

PŘÍSTUPY K VYMEZENÍ POJMU „INITIAL PUBLIC OFFERING“ A NÁVRH JEHO ČESKÉHO EKVIVALENTU

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.

Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, E-mail: meluzint@fbm.vutbr.cz

Abstrakt

V článku jsou představeny výsledky komparativní analýzy zahraničních definicí pojmu „*Initial Public Offering*“ a vymezeny odlišnosti od soudobého přístupu k tomuto pojmu v české literatuře. Na základě získaných poznatků je navržen český ekvivalent pro „*Initial Public Offering*“, který respektuje jeho hlavní význam a podstatu.

Klíčová slova

IPO, akcie, prvotní veřejná nabídka cenných papírů, primární trh.

Úvod

Financování rozvoje společnosti prostřednictvím „*Initial Public Offering*“ má ve světě, na rozdíl od České republiky, velké zastoupení a na rozvinutých kapitálových trzích patří již k tradičním způsobům získávání peněžních prostředků potřebných pro rozvoj podnikání. Bez možnosti získat kapitál tímto způsobem by měl světový finanční systém, a tedy i systém ekonomický, jinou podobu, než jakou má v současnosti. Ve Spojených státech amerických, Japonsku a zemích západní Evropy je metoda financování podniků prostřednictvím IPO používána již po několik desetiletí. Prvotní veřejné nabídky akcií se začaly na těchto trzích ve větším počtu uplatňovat od začátku šedesátých let minulého století. Od té doby význam IPO ve světovém měřítku narůstá a v posledních letech se začínají veřejné nabídky akcií stále více využívat i v zemích střední a východní Evropy. V podmínkách českého kapitálového trhu není zatím financování rozvoje firmy touto formou, která souvisí s jejím vstupem na kapitálový trh, příliš obvyklé. Strategie udržitelného rozvoje České republiky¹³ považuje tuto situaci za slabou stránku české ekonomiky, jejímuž řešení je nutné věnovat náležitou pozornost. Cílem tohoto příspěvku je vymezení pojmu „*Initial Public Offering*“ a navrhnout jeho český ekvivalent.

Diskuse

Při hledání relevantních definicí pojmu „*Initial Public Offering*“, pro který se všeobecně používá zkratka „*IPO*“, jsem využil zahraničních zdrojů, a to především ze Spojených států amerických a zemí západní Evropy.

- Americká SEC¹⁴ definuje IPO jako „*první veřejné vydání akcií podnikem, který nebyl dosud veřejně obchodován*“.
- NASDAQ¹⁵ definuje IPO jako „*první prodej akcií soukromé společnosti veřejnosti*“.

¹³ Dle zdroje: *Strategie udržitelného rozvoje České republiky*. Praha: Listopad, 2004.

¹⁴ Stock & Exchange Commission: „*An IPO is the first public issuance of stock from a company that has not previously been publicly traded*“. Dostupné z: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/compl17327.htm>.

¹⁵ National Association of Securities Dealers Automated Quotation: „*IPO is the first sale of stock by a private company to the public*“. Dostupné z <http://ir.NASDAQ.com/glossary.cfm?FirstLetter=i>.

- Podobné definice lze nalézt v pracích Welche¹⁶, který IPO definuje jako „mechanismus, prostřednictvím něhož se poprvé dostávají akcie neveřejně obchodovatelných společností k běžným investorům“.
- Autor Ritter¹⁷ ve svých pracích uvádí, že „IPO nastává v případě, kdy jsou cenné papíry poprvé prodány široké veřejnosti“. Dle Rittera se přitom může jednat jak o majetkové cenné papíry (akcie), tak i o cenné papíry dluhového charakteru (obligace).
- V literatuře (17) je IPO definována jako „*první veřejné vydání akcií, které souvisí s rozhodnutím firmy stát se veřejně obchodovatelnou společností*“.
- Dle Cartera¹⁸ lze IPO definovat jako „*první nabídku akcií nebo obligací veřejnosti emitentem, jehož cenné papíry nebyly doposud kótovány na burze nebo podobném veřejném organizovaném trhu*“.
- Giudici¹⁹ považuje za IPO „*první umístění cenných papírů, především akcií, na burze*“.
- Khurshed²⁰ definuje IPO jako „*první emisi cenných papírů pro širokou veřejnost nebo institucionální investory firmou, která se zároveň kótuje na burze*“.

Z výše uvedených definic vyplývá, že většina autorů klade při vymezení pojmu IPO důraz na skutečnost, že **firma poprvé nabízí veřejnosti své cenné papíry, v užším slova smyslu akcie, a zároveň vstupuje na veřejný organizovaný trh**, představovaný nejčastěji burzou. Podstatné je, že IPO může uskutečnit pouze **emitent, s jehož cennými papíry se v dané době na veřejném trhu cenných papírů neobchoduje**. Přitom většina výše citovaných autorů považuje za IPO i veřejnou nabídku cenných papírů společností, s jejichž cennými papíry se v minulosti na veřejném trhu obchodovalo, pokud nová emise splňuje výše uvedené předpoklady pro IPO.²¹

Podle původu akcií nabízených v rámci IPO lze dle literatury (4), (5), (7) rozlišovat:

- **IPO tzv. „primárních akcií“²²**, při které dochází k emisi nových akcií a jejich uvedení na veřejný primární trh cenných papírů,
- **IPO tzv. „sekundárních akcií“²³**, spočívající v nabídce dříve vydaných akcií, se kterými se dosud obchodovalo pouze na neveřejném sekundárním trhu,
- **kombinovanou IPO**, při které se nově emitované akcie doplňují veřejnou nabídkou stávajících akcií.

¹⁶ WELCH, I. *A First Course in Finance* [online]. 2006, [cit. 2006-08-22]. Dostupné z: <http://welch.econ.brown.edu/book/> 824 s.

¹⁷ RITTER, J. R. Initial Public Offering. *Contemporary Finance Digest*, 1998, Vol. 2, No. 1, p. 5-30.

¹⁸ CARTER, R. B. - MANASTER, S. Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, 1990, Vol. 45, No. 4, p. 1045. ISSN 0022-1082.

¹⁹ GIUDICI, G. - VEDOVE, F. D. - RANDONE, P. A. The evolution of Initial Public Offerings in Italy. *BlitNotes*, 2005, No. 14, 34 s.

²⁰ KHURSHED, A. Discussion of Does the Presence of Venture Capitalists Improve the Survival Profile of IPO firms? *Journal of Business and Finance*, 2000, Vol. 27, No. 9, p. 1177-1183. ISSN 0306-686X.

²¹ Někdy se ještě přihlíží k době mezi předchozí a novou kotací na burze. Například výzkumný tým S. Paleariho z Itálie nepovažuje za IPO veřejnou nabídku skutečnou společností, s jejichž akciemi se přestalo na burze obchodovat v minulých pěti letech.

²² Zde je třeba upozornit na skutečnost, že v odborné literatuře neexistuje jednotná definice pojmu „primární cenný papír“. Například v literatuře (14), (16) se za primární cenné papíry považují ty, které směřují přímo od emitenta ke konkrétnímu dlužníkovi a jsou spojeny s tzv. přímým financováním.

²³ Podobně jako je tomu u primárních cenných papírů, existují v odborné literatuře různé přístupy k vymezení pojmu „sekundární cenný papír“. Např. v literatuře (14), (16) se za sekundární cenné papíry považují cenné papíry vydané finančním zprostředkovatelem a souvisí s tzv. nepřímým financováním.

Pro Spojené státy americké je dle studie (6) významná především IPO primárních akcií, která představuje 83,63 % ze všech prvotních veřejných nabídek akcií. V kontinentální Evropě je však dle prací Georgena²⁴ a Pagana²⁵ využívána IPO primárních a sekundárních akcií přibližně ve stejném poměru.

Dle studie (5) je důvodem pro IPO primárních akcií především potřeba dalších finančních prostředků pro rozvoj společnosti, omezená tvorba interních finančních zdrojů a vzrůstající podíl bankovních úvěrů na celkovém zadlužení společnosti. V případě, že finanční potřeby vyžadují jen relativně malou emisi nových akcií, společnosti často za účelem zvýšení celkového počtu akcií nabízených v rámci IPO uvádějí na trh i své stávající, dříve vydané akcie. Tím dochází ke zvýšení atraktivity prvotní veřejné nabídky a zajištění potřebné likvidity akcií po provedené IPO. Firmy realizující IPO primárních akcií mají, v porovnání s firmami nabízejícími při IPO pouze sekundární akcie, většinou kratší historii a menší velikost²⁶.

Naopak stabilizované společnosti s pevným postavením na trhu a vysokou tvorbou interních finančních zdrojů inklinují pouze k nabídce sekundárních akcií. Ta přichází také v úvahu v případě privatizace státních podílů prostřednictvím kapitálového trhu nebo v případě výstupu investora rizikového kapitálu z podnikání, kdy uvedení na burzu je obecně považováno za nejvýnosnější způsob odchodu investora ze společnosti. Za významné pro rozhodnutí společnosti přistoupit k veřejné nabídce akcií bývají často považovány i marketingové podněty²⁷.

Dle výše uvedené studie je velikost nabídky sekundárních akcií ovlivněna především tzv. náklady vyplývajícími z „podhodnocení“ emisního kurzu akcií při jejich první veřejné nabídce²⁸. Tyto náklady se rovnají rozdílu mezi kurzem, který byl vytvořený při prvním obchodování akcií na veřejném sekundárním trhu cenných papírů²⁹ po provedeném IPO a emisním kurzem akcií při IPO. Empirické studie ukazují, že první kurzy, za které se akcie na veřejném sekundárním trhu obchodují, jsou přibližně o 10 - 15 % vyšší než ty, za které jsou veřejnosti nabídnuty poprvé. Pro menší společnosti s kratší historií může tento rozdíl dokonce přesáhnout 50 %. Tato skutečnost na jedné straně stimuluje poptávku investorů po prvotních veřejných nabídkách, neboť mohou realizovat kapitálový zisk již pár dnů po jejich uskutečnění. Na straně druhé představuje **implicitní náklad IPO**, neboť společnosti, resp. původní akcionáři (při nabídce sekundárních akcií) získávají méně peněžních prostředků. Dle lit. (7) má podhodnocení emisního kurzu také negativní dopad na vliv původních akcionářů ve společnosti, neboť ta bude nucena za účelem získání potřebné výše peněžních prostředků vydat více nových akcií. Jinými slovy řečeno, v případě absence podhodnocení emisního kurzu by společnost mohla získat požadovaný objem peněžních prostředků emitováním menšího počtu akcií, a tím by se méně oslabil vliv původních akcionářů ve společnosti.

²⁴ GEORGEN, M. *Corporate Governance and Financial Performance: A study of German and UK Initial Public Offerings*. Edward Edgar, Cheltenham, U.K. and Northampton, Massachusetts. 1998.

²⁵ PAGANO, M. - PANETTA, F. - ZINGALES, L. Why do companies go public. An empirical analysis. *Journal of Finance*, 1998, Vol. 53, p. 27-64. ISSN 0022-1082.

²⁶ Velikost firmy byla ve studii (5) určena hodnotou celkových aktiv a výší tržeb.

²⁷ Konkurenční společnosti, které jsou již na burze kótovány, bývají svými partnery v obchodním styku považovány za důvěryhodnější, což společnost motivuje ke vstupu na burzu. Postupné dokumentování finanční stability a transparentnosti společnosti ve veřejných médiích posiluje její celkový profil.

²⁸ V angličtině se používá výrazu „underpricing costs“.

²⁹ Nejčastěji se jedná o burzu cenných papírů.

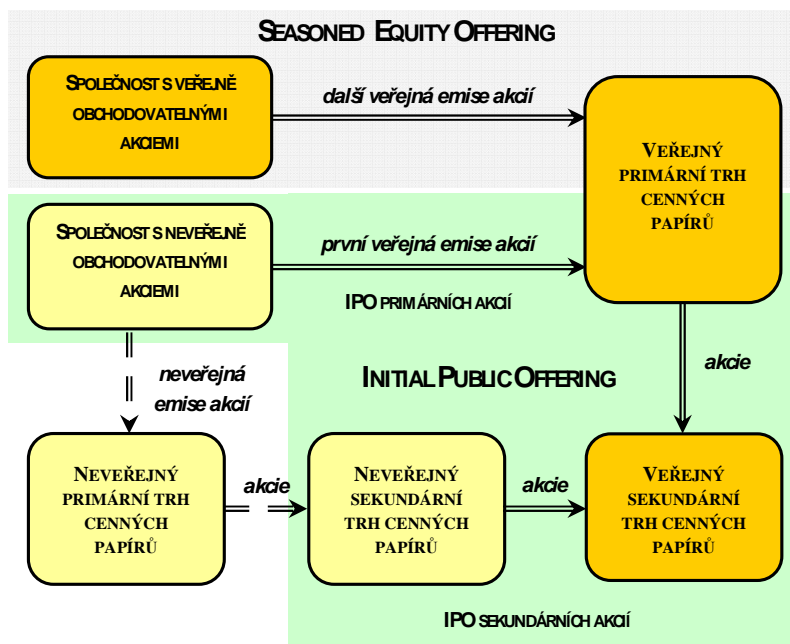
Význam podhodnocení emisního kurzu je proto přímo úměrný podílu nabízených akcií na základním kapitálu společnosti³⁰.

Z výše uvedeného vyplývá, že rozhodnutí o nabídce primárních nebo sekundárních akcií má význam jak pro samotnou společnost, tak i pro stávající akcionáře. Při IPO primárních akcií nabízí emitent nově vydané cenné papíry a jejich prodejem získává potřebné peněžní prostředky pro své podnikatelské aktivity. Při IPO sekundárních akcií získávají peněžní prostředky stávající akcionáři, jejichž akcie jsou v rámci IPO poprvé uvedeny na veřejný sekundární trh cenných papírů. Lze tedy konstatovat, že **pro financování dalšího rozvoje společnosti vlastními externími zdroji má význam pouze IPO primárních akcií**, kdy společnost za účelem získání potřebných finančních zdrojů emituje nové akcie, které mohou být pro zvýšení jejich likvidity a atraktivity doplněny i akciemi stávajícími. **Za alternativu k této formě financování lze považovat veřejnou emisi obligací, která patří mezi cizí externí zdroje financování.**

V české odborné literatuře lze definici pojmu „IPO“ nalézt například v literatuře (13): „IPO představuje úpis nových cenných papírů prvním nabyvatelům“ nebo v publikacích (8) a (11), kde se pojmem IPO označuje „primární emise akcií“. V dokumentech (1) a (10) se za IPO považuje i nová emise akcií firem, s jejichž akciemi se již na veřejném trhu cenných papírů obchoduje.

Při porovnání zahraničních definicí pojmu IPO s jeho pojetím v české literatuře lze nalézt určitý rozpor. Veřejně obchodovatelné společnosti totiž nemohou skutečnou IPO realizovat, a to právě z toho důvodu, že s jejich akciemi se již na veřejném trhu cenných papírů obchoduje. Nový úpis akcií těchto společností se dle soudobé zahraniční literatury, např. (4) a (6) a označuje jako „*Seasoned Equity Offering*“, ve zkratce „*SEO*“. Rozdíl mezi IPO a SEO akcií lze schématicky znázornit pomocí následujícího obrázku.

Obrázek 1: Porovnání IPO a SEO akcií [Zdroj: vlastní zpracování]



³⁰ Pokud se akcionáři rozhodnou prodat například 20 % svých akcií a podhodnocení emisního kurzu je odhadováno na 10 % z tržní hodnoty akcií, ztráta představuje „pouze“ 2 % z tržní hodnoty podniku. V případě, kdy by společnost nabízela investorům veškerý svůj akciový kapitál, bude ztráta odpovídat celým 10-ti %.

Závěr

Výše uvedený nesoulad mezi vymezením pojmu IPO v české a zahraniční literatuře je dle mého názoru dán nesprávným ztotožněním termínu „*primární emise akcií*“ s anglickým termínem „*Initial Public Offering*“. Tomuto názvu by lépe odpovídal doslovný překlad „*prvotní veřejná nabídka cenných papírů*“, ze kterého je zřejmé, že:

- ***IPO může provést pouze společnost, s jejímiž cennými papíry se neobchoduje na veřejném trhu cenných papírů,***
- ***v širším vymezení tohoto pojmu mohou být veřejnosti nabídnuty jak majetkové cenné papíry (akcie), tak i dluhové cenné papíry (obligace),***
- ***v případě IPO akcií nemusí být vždy emitovány nové akcie (IPO primárních akcií), ale mohou být veřejnosti nabídnuty i dříve vydané akcie (IPO sekundárních akcií).***

Literatura

- (1) Asociace pro kapitálový trh ČR. *Některá doporučení k zavedení primárních emisí akcií do praxe českého kapitálového trhu*. Praha: AKAT ČR, 2001. 6 s. Dostupné z <http://www.akatcr.cz/webmagazine/articles.asp?id=42&idk=184>.
- (2) CARTER, R. B. - MANASTER, S. Initial Public Offering and Underwriter Reputation. *Journal of Finance*, 1990, Vol. 45, No. 4, p. 1045. ISSN 0022-1082.
- (3) GEORGEN, M. *Corporate Governance and Financial Performance: A study of German and UK Initial Public Offerings*. Edward Edgar, Cheltenham, U.K. and Northampton, Massachusetts. 1998.
- (4) GIUDICI, G. - VEDOVE, F. D. - RANDONE, P. A. The evolution of Initial Public Offerings in Italy. *BltNotes*, 2005, No. 14, 34 s.
- (5) HUYGHEBAERT, N. - VAN HULLE, C. Structuring the IPO: Empirical evidence on the portions of primary and secondary shares. *Journal of Corporate Finance*, 2006, Vol. 12, s. 296-320. ISSN 0929-1199.
- (6) JAGADEESH, N. - EINSTEIN, M. - WELCH, I. An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offering. *Journal of Financial Economics*, 1993, No. 34, p. 153-175. ISSN 0304-405X.
- (7) JENKINSON, T. - LJUNGQVIST, A. *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford: Oxford University Press, 2001. 254 s. ISBN 0-19-829599-5.
- (8) JEŽEK, T. a kol. *Jak emitovat akcie a dluhopisy na kapitálovém trhu*. Praha: KCP, 2004. ISBN 80-239-2193-2.
- (9) KHURSHED, A. - PALEARI, S. - VISMARA, S. *The Operating Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience*. Università di Bergamo, Working Paper, 2005. Dostupné z: <http://ssrn.com/abstract=439240>.
- (10) Komise pro cenné papíry. *Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR*. Praha: KCP, 2001. 22 s.
- (11) LIŠKA, V. - GAZDA, J. *IPO Kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ Editio, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-X.
- (12) PALEARI, S. et al. *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Universoft, 2006. 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.
- (13) PAVLÁT, V. a kol. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. ISBN 80-86419-33-9.
- (14) REJNUŠ, O. *Peněžní ekonomie – Finanční trhy*. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005. 254 s. ISBN 80-214-2979-8.
- (15) RITTER, J. R. Initial Public Offerings. *Contemporary Finance Digest*, 1998, Vol. 2, No. 1, p. 5-30.
- (16) ROSE, P. S. *Money and capital markets*. Boston: IRWIN, 1992. 4th edition. ISBN 80-205-0192-4.
- (17) ROSS, S. A. - WESTERFIELD, R. W. - JORDAN, B. D. *Essentials of Corporate Finance*. USA: Von Hoffmann Press, Inc., 1996. 528 s. ISBN 0-256-16986-1.
- (18) WELCH, I. *A First Course in Finance* [online]. 2006, [cit. 2006-08-22]. Dostupné z: <http://welch.econ.brown.edu/book/> 824 s.
- (19) <http://ir.nasdaq.com/glossary.cfm?FirstLetter=i>
- (20) <http://www.sec.gov/litigation/complaints/complr17327.htm>

Summary

Tomáš Meluzín

APPROACHES TO THE DEFINITION OF THE TERM “INITIAL PUBLIC OFFERING” AND ITS PROPOSED CZECH EQUIVALENT

The paper presents the results of a comparative analysis of the term “Initial Public Offering” as it is defined in foreign literature and specifies how it differs from the present-day approach to this term in Czech literature. Based on the acquired knowledge, the Czech equivalent of “Initial Public Offering” is proposed while respecting its essential meaning and substance.

Recenzent/Reviewer:

prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Brno University of Technology

Faculty of Business and Management

Kolejní 2906/4

612 00 Brno, Czech Republic

E-Mail: rejnuš@fbm.vutbr.cz