale zejména na str. I 65- 66, kde jsou prezentovány investiční výdaje od r. 2001 do r. 2003 a zároveň je zde výhled na r. 2004.

Bod č. 6 Přehled podnikání

Bod č. 6 má obsahovat v první řadě popis povahy podnikání emitenta a jeho hlavních činností, hlavní kategorie prodávaných produktů za každý finanční rok a uvedení všech významných nových zavedených produktů. Druhým podbodem je popis hlavních trhů, na kterých emitent soutěží, včetně členění celkových příjmů podle kategorie činnosti a zeměpisného trhu za každý finanční rok.

Informace týkající se bodu č. 6 je možné najít na str. I 68-73, kde je shrnuto popis činnosti, čím se zabývá, v jakých zemích je činná a uvádí se zde finanční výsledky za uplynulý rok 2003. Jsou zde jmenovány podnikatelské činnosti společnosti:

obchod a marketing, zásobování, výroba, distribuce, výzkum a vývoj, konkurenční přednosti, strategie. Hlavním sdělením tohoto bodu jsou však přehledy týkající se výrobní řady, t.j. obraty jednotlivých skupin léčiv- volně prodejných či na předpisech, jejich procentuální zastoupení na celku, dále procentuální podíl a tržní podíl společnosti v jednotlivých zemích podle terapeutických kategorií, obraty značkových léčiv podle geografických oblastí za jednotlivá období. Jsou zde jmenovány hlavní trhy odbytu- Česká republika, Slovensko, Polsko, Rusko- str. I 79 - 82, které jsou velmi detailně charakterizovány z hlediska vývoje prodeje jednotlivých léků dle obrátů a umístění na trhu.

Bod č. 7 Organizační struktura

V tomto bodě by měla být stručně popsána skupina, je-li emitent součástí skupiny, postavení emitenta ve skupině, seznam významných dceřinných společností včetně názvu, země, jejímž právem se řídí, velikosti majetkové účasti a hlasovacích práv.

Struktura společnosti je názorně zobrazena ve schématu na str. I 95, kde je možno se dozvědět i procentuální účasti na jednotlivých společnostech.

Významné dceřinné společnosti ,jejich název, sídlo, IČO, předmět podnikání, výše akciového podílu, výš rezerv, hospodářský výsledek po zdanění za rok 2003, pohledávky a závazky emitenta, přijaté dividendy můžeme najít na str. I 116 – 117.

Bod č. 8 Nemovitosti, stroje a zařízení

Obsahem bodu č. 8 by měly být údaje o stávajících nebo plánovaných významných hmotných dlouhodobých aktivech.

Str. I 92 nám přináší popis hlavních výrobních zařízení společnosti, jejich popis, velikost pracoviště v m², velikost výrobních zařízení v m², titul držby- vlastnictví, kapacitu, procentuální vyjádření využití kapacity.

Bod č. 9 Provozní a finanční přehled

Finanční situace a provozní zisk by měly být popsány na základě vývoje hospodářských výsledků za každý rok a mezitímní období , za které jsou požadovány

historické finanční údaje, včetně důvodů podstatných meziročních změn finančních údajů, v míře nezbytné pro pochopení podnikání emitenta jako celku.

Finanční situace, jejíž součástí je i provozní zisk, je detailně zmiňována na str. I 41 – 43 a to ve formě přehledné tabulky obsahující údaje z výkazů zisku a ztrát, údaje z rozvahy a ostatní údaje, vše za jednotlivé požadované roky.

Posouzením a výhledy provozní a finanční činnosti společnosti se zabývají str. I 44 – 67. V této části jsou zmiňovány kvalitativní a kvantitativní informace o tržním riziku, což znamená rizika směnných kurzů, riziko změny úrokových sazeb, riziko inflace a komoditních cen.

Největší rozsah zda zabírá meziroční porovnávání výsledků, postupně od roku 2002 a to zvláště za každou zemi. Srovnávanými veličinami jsou: tržby, náklady vynaložené na prodané zboží, hrubý zisk, provozní náklady, provozní zisk, výnosové a nákladové úroky, finanční náklady a výnosy, daň, menšinové podíly a čistý zisk. Tržby jsou dále členěny na tržby z volně prodejných léků a léků na předpis, tržby z prodeje účinných látek, ostatní tržby a rabaty.

Bod č. 10 Zdroje kapitálu

V této části mají být charakterizovány zdroje kapitálu emitenta, vysvětlení zdrojů, částek, slovní rozbor peněžních toků emitenta, údaje o struktuře financování emitenta, údaje o všech omezeních využití zdrojů kapitálu, které podstatně ovlivnily nebo mohly ovlivnit, přímo či nepřímo, provoz emitenta.

Požadované údaje jsou uvedeny na str. I 37- krátkodobé a dlouhodobé závazky, vlastní a akciový kapitál, nerozdělený zisk a kapitalizace, dále pak na str. I 64 – 65, kde jsou v tabulce názorně shrnuty peněžní toky společnosti v jednotlivých letech a dále pak smluvní a jiné závazky vyjádřené úhrnnými částkami dle období setříděné v přehledné tabulce. Dalšími údaji zde obsaženými jsou pohledávky a závazky po splatnosti.

Bod č. 11 Výzkum a vývoj, patenty a licence

Pokud je to podstatné uvádí se v této části popis politiky emitenta pro výzkum a vývoj v každém finančním roce, za které jsou uvedeny finanční údaje, včetně částky vynaložené na výzkumné a vývojové činnosti sponzorované emitentem.

Oblastí výzkumu a vývoje se v prospektu zabývá stať na str. I 88 – 90. Dozvíme se zde kolik lidí je zaměstnáno v oblasti výzkumu a vývoje, je zde názorná tabulka obsahující informace o získaných povolení k prodeji nových léků na čtyřech hlavních trzích společnosti, která společnost obdržela od r. 1999.

Další tabulkou je členění žádostí společnosti o registrace léčivých přípravků podle oblasti léčby na čtyřech hlavních trzích.

V neposlední řadě musím uvést další tabulku, vyčísľující náklady na výzkum a vývoj od r. 2001 a tabulku srovnávající náklady na výzkum a vývoj s obratem z prodeje za uvedená období.

Poslední část, věnující se otázce patentové ochrany, t.z. povolení k prodeji, dodatkovým ochranným osvědčením, exkluzivitě údajů a tzv. "bolarovské vyjímce", se nachází v části „Přehled odvětví“ na str. I 113 - 115. Bolarovská vyjímka v zásadě umožňuje provádět to, co je nezbytné k získání povolení k prodeji před uplynutím patentové ochrany, aniž by docházelo k porušení příslušného patentu.

Bod č. 12 Informace o trendech

Obsahem tohoto bodu jsou informace o posledních trendech ve výrobě, prodeji, zásobách, nákladech, prodejních cenách od konce posledního finančního roku do data registračního dokumentu, informace o všech známých trendech, nejistotách, poptávkách, závazcích nebo událostech, které by mohly mít významný vliv na vyhlídky emitenta.

V prospektu se toto téma objevuje v části Přehled odvětví a regulačního prostředí na str. I 104 – 115. V úvodu této kapitoly se je hodnocen momentální stav světového farmaceutického trhu textem a pomocí tabulky s údaji o obratech v jednotlivých regionech světa. V dalším textu jsou zmiňovány jednotlivé země, ve kterých emitent působí, kde u každé země je uvedena přehledná tabulka o maloobchodním obratu v této zemi, členěná dle terapeutických kategorií. Vše je doplněno komentářem o možném dalším vývoji v příslušné zemi.

Poměrně značná část této kapitoly se zabývá regulatorními otázkami v jednotlivých zemích- registracemi, určováním cen, úhradami.

Bod č. 13 Prognózy nebo odhady zisku

Tento bod by měl obsahovat prohlášení uvádějící základní předpoklady, na nichž emitent svou prognózu nebo odhad založil. Musí být jasně rozlišeno mezi předpoklady o faktorech, které mohou členové správních, řídicích nebo dozorčích orgánů ovlivnit, a předpoklady o faktorech, které jsou zcela mimo vliv těchto osob. Předpoklady musí být pro investory snadno srozumitelné, konkrétní a přesné. Součástí tohoto bodu by měla být zpráva vypracovaná nezávislými účetními nebo auditory a uvádějící, že podle názoru nezávislých účetních nebo auditorů byly prognóza nebo odhad řádně vypracovány na uvedeném základě.

V prospektu společnosti se na str. I 13 nachází stat' s názvem „Prohlášení o budoucích skutečnostech“, která charakterizuje co jsou to prohlášení a jaké výroky mohou být za prohlášení považovány. Prohlášení lze rozpoznat dle použitých výrazů, jako jsou „domnívá se“, „odhaduje“, „předpokládá“, „očekává“, „má v úmyslu“ atd. K těmto prohlášením patří nim zejména: prohlášení týkající se záměrů společnosti, přesvědčení o současných očekáváníích týkajících se mj. hospodářských výsledků, finanční situace, likvidity, růstu a strategii společnosti a odvětví, v němž emitent působí

Svou povahou jsou prohlášení o budoucích skutečnostech spojena s rizikem a nejistotou, neboť se týkají budoucích událostí. Nejsou zárukou budoucího výkonu. Jsou zde vyjmenovány faktory, které by mohly vést k podstatným rozdílům mezi skutečnými výsledky a očekáváníími. Tyto a další faktory jsou podrobně rozebrány v části „Rizikové faktory“ a „Popis podnikání“.

Na str. I 14 – 17 dochází ke shrnutí a tato část obsahuje většinu prognóz, vyjádřených čistě slovně, bez udání jakýchkoli numerických hodnot s hojným použitím výrazů výše jmenovaných.

Bod č. 14 Správní, řídicí a dozorčí orgány a vrcholové vedení

V bodě 14 mají být uvedena jména a pracovní adresy osob zastávajících u emitenta následující funkce: členové správních, řídicích a dozorčích orgánů, každý vrcholový manažer, povaha veškerých příbuzenských vztahů mezi kterýmkoli z těchto osob. U všech uvedených členů je zapotřebí uvést podrobné informace o manažerských odborných znalostech : názvy obchodních společností, v nichž osoba byla členem

správních a dalších orgánů nebo společníkem v předešlých 5 letech, veškerá odsouzení za podvodné trestné činy, údaje o veškerých konkursních řízeních apod. Pokud takové údaje neexistují, musí o tom být vydáno prohlášení.

Dalším povinným údajem je uvedení možných střetů zájmu mezi povinnostmi osob z předešlého článku k emitentovi a jejich soukromými zájmy.

Tyto skutečnosti jsou zmiňovány v prospektu na str. I 97 – 103. Tato část se zabývá vrcholovým vedením a členy představenstva. Členi představenstva jsou zde uvedeni jmenovitě, s daty narození, s funkcemi vykonávanými v rámci emitenta, s daty nástupu do funkcí a s místy působení. U každého člena je stručný životopis s uvedením absolvovaného studia a charakteristiky vývoje jeho kariéry. Ta samá charakteristika je uplatňována i u vrcholového vedení. Navíc jsou zde uvedena kritéria výběru členů vrcholového vedení. Důležitou součástí je tabulka s vyčíslenými podíly na akciovém kapitálu emitenta jednotlivých členů představenstva a vrcholového vedení. Je zde uvedeno prohlášení, že nedochází ke střetu zájmů zainteresovaných osob. V poslední části jsou charakterizovány jednotlivé výbory představenstva a jejich členové.

Bod č. 15 Odměny a výhody

Bod 15 by měl obsahovat výši odměny a výhody vyplacené za poslední finanční rok u osob uvedených v předcházejícím bodě. Údaje musí být poskytovány jednotlivě.

Náležitosti tohoto bodu lze dohledat na str. I 100 – 101, kde jsou charakterizovány zásady odměňování a pracovního poměru členů představenstva a členů vrcholového vedení. U každého jednotlivého člena jsou uvedeny konkrétní sumy vyplacených mezd a bonusů a na základě jakého dokumentu byly tyto vyplaceny.

Bod č. 16 Postupy dozorčí popř. správní rady

V tomto bodě bychom měli najít údaje o pracovních smlouvách členů správních, řídicích a dozorčích orgánů s emitentem nebo jeho dceřinými společnostmi, s uvedením výhod při ukončení zaměstnání, nebo prohlášení o tom, že takové smlouvy neexistují, dále údaje o emitentově kontrolním výboru a výboru pro odměny, včetně

jmen členů výboru a souhrnu pravomocí a nakonec prohlášení o tom, zda emitent dodržuje režim řádného řízení a správy společnosti platný v jeho zemi.

V prospektu emitenta najdeme údaje o pracovních smlouvách všech členů v požadovaném rozsahu dle vyhlášky na str. I 100 – 101.

Údaje o kontrolním výboru a výboru pro odměny nalezneme na str. I 103 společně s prohlášením o dodržování režimu řádného řízení a to ve stati „Správa a řízení společnosti“.

Bod č. 17 Zaměstnanci

Dle bodu 17 má prospekt emitenta obsahovat buď počet zaměstnanců na konci období, nebo průměr za každý finanční rok a pokud je to možné a podstatné členění zaměstnaných osob dle hlavní kategorie činnosti a zeměpisného umístění. Dalším povinným údajem je držba akcií a to u osob uvedených v bodě 14.

Ve skutečném prospektu nalezneme stať zabývající se otázkou zaměstnanců na str. I 93, kde se můžeme dočíst počty zaměstnanců v jednotlivých zemích, dozvíme se zde o odborových organizacích zaměstnanců, o dalším vzdělávání, o výkonnostních prémiech, o příspěvcích společnosti do fondů penzijního pojištění.

Držba akcií - podíly na akciovém kapitálu členů představenstva a členů vrcholového vedení jsou uvedeny na str. I 102 prospektu v tabulce obsahující, jak údaje k datu tohoto prospektu tak údaje po kombinované nabídce akcií.

Bod č. 18 Hlavní akcionáři

V prospektu je povinností uvést veškeré emitentovi známé osoby, které mají přímo či nepřímo účast na kapitálu nebo hlasovacích právech, zda mají hlavní akcionáři odlišná hlasovací práva nebo prohlášení, že tomu tak není a dále v míře známé emitentovi uvedení toho, zda je emitent přímo či nepřímo vlastněn nebo ovládán a kým, popis povahy této kontroly a přijatých opatření.

V prospektu emitenta je na str. I 118 zobrazena tabulka s údaji o akcionářích s alespoň 3% podílem na vydaném akciovém kapitálu emitenta. V tabulce je vždy uveden název akcionáře, počet akcií, počet prioritních akcií, podíl na vydaném akciovém kapitálu k datu prospektu a zároveň aktualizované údaje po kombinované nabídce.

Co se týče otázky odlišných hlasovacích práv, tak ta je zmíněna ve stati „ Transakce propojených osob“, str. I 119 - 122.

Bod č. 19 Transakce se spřízněnými stranami

Má obsahovat údaje o transakcích se spřízněnými stranami, do kterých emitent vstoupil v období, za které jsou uváděny historické finanční údaje, do data registračního dokumentu.

Stat' „ Transakce propojených osob“ se nachází na str. I 119 - 122. Tato stat' obsahuje podkapitoly zabývající se akcionářskou smlouvou, transakcemi uvnitř společnosti, smlouvami s hlavním akcionářem- jeho identifikací a historií, smlouvou o registračních právech, ostatními smlouvami, konkrétně zaměstnaneckými akciovými plány. Je zde řešena otázka ukončení pracovního poměru ve vztahu k převoditelnosti akcií.

Bod č. 20 Finanční údaje o aktivech a závazcích, finanční situaci a zisku a ztrátách emitenta

Bod č. 20 je obsahem nejrozsáhlejší a to jistě z důvodu významnosti pro budoucí investory, kteří zde naleznou především velmi podrobné finanční údaje o emitentovi, je zde řešena dividendová politika a případná soudní a rozhodčí řízení.

Finanční údaje o emitentovi musí být nezávisle ověřené zprávou auditora, jsou uváděny za poslední 3 finanční roky . V našem případě konkrétně za roky 2003, 2002 a 2001. Finančními údaji pro účel prospektu emitenta jsou rozvaha str. F57 a F103, výsledovka str. F56 a F102, výkaz peněžních toků str. F58 a F104, výkaz uvádějící všechny změny vlastního kapitálu str. F59 a F105, a účetní postupy a komentáře k účetním výkazům str. F10 – F22.

V případě významné velké změny je nutno doložit popis toho, jak by mohla transakce ovlivnit aktiva a závazky a zisky emitenta, kdyby byla transakce provedena na začátku vykazovaného období nebo k datu výkazu. Tento požadavek bude obvykle splněn zařazením pro forma finančních údajů str. I38 – 40, které musí být doprovázeny zprávou vypracovanou nezávislými účetními nebo auditory . Tato zpráva zde však chybí.

Pokud emitent zpracovává vlastní i konsolidovanou roční účetní závěrku, musí být do prospektu zařazena alespoň konsolidovaná roční účetní závěrka str. F4-F9 a F56-F59.

Nedílnou součástí je uvedení prohlášení o tom, že historické finanční údaje byly ověřeny str. F4 a F54. Poslední rok, pro který byly finanční údaje ověřeny, nesmí být starší než 18 měsíců od registračního dokumentu, pokud emitent zahrne do registračního dokumentu ověřenou mezitímní účetní závěrku nebo 15 měsíců, pokud bude zahrnuta neověřená závěrka.

Pokud emitent zveřejnil čtvrtletní nebo pololetní finanční údaje od data své poslední ověřené účetní závěrky str. F6-F9, musí být tyto údaje zařazeny do prospektu a pokud byly tyto dokumenty přezkoumány nebo ověřeny, musí být přiložena zpráva o přezkumu str. F4.

Významnou součástí bodu č.20 je popis politiky emitenta ohledně rozdělování dividend a veškerá příslušná omezení. Jsou zde uváděny výše dividend na akcii za každý finanční rok v období, za které jsou uváděny historické finanční údaje a to v případě, že se počet akcií emitenta změnil str. F 29-F30, str. F 77-78 a str. I35.

Dalšími povinnými náležitostmi tohoto bodu jsou údaje o všech státních, soudních nebo rozhodčích řízeních za období nejméně předešlých 12 měsíců, která mohla mít nebo měla významný vliv na finanční situaci či ziskovost emitenta v opačném případě musí obsahovat prohlášení o tom, že taková řízení neexistují str. I94, str. F44 a str. F92.

Posledním údajem bodu č. 20 je popis každé významné změny finanční nebo obchodní situace skupiny, ke které došlo o konce posledního finančního období, za které byly zveřejněny ověřené finanční údaje str. F51 a str.F98 nebo prohlášení o tom, že k takové změně nedošlo.

Bod č. 21 Doplnující údaje

Tento bod se zabývá dvěma tématy a to základním kapitálem a společenskými smlouvami a stanovami.

Do uváděných historických údajů musí být zahrnuty ke dni nejnovější rozvahy následující údaje: částka upsaného kapitálu a pro každý druh akcií: počet schválených akcií, počet akcií emitovaných a plně splacených a nesplacených, jmenovitá hodnota

akcie, odsouhlasení počtu akcií v oběhu na počátku a konci roku. Vše najdeme v přehledných, názorných tabulkách na následujících stránkách –str. I126 – I 132 a str. F37 a str. F86.

V tomto bodě jsou dále řešeny otázky emise akcií, přednostního práva, zpětného odkupu, snížení kapitálu, převodu akcií a to na str. I127-I128.

Dále zde najdeme počty, účetní hodnoty a jmenovité hodnoty akcií emitenta, které jsou v držení emitenta nebo v držení dceřinných společností a to na str. I 116 – I 117.

Důležitou informací je uvedení historie základního kapitálu, což je k dispozici na str. F37 a str. F86.

Stat' „Společenské smlouvy a stanovy“ musí obsahovat popis předmětu a účelu činnosti emitenta, souhrn všech ustanovení společenské smlouvy a stanov emitenta ohledně členů správních, řídicích dozorčích orgánů. V prospektu jsou tato témata řešena ve statích „Valná hromada akcionářů“, „Vyplácení zisku“, „Úprava stanov, fúze, rozdělení a zánik“, „Likvidace“, „Představenstvo“ a to na stránkách I 128- I 131.

Bod č. 22 Významné smlouvy

Bod č. 22 má být shrnutím všech významných smluv kromě smluv uzavřených v rámci běžného podnikání, ve kterých je smluvní stranou emitent nebo kterýkoli člen skupiny a to za dva roky zpátky předcházející zveřejnění registračního dokumentu.

Tyto smlouvy jsou zmiňovány v rámci kapitoly „Transakce propojených osob“ na str. I 119 – I 122, kde jsou vyjmenovány a stručně charakterizovány následující smlouvy: akcionářská, o registračních právech, ostatní smlouvy- zaměstnanecké akciové plány.

O významných hospodářských smlouvách se pojednává na str. I 169 v kapitole „Všeobecné informace“, konkrétně v bodě 9.

Dále se pak na str. I 122 – I 125 můžeme seznámit stručně a jasně s významnými závazky z úvěrů a půjček emitenta, v celkovém počtu devíti smluv a dále pak na str. I 65 „Smluvní a jiné závazky.

Na závěr je zde upozornění na charakter závazků plynoucí z uvedených úvěrových smluv. Úvěrové smlouvy obsahují běžné závazky, zejména závazek dodržování finančních ukazatelů a v některých případech i omezení týkající se

vypláčení dividend. Dále obsahují i další závazky týkající se omezení mj.: prodeje aktiv, fúzí, dlužných závazků, zcizování, akvizic apod. Úvěrové smlouvy vymezují běžné případy podstatného porušení.

Bod č. 23 Údaje třetích stran a prohlášení znalců a prohlášení o jakémkoli zájmu

Pokud je do registračního dokumentu zařazeno prohlášení nebo zpráva osoby, která jedná jako znalec, je nutno uvést jméno této osoby, její obchodní adresu, odbornou způsobilost.

V prospektu jsou zmiňováni nezávislí auditori – na str. I 175. Dále pak na str. I 170 v bodech č. 11 – 14. Na str. F4, F54 a F135 jsou otisknuty výroky auditorů.

Bod č. 24 Zveřejněné dokumenty

Tento bod obsahuje prohlášení o tom, že po dobu platnosti registračního dokumentu lze podle potřeby nahlédnout do těchto dokumentů: společenská smlouva a stanovy emitenta, všechny zprávy, pošta a jiné dokumenty, historické finanční údaje, ocenění a prohlášení vypracovaná znalcem na žádost emitenta, historické finanční údaje emitenta nebo v případě skupiny i finanční údaje dceřinných podniků za každý ze dvou finančních roků předcházejících zveřejnění registračního dokumentu. Dále je zde uvedeno místo, kde lze do zveřejněných dokumentů ve fyzické nebo elektronické podobě nahlédnout.

Veškeré informace zmiňované výše lze najít na str. I 171 v bodě č. 19.

Bod č. 25 Údaje o majetkových účastech

Tento bod obsahuje údaje o podnicích, ve kterých emitent drží podíl na kapitálu, který by mohl mít významný dopad na hodnocení jeho vlastních aktiv a závazků, finanční situace nebo zisků či ztrát.

S těmito údaji se máme možnost seznámit v kapitole „Významné dceřinné společnosti“ na str. I 116 – 117. Na str. F13 najdeme seznam firem zahrnutých do konsolidace, v nichž má majetkovou účast s rozhodujícím vlivem. Na str. F 14 jsou uvedeny dceřinné společnosti nezahrnuté do konsolidace.

Shrnutí- vyhodnocení prospektu

Prospekt v té podobě, ve které jsem ho měla možnost prostudovat, je prospekt již schválený příslušným regulátorem trhu, což znamená, že splňuje legislativní podmínky pro prospekt cenného papíru uváděného na veřejný trh v ČR. Můžeme tedy konstatovat, že prospekt fy. Zentiva N.V. je ve shodě s vyhláškou č. 263/2004 Sb. Vzhledem k tomu, že v případě fy. Zentiva se jednalo o kombinovanou nabídku, což znamená uvádění na trh kromě České republiky ještě na Londýnské burze, srovnala jsem rozsah prospektu ještě s Nařízením komise (ES) č. 809/2004 ze dne 29.dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. Z tohoto nařízení jsem využila kapitolu II-čl. 3 a 4, která se zabývá minimálními údaji, které mají být uvedeny v prospektu a dále především přílohu I, která obsahuje minimální požadavky na zveřejnění údajů v registračním dokumentu akcií.

V Příloze I je uvedeno 25 základních bodů prospektu a každý bod je ještě dále členěn na podbody. Všech 25 základních bodů výše zmiňovaného nařízení je v prospektu obsaženo, což dokazují odkazy na konkrétní strany prospektu u každého jednotlivého bodu.

Srovnáním vyhlášky č. 263/2004 Sb. s nařízením Komise (ES) č. 809/2004 jsem dospěla k následujícímu závěru:

Vyhláška obsahuje celkem 13 paragrafů s povinnými minimálními náležitostmi prospektu cenného papíru. Oproti tomu nařízení je rozloženo do 25 bodů.

Vyhláška obsahuje oproti nařízení navíc :

- § 1, týkající se úvodu a obsahu prospektu
- § 3, zabývající se údaji vztahujícími se na všechny cenné papíry – jimiž jsou např. druh, forma, podoba a počet kusů cenných papírů, identifikační označení dle mezinárodního systému číslování (ISIN), způsob zdaňování výnosů, způsob převodu cenného papíru, názvy regulovaných trhů, kde bylo nebo bude požádáno o přijetí cenného papíru , emisní kurz, informace o postupu při úpisu atd.
- § 4, týkající se dalších údajů o akciích – jimiž jsou např. datum vzniku práva na dividendu, emisní užil, informace o právu na přednostní úpis, celkové náklady emise

nebo jejich odhad v poměru připadajícím na jednu akcii, datum, ke kterému mají být akcie přijaty k obchodování na regulovaném trhu atd.

Nařízení obsahuje oproti vyhlášce navíc:

- Bod č. 4 Rizikové faktory – specifické pro emitenta nebo jeho odvětví
- Bod č. 8 Nemovitosti, stroje, zařízení – údaje o stávajících nebo plánovaných významných hmotných dlouhodobých aktivech, včetně pronajatých nemovitostí a dále pak popis veškerých problémů v oblasti životního prostředí, které mohou ovlivnit využití hmotných dlouhodobých aktiv ze strany emitenta
- Bod č. 10 Zdroje kapitálu – údaje o zdrojích kapitálu emitenta (krátkodobých i dlouhodobých), vysvětlení zdrojů a částek, slovní rozbor peněžních toků emitenta, údaje o struktuře financování emitenta
- Bod č. 16 Postupy dozorčí popř.správní rady- u členů správních, řídicích a dozorčích orgánů je požadováno uvedení datumu uplynutí stávajícího funkčního období, údaje o pracovních smlouvách těchto členů, údaje o emitentově kontrolním výboru a výboru pro odměny a v neposlední řadě prohlášení o tom, zda emitent dodržuje režim řádného řízení a správy společnosti platný v jeho zemi
- Bod č. 19 Transakce se spřízněnými stranami
- Bod č. 22 Významné smlouvy – shrnutí každé významné smlouvy kromě smluv uzavřených v rámci běžného podnikání, ve které je smluvní stranou emitent nebo kterýkoli člen skupiny
- Bod č. 23 Údaje třetích stran a prohlášení znalců a prohlášení o jakémkoli zájmu – pokud je do registračního dokumentu zařazeno prohlášení nebo zpráva osoby, která jedná jako znalec, je nutno uvést jméno, obchodní adresu, odbornou způsobilost a případný významný zájem v emitentovi

Další text se bude týkat vyhodnocení prospektu firmy Zentiva N.V. z pohledu potencionálního investora. Prospekt firmy Zentiva jsem měla možnost studovat jak v písemné podobě, tak v podobě elektronické. Rozsah prospektu činí celkem 324 stran včetně příloh, které zaujímají 143 stran. Prospekt obsahuje všechny paragrafy z vyhlášky 263/2004 Sb. a zároveň i body Nařízení komise, které jsem v předešlém

textu jmenovala jako body ve vyhlášce chybějící. Domnívám se tedy, že by na řadu měla přijít novela vyhlášky č. 263/ 2004 Sb., která by již obsahovala souhrn povinných náležitostí z obou zmiňovaných dokumentů.

Elektronická podoba dokumentu je lépe přehledná, z důvodu umožnění lepší, ale především rychlejší orientace v prospektu a to pomocí odkazů v levé části prospektu. Tyto odkazy jsou v podstatě názvy jednotlivých bodů prospektu-povinných údajů. Názvy vesměs vychází z terminologie výše zmiňovaného Nařízení Komise o povinných minimálních údajích. Nicméně v tomto přehledu jednotlivých bodů prospektu řada údajů chybí a pakliže se potenciální investor chce dopátrat konkrétního bodu z Nařízení, který není zobrazen v levé části prospektu, nezbyvá nic jiného než pročítat celý dokument, t.z. 324 stran.

U elektronické podoby bych v dnešní době již ocenila možnost zadání klíčového slova a následného vyhledání systémem.

Další má připomínka směřuje k přehlednosti. Domnívám se, že potenciální investoři by uvítali jednotný formát prospektu, který by mohl vycházet z legislativy, t.z. z novelizované vyhlášky č. 263/2004 Sb., obsahoval by veškeré povinné min.údaje požadované Evropskou unií i legislativou ČR a především určoval by pořadí v jakém mají tyto údaje v prospektu následovat.

Jak již bylo v úvodu k této kapitole řečeno: Prospekt je určitým souborem informací, který by měl potenciálním investorům poskytnout dostatečný podklad pro kvalifikované posouzení nabízených cenných papírů a pro rozhodnutí, zda tyto cenné papíry za stanovenou cenu koupí. Prospekt je určen nejširšímu okruhu investorů, čemuž odpovídá požadavek, aby prospekt byl zpracován v českém jazyce, srozumitelně a způsobem umožňujícím snadnou analýzu.

Všechny tyto požadavky byly v podstatě dodrženy. Jako jediný problém prospektu vidím tedy jeho nepřehlednost, neuspořádanost. Z tohoto důvodu jsem přistoupila v další části mé práce k navržení vzoru prospektu emitenta tak, aby vyhovoval veškerým požadavkům legislativ EU i ČR, ale především potenciálním investorům.

7.2. Návrh vzoru prospektu obsahující minimální požadavky na zveřejnění u veřejné emise akcií

1. Úvod a obsah prospektu	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, §1
2. Údaje o osobách odpovědných za prospekt a ověření účetní závěrky (oprávnění auditoři)	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 2 a,b,c,d a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 1-2
3. Údaje třetích stran a prohlášení znalců	Příloha 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 23
4. Údaje vztahující se na všechny cenné papíry	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 3 (1)-(3)
5. Další údaje o akcích, dividendová politika	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 4 (1)-(2) a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 20.7.
6. Základní údaje o emitentovi (historie a vývoj)	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 6 a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 5.1., 24
7. Společenské smlouvy, stanovy a významné smlouvy	Příloha 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 21.2. a 22

8. Organizační struktura emitenta	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 7c a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 7.1.-7.2.
9. Hlavní akcionáři	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 7c a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 18.1.-18.4.
10. Údaje o majetkových účastech	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 9 (12)-(16) a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 25
11. Údaje o statutárních a dozorčích orgánech a vedoucích pracovnících emitenta (jména, adresy, odměny, výhody)	Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 10 a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 14,15
12. Postupy dozorčí popř.správní rady	Příloha 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 16
13. Transakce se spřízněnými stranami	Příloha 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 19

<p>14. Údaje o činnosti emitenta (hlavní činnosti a hlavní trhy, výzkum,vývoj, patenty, licence, informace o trendech, investice)</p>	<p>Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 8 a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 5.2., 6.1.-6.5., 8, 11a a 12</p>
<p>15. Zaměstnanci</p>	<p>Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 8 a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 17</p>
<p>16. Soudní a rozhodčí řízení</p>	<p>Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 8 (1) g) a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 20.8.</p>
<p>17. Údaje o základním kapitálu emitenta</p>	<p>Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 7 a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 10, 21</p>
<p>18. Údaje o majetku, závazcích, finanční situaci, zisku a ztrátách emitenta (provozní a finanční přehled, finanční situace, provozní výsledky, vybrané finanční údaje)</p>	<p>Dle současné Vyhlášky č.263/2004, § 9 a Přílohy 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 3, 9, 20</p>
<p>19. Prognózy nebo odhady zisku</p>	<p>Dle současné Vyhlášky č.263/2004,§11b Příloha 1 Nařízení komise ES č.809/204-bod13</p>
<p>20. Rizikové faktory</p>	<p>Příloha 1 Nařízení komise ES č.809/204- bod 4</p>
<p>21. Přílohy</p>	

8. Vývoj hospodaření a kursu konkrétní firmy

V předešlé kapitole jsem se zabývala vyhodnocením prospektu firmy Zentiva N.V., který sloužil jako podklad k žádosti o přijetí akcií firmy Zentiva N.V. na veřejný trh v ČR.

Jak již bylo v této práci zmíněno prospekt je určitým souborem informací, který by měl potenciálním investorům poskytnout dostatečný podklad pro kvalifikované posouzení nabízených cenných papírů a pro rozhodnutí, zda tyto cenné papíry za stanovenou cenu koupí. Prospekt je určen nejširšímu okruhu investorů, čemuž odpovídá požadavek, aby prospekt byl zpracován v českém jazyce, srozumitelně a způsobem umožňujícím snadnou analýzu.

V této kapitole bych ráda navázala na údaje uvedené v prospektu a poznatky předešlé kapitoly a využila bych jich k vyhodnocení vývoje hospodaření firmy Zentiva N.V. před veřejnou nabídkou a po veřejné nabídce akcií a jak tato skutečnost ovlivnila vývoj kursu této firmy.

Pokud nebude uvedeno jinak, pak hlavním zdrojem dat v této části práce bude prospekt cenného papíru firmy Zentiva.

8.1. Zhodnocení vývoje kurzu akcií Zentivy

Zentiva byla Burzovním výborem pro kotaci přijata k podmíněnému obchodování na hlavním trhu BCPP 31. května 2004. Následně byl v prvním červnovém týdnu Komisí pro cenné papíry schválen i prospekt cenného papíru, který s ohledem na možnosti českého práva neobsahoval konečný emisní kurz, nýbrž jen předpokládané cenové rozpětí, které bylo určeno na 400 – 525 CZK za akcii. Toto poměrně široké cenové rozpětí dávalo manažerům emise dostatečný prostor pro určení konečného emisního kurzu na základě jednání s institucionálními investory a zmapování celkové poptávky po emisi.

Následně v období do 22. června 2004 přijímali manažeři emise nabídky na úpis. Konečný emisní kurz byl organizátorem emise oznámen 23. června 2004 a stanoven na 485 CZK za akcii. Celkově bylo upsáno 10 000 000 akcií, z nichž 4 329 896 bylo nově vydaných a 5 670 104 již existujících. Celkový objem primární emise tak činil 2,1 mld.

CZK a sekundární emise 2,75 mld. CZK. Poptávka po emisi pětkrát převýšila nabídku, což je možné považovat za úspěch.

Na BCPP se akcie začaly obchodovat 28. června 2004 a jejich kurz dosáhl denního maxima 516 CZK za akcii. Poté však poklesl a uzavřel na 504,5 CZK za akcii, což znamená počáteční výnos 4,02%. Na konci prvního týdne obchodování byl kurz akcie na úrovni 504 CZK, což znamená, že Zentiva dosáhla celkové tržní kapitalizace ve výši 19,22 mld. CZK. O tom, že byla primární emise Zentivy úspěšná, svědčí i rozhodnutí BCPP zařadit tuto emisi do bází indexu PX 50 a PX-D.

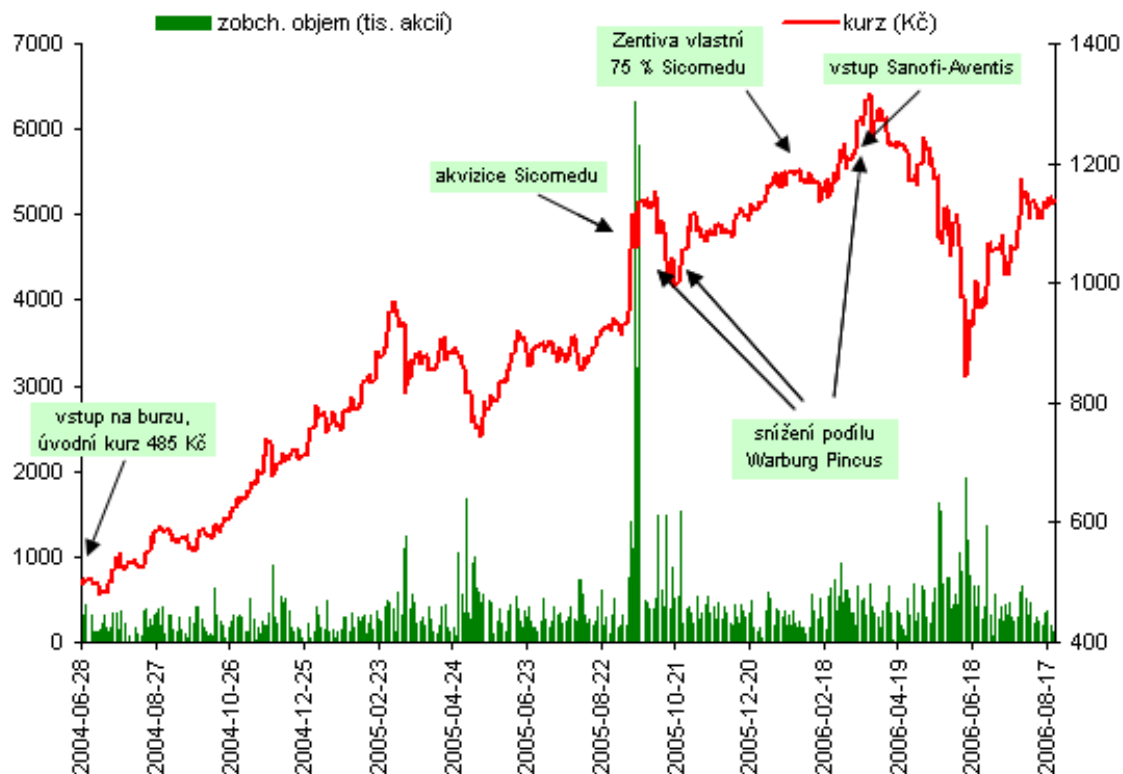
Dle studie pana Barteka ze společnosti Cyrrus (r. 2005) vnitřní hodnota na akcii Zentivy činila 1074 CZK na akcii. Aktuální kurz se v tuto dobu pohyboval o 40% níže. Doporučení analytiků znělo zcela jednoznačně: KOUPIT. V lednu 2006 došlo ze strany pana Barteka k přehodnocení vnitřní hodnoty na akcii a to směrem vzhůru na částku 1336 CZK za současného snížení investičního doporučení z předchozího stupně "rozhodně koupit" na nynější "koupit".

V současné době (září – říjen 2006) se akcie Zentivy obchodují v cenovém rozpětí 1200 – 1300 CZK. Zentiva dosáhla svého max dne 20.09. a 21.09. kdy proběhl obchod za cenu 1.323,-. Analytik Synek ze serveru Xenetra doporučuje při této ceně již akcie Zentivy nedržet - prodat.

Na následujícím Grafu č. je možno rozeznat veškeré důležité události, které ovlivnily kurz Zentivy. Vidíme zde jasný pozitivní vliv akvizice rumunské farmaceutické firmy Sicomed na podzim r. 2005. Investoři tímto kvitovali záměr Zentivy expandovat na další trhy s vysokým potenciálem růstu. Těmito trhy jsou Rusko, Rumunsko, Bulharsko a Pobaltské země. Dále zde vidíme vliv prodeje podílu fondů Warburg Pincus, kteří stáli u zrodu myšlenky na IPO Zentivy. Investoři dle grafu tento prodej nevnímali zrovna pozitivně. Domnívám se, že za touto rozladěností investorů stojí skutečnost, že fondy Warburg Pincus byly po dlouhou dobu hlavními většinovými akcionáři Zentivy, což zaručovalo jasnou, jednoduchou majetkovou strukturu firmy.

Velmi významný propad kurzu je patrný v období květen-červen 2006, kdy burza šla silně dolů (o 20 % za měsíc). Jako jedna z příčin, proč šla burza dolů, byly uváděny volby, nicméně ty možná jen trošku zesílily pád, který byl způsoben propadem na všech rozvíjejících se trzích.

Graf. č. 1: Vývoj akcií Zentivy



8.2. Srovnání vývoje hospodaření firmy před a po IPO

Tab. č. 8: Vstupní údaje pro analýzu výsledků

(v mil. CZK)	2001	2002	2003	2004	2005
Tržby (T)	5 857,00	5 940,00	7 571,10	10 673,80	11 839,40
Hrubá marže	3 127,00	3 367,00	4 526,20	6 438,50	7 295,40
EBITDA	1 615,00	1 819,00	2 194,00	3 092,00	3 240,00
EBIT	1 284,00	1 523,00	1 828,30	2 530,80	2 578,30
EAT	440,34	607,29	903,50	1 613,10	1 877,50
Aktiva celkem (A)	5 599,00	5 386,00	8 875,00	9 115,00	19 281,00
Oběžná aktiva (OA)	3 115,00	2 874,00	5 327,00	5 461,00	10 326,00
Vlastní kapitál (VK)	828,50	1 452,00	2 407,00	6 977,00	9 436,00
Nákladové úroky (NÚ)	265,95	311,49	225,23	101,12	46,26
(v mil. CZK)	2001	2002	2003	2004	2005

Krátk.bank.úvěry (KBÚ)	2 060,00	1 111,00	2 914,00	300,00	3 100,00
Volné peněžní toky (FCF)	692,50	726,81	1186,94	1 355,00	1 272,70
Čisté úrok.náklady (ČÚN)			226,70	72,30	18,10
Tržní cena akcie P (vCZK)				757,60	1 136,00
Zisk na akcii (v CZK)			24,29	44,91	49,23

Jednou z podmínek úspěchu IPO je ziskovost firmy v několika letech předcházejících samotné emisi akcií. V letech 2001-2002 dosáhla Zentiva (ještě bez společnosti Slovakofarma) při celkových tržbách těsně pod 6 mld. CZK čistého zisku ve výši 440,3 mil. CZK, resp. 607,3 mil. CZK. V průběhu roku 2003 došlo k převzetí Slovakofarmy Zentivou a čistý zisk dosáhl 903,5 mil. CZK při tržbách 7,57 mld. CZK. V roce 2004 čistý zisk narostl na 1 613,1 mil. CZK při tržbách 10,673 mld. CZK a trend pokračoval i v roce 2005 se ziskem ve výši 1877,5 mil. CZK při tržbách 11,839 mld. CZK. Srovnáme-li tržby a čistý zisk za rok 2003 a 2005, dojdeme k výsledku 56% nárůstu tržeb a nárůstu čistého zisku o téměř 108%.

Z předešlé stati vyplývá, že zisky mají vzestupnou tendenci. Tento vývoj jistě vzbuzuje optimismus. Z pohledu investora je vždy však na místě určitá obezřetnost, neboť firmy mívají občas určitý motiv k přikrašlování či načasování dosahovaných zisků těsně před emisí. Nicméně výsledky firmy po IPO prozatím jasně dokazují pozitivní trend ve vývoji těchto ukazatelů.

V následujícím textu se zaměřím na analýzu dalších finančních ukazatelů firmy Zentiva z důvodu zdokumentování vývoje finanční situace firmy po IPO a srovnáme zde hodnoty těchto ukazatelů před IPO (2003) a po IPO (2005).

V ukazateli výnosnosti ROE jsou k sobě vztaženy hodnoty čistého zisku a vlastního kapitálu.

Hodnota ROE dosáhla v r. 2005 průměru 20 %, což je pro výrobní podnik velmi dobré. Nicméně jak je vidět z údajů v grafu a v tabulce hodnota ROE ve srovnání s rokem 2003 poklesla o 47%. Příčinou poklesu je značný nárůst vlastního kapitálu zejména v letech 2004, 2005 a vztáhneme-li rok 2005 k roku 2003 jde dokonce o nárůst o 292%. Podíváme-li se na strukturu vlastního kapitálu v r. 2005 vs. r. 2004, je tam patrný značný nárůst nerozděleného zisku a to o 71%.

Řešením jak zvýšit hodnotu ROE je zaměření se na dílčí faktory ovlivňující výsledné ROE. Existují tedy tři cesty ke zvýšení rentability VK. Jedna vede přes lepší kontrolu nákladů, která se projeví ve zvýšení rentability tržeb. Druhou možností je zvyšování tržeb při dané úrovni VK. Třetí možností je prostá redukce VK, např. výplatou dividendy.

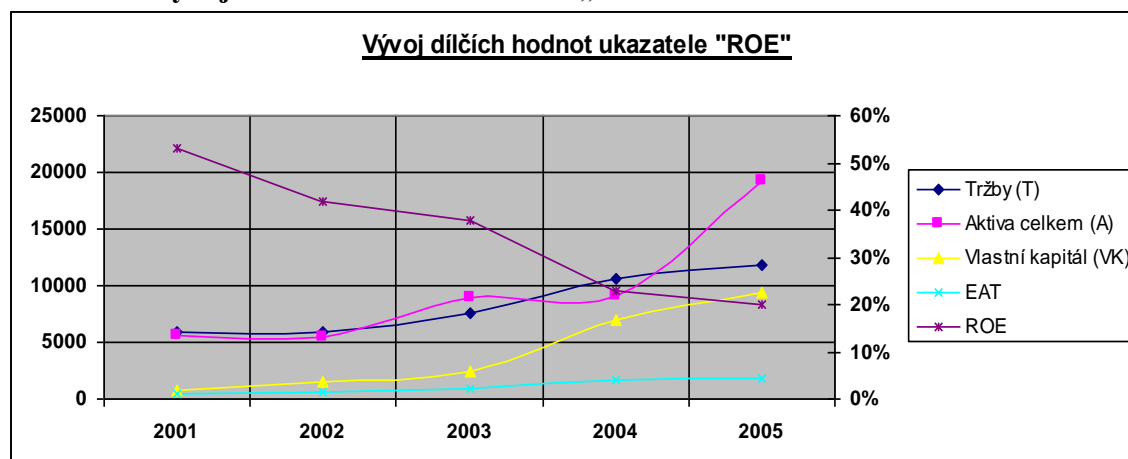
Nicméně hodnota ROE kolem 20% je dle mého názoru jistě pro racionálně uvažujícího investora více než dostačující, neboť tento investor bude požadovat minimálně takovou výnosnost vlastního kapitálu, která mu zaručí alespoň výnos jako u bezrizikové investice, např. jako u státních cenných papírů.

Vývoj hodnot ukazatele ROE znázorňuje následující Tabulka č. 9. Grafické znázornění, viz. Graf č. 2 .

Tab. č. 9 : Vývoj dílčích hodnot ukazatele „ROE“

	2001	2002	2003	2004	2005	Srovnání 2003/2005
Tržby (T)	5 857,00	5 940,00	7 571,10	10 673,80	11 839,40	56%
Aktiva celkem (A)	5 599,00	5 386,00	8 875,00	9 115,00	19 281,00	117%
Vlastní kapitál (VK)	828,50	1452,00	2 407,00	6 977,00	9 436,00	292%
EAT	440,34	607,29	903,50	1 613,10	1 877,50	108%
ROE	53%	42%	38%	23%	20%	-47%

Graf č. 2: Vývoj dílčích hodnot ukazatele „ROE“



Zentiva prostřednictvím manažerů emise v některých původních prohlášeních uvedla, že získané prostředky budou použity na úhradu starých závazků a zahraniční expanzi. Atraktivní podnikatelský záměr je opět další podmínkou úspěchu IPO a výše uvedené prohlášení jistě potenciální investory pozitivně ovlivnilo. Firma Zentiva skutečně použila výnos z IPO pro splacení svých závazků, což se odrazilo ve vývoji hodnot ukazatele zadluženosti, který znázorňuje následující Tabulka č. . Grafické znázornění, viz. Graf č.

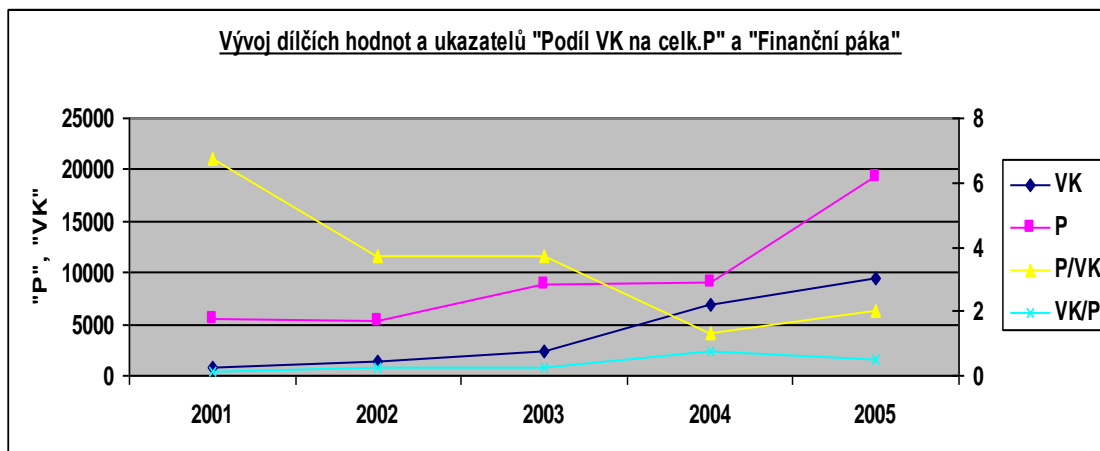
Ukazatel „Podíl VK na celk.P“ vyjadřuje strukturu financování podniku z vlastních a cizích zdrojů. Je měřítkem dlouhodobého rizika podniku. Čím větší je podíl cizích zdrojů, tím větší je riziko pro akcionáře či věřitele. Standardně by tento ukazatel měl nabývat hodnot kolem 50%. V našem případě je přesně znatelný vliv primární emise akcií (IPO) na strukturu pasiv. IPO proběhla v polovině roku 2004 a z tabulky a grafu vidíme jak v r.2003 byl podíl VK na P 27% a v r.2004 již činil tento poměr 77%, což bylo dáno nárůstem VK díky velmi úspěšnému IPO. Podíváme-li se v tomto období na strukturu P, došlo zde ke značnému úbytku „Úročených úvěrů a půjček“, „Kontokorentů a „Krátkodobých dlužných papírů“, což bylo hlavním cílem IPO-použití výnosu z emise na splacení úvěrových závazků. Nicméně r.2005 přinesl opět nárůst podílu cizích zdrojů a to vlivem akvizice rumunské společnosti Sicomed, pro kterou využila Zentiva vlastní zdroje spolu s novými úvěry. Ukazatel za r. 2005 činil 49%. Vztáhneme-li tento výsledek k r. 2003, docházíme k výsledku nárůstu 81% oproti r. 2003.

Z hlediska budoucího investora není prozatím důvod k obavám vzhledem k vývoji ukazatele VK/P, který se po IPO pohybuje v rozmezí 0,49 – 0,77.

Tab. č. 10: Vývoj dílčích hodnot a hodnot ukazatelů „Podíl VK na celk.pasivech“

(v mil.CZK)	2001	2002	2003	2004	2005	Srovnání 2003/2005
VK	828,50	1452,00	2 407,00	6 977,00	9 436,00	292%
P	5 599,00	5 386,00	8 875,00	9 115,00	19 281,00	117%
VK/P	15%	27%	27%	77%	49%	81%

Graf č. 3 : Vývoj dílčích hodnot a hodnot ukazatelů „Podíl VK na celk.P“



V souvislosti se snížením zadluženosti firmy Zentiva bych zde ještě zmínila jeden ukazatel a to ukazatel úrokového krytí, který vyjádřen jako EBIT/nákladové úroky.

Čím je ukazatel „Úrokového krytí“ vyšší, tím větší je schopnost podniku splácet úvěry, resp. možnost čerpat úvěr nový.

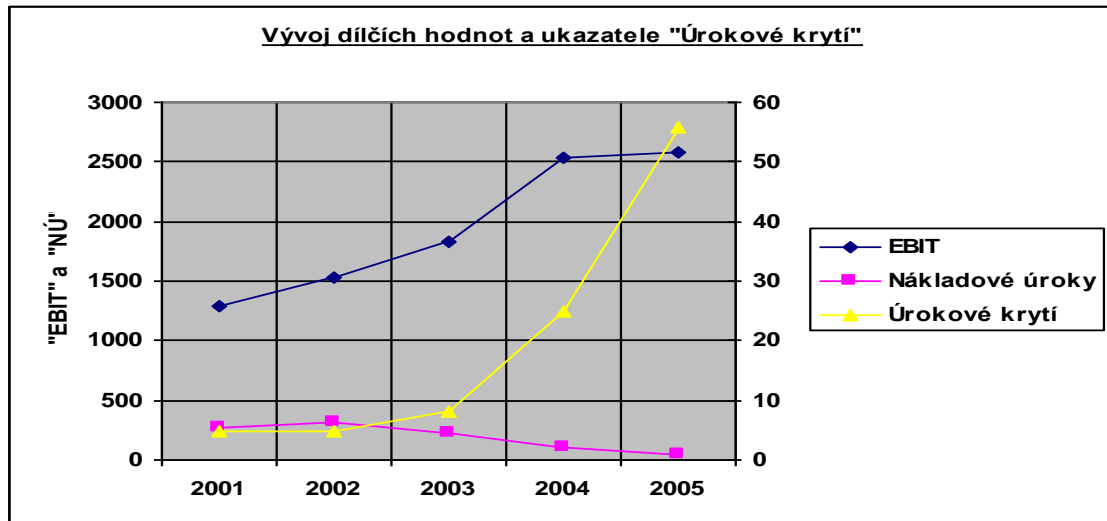
V případě firmy Zentiva je tento ukazatel zcela bezproblémový. Dle programu ESO je standardní hodnotou tohoto ukazatele hodnota 5, což firma Zentiva splňuje dlouhodobě a to s dostatečnou rezervou.

Hodnoty, kterých tento ukazatel nabývá a vývoj těchto hodnot zobrazuje následující Tab. č. 11 a Graf č. 4.

Tab. č. 11: Vývoj ukazatele „Úrokové krytí“

(v mil.CZK)	2001	2002	2003	2004	2005	Srovnání 2003/2005
EBIT	1 284,00	1 523,00	1 828,30	2 530,80	2 578,30	41%
Nákladové úroky	265,95	311,49	225,23	101,12	46,26	-79%
Úrokové krytí	4,83	4,89	8,12	25,03	55,73	586%

Graf č. 4 : Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „Úrokové krytí“



Dalším ukazatelem, kterým se budu v následující části zabývat je ukazatel likvidity, konkrétně „Podíl provozního kapitálu na aktivech“. Tento ukazatel měří finanční stabilitu firmy pomocí podílu čistého pracovního kapitálu, který ztělesňuje dlouhodobé zdroje, jež firma věnuje na krytí oběžných aktiv, k celkovému kapitálu firmy.

V našem případě vidíme opět vliv IPO, vzhledem k tomu, že zde počítáme s parametrem „Krátkodobé závazky“, a to v r. 2004, kdy tento ukazatel výrazně narostl v důsledku uhrazení těchto závazků.

Čistý pracovní kapitál je obvykle kladný. Pokud by byl ČPK záporný, znamená to, že firma je buď již v platební neschopnosti nebo se pravděpodobně do platební neschopnosti dostane. Jinými slovy, dlouhodobá aktiva jsou financována kombinací dlouhodobých a krátkodobých pasiv. Naopak velmi vysoký objem ČPK ukazuje, že firma má přebytek krátkodobých aktiv, kterými zčásti financuje i dlouhodobý kapitál. Firma je v tomto případě překapitalizovaná. Pokud nenajde investiční uplatnění pro svůj krátkodobý kapitál, měla by zvážit vyplacení části krátkodobých aktiv akcionářům např. formou dividendy.

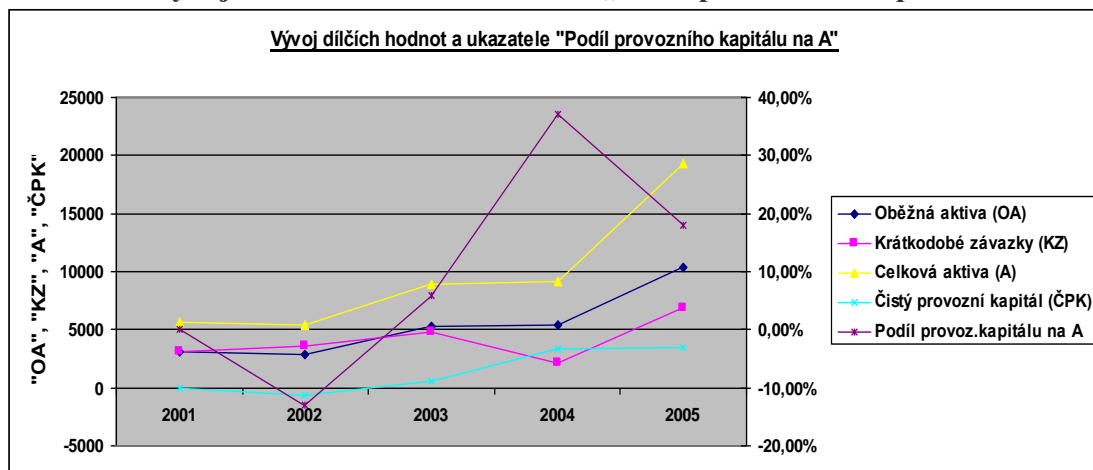
V našem případě bylo zcela cílené shromažďování hotovosti a to z důvodu plánované akvizice nějaké farmaceutické firmy v regionu střední a východní Evropy, k čemuž došlo v posledním čtvrtletí r. 2005, kdy byla završena akvizice rumunské firmy Sicomed. K financování této investice byla využita právě volná hotovost spolu

s bankovními úvěry. Vývoj dílčích hodnot a ukazatele znázorňuje Tab. č. 12 a Graf č. 5.

Tab. č. 12: Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „Podíl provozního kapitálu na A“

(v mil. CZK)	2001	2002	2003	2004	2005	Srovnání 2003/2005
Oběžná aktiva (OA)	3 115,00	2 874,00	5 327,00	5 461,00	10 326,00	94%
Krátkodobé závazky (KZ)	3106,04	3566,33	4759,59	2080,60	6820,00	43%
Celková aktiva (A)	5 599,00	5 386,00	8 875,00	9 115,00	19 281,00	117%
Čistý provozní kapitál (ČPK)	8,96	-692,33	567,41	3380,40	3506,00	518%
Podíl provoz.kapitálu na A	0,2%	-13%	6%	37%	18%	200%

Graf č. 5: Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „Podíl provozního kapitálu na A“



Závěrem bych se věnovala ukazatelům tržní hodnoty P/BV a P/EPS.

P/E je ukazatel bonity akcie a vyjadřuje návratnost akcie z čistého zisku. Udává, kolikrát je tržní cena akcie větší než zisky na ni připadající za rok. Relativně vysoký P/E poměr znamená, že riziko akcie je poměrně malé nebo se v budoucnosti očekává velký růst dividend. Malý P/E poměr může naznačovat větší riziko nebo malý růstový potenciál podniku.

P/E se doporučuje srovnávat v rámci jednoho odvětví. Oborovým srovnáním se zabýval ve své studii o společnosti Zentiva (v bodě 9) p. Barták ze společnosti CYRRUS a.s., který srovnával tři farmaceutické firmy- Zentiva, Krka a Gedeon Richter. Firma Zentiva zde vychází na 2.místě s výsledkem v r.2004 ve výši 16,87%, což znamená jako středně drahá. Firma Krka zde vychází 18,7% a Gedeon Richter 11,4%. V roce 2005 máme k dispozici pouze údaj za firmu Zentiva a to 23,08%, což bylo dáno především zvýšením tržní ceny akcií o 50% a zároveň daleko nižším nárůstem EPS a to o 9,6%.

Obecně platí, že pokud je P/E společnosti nižší než průměr u srovnávaných společností, naznačuje to, že firma je vůči konkurenci podhodnocena. Tzn. Že buď podnik generuje nadprůměrný zisk nebo je při srovnatelné velikosti zisku cena akcie podprůměrná.

Ukazatel P/BV je ukazatelem míry rizika a perspektivy firmy.Ocenění hodnoty vlastního kapitálu trhem.Problémem tohoto ukazatele je účetní hodnota hmotného investičního majetku firmy, která je většinou hluboko pod tržní hodnotou tohoto majetku.

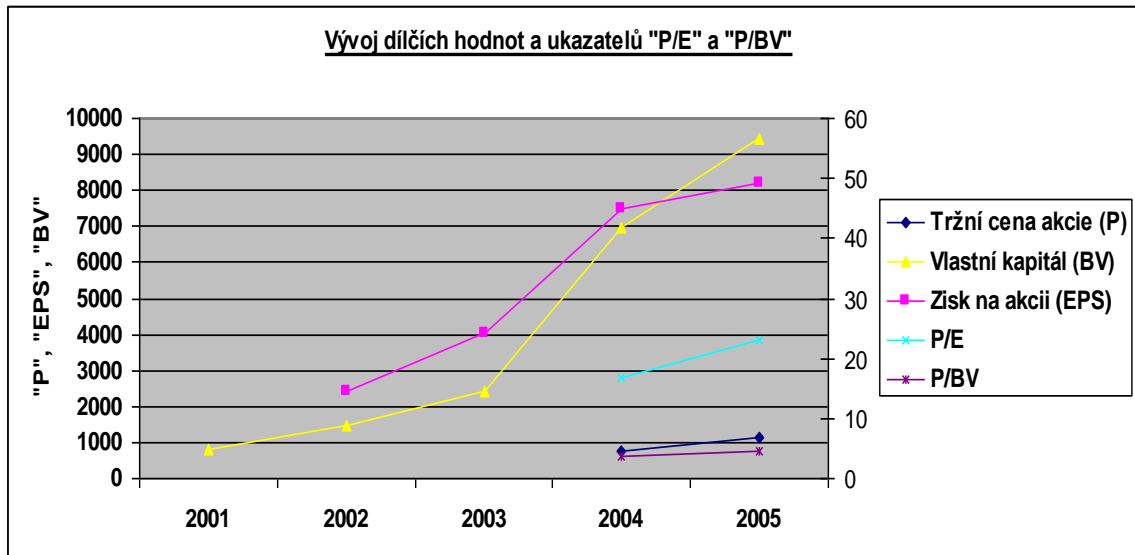
Podíváme-li se na vývoj hodnoty tohoto ukazatele u firmy Zentiva je patrný nárůst v r. 2005 oproti r. 2004 a to o 28%, kdy tržní cena akcie narostla v tomto období o 50% a hodnota vlastního jmění o 35%. Vývoj dílčích hodnot a zvolených ukazatelů, viz. Tab. č. 13 a Graf č. 6.

Tab. č. 13: Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „P/E“ a „P/BV“

(v mil. CZK)	2001	2002	2003	2004	2005	Srovnání 2003/2005
Tržní cena akcie (P)	-	-	-	757,60	1 136,00	50%
Zisk na akcii (EPS)		14,37	24,29	44,91	49,23	103%
Vlastní kapitál (BV)	828,50	1452,00	2 407,00	6 977,00	9 436,00	292%
Tržní cena všech akcií (v mil.CZK)	-	-	-	24 972,68	43 322,76	73%
Průměrný		26 722 500	26 722 500	32 962 887	38 136 230	43%

počet akcií						
P/E	-	-	-	16,87	23,08	37%
P/BV	-	-	-	3,58	4,59	28%

Graf č. 6 : Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „P/E“ a „P/BV“



Posledními ukazateli tržní hodnoty, kterými se budu zabývat jsou:

Dividendová sazba, dividendový výnos a dividendový výplatní poměr

Jak vidíme z Tab. č. dividendová sazba narostla v r. 2005 oproti roku 2004 o 19% na hodnotu 31,67%, což bylo dáno nárůstem vyplácené dividendy na akcii z 8,-CZK na 9,50 CZK.

U vývoje hodnot dividendového výnosu vidíme vývoj opačný. Došlo zde k poklesu v r.2005 oproti r. 2004 o 20%, z hodnoty 1% na 0,8%. Pokles byl dán poměrně značným nárůstem tržní ceny akcie a to o 50% v roce 2005 oproti r. 2004 a na druhou stranu nižším nárůstem dividendy na akcii a to o 19%.

Hodnota dividendového výplatního poměru se v r.2005 zvýšila oproti r. 2004 o 18%, z hodnoty 16,3% na 19,3%. Firma má za cíl udržovat tento poměr ve výši 15-20%.

Tab. č. 14: Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „DY“, „POR“ a „Dividendová sazba“

	2001	2002	2003	2004	2005	Srovnání 2003/2005 2004/2005
Dividenda na akcii (v CZK)	0	0	0	8,0	9,5	19%
Průměrný počet akcií	0	26 722 500	26 722 500	32 962 887	38 136 230	43%
Nominální cena akcie (v CZK)	0	0	0	0,30	0,30	0%
ČZ (EAT, v mil. CZK)	440,34	607,29	903,50	1 613,10	1 877,50	108%
Dividendová sazba	0	0	0	26,67%	31,67%	19%
Dividendový výnos (DY)	0	0	0	1%	0,8%	-20%
Dividendový výplatní poměr (POR)	0	0	0	16,30%	19,30%	18%

8.3. Shrnutí vývoje- důvody úspěšnosti emise

Jak již bylo v předešlém textu uvedeno za jednu z podmínek úspěchu IPO je považována jednoduchá vlastnická struktura, což bylo v případě Zentivy splněno díky majoritnímu podílu vlastněnému fondy Warburg Pincus, které před emisí držely 70,2%.

Další faktorem, který hrál firmě Zentiva do karet je čelní postavení firmy v žebříčku výrobců léčiv v ČR a 4. místo mezi výrobci léčiv ve střední a východní Evropě.

Jako třetí podmínku úspěchu můžeme uvést ziskovost firmy a finanční zdraví v letech předcházejících IPO. Srovnáme-li tržby a čistý zisk za rok 2003 a 2005, dojdeme k výsledku 56% nárůstu tržeb a nárůstu čistého zisku o téměř 108%. Nicméně i v ostatních finančních ukazatelích došlo po IPO, jak je patrné z předešlého textu, k pozitivním nárůstům. Konkrétně zde uvedu ukazatel „Podíl VK na celk.P“, který vyjadřuje strukturu financování podniku z vlastních a cizích zdrojů a je měřítkem dlouhodobého rizika podniku. V našem případě je přesně znatelný vliv primární emise akcií (IPO) na strukturu pasiv. IPO proběhla v polovině roku 2004 a z tabulky a grafu vidíme jak v r.2003 byl podíl VK na P 27% a v r.2004 již činil tento poměr 77%, což bylo dáno nárůstem VK díky velmi úspěšnému IPO. Podíváme-li se v tomto období na strukturu P, došlo zde ke značnému úbytku „Úročených úvěrů a půjček“, „Kontokorentů a „Krátkodobých dlužných papírů“, což bylo hlavním cílem IPO-použití výnosu z emise na splacení úvěrových závazků. Posledním ukazatelem, který zde shrnu je ukazatel likvidity, konkrétně „Podíl provozního kapitálu na aktivech“. Tento ukazatel měří finanční stabilitu firmy pomocí podílu čistého pracovního kapitálu, který ztělesňuje dlouhodobé zdroje, jež firma věnuje na krytí oběžných aktiv, k celkovému kapitálu firmy. V našem případě bylo zcela cílené shromažďování hotovosti a to z důvodu plánované akvizice nějaké farmaceutické firmy v regionu střední a východní Evropy, k čemuž došlo v posledním čtvrtletí r. 2005, kdy byla završena akvizice rumunské firmy Sicomed. K financování této investice byla využita právě volná hotovost spolu s bankovními úvěry. V našem případě vidíme opět vliv IPO, na vývoj tohoto ukazatele, kdy tento ukazatel výrazně narostl v r. 2004 v důsledku uhrazení těchto Krátkodobých úvěrů.

Další z podmínek úspěchu IPO je transparentní postup emitenta při umístování akcií na trh a vysoká míra informační otevřenosti. Právě v této oblasti ohrozila Zentiva úspěch své IPO a to nevěřejností prospektu cenného papíru. Přístup k němu mělo v ČR pouze několik desítek profesionálních investorů. Prospekt byl nakonec zveřejněn, neboť to vyžaduje platná právní úprava, ale stalo se tak až po uzavření objednávkových knih. Takový postup byl ze strany emitenta v rozporu s prohlášeními o tom, že Zentiva má zájem o účast jak institucionálních, tak drobných investorů.

V neposlední řadě je zde třeba zmínit i smlouvu mezi emitentem a manažerem emise, kde jedním z bodů byla dohoda, podle níž nesmějí fondy Warburg Pincus prodat akcie Zentivy po dobu 180 dnů od zahájení obchodování a management firmy dokonce po období 365 dnů. Důvodem začlenění tohoto bodu do smlouvy je dostatečná motivace managementu ke kvalitnímu řízení i po IPO a zamezení zneužití vnitřních informací.

Veškeré důležité události, které ovlivnily kurz Zentivy, je možné odečíst z Grafu č. . Vidíme zde jasný pozitivní vliv akvizice rumunské farmaceutické firmy Sicomed na podzim r. 2005. Investoři tímto kvitovali záměr Zentivy expandovat na další trhy s vysokým potenciálem růstu. Těmito trhy jsou Rusko, Rumunsko, Bulharsko a Pobaltské země. Dále zde vidíme vliv prodeje podílu fondů Warburg Pincus na podzim 2005, kteří stáli u zrodu myšlenky na IPO Zentivy. Investoři dle grafu tento prodej nevnímali zrovna pozitivně. Domnívám se, že za touto rozladěností investorů stojí skutečnost, že fondy Warburg Pincus byly po dlouhou dobu hlavními většinovými akcionáři Zentivy, což zaručovalo jasnou, jednoduchou majetkovou strukturu firmy.

Pozitivní nárůst kurzu je zde patrný na jaře 2006, kdy nákupem zbytkového podílu od fondů Warburg Pincus vstoupila do Zentivy farmaceutická firma Sanofi-Aventis.

Velmi významný propad kurzu je patrný na jaře 2005 a v období květen-červen 2006, kdy burza šla silně dolů (o 20 % za měsíc). Výprodeje na jaře 2005 byly ovlivněné situací na ostatních světových trzích. Jako jedna z příčin, proč šla burza v r. 2006 dolů, byly uváděny volby, nicméně ty možná jen trošku zesílily pád, který byl způsoben propadem na všech rozvíjejících se trzích.

9. Závěr

Jednou z hlavních úloh fungujícího kapitálového trhu je funkce alokační, tedy zajištění přísunu volného kapitálu k potenciálně nejvýnosnějším investicím. Bohužel nabídka investičních instrumentů je na českém trhu značně omezená, což úzce souvisí s nízkou emisní aktivitou firem na českém trhu, jimž se tak výrazně snižuje počet možných způsobů získání kapitálu pro své investiční aktivity. Snad nejvýrazněji chybí českému kapitálovému trhu nové emise akcií, a to jak firem na burze již obchodovaných, tak i nových podniků, které by trh oživily a zároveň nahrazovaly odcházející tituly.

Co je příčinou tohoto stavu v oblasti primárních akciových emisí (IPO), že během čtrnáctiletého fungování Burzy cenných papírů (BCPP) došlo pouze k jediné klasické primární emisi a to v roce 2004, kdy na akciový trh vstoupila firma Zentiva N.V. ? Zodpovězení této otázky bylo právě jedním z cílů mé diplomové práce.

Z hlediska historického vývoje IPO v Čechách je především nutno zmínit období založení Burzy cenných papírů Praha, a.s. (BCPP) v roce 1992 a zejména pak období následujících 7 let- období kupónové privatizace, kdy bylo postupně na trh uvedeno nejprve 955 emisí akcií z 1. vlny kupónové privatizace a dalších 674 emisí akcií, tentokrát z druhé vlny kupónové privatizace.

V důsledku zvolené privatizační metody- kupónové privatizace se tak na český kapitálový trh v počátcích jeho fungování dostalo ohromné množství firem, jejichž akcie byly v převážné většině zcela nelikvidní, což mělo za následek neustálé snižování obchodovaných titulů na BCPP. K hlavní redukci nelikvidních titulů došlo v roce 1997, kdy byla z volného trhu BCPP vyřazeno 1301 emisí. K dalšímu snižování titulů došlo pak v roce 1999, kdy bylo vyřazeno dalších 75 společností.

Na rozdíl od sousedního Polska tak vláda nevyužila ani jedinou možnost privatizovat společnost formou IPO, což mohlo zafungovat jako jistý návod pro potenciální zájemce o IPO a jistě by to dodalo důvěru investorů v proveditelnost primární emise.

Otázka regulace a s tím souvisejícího vývoje legislativního rámce můžeme považovat za další z příčin negativního vývoje počtu IPO v rámci ČR. Počáteční přístup k regulaci českého kapitálového trhu, která v 90. letech spadala pod Ministerstvo

financí, byl zcela nedostačující. Dalo by se říci, že regulace neexistovala. Následkem **absence legislativy a regulace** pak v průběhu celých 90. let docházelo ke značným ztrátám způsobených zpronevěrou majetku privatizovaných akciových společností. Právě strach z nedostatečné ochrany investic do IPO byl důvodem nedůvěry investorů v český kapitálový trh.

Právě **nedostatečná likvidita trhu**, která je jednou ze základních podmínek správného fungování kapitálového trhu, **zvolená forma privatizace, nedostatečná vládní podpora a absence regulace a legislativy** byly bezesporu významnými faktory, které ovlivnily špatný stav trhu s IPO v Čechách.

Právě k poslední jmenované příčině bych se ještě krátce vrátila. Rozhodujícími legislativními normami pro IPO jsou Obchodní zákoník a Zákon o cenných papírech.

Významnou zásluhu na změnách znění Zákona o cenných papírech a Obchodního zákoníku v souvislosti s podporou IPO v ČR a tedy přizpůsobováním legislativy EU má Asociace pro kapitálový trh (AKAT) spolu s Komisí pro cenné papíry, které na přelomu let 2000 a 2001 vypracovaly nezávisle na sobě návrhy, soubory doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu, jež by umožnily, aby se i v českých poměrech přistoupilo k financování akciových společností cestou emise nových akcií na veřejném trhu.

Výsledkem snažení AKATU a Komise bylo, že většina navrhovaných změn byla přijata a oba zákony byly v rámci let 2001, 2002 zmodernizovány, takže legislativní překážky IPO byly v podstatě odstraněny.

V současné době rozvoji trhu s primárními emisemi v ČR bohužel brání ještě několik faktorů. České společnosti se totiž jen nerady vzdávají určitého soukromí a nerady také odkrývají své finance a výsledky na veřejnosti. Vstupem podniku na burzu totiž vzrostou nároky na reporty a firma musí poskytovat investorům veškeré informace o svém hospodaření, nebo vlastnické struktuře. Společnosti mají také obavu z ovládnutí jinou společností, čemuž se ale dá předejít omezením objemu nabízených akcií.

Co se týče otázky výhodnosti IPO oproti úvěrům, tak nízké úroky ale momentálně primárním emisím v ČR příliš nepřejí, nemluvě o ostré konkurenci bank. Pro dobré firmy je tak zřejmě podobný úvěr levnější. S rostoucím objemem primární emise se však náklady na její uskutečnění snižují. Dlouhodobě tak mohou být

srovnatelné nebo i nižší než úvěr. Předpokládaný růst úroků může navíc náklady firem na IPO vůči půjčkám dále zlevnit.

Větší šance na IPO nabízí zavádění nových pravidel kapitálové přiměřenosti bank, známé jako Basel 2. Banky totiž budou muset hodnotit firmy přísněji a řada podniků patrně na úvěry nedosáhne. Možná tak dostanou šanci nové IPO.

Neúspěch emise může způsobit i špatné načasování. Velmi dobrým příkladem je nepovedená emise akcií ocelářské společnosti Limart v roce 2001, která nabízela 49,7 % akcií v hodnotě 340 miliónů korun. Byla však načasovaná na dobu, kdy splaskla ve světě technologická bublina a skončila neúspěchem. Otázka načasování je v současné době velmi důležitá a to vzhledem k poměrně zajímavým nárůstům indexu pražské burzy v letech 2004-2005. Dle dotazovaných odborníků tato právě doba byla tou nejvhodnější pro nové IPO.

Jedním z důvodů, proč trh s primárními emisemi u nás stagnuje, je i malá, spíše skoro žádná, podpora ze strany vlády. Při prodeji podílů státních podniků se totiž stále přikloní k prodeji strategickému investorovi a veřejnou nabídku ignoruje. Převládá totiž názor, že příjmy z IPO bývají nižší než prodej strategickému partnerovi. V této souvislosti se hodně diskutovalo o možnosti prodeje Českého Telecomu přes burzu, nakonec však získala Telecom španělská Telefonica.

Dalším z důvodů proč realizovat prodej podniků přes burzu je transparentnost, průhlednost transakce. Primární emise akcií totiž výrazně snižuje riziko případné korupce.

Důležitým faktorem, který však odrazuje společnosti od IPO je náročnost přípravy primární emise akcií. Příprava IPO je totiž dlouhodobější proces a může trvat i víc než jeden rok, což je dáno působením celé řady faktorů. Jedním z nich je skutečnost, že v celém procesu hraje podstatnou roli velmi vysoký počet aktérů- emitující společnost, hlavní manažer a spolumanažeři emise, auditorské firmy, právnícké firmy, regulátoři trhu a především pak potenciální investoři. Proto řeší firmy svou finanční situaci pomocí úvěru. Otázkou přípravy emise- jednotlivými fázemi příprav, předpoklady firmy pro IPO, přípravou prospektu emitenta atd. se velmi podrobně zabývám v teoretické části, konkrétně v kapitole č. 4.

Srovnání legislativy EU a ČR v otázce uvádění povinných minimálních údajů je tématem praktické části mé diplomové práce. Řídila jsem se dle Nařízení komise (ES)

č. 809/2004 ze dne 29.dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů a Vyhláškou 263/2004 Sb. V době kdy ČR je již součástí EU a firmy mohou své akcie emitovat na vícero trzích zároveň se domnívám, že by již bylo vhodné sloučit tyto směrnice v směrnici jednu. Návrh vzoru prospektu emitenta, respektive obsahu povinných minimálních údajů tak, aby vyhovoval legislativě EU i ČR a zároveň potenciálním investorům je součástí praktické části.

Skutečný prospekt firmy Zentiva na mě, jako případného investora, působil velmi nepřehledně, neuspořádaně. Orientace v prospektu byla velmi obtížná, jednotlivé údaje se opakovaly v různých kapitolách, za sebou následující kapitoly navzájem svým významem nenavazovaly. U elektronické podoby prospektu bych uvítala možnost vyhledávání klíčového slova, což by orientaci podstatně zjednodušilo. Na hodnotící stupnici od 1-5 bych ohodnotila prospekt známkou 3 za nepřehlednost. Co se týče obsahu, tak na základě údajů v prospektu uváděných jsou potenciální zájemci schopni udělat si obrázek o firmě, o její finanční situaci, o majetkových účastech, výhledech do budoucna atd.

Bavíme-li se zde o překážkách, je na druhé straně vhodné vyzdvihnout výhody, které IPO firmě přináší, což již lze zdokumentovat na konkrétním případě IPO firmy Zentiva. Touto problematikou jsem se zabývala v rámci praktické části diplomové práce.

Jasnou výhodou, přínosem byl pro firmu Zentiva výnos z IPO, který celkem činil 1 941 mil. CZK, což znamenalo pro firmu získání finanční síly.

Díky získané finanční síle má společnost možnost expanze na zahraniční trhy. Firma Zentiva toho využila pro vstup na rumunský trh koupí společnosti Sicomed za 5 miliard CZK a pro pokračování pronikání na další trhy východní Evropy jakými jsou Rusko, Polsko a Pobaltí, takže dochází ke **geografické expanzi**.

Úspěšná IPO měla velký dopad na image společnosti doma i v zahraničí, kdy manažeři a analytici ocenili úspěšnost IPO a firmu Zentiva zařadili v soutěži 100 obdivovaných firem ČR na 3. místo, a stala se tak „skokanem roku“. Výsledkem bylo tedy zlepšení **pozice společnosti na veřejnosti**.

Další výhodou je, že firma Zentiva nyní může svým zaměstnancům poskytovat motivační odměny, z nichž se část vztahuje na výkonnost akcií společnosti a to zavedením tzv. opčního akciového plánu pro zaměstnance= **motivace vedení, zaměstnanců**

Vliv IPO je však zejména patrný na vývoji finančních ukazatelů firmy, především srovnáme-li hodnoty ukazatelů před a po IPO.

Srovnáme-li tržby a čistý zisk za rok 2003 a 2005, dojdeme k výsledku 56% nárůstu tržeb a nárůstu čistého zisku o téměř 108%. Nicméně i v ostatních finančních srovnávaných ukazatelích došlo po IPO k pozitivnímu vývoji. Konkrétně zde uvedu ukazatel „Podíl VK na celk.P“. V r.2003 byl podíl VK na P 27% a v r.2004 již činil tento poměr 77%. Podíváme-li se v tomto období na strukturu P, došlo zde ke značnému úbytku „Úročených úvěrů a půjček“, „Kontokorentů a „Krátkodobých dlužných papírů“, což bylo hlavním cílem IPO- použití výnosu z emise na splacení úvěrových závazků.

Dalšími hodnocenými ukazateli byly „Podíl provozního kapitálu na aktivech“, u kterého došlo k nárůstu o 200% na hodnotu ukazatele rovnající se 18% a ukazatel „Úrokové krytí“, který narostl v r. 2005 oproti r. 2003 o 568% na hodnotu 55,73%.

Podíváme-li se na hodnotu ukazatele ROE v roce 2005, tak dosáhla 20% a to je dle mého názoru pro racionálně uvažujícího investora více než dostačující, neboť tento investor bude požadovat minimálně takovou výnosnost vlastního kapitálu, která mu zaručí alespoň výnos jako u bezrizikové investice, např. jako u státních cenných papírů.

Pozitivní vývoj finanční situace se následně odrazil na vývoji kurzu akcie a tedy ve vývoji dílčích hodnot a ukazatelů tržní hodnoty „P/E“ a „P/BV“, které zaznamenaly také velmi pozitivní vývoj, kdy ukazatel „P/E“ narostl v r. 2005 oproti r. 2004 o 37% a ukazatel „P/BV“ narostl na hodnotu 28%, což bylo zejména dáno nárůstem tržní ceny akcie v tomto období o 50%.

Dividendová sazba narostla v r. 2005 oproti roku 2004 o 19% na hodnotu 31,67%, což bylo dáno nárůstem vyplácené dividendy na akcii z 8,-CZK na 9,50 CZK.

U vývoje hodnot dividendového výnosu vidíme vývoj opačný. Došlo zde k poklesu v r.2005 oproti r. 2004 o 20%, z hodnoty 1% na 0,8%. Pokles byl dán

poměrně značným nárůstem tržní ceny akcie a to o 50% v roce 2005 oproti r. 2004 a na druhou stranu nižším nárůstem dividendy na akcii a to o 19%.

Hodnota dividendového výplatního poměru se v r.2005 zvýšila oproti r. 2004 o 18%, z hodnoty 16,3% na 19,3%. Firma má za cíl udržovat tento poměr ve výši 15-20%.

Vidíme zde jasný vliv IPO, kdy díky získaným finančním prostředkům z IPO se firmě podařilo významně snížit zadlužení firmy, což využila pro shromažďování volných peněžních prostředků, které použila na akvizici rumunské farmaceutické firmy a další expanzi. Důsledkem rozšiřování trhů je znatelné navýšení tržeb, což je vše pozitivně vnímáno investorskou veřejností a tedy nárůstem kurzu akcie Zentivy z emisní ceny 485,- CZK na současných 1300,- CZK, což se rovná nárůstu o 168%.

Z pohledu českého kapitálového trhu vidím přínos primární emise akcií Zentivy zejména ve třech hlavních bodech. Prvním z nich je rychlost, s jakou dokázala Zentiva emisi realizovat. O emisi nových akcií rozhodlo představenstvo Zentivy 12. května 2004 a 28. června 2004 již došlo k emisi akcií. Představenstvo využilo platných stanov společnosti, které schválila valná hromada, kdy může rozhodnout o zvýšení základního kapitálu společnosti do výše 1/3 základního kapitálu bez možnosti svolání valné hromady, čímž se zkrátila doba přípravy emise cca.o 1 měsíc. Nicméně Zentiva dokázala, že celý proces IPO je za současných českých legislativních podmínek možné stihnout do tří měsíců, případně i rychleji.

Druhým přínosem IPO Zentivy je potvrzení domněnky, že na českém trhu se nachází dostatek volných prostředků pro investice, doposud zde však nebyla dostatečná nabídka vhodných investičních příležitostí.

Třetím přínosem je skutečnost, že Zentiva byla prvním úspěšným emitentem nových akcií na BCPP.

Zentiva v podstatě ukázala, že na pražské burze lze při splnění určitých podmínek získat finanční prostředky na rozvoj firmy při únosných nákladech a významně tak přispěla k rozvoji českého kapitálového trhu.

10. Přehled použité literatury

1. BENEŠ, V. – MUSÍLEK, P.: Burzy a burzovní obchody. INFORMATORIUM Praha, 1992, s. 253, ISBN 80-85427-25-7
2. DĚDIČ, J.: Burza cenných papírů a komoditní burza. Prospektrum Praha, 1992, s. 295, ISBN 80-85431-62-9.
3. GLADIŠ, D.: Naučte se investovat. Grada, 2005, s. 174, ISBN 80-247-1205-9
4. JAKUB, F. a kol.: Jak emitovat akcie a dluhopisy na veřejném trhu. Komise pro cenné papíry, Praha, s. 76, ISBN 80-239-2193-2
5. JÍLEK, J.: Finanční trhy. Grada, Praha, 1997, s. 341, ISBN 80-7169-453-3
6. KOHOUT, P.: Peníze, výnosy a rizika. Ekopress Praha, 1998, s. 185, ISBN 80-86119-06-8
7. KOL. AUTORŮ: Úvod do IPO. Firemní prezentace CA IB Corporate Finance, Praha, 2005, s. 38
8. LIŠKA, V.-GAZDA, J.: Kapitálové trhy a kolektivní investování. Professional Publishing, 2004, s. 525, ISBN 80-86419-63-0
9. LIŠKA, V.-GAZDA, J.: IPO kmenové akcie a jejich primární emise. HZ Editio Praha, s. 169, ISBN 80-86009-36-X
10. MUSÍLEK, P.: Finanční trhy:: instrumenty, instituce a management. VŠE, Praha, 1994, s. 340, ISBN 80-7079-149-7
11. MUSÍLEK, P.: Finanční trhy a investiční bankovníctví. ETC Publishing, Praha, 1999, ISBN 80-86006-78-6
12. MUSÍLEK, P.: Trhy cenných papírů. Ekopress Praha, 2002, s. 459, ISBN 80-86119-55-6

13. MYERS, C. – BREALEY, C.: Teorie a praxe firemních financí. Computer Press, 2001, s. 1064, ISBN 80-7226-189-4
14. NEUMAIEROVÁ, I.: Řízení hodnoty. VŠE Praha, 1998, s. 137
15. NEUMAIEROVÁ, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. Grada, 2002, s. 215, ISBN 80-247-0125-1
16. PAVLÁT, V. a kol.: Kapitálové trhy. Professional Publishing, 2003, s. 156, ISBN 80-86419-33-9
17. PAVLÁT, V.: Kapitálové trhy a burzy ve světě. Grada Praha, 1993, s. 284, ISBN 80-85424-90-8
18. PŮLPÁN, K. a kol.: Slovník pojišťovnictví, bankovníctví a kapitálových trhů., Public History, Praha, 2001, s. 328, ISBN 80-902193-2-2
19. REJNUŠ, O.: Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. Computer Press, Praha, 2001, s. 250, ISBN 80-72265-71-7
20. REVENDA, Z. a kol.: Peněžní ekonomie a bankovníctví. Management Press, 2000, s. 632, ISBN 80-7261-132-1
21. SŮVOVÁ, H. a kol.: Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači, Bankovní institut Praha, 2000, s. 621, ISBN 80-7265-027-0
22. VÍŠKOVÁ, R.: Finanční trhy. ZF JU České Budějovice, 2004
23. WEISS, D.: Kniha o cenných papírech. Victoria Publishing, Praha, 1995, s. 313, ISBN 80-85605-56-2

LEGISLATIVA:

24. BURZOVNÍ PRAVIDLA BCPP, ČÁST III, Podmínky přijetí cenného papíru k obchodu na hlavním a vedlejším trhu burzy
25. NAŘÍZENÍ KOMISE (ES) Č. 809/2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech
26. VYHLÁŠKA Č. 263/2004 O MINIMÁLNÍCH NÁLEŽITOSTECH PROSPEKTU CENNÉHO PAPÍRU A UŽŠÍHO PROSPEKTU CENNÉHO PAPÍRU
27. ZÁKON Č. 513/1991 SB., OBCHODNÍ

28. ZÁKON Č. 591/1992 SB., O CENNÝCH PAPIRECH
29. ZÁKON Č. 256/2004 SB., O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU
30. SAZEBNÍK BURZOVNÍCH POPLATKŮ NA ROK 2006
31. PERIODIKUM FOND SHOP č. 20/2006, ročník X: IPO v Praze? Těšte se., s. 15
32. VÝROČNÍ ZPRÁVA 2004, ZENTIVA N.V.
33. VÝROČNÍ ZPRÁVA 2005, ZENTIVA N.V.
34. PROSPEKT EMITENTA IPO, ZENTIVA N.V.
35. ZPRÁVA A VÝSLEDKY SPOLEČNOSTI ZENTIVA N.V. ZA PRVNÍ POLOLETÍ 2004
37. ZPRÁVA A VÝSLEDKY SPOLEČNOSTI ZENTIVA N.V. ZA PRVNÍ POLOLETÍ 2006
38. INTERNETOVÉ STRÁNKY: <http://www.zentiva.cz>
<http://www.ipoint.financninoviny.cz>
<http://www.penize.cz>
<http://www.pravnipredpisy.cz>
<http://www.businessinfo.cz>
<http://www.sec.cz>
<http://www.univyc.cz>
<http://www.mesec.cz>
<http://www.cnb.cz>
<http://www.fpweb.ihned.cz>
<http://www.aktualne.centrum.cz>
<http://www.patria.cz>
<http://www.lupa.cz>
<http://www.ihned.cz>

11. Seznam tabulek, schémat a grafů

Tabulky

- Tab. č. 1 – Podmínky vstupu na hlavní trh BCPP, str. 11
- Tab. č. 2 – Poplatky emisí na hlavním trhu BCPP, str. 12
- Tab. č. 3 – Podmínky vstupu na vedlejší trh BCPP, str. 13
- Tab. č. 4 – Poplatky emisí na vedlejším trhu BCPP, str. 13
- Tab. č. 5 – Celkový počet cenných papírů ke dni 22.8.2006, str. 15
- Tab. č. 6 – Podíl SCP, RM-Systému a BCPP na celkovém objemu obchodů s cennými papíry v ČR v letech 1995-2000, str. 16
- Tab. č. 7 – Vhodná společnost pro IPO, str. 32
- Tab. č. 8 – Vstupní údaje pro analýzu výsledků, str. 82
- Tab. č. 9 – Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „ROE“, str. 82
- Tab. č. 10 – Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „Podíl VK na Celk. P“, str. 85
- Tab. č. 11 – Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „Úrokové krytí“, str. 86
- Tab. č. 12 – Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „Podíl provoz. kapitálu na A“, str. 88
- Tab. č. 13 – Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „P/E“ a „P/BV“, str. 89
- Tab. č. 14 – Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „DY“, „POR“ a „Dividend. sazba“, str. 91

Schémata

- Schéma č. 1 – Kapitálový trh v ČR, str. 8
- Schéma č. 2 – Členění burzovního trhu v ČR, str. 10
- Schéma č. 3 – Fáze tvorby ceny akcií při IPO, str. 48
- Schéma č. 4 - Právníková struktura společnosti Zentiva, N.V., str. 60

Grafy

- Graf č. 1 – Vývoj akcií Zentivy, str. 82
- Graf č. 2 - Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „ROE“, str. 84
- Graf č. 3 - Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „Podíl VK na Celk. P“, str. 86
- Graf č. 4 - Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „Úrokové krytí“, str. 87
- Graf č. 5 - Vývoj dílčích hodnot a ukazatele „Podíl provozního kapitálu na A“, str. 88
- Graf č. 6 - Vývoj dílčích hodnot a ukazatelů „P/E“ a „P/BV“, str. 90