

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví

Katedra bankovníctví a pojišťovnictví

Studijní obor: Bankovníctví a pojišťovnictví



Analýza IPO na vybraných burzách cenných papierov

Autor diplomové práce: Bc. Lenka Szántaiová

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D.

Rok obhajoby: 2019

Pod'akovanie

Na tomto mieste by som rada pod'akovala prof. Ing. Petr Musílkovi, PhD. za odborné rady a cenné pripomienky, ktorými mi pomohol s vypracovaním tejto diplomovej práce. Zároveň ďakujem mojej rodine za podporu počas štúdia na vysokej škole.

Čestné prehlásenie

Prehlasujem, že som diplomovú prácu na tému „Analýza IPO na vybraných burzách cenných papierov“ vypracovala samostatne a všetku použitú literatúru ako aj ďalšie pramene som riadne označila a uviedla v priloženom zozname.

V Prahe dňa 7. januára 2019

Abstrakt

Diplomová práca sa zameriava na prvotnú verejnú ponuku akcií (IPO) v stanovených časových úsekoch na vybraných európskych burzách v rokoch 2006-2016. Cieľom práce je analýza výnosnosti vybraných IPO a to na Burze cenných papírů v Praze, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie a Frankfurt Börse, pričom sledované časové úseky výnosností jednotlivých titulov sú kalendárny deň, kalendárny týždeň, mesiac, šesť mesiacov a 1 rok od prvotnej verejnej ponuky akcií. Výnosnosť je tiež sledovaná vzhľadom na pohyby hlavných indexov jednotlivých búrz, teda PX, Wig20 a DAX. Hlavnou hypotézou práce je pokles výnosností akcií v dlhšom období.

Kľúčové slová: Prvotná verejná ponuka akcií, Výnosnosť, Burza cenných papírů v Praze, Giełda Papierów Wartościowych, Frankfurt Börse

Abstract

Diploma thesis is focused on Initial Public Offering (IPO) during the determined time periods on the selected European Exchanges. The selected time period is during years 2006-2016. The main focus of thesis is analysis of the profitability of the selected IPOs on the Prague Stock Exchange, GPW in Warsaw and Frankfurt Börse. Periods are determined as one day, one week, one month, six months and 1 year for initial public offering. Profitability is also apply to the comparision with primary index – PX, Wig20 and DAX. The main hypothesis of this thesis is the decline in profitabilty of the shares in the long term.

Key words: Initial Public Offering, Profitabillity, Prague Stock Exchange, GPW Warsaw, Deutsche Börse

Obsah

Úvod	14
1 Zdroje financovania akciových spoločností a základné charakteristiky IPO	16
1.1 Charakteristika „Initial Public Offering“	18
1.2 Predpoklady k realizácii IPO	19
1.3 Hlavné motívy realizácie Initial Public Offering	21
1.3.1 Výhody a nevýhody spojené s IPO	22
1.4 Anomálie spojené s IPO	23
1.4.1 Dlhodobá nižšia výnosnosť akcií spoločností po IPO	24
1.4.2 Podhodnotenie emisného kurzu akcií	25
2 Proces IPO	29
2.1 Prípravná fáza	30
2.2 Realizačná fáza	30
2.2.1 Výber členov realizačného tímu	31
2.2.2 Výber vhodného trhu pre realizáciu prvotnej ponuky akcií	31
2.2.3 Due diligence	31
2.2.4 Interné ocenenie emitenta	32
2.2.5 Emisný prospekt	32
2.2.6 Road show	33
2.2.7 Rozhodovanie o výške emisného kurzu	34
2.2.8 Prijatie akcií k obchodovaniu	35
2.3 Post-realizačná fáza	36
3 IPO na vybraných burzách cenných papierov	39
3.1 Vybrané burzy cenných papierov	39
3.1.1 Prague Stock Exchange (Burza cenných papírů Praha)	40
3.1.2 Giełda Papierów Wartościowych (burza vo Varšave)	43

3.1.3	Deutsche Börse	45
3.2	Výnosnosť IPO v rámci technologického sektoru	49
3.2.1	PSE	50
3.2.2	GPW	51
3.2.3	FSE	54
3.2.4	Porovnanie a vyhodnotenie výsledkov v rámci technologického sektoru	59
3.3	Výnosnosť IPO v rámci potravinového sektoru	60
3.3.1	PSE	60
3.3.2	GPW	62
3.3.3	FSE	67
3.3.4	Porovnanie a hodnotenie výsledkov v rámci potravinového sektoru	69
3.4	Výnosnosť IPO v sektore energetiky.....	71
3.4.1	PSE	71
3.4.2	GPW	73
3.4.3	FSE	78
3.4.4	Porovnanie a hodnotenie výsledkov v rámci sektoru energetiky	81
	Záver	83
	Zoznam použitej literatúry	86

Zoznam grafov

Graf 1: Stabilizačný mechanizmus pri raste ceny akcií nad emisnú cenu	37
Graf 2: Stabilizačný mechanizmus pri poklese ceny akcií pod emisnú kurz ...	37
Graf 3: Index PX v rokoch 2006-2016	42
Graf 4: Počet IPO na Burze cenných papírů Praha v rokoch 2006 - 2016	43
Graf 5: Vývoj indexu Wig 20 v rokoch 2006-2016.....	45
Graf 6: Počet IPO na GPW v rokoch 2006 - 2016	45
Graf 7: Index DAX v rokoch 2006 - 2016.....	48
Graf 8: Počet IPO na FSE v rokoch 2006 - 2016	48
Graf 9: Výnosnosť akcie Pegas Nonwovens a vývoj indexu PX	51
Graf 10: Výnosnosti akcie Asseco SEE a vývoj indexu Wig 20.....	53
Graf 11: Výnosnosti akcie Playway a vývoj indexu Wig 20.....	54
Graf 12: Výnosnosti akcie Sltronic a vývoj indexu DAX	56
Graf 13: Výnosnosti akcie Exceet Group SE a vývoj indexu DAX.....	57
Graf 14: Výnosnosti akcie Rib Software a vývoj indexu DAX.....	58
Graf 15: Výnosnosti akcie Pivovary Lobkowicz a vývoj indexu PX.....	61
Graf 16: Výnosnosti akcie Kofola ČS a vývoj indexu PX	62
Graf 17: Výnosnosti akcie Pamapol SA a vývoj indexu Wig 20	64
Graf 18: Výnosnosti akcie Makarony Polskie a vývoj indexu Wig 20	65
Graf 19: Výnosnosti akcie Agroton Public a vývoj indexu Wig 20	66
Graf 20: Výnosnosti akcie Tonkens Agrar a vývoj indexu DAX.....	68
Graf 21: Výnosnosti akcie AGRARIUS a vývoj indexu DAX	69
Graf 22: Výnosnosti akcie E4U a vývoj indexu PX.....	72
Graf 23: Výnosnosti akcie Photon Energy a vývoj indexu PX	73
Graf 24: Výnosnosti akcie Energa a vývoj indexu Wig 20	75
Graf 25: Výnosnosti akcie ENEA a vývoj indexu Wig 20.....	76
Graf 26: Výnosnosti akcie TAURON a vývoj indexu Wig 20.....	77
Graf 27: Výnosnosti akcie EnviTec a vývoj indexu DAX	79
Graf 28: Výnosnosti akcie VERBIO a vývoj indexu DAX.....	80
Graf 29: Výnosnosti akcie a vývoj indexu	81

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1: Potenciálne zdroje financovania spoločnosti	17
Tabuľka 2: Výnosnosť akcie Pegas Nonwovens	50
Tabuľka 3: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Pegas Nonwovens po jeho zohľadnení	51
Tabuľka 4: Výnosnosť akcie Asseco SEE.....	52
Tabuľka 5: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Asseco SEE po jeho zohľadnení	52
Tabuľka 6: Výnosnosť akcie Playway.....	53
Tabuľka 7: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Playway po jeho zohľadnení	54
Tabuľka 8: Výnosnosť akcie Siltronic.....	55
Tabuľka 9: Výnosnosť indexu DAX a výnosnosti akcie po jeho zohľadnení..	55
Tabuľka 10: Výnosnosti akcie Exceet Group SE	56
Tabuľka 11: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie Exceet Group SE po jeho zohľadnení	57
Tabuľka 12: Výnosnosť akcie RIB Software	58
Tabuľka 13: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie RIB po jeho zohľadnení	58
Tabuľka 14: Porovnanie výnosností akcií z technologického sektoru po zohľadnení vývoja burzového indexu.....	59
Tabuľka 15: Výnosnosť akcie Pivovary Lobkowicz	60
Tabuľka 16: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Pivovary Lonkowicz po jeho zohľadnení	60
Tabuľka 17: Výnosnosť akcie Kofola ČS	61
Tabuľka 18: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Kofola ČS po jeho zohľadnení	62
Tabuľka 19: Výnosnosť akcie Pamapol SA	63
Tabuľka 20: Vývoj indexu Wig 20a výnosnosti akcie Pamapol SA po jeho zohľadnení	63
Tabuľka 21: Výnosnosť akcie Makarony Polskie	64
Tabuľka 22: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Makarony Polskie po jeho zohľadnení	65
Tabuľka 23: Výnosnosť akcie Agroton Public.....	66

Tabuľka 24: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Agroton Public po jeho zohľadnení	66
Tabuľka 25: Výnosnosť akcie Tonkens Agrar	67
Tabuľka 26: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie Tonkens Agrar po jeho zohľadnení	67
Tabuľka 27: Výnosnosť akcie AGRARIUS	68
Tabuľka 28: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie AGRARIUS po jeho zohľadnení	68
Tabuľka 29: Porovnanie výnosností akcií z potravinového sektoru po zohľadnení vývoja burzového indexu.....	69
Tabuľka 30: Výnosnosť akcie E4U	71
Tabuľka 31: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie E4U po jeho zohľadnení..	71
Tabuľka 32: Výnosnosť akcie Photon Energy NV.....	72
Tabuľka 33: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Photon Energy po jeho zohľadnení	73
Tabuľka 34: Výnosnosť akcie Energa	74
Tabuľka 35: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Energa po jeho zohľadnení	74
Tabuľka 36: Výnosnosť akcie ENEA.....	75
Tabuľka 37: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie ENEA po jeho zohľadnení	76
Tabuľka 38: Výnosnosť akcie TAURON.....	77
Tabuľka 39: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie TAURON po jeho zohľadnení	77
Tabuľka 40: Výnosnosť akcie EnviTec.....	78
Tabuľka 41: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie EnviTec po jeho zohľadnení	78
Tabuľka 42: Výnosnosť akcie VERBIO.....	79
Tabuľka 43: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie VERBIO po jeho zohľadnení	80
Tabuľka 44: Výnosnosť akcie Kion	80
Tabuľka 45: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie Kion po jeho zohľadnení	81

Tabuľka 46: Porovnanie výnosností akcií zo sektoru energetiky po zohľadnení vývoja burzového indexu.....	82
--	----

Úvod

Kapitálový trh predstavuje v modernej ekonomike zásadnú úlohu, a preniká do mnohých oblastí hospodárskeho života. Podľa rôznych ekonomických teórií sa práve na kapitálovom trhu tvorí reálne ocenenie jednotlivých spoločností. Initial Public Offering (ďalej „IPO“), alebo prvotná verejná ponuka akcií na kapitálový trh je základným spôsobom, ako spoločnosť môže v dnešnej dobe získať externé zdroje financovania.

Existenciu procesu IPO je možné datovať až k priemyselnej revolúcii, keď v Amsterdame v roku 1602 realizovala prvotnú emisiu akcií spoločnosť Dutch East India Company. Historicky najväčšiu IPO realizovala spoločnosť Agricultural Bank of China, ktorá v roku 2010 upísala akcie v hodnote 22,1 miliardy USD. Prvý vstup spoločnosti na verejný kapitálový trh sa ale vo väčšine prípadov odohráva v oveľa menšom merítke. Na Burze cenných papírů Praha sa najväčšie IPO uskutočnilo v roku 2008, keď na trh ponúkla svoje akcie spoločnosť NWR s hodnotou 41,5 miliardy Kč. Rast ceny akcií ale prerušila finančná kríza a akcie zažili obrovský prepád. V roku 2016 sa napokon firma ukončila svoje obchodovanie na burze a nasledovala likvidácia spoločnosti.

Táto diplomová práca je zameraná na vyššie spomenutú prvotnú ponuku akcií na verejnom kapitálovom trhu. V teoretickej časti práce je čitateľ oboznámený so zdrojmi financovania akciovej spoločnosti, z ktorých jednou je práve IPO, ktorému sa venujú ostatné podkapitoly a kapitoly. Tá prvá sa zaoberá tým, čo vlastne IPO znamená, aké predpoklady musí spoločnosť spĺňať aby mohla IPO realizovať, motívy, ktoré spoločnosť pre prvotnú verejnú ponuku akcií môže mať, či aké sú klady a zápory spojené s IPO. Následne sú rozoberané aj dve anomálie, ktoré sú s procesom spojené. Týmito anomáliami sú dlhodobá nižšia výnosnosť akcií spoločnosti po realizácii prvotnej ponuky, a podhodnotenie emisného kurzu akcií. Nasledujúca kapitola sa zaoberá celkovým procesom IPO, ktorý je možné obecné rozčleniť na prípravnú fázu, realizačnú fázu a post-realizačnú fázu.

Empirická časť diplomovej práce sa zameriava predovšetkým na skúmanie výnosností jednotlivých akcií po ich prvotnom uvedení na trh za určité stanovené

časové úseky, ktorými sú kalendárny týždeň, kalendárny mesiac, šesť mesiacov a napokon jeden rok od uskutočnenia IPO. Výsledky sú porovnávané naprieč tromi európskymi krajinami, a v rámci krajín je do úvahy braná vždy hlavná burza. Prvou zvolenou krajinou je Česká republika a jej Burza cenný papírů Praha. K nej boli zvolené Nemecko a jej Deutsche Börse so sídlom vo Frankfurte, a Poľsko s hlavnou burzou Giełda Papierów Wartościowych vo Varšave. Tieto krajiny boli zvolené ako dve susediace západné európske krajiny, ktorých burzy majú medzinárodný presah. Popisu týchto búrz, ako aj definovaniu ich hlavného indexu a počtu IPO za zvolené obdobie rokov 2006 - 2016 sa venuje prvá časť. Hlavná analýza potom stojí na sektorovom delení jednotlivých IPO, kde sú zvolené tri sektory v rámci ktorých spoločnosti realizovali na daných burzách minimálne jednu primárnu emisiu. Medzi tieto sektory sú zaradené: technologický sektor, potravinový sektor, a sektor energetiky, pričom radenie spoločností do sektorov na burze v Prahe prebehlo na základe emailovej komunikácie s oddelením BCPP a.s. V týchto sektoroch sú potom spoločnosti porovnávané naprieč krajinami. V prípade väčšieho počtu subjektov ktoré radenie do sektorov spĺňali boli náhodným výberom zvolené práve tri spoločnosti. V rámci sektorov s vždy analyzované konkrétne tituly na základe príslušnosti k burze.

Cieľom je preskúmať výnosnosti akcií v rámci jednotlivých sektorov, v rámci krajín aj medzi nimi a zároveň overiť, či sa výnosnosti v sektoroch významne odlišujú. Hypotézou tejto práce je, že výnosnosti akcií budú v dlhšom období klesať.

1 Zdroje financovania akciových spoločností a základné charakteristiky IPO

Jednou zo základných činností podniku je jeho financovanie, nakoľko podnik nemôže bez dostatočného kapitálu a investícií vzniknúť, alebo rozvíjať sa. Financovanie je zaisťované cez proces finančného riadenia, pričom berie do úvahy najmä faktor časového zhodnotenia prostriedkov a rizikovosť, ktorá vzniká pri zaobstarávaní kapitálu. Za základné delenie financovania spoločnosti môže byť považované bežné a mimoriadne financovanie. Bežné súvisí so základnou prevádzkou spoločnosti – napr. nákup materiálu, alebo úhrady paušálnych poplatkov. Mimoriadne slúži k zabezpečeniu rôznych akvizícií a fúzií, k likvidácii podniku a pod. Iným, a pre potreby tejto práce dôležitejším delením z hľadiska IPO, je delenie na interné a externé financovanie.

Interné financovanie vzniká zo zdrojov, ktoré vznikli na základe určitých predchádzajúcich činností podniku. Do tejto kategórie patria predovšetkým rezervné fondy, hospodárske výsledky v podobe zadržaných ziskov a odpisy. Odpisy spolu s hospodárskymi výsledkami tvoria základ interného financovania, nakoľko rezervné fondy sú tvorené z preúčtovaných hospodárskych výsledkov.¹ Pri tejto forme financovania nevznikajú dodatočné náklady na kapitál, nakoľko tieto položky nezvyšujú záväzky podniku. Na druhej strane, v základe externého financovania stojí rast záväzkov podniku voči vonkajším subjektom. Podnik si pri otázke externého financovania môže vybrať možnosť dlhového, kapitálového alebo ostatných druhov financovania. Zdrojom, ktorý je využívaný najčastejšie je dlhové financovanie – úvery a emitované dlhopisy, a kapitálové financovanie – typicky v podobe emisie akcií. Voľba medzi týmito druhmi financovania závisí na rôznych faktoroch ako je motív pre zisk finančných prostriedkov, alebo fáza rozvoja spoločnosti. Klasifikácia rôznych druhov financovania je uvedená v nasledovnej tabuľke:²

¹ VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 978-80-8692-901-9.

² VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 978-80-8692-901-9.

Tabuľka 1: Potenciálne zdroje financovania spoločnosti

Interné zdroje financovania	Externé zdroje financovania
Odpisy Hospodárske výsledky (zadržané zisky) Rezervný fond	Bankové úvery Štátne dotácie Emisie dlhopisov Emisie akcií Leasingy Rizikový kapitál

Zdroj: Valach (2006), vlastné spracovanie údajov

Špecifickým zdrojom financovania je mezanínový kapitál, ktorý je klasifikovaný ako hybridný – teda ani dlhový, ani kapitálový, a teda vyplňa medzeru medzi vlastným kapitálom a klasickým dlhovým financovaním. Veľkou výhodou mezanínového kapitálu je, že takto získané prostriedky sú nad rámec napr. úverov a môžu byť nimi financované aj rizikovejšie investície. Nevýhodou je vyššia cena, ktorá závisí najmä na výške seniorských úverov či rizikovitosti podniku.³

Externé zdroje je možné z hľadiska sprostredkovania zdrojov rozdeliť na priame a nepriame financovanie. Pri priamom financovaní nie je možné určiť, ktoré inštitúcie ho poskytujú. Jedná sa predovšetkým o dotácie poskytované štátom, či rôzne dodávateľské úvery.⁴ Charakter nepriameho financovania má väčšinou podobu bankového úveru, finančného leasingu, a rôznych fondov.⁵

Faktorov, na základe ktorých sa podnik rozhoduje o tom, aké financovanie zvolí je mnoho, a rovnako ako zdroje je možné ich rozdeliť na vonkajšie a vnútorné. K vonkajším faktorom patria situácie, ktoré podnik sám nedokáže ovplyvniť ako odvetvie, v ktorom sa pohybuje, alebo menová politika centrálnej banky.

K vnútorným faktorom sa radia najmä fázy životného cyklu spoločnosti, nakoľko v rôznych fázach sa podnik rozlične rozhoduje o druhoch financovania. V prvotnej fáze, kedy sú typicky dosahované záporné výsledky hospodárenia, je

³ KURSOVÁ, Petra. *Zdroje financování podniku*. Brno: Czech Private Equity and Venture Capital Association, 2007.

⁴ NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.

⁵ NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.

financovanie spojené skôr s držiteľmi rizikovejšieho kapitálu. Vo fáze rastu podniku sa angažujú skôr veľké bankové domy.⁶ Ak podnik dokáže dlhodobo generovať dostatočné zisky, môže využiť tzv. efekt zadlženia, v rámci ktorého je znižovaný daňový základ – cez daňovú uznateľnosť nákladových úrokov a zároveň dochádza k rastu výnosnosti kapitálu vlastníkov. V hypotetickej situácii rovnosti nákladov a výnosov je pre spoločnosť financovanie vlastným kapitálom a dlhové financovanie rovnako výhodné.⁷

Primárnu emisiu je možné zaradiť medzi najdôležitejšie nástroje spojené s alokáciou zdrojov, nakoľko vstup spoločnosti na trh je dôležitý nielen pre trh samotný, ale aj pre celú ekonomiku. Emitovaním cenných papierov dochádza k stálemu toku kapitálu od investorov k spoločnostiam, ktoré potom podporujú a financujú svoje aktivity.

1.1 Charakteristika „Initial Public Offering“

Nakoľko interné zdroje spoločnosti často nepostačujú na krytie dlhodobých potrieb podniku, ako sú vývoj nových produktov, investície do výskumu a vývoja alebo rozšírenie fixného kapitálu, pričom všetky vyžadujú veľké množstvo kapitálu, musí podnik často pristupovať k externým zdrojom ako k nevyhnutnej možnosti. externé financovanie môže byť uskutočnené cez bankový úver, ktorý zvyšuje zadlženie spoločnosti, alebo cez emisiu akcií. Emisia akcií môže byť realizovaná ako „Initial Public Offering“, alebo ako „Seasonal Equity Offering“.

Za účelom definovania „Initial Public Offering“, obecného známeho ako IPO, je možné použiť viacero definícií, ktoré sú vo svojej podstate rovnaké. Napríklad americká Securities and Exchange Commission (SEC) definuje IPO ako „*prvé verejné vydanie akcií spoločnosti, s ktorej akciami sa predtým na verejnom kapitálovom trhu neobchodovalo*“. Jason Draho definoval IPO ako „*proces, počas ktorého sú akcie spoločnosti po prvýkrát predané investorskej verejnosti a následne sú obchodované na sekundárnom akciovom trhu*.“⁸ Podľa Nasdaq je

⁶ KURSOVÁ, Petra. *Zdroje financování podniku*. Brno: Czech Private Equity and Venture Capital Association, 2007.

⁷ NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.

⁸ DRAHO, Jason. *The IPO decision: Why and how companies go public*. Cheteham: Edward Elgar, 2004. ISBN 1-84376-613-2.

IPO „*prvý predaj akcií spoločnosti verejnosti*“. Z uvedených definícií vyplýva, že ak spoločnosť ponúka svoje akcie (cenné papiere) verejne na organizovanom trhu po prvý krát, jedná sa o IPO. Zároveň musí ísť o emitenta, s ktorého cennými papiermi nie je v danom období na verejnom trhu obchodované. Z uvedeného je zrejmé, že jedna spoločnosť môže svoje cenné papiere v rámci IPO ponúknuť iba na jednej burze podľa vlastného výberu, teda ponuku nemožno realizovať na viacerých burzách. Zároveň IPO nemôžu realizovať verejne obchodované spoločnosti, ktoré už na trhu s CP sú, a s ich akciami sa obchoduje. Ak by takáto spoločnosť kvôli zisku dodatočného kapitálu iniciovala ďalší úpis akcií, jednalo by sa o termín „Seasonal Equity Offering“ (ďalej ako SEO).⁹

Je rozlišované aj medzi IPO primárnych a IPO sekundárnych akcií. U primárnych ide o ponuku novo vydaných cenných papierov u spoločnosti, ktorá dovtedy nebola obchodovaná na verejnom primárnom trhu. Títo emitenti sa snažia získať pre svoju podnikateľskú činnosť potrebné prostriedky. Pri sekundárnych IPO dochádza k ponuke už vydaných cenných papierov, s ktorým sa doposiaľ obchodovalo na neverejných sekundárnych trhoch cenných papierov. Môže nastať aj kombinácia primárnych a sekundárnych IPO. Všeobecne ak sa jedná o externé zdroje, tak pre financovanie podniku má význam iba IPO primárnych akcií.¹⁰

1.2 Predpoklady k realizácii IPO

Aby boli akcie prijaté na verejný trh k obchodovaniu, musia spĺňať určité predpoklady, či už ide o informačnú otvorenosť emitenta, alebo konkrétne parametre emisie, pričom toto prijatie nestojí na žiadnom právnom nároku, a závisí na rozhodnutí organizátora verejného trhu.¹¹ Súčasná právna úprava verejnej ponuky cenných papierov a prospektov cenných papierov je obsiahnutá v časti zákona č. 256/2004 Sb., *o podnikaní na kapitálovom trhu*. Do tohto zákona boli implementované smernice Európskeho parlamentu a Rady

⁹ ABRAHAM, Rebecca a Charles HARRINGTON. Seasoned Equity Offerings: Characteristic of Firms. *International Journal of Business, Humanities and Technology*, Vol. 1 No. 3 [online]. [cit. 2018-11-10]. Dostupné z: http://ijbhtnet.com/journals/Vol_1_No_3_November_2011/3.pdf

¹⁰ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

¹¹ NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.

2003/71/ES, o prospekte, ktorý má byť zverejnený pri verejnej ponuke, alebo prijatí cenných papierov k obchodovaniu. Takto stanovené podmienky ale predstavujú iba nutné minimum, a ich náročnosť je priamo úmerná konkrétnemu trhu.

Podmienky, ktoré sú pri realizácii dôležité je možné hodnotiť z makroekonomického aj z mikroekonomického hľadiska. Z makroekonomického pohľadu je možné určiť, že ideálna doba pre úpis akcií je, keď na trhu existuje rastúci dopyt po akciách spoločností. Vývoj na finančnom trhu je ovplyvnený súčasným, aj očakávaným vývojom domácej, aj svetovej ekonomiky. Z mikroekonomického pohľadu, teda z pohľadu investora, ktorý vkladá do podniku svoje peňažné prostriedky, je podstatné okrem iného to, aby spoločnosť mala rastový potenciál, a jeho investícia by tak znamenala účasť na očakávanom budúcom zisku spoločnosti. Je teda dôležité, aby spoločnosť disponovala vysokým podielom na trhu, mala atraktívne produkty a vysokú mieru konkurencieschopnosti.¹²

Z hľadiska finančného účtovníctva je nutné, aby spoločnosť, ktorá vstupuje na verejný trh prostredníctvom IPO, mala implementované Medzinárodné štandardy účtovného výkazníctva (International Financial Reporting Standards – IFRS). Povinnosť používania Medzinárodných účtovných štandardov, ktoré sú upravené právom Európskej Únie pre účtovanie a zostavenie účtovnej uzávierky, je daná na základe zákona č. 563/1991 Sb., §19a o účtovníctví. Preto pre podnik, ktorý má záujem emitovať svoje akcie na verejný trh, a doposiaľ vedie svoje účtovníctvo na základe Českých účtovných štandardov, alebo iných predpisov, je prechod účtovníctva do IFRS nutným predpokladom.¹³ Tento proces, ktorý trvá rádovo niekoľko mesiacov, je považovaný za časovo najnáročnejšiu časť prípravy na IPO.

K predpokladom pre úspešnú realizáciu IPO z pohľadu emitenta patrí určite aj splnenie požiadaviek na corporate governance. V preklade do slovenského jazyka ide o správu a riadenie spoločnosti. V kontexte tohto prístupu sú riešené

¹² PATRIA Online. *Hlavní předpoklady pro úspěšné IPO* [online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/ipo/1_faze_IPO_Priprava.pdf

¹³ Zákon č. 563/1991 Sb., o účtovníctví, ve znění pozdějších předpisů [online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: <https://zakonyprolidi.cz/cs/1991-563>

vzťahy vlastní (akcionár) – manažér, pričom za pojmom manažér je myslený vrcholový predstaviteľ spoločnosti, ako aj spôsob, akým má firma dosahovať svoje ciele a dohľad nad činnosťou.¹⁴ Princípy corporate governance vznikli zo snahy OECD vytvoriť obecné pravidlá pre správne riadenie podniku, a sústredia sa napríklad na zaistenie, aby informácie týkajúce sa spoločnosti boli transparentné a prístupné, najmä čo sa týka finančnej situácie spoločnosti, jej činnosti a riadenia, alebo na rovné zaobchádzanie so všetkými akcionármi a posilnenie ich práv. V Českej republike boli medzinárodné štandardy corporate governance implementované do Kódexu správy a riadenia spoločnosti, ktorý vznikol na základe podnetu od Komise pro cenné papíry. Prijatie a dodržiavanie pravidiel corporate governance by malo viesť k zvýšeniu dôvery investorov, k znemožneniu neetického chovania, či k zlepšeniu podnikateľského prostredia.¹⁵

1.3 Hlavné motívy realizácie Initial Public Offering

Motívov, pre ktoré sa spoločnosť rozhodne emitovať akcie a vstúpiť na verejný kapitálový trh skrz IPO je mnoho. Vo väčšine zdrojov sa ako primárny dôvod pre uskutočnenie IPO uvádza zisk peňažných prostriedkov pre ďalší rozvoj podniku, kde podnik zároveň nie je limitovaný obmedzeniami financovania prostredníctvom úverov. Práve tie spoločnosti, ktorých financovanie už nemôže byť dostatočne uspokojené internými zdrojmi a bankovými úvermi, sa pre prvotnú verejnú ponuku rozhodujú najčastejšie. Výhodou pre tieto podniky je zisk kapitálu v požadovanej výške, ktorý je rozdelený na určitý počet akcií emitovaných s nominálnou hodnotou, ktorá im zaručí jednoduché umiestnenie na trhu. Práve kumuláciou kapitálu z akcií, spoločnosť dospeje k hodnote, ktorú by z individuálny investor nebol schopný alebo ochotný podniku poskytnúť.¹⁶ Tento typ financovania je vhodný ako alternatíva k dlhovému financovaniu

¹⁴ AUDRETSCH, David B. a Erik E. LEHMANN. *Corporate Governance in Newly Listed Companies*[online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/71065/1/738542512.pdf>

¹⁵ KRÁLÍČEK, Vladimír a Jan MOLÍN. *Vnější a vnitřní kontrola z pohledu managementu*. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 978-80-7478-557.

¹⁶ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

menovite pre spoločnosti, ktoré majú veľký rastový potenciál, alebo plánujú do budúcnosti veľké investície.¹⁷

Pri rozhodovaní o realizácii IPO musí mať spoločnosť na zreteli taktiež vplyv nefinančných kritérií, najmä pri časovaní emisie. Taktiež je nutné uvažovať o tom, že financovaním primárnou emisiou sú náklady na jej realizáciu nielen cenou za zaistenie finančných prostriedkov, ale aj náklady vynaložené počas prípravnej fázy procesu IPO, ako napríklad implementácia Medzinárodných štandardov účtovného výkazníctva, alebo náklady spojené s corporate governance.¹⁸

Dôvodom pre realizáciu IPO môže byť aj záujem súčasných vlastníkov o zlepšenie likvidity alebo kapitálovej štruktúry. Nižší podiel zadĺženosti, ku ktorej vedie vyšší podiel vlastného kapitálu v bilančnej sume je častým znakom práve spoločností, ktoré sa rozhodnú pre primárnu emisiu. Motívom môže byť aj snaha vlastníkov diverzifikovať aktíva alebo realizovať určitú investičnú príležitosť na trhu.¹⁹ Motívom realizácie procesu IPO môže byť v prípade vlastníka spoločnosti aj pokus o zníženie väčšinového podielu.²⁰

1.3.1 Výhody a nevýhody spojené s IPO

Emisia a umiestnenie akcií na trhu umožňujú spoločnosti nielen plniť stanovené ciele, ktoré sú hlavným motívom realizácie, ale prinášajú aj množstvo ďalších výhod s ňou spojených. Spoločnosti, ktoré uskutočňujú Initial Public Offering sa stávajú oveľa intenzívnejšie pozorovanými subjektmi, medzi iným aj médiami, než súkromne vlastnené spoločnosti. Tým, že sa podnik počas realizácie IPO dostáva do povedomia, stáva sa značným marketingovým nástrojom k propagácii produktov a získaniu ďalších potenciálnych investorov.²¹

¹⁷ PAGANO, Marco, Fabio PENETTA a Luigi ZINGALES. Why do companies go public: An emirical analysis. *The Journal of Finance*. 1998, (vol. 53).

¹⁸ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

¹⁹ PALEARI, Stefano, Renato REDONDI, Daniele PIAZZALUNGA a Silvio VISMARA. *Academic Eur IPO Fact Book 2006*. BookSurge Publishing, 2006. ISBN 978-1419651229.

²⁰ PATRIA Online. *IPO - možnosti primárních emisí v ČR* [online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

²¹ JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. ISBN 80-29-2193-2.

Výhodou, ktorá sa spája s IPO je, oproti úverovému financovaniu, okrem iného aj voľnosť v podobe rozhodovania o použití získaného kapitálu, nakoľko väčšinou sú takto získané prostriedky využité v akvizíciách, alebo napríklad k expanzii na nové trhy, či produktovú diverzifikáciu.²²

Popri prínosoch a výhodách sa s primárnou emisiu akcií, existuje aj celý rad povinností a nákladov, ktoré k realizácii IPO patria, a je možné považovať ich za nevýhody. Tieto náklady môžu mať charakter priamy alebo nepriamy. Tie, ktoré súvisia priamo s procesom realizácie Initial Public Offering, alebo náklady spojené s intenzívnym zverejňovaním informácií pre investorov a pre verejnosť je možné nazývať priamymi nákladmi. Náklady, s ktorými sa podnik môže stretnúť, ale nesúvisia s realizáciou IPO priamo, napríklad podhodnotenie emisného kurzu sú označované ako nepriame.²³

Nie všetky nevýhody, ktoré má verejná ponuka akcií, sú finančného charakteru. Spoločnosť je po uvedení akcií na verejne obchodovaný kapitálový trh pod drobnohľadom akcionárov, ktorí môžu mať cez svoje reakcie na výsledky hospodárenia vplyv na kurz akcií, aj potenciálnych investorov, či ostatných subjektov, ktorí podnikanie spoločnosti neustále sledujú a analyzujú. Podmienkou pre verejne obchodované spoločnosti je pravidelná informačná povinnosť, ktorá súvisí s rizikom, že budú prezradené významné skutočnosti týkajúce sa spoločnosti, a tým sa ohrozia jej podnikateľské zámery.²⁴ Práve citlivosť na zverejňovanie informácií je pre niektoré spoločnosti rozhodujúcim faktorom, pre ktorý nie sú ochotné realizovať primárnu emisiu akcií.²⁵

1.4 Anomálie spojené s IPO

Nasledujúca kapitola je venovaná zvláštnym anomáliám, ktoré sú spojené s verejnou emisiou akcií. Jedná sa najmä o dlhodobu nižšiu výkonnosť akcií po realizácii prvotného úpisu akcií a podhodnotenie emisného kurzu akcií.

²² JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. ISBN 80-29-2193-2.

²³ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

²⁴ JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. ISBN 80-29-2193-2.

²⁵ PATRIA Online. *IPO - možnosti primárních emisí v ČR* [online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

1.4.1 Dlhodobo nižšia výnosnosť akcií spoločností po IPO

Fenomén dlhodobo nižšej výnosnosti akcií spoločností po realizácii IPO je javom, o ktorý sa zaujíma množstvo teórií.

Teória načasovania stojí na základe empirického výskumu, kde je z výsledkov zrejmé, že počty IPO majú jednoznačne procyklický charakter, čo znamená, že na trh vstupujú najmä v období hospodárskeho rastu, kedy aj samotné spoločnosti dosahujú kladné výsledky, a na trhu je vysoká likvidita. Akcie sú teda na trhu ponúkané za vyššie ceny, než je ich skutočná hodnota. Pri nasledovnej recesii na trhu ale tieto akcie silne oslabujú.²⁶

Kreatívne účtovníctvo je základným pojmom v teórii vylepšovania výročných správ. Ako už názov vypovedá, ide o to, že manažéri spoločností sú pre ich vstupom na verejný kapitálový trh silne motivovaní vylepšovať finančné výkazy. V nasledujúcich obdobiach ale postupne dosahuje spoločnosť horšie výsledky, a tým znižuje dopyt investorov po akciách.²⁷

Problémom z hľadiska efektivity a distorzií na trhu, ktoré vyvolávajú vyššie riziko pre potenciálneho investora sa zaoberá teória efektívnych trhov. Za predpokladu, že trh funguje efektívne, by sa mali akcie spoločností po IPO dostať na podobnú výkonnosť ako zvyšok trhu, respektíve tržná hodnota začne kopírovať vnútornú hodnotu akcie. K tomuto javu nemusí dôjsť, menovite z dôvodov prekážok v obchodovateľnosti s akciami. Tie sú nastavené pri prvých transakciách s akciami po realizácii IPO.²⁸

Behaviorálna teória sa obecnne zameriava na oblasť ľudského správania, a inak tomu nie je ani pri zameraní sa na dlhodobo nižšiu výkonnosť akcií po realizácii IPO. V základe tejto teórie stojí predpoklad o dostatočnej tržnej ponuke akcií spoločností po realizácii primárnej emisie akcií a na to, že tieto akcie budú primárne kupovať optimisticky zmýšľajúci investori. Týmto správaním sa hodnota akcií nadhodnocuje, avšak investori si v priebehu času získavajú viac

²⁶ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

²⁷ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

²⁸ ČAMSKÝ, František. *Teorie efektivních trhů* [online]. [cit. 2018-11-27]. Dostupné z: <http://www.derivat.sk/index.php?PageID=24>

informácií, stávajú sa racionálnejšími, a postupne dochádza k znižovaniu výkonnosti týchto akcií pod úroveň ostatku trhu.²⁹

1.4.2 Podhodnotenie emisného kurzu akcií

Známejšou situáciou, ktorú môžeme považovať za fenomén spojený s procesom IPO, je častý výskyt vysokých počiatkových výnosov, teda kladný rozdiel medzi emisným kurzom a kurzom na verejnom sekundárnom trhu v prvý obchodný deň. Anomália podhodnotenia emisného kurzu akcií, v anglických textoch označovaného ako underpricing, sa objavuje v každej krajine, ktorá má fungujúcu burzu cenných papierov. Existuje množstvo teórií, ktoré sa snažia podhodnocovanie vysvetliť na základe rôznych vzťahov medzi subjektmi v prvotnej ponuke akcií.³⁰

Podhodnotenie emisného kurzu je možné vypočítat' dvoma spôsobmi:

- ako percentuálnu zmenu medzi stanoveným emisným kurzom a tržnou cenou akcií na sekundárnom trhu. Rovnica vyzerá nasledovne:

$$U = \frac{(P_1 - P_E)}{P_E} * 100 \quad (1)$$

kde U – underpricing, alebo podhodnotenie emisného kurzu vyjadrený v %;

P₁ – kurz akcie ku koncu prvého dňa obchodovania emisie na sekundárnom trhu;

P_E – emisný kurz akcie

Ak je tržná cena akcie nižšia ako emisný kurz znamená to, že emisný kurz je nadhodnotený a výsledkom danej rovnice bude záporné číslo.

- pri tomto spôsobe výpočtu sa zohľadňuje aj vývoj akciových kurzov, nakoľko medzi určením emisného kurzu, a okamihom, kedy sa akcie začnú obchodovať na sekundárnom trhu, je istá časová medzera, v rámci ktorej sa kurz vyvíja. Rovnica je nasledovná:

²⁹ DRAHO, Jason. *The IPO decision: Why and how companies go public*. Chetenham: Edward Elgar, 2004. ISBN 1-84376-613-2.

³⁰ BRAU, James C. a Stanley E. FAWCETT. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance* [online]. 2006, (Vol. LXI No.1) [cit. 2018-11-18]. Dostupné z: <http://pages.nes.ru/agoriaev/Papers/Brau%20Initial%20Public%20Offerings-%20An%20Analysis%20of%20Theory%20and%20Practice%20JF06.pdf>

$$U_M = \left[\frac{(P_1 - P_E)}{P_E} - \frac{(M_1 - M_0)}{M_0} \right] * 100 \quad (2)$$

kde U_M – underpricing, alebo podhodnotenie emisného kurzu po zohľadnení vývoja tržného indexu v %;

M_1 – hodnota tržného indexu ku koncu prvého pňa obchodovania emitovaných akcií na sekundárnom trhu;

M_0 – hodnota tržného indexu ku koncu dňa, ktorý predchádza prvému obchodovania na sekundárnom trhu.³¹

Teórie, ktoré vysvetľujú podhodnocovanie cez modely, ktoré pracujú s určitou asymetriou informácií všeobecne operujú v situáciách, kde má jedna strana presnejšie, či lepšie informácie ako ostatní účastníci.³²

Model, ktorý súvisí s asymetriou toku informácií medzi investormi a emitentami je označovaný ako signál kvality emitenta. Ide o teóriu, ktorá berie do úvahy fakt, že emitujúce spoločnosti majú o skutočnej tržnej hodnote akcií viac informácií ako potenciálni investori. Hlavnou tézou je, že „kvalitný“ emitent pristúpi k podhodnoteniu svojich akcií z dôvodu, aby vyslal smerom k potenciálnym investorom signál, že si v podstate takéto podhodnotenie môže dovoliť, a im tak umožní realizovať zisk z následného predaja emitovaných akcií na sekundárnom trhu. Emitent v tejto teórii očakáva, že investori si toto podhodnotenie budú pamätať a on bude svoje náklady z podhodnotenia kompenzovať pri ďalšej verejnej ponuke jeho akcií.³³

Iná teória hovorí o informačnej asymetrii, ktorá nastáva medzi inštitucionálnym investorom a upisovateľom akcie. V posledných obdobiach je najviac používanou metódou na určovanie emisného kurzu akcií tzv. bookbuilding. V podstate tohto modelu stojí manažér, ktorý má v rámci emisie významné kompetencie pri finálnej alokácii akcií u investorov. Manažér na počiatku stanovuje emisný kurz a určí kurzové rozpätie. Následne sa stretáva

³¹ MELUZÍN, Tomáš. *Underpricing: fenomén spojený s realizáci IPO* [online]. In: . [cit. 2018-11-18]. Dostupné z:

https://dspace.vutbr.cz/bitstream/handle/11012/19993/04_08.pdf?sequence=1&isAllowed=y

³² BRAU, James C. a Stanley E. FAWCETT. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance* [online]. 2006, (Vol. LXI No.1) [cit. 2018-11-18]. Dostupné z: <http://pages.nes.ru/agoriaev/Papers/Brau%20Initial%20Public%20Offerings-%20An%20Analysis%20of%20Theory%20and%20Practice%20JF06.pdf>

³³ DRAHO, Jason. *The IPO decision: Why and how companies go public*. Chetenham: Edward Elgar, 2004. ISBN 1-84376-613-2.

s potenciálnymi inštitucionálnymi investormi s cieľom zistiť, aké sú ich odhady reálnej ceny akcií. Investori samozrejme nemusia prezradiť svoj skutočný odhad, nakoľko predpokladajú, že by tieto informácie mohli spôsobiť rast emisného kurzu. Ak chce manažér získať od investorov reálne a relevantné informácie o skutočných odhadoch, musí mať v ponuke určitú náhradu. Takouto kompenzáciou môže byť napríklad väčší podiel akcií, s vyšším počiatočným výnosom.³⁴

Existenciu informačnej asymetrie je badať aj medzi upisovateľmi akcií a emitentami. Teória, ktorá sa takouto asymetriou zaoberá sa nazýva Principal-Agent Model. Vychádza z predpokladu, že medzi týmito dvoma stranami dochádza k stretu záujmov, pričom lepšie informovanou stranou o ponuke, je v tomto prípade upisovateľ akcií. Ten môže akcie zámerne podhodnocovať viac, a to najmä z dôvodu, aby takéto akcie mohol predávať svojim spriazneným subjektom.³⁵

Informačná asymetria môže nastať aj medzi určitými typmi investorov, a je označovaná ako winner's curse, v preklade víťazovo prekliatie. Zvyčajne sa objavuje pri akciách, ktoré sú upisované za fixnú cenu. Táto teória predpokladá, že na trhu sú určité typy subjektov (investorov), ktorých najväčší rozdiel spočíva v tom, nakoľko správne vedia odhadnúť reálnu hodnotu upisovanej akcie. To znamená, že na trhu sú buď investori, ktorí sú informovaní o tom, či je cena akcie podhodnotená alebo naopak nadhodnotená, alebo investori, ktorí týmito informáciami nedisponujú, a sú teda neinformovaní. Tým, že neinformovaní investori nevedia určiť, nakoľko, a či vôbec je akcia podhodnotená alebo nie, investujú do rôznych prvotne emitovaných akcií bez detailnejších informácií. Naopak informovaní, vo väčšine prípadov inštitucionálni investori investujú práve do tých akcií, o ktorých majú povedomie ako o podhodnotených, o akcie s nadhodnotenou cenou nemajú záujem. V prípade podhodnotených akcií si celú

³⁴ RITTER, Jay a Ivo WELCH. *A review of IPO activity, pricing, and allocations* [online]. National Bureau of Economic Research [cit. 2018-11-19]. Dostupné z: <https://www.nber.org/papers/w8805.pdf>

³⁵ LJUNGQVIST, Alexander. *Chapter III.4: IPO Underpricing: Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance* [online]. 2004 [cit. 2018-11-19]. Dostupné z: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=675084119021003015097022112119068122024006056079005030120083091022113111009099074123124060121106033007109031004123106020065029087010081022084097025117106126037065062126004071103097086023123094115091112013108027017028101007066029094082124072005&EXT=pdf>

ponuku delia informovaní aj neinformovaní investori, a dopyt po týchto akciách tak prevyšuje ponuku. Pri nadhodnotených akciách je situácia opačná: neinformovaní investori dostanú všetky akcie, po ktorých je dopyt, nakoľko informovaní investori do týchto akcií nechcú vkladať svoj kapitál. Tým, že neinformovaní investori majú vo svojich portfóliách aj nadhodnotené akcie, je ich priemerná očakávaná výnosnosť v prvom obchodnom dni na sekundárnom trhu v záporných hodnotách. Emitenti akcií majú záujem o všetky typy investorov, pretože informovaní investori nepokrývajú celkovú ponuku akcií, je teda možné pozorovať tendencie zámerne podhodnocovať emisné kurzy. Primárny kapitálový trh je teda závislý od neinformovaných investorov.³⁶

³⁶ LJUNGQVIST, Alexander. *Chapter III.4: IPO Underpricing: Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance* [online]. 2004 [cit. 2018-11-19]. Dostupné z: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=675084119021003015097022112119068122024006056079005030120083091022113111009099074123124060121106033007109031004123106020065029087010081022084097025117106126037065062126004071103097086023123094115091112013108027017028101007066029094082124072005&EXT=pdf>

2 Proces IPO

Proces primárnej emisie akcií na verejný kapitálový trh je veľmi náročný proces, ktorý si vyžaduje strategické rozhodnutia a plánovanie, ktoré emitent nedokáže sám uskutočniť. Preto je veľmi dôležité, aby bol správne vybraný realizačný tím, ktorý celú emisiu uskutoční a každý člen má svoju osobitú úlohu, a skladá sa menovite z manažéra emisie, poradcu pre vzťahy s investormi a verejnosťou, právneho poradcu, audítora a daňového poradcu, a interného tímu.³⁷

Hlavnú úlohu a kľúčové postavenie v procese prvej ponuky akcií na verejnom kapitálovom trhu má manažér celej emisie, preto je jeho voľba náročným a zodpovedným procesom. Veľmi často sa do tejto pozície stavia investičná banka, alebo združenie bánk, kde je jedna zvolená za vedúcu. Úlohou manažéra je zaistiť priebeh celého procesu emisie, ako aj štruktúru emisie, jej veľkosť, vyberá ostatných členov realizačného tímu, či určuje kapitálový trh, na ktorom sa primárna emisia uskutoční. Poradca pre vzťahy s investormi, alebo poradca pre Public Relations, pracuje na vybudovaní si vzťahu s konkrétnymi investormi, zaistuje strategickú komunikáciu, publikuje informácie a stará sa o celkový image spoločnosti. Právny poradca má na starosti kontrolu právneho rámca podnikania spoločnosti od jej založenia, vrátane činností štatutárnych orgánov a kľúčových zmlúv s cieľom zistiť a upozorniť na možné riziká. Ďalej pripravuje zmluvnú dokumentáciu k emisii a pomáha s vypracovaním prospektu. Preverovanie finančných výkazov, ktoré sú potrebné k príprave prospektu majú na starosť audítora a daňového poradcu.³⁸ Na trhu majú dominantné postavenie štyri veľké spoločnosti, nazývané aj Big4. Do tejto skupiny patria Deloitte, PricewaterhouseCoopers, KPMG a Ernst & Young. Pomáhajú spoločnosti s prechodom účtovníctva do IFRS štandardov a zodpovedajú za financial due diligence, za preverenia emitenta po finančnej stránke. Interný tím je poslednou časťou realizačného tímu emisie. Figuruje v ňom najmä vrcholový management spoločnosti. Ich hlavnou úlohou je poskytovať potrebné informácie

³⁷ PATRIA Online, *Transakční tým a role členů* [online]. [cit. 2018-11-20]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2_faze_IPO_Pre-Listing.pdf

³⁸ PATRIA Online, *Transakční tým a role členů* [online]. [cit. 2018-11-20]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2_faze_IPO_Pre-Listing.pdf

na spracovanie dokumentácie, a v neposlednom rade aj zostaviť obchodný a finančný plán podniku.³⁹

Proces prvotnej ponuky akcií na verejný trh je možné rozdeliť na tri základné fázy, a to prípravnú, realizačnú a post-realizačnú fázu emisie.⁴⁰

2.1 Prípravná fáza

V kapitole 1.2 boli špecifikované podmienky a predpoklady, ktoré musí spĺňať spoločnosť pripravujúca sa na primárnu emisiu akcií. Jedná sa predovšetkým silnú pozíciu spoločnosti na trhu a celkovo o stabilný trh, povedomie verejnosti aj investorov o spoločnosti, účtovné výkazy vedené podľa Medzinárodných štandardov účtovného výkazníctva, etablovaný a skúsený management, a celkové finančné zdravie podniku. Fáza príprav je obvykle časovo rámcovaná v období jedného až dvoch rokov, pričom časovo najnáročnejším procesom je prechod do štandardov IFRS a nutné zmeny v spoločnosti v súlade s princípmi corporate governance.⁴¹

2.2 Realizačná fáza

Po úspešnom dokončení prípravnej fázy je spoločnosť pripravená na prvotnú emisiu akcií, a dostáva sa do fázy realizácie, ktorú je možné rozdeliť na niekoľko po sebe nasledujúcich krokov:

- voľba členov realizačného tímu,
- voľba trhu pre realizáciu prvotnej verejnej ponuky akcií,
- due diligence,
- interné ocenenie emitenta,
- príprava prospektu emisie a proces schválenia tohto prospektu,
- jednania s organizátorom regulovaného trhu,
- road show, teda prezentácia spoločnosti investorom
- rozhodovanie o výške emisného kurzu a ich alokácii medzi jednotlivými investormi,

³⁹ PATRIA Online, *Transakční tým a role členů* [online]. [cit. 2018-11-20]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2_faze_IPO_Pre-Listing.pdf

⁴⁰ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

⁴¹ PATRIA Online. *Hlavní předpoklady pro úspěšné IPO* [online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/ipo/1_faze_IPO_Priprava.pdf

- prijatie akcií k obchodovaniu.⁴²

V nasledujúcich kapitolách budú jednotlivé časti realizácie bližšie popísané.

2.2.1 Výber členov realizačného tímu

Prvý krok, ktorý musí vedenie spoločnosti urobiť, keď pristupuje k primárnej emisii akcií je výber investičnej banky alebo konglomerátu investičných bánk, ktorá bude pôsobiť ako manažér celej emisie. Spoločnosť uzatvára s manažérom zmluvný vzťah, ktorý je daný mandátnou zmluvou, ktorá definuje okrem iného napríklad ochranu manažéra od úhrady výdajov v prípade, že by sa úpis akcií z akéhokoľvek dôvodu neuskutočnil.⁴³ Bližšie špecifikácie náplne práce manažéra, ako aj interného tímu, audítora, finančného poradcu, právneho poradcu, a špecialistu na komunikáciu s investormi sú uvedené v úvode kapitoly 2.

2.2.2 Výber vhodného trhu pre realizáciu prvotnej ponuky akcií

Výber kapitálového trhu, ktorý je vhodný pre primárnu emisiu konkrétnej spoločnosti je plne v kompetencii manažéra emisie. Pri výbere by sa mal brať v úvahy náklady spojené s emisiou, očakávaná likvidita alebo aj sídlo spoločnosti, a s ním spojené umiestnenie firemných aktivít. Zahraničný kapitálový trh je vyberaný v prípade, že sa spoločnosť snaží o prenos smerovania aktivít na ďalšie trhy, alebo z dôvodu vyššej likvidity zahraničného kapitálového trhu. Nakoľko je konkurencia trhov vysoká, podmienky pre vstup na daný trh sa môžu v jednotlivých krajinách rôzniť.⁴⁴

2.2.3 Due diligence

Pod termínom due diligence sa obecné rozumie dôkladná interná previerka spoločnosti, a to právna, ekonomická, finančná a účtovná. Due diligence je obecné určená pre interné použitie medzi jednotlivými subjektmi, a v rámci nej sú analyzované dôležité finančné výkazy, dokumenty a zisťujú sa významné skutočnosti, ktoré nie sú dostupné z verejných zdrojov. Obecné obsahuje oblasti

⁴² MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

⁴³ ELLIS, Katrina, Roni MICHAELY a Maureen O'HARA. *A Guide to the Initial Public Offering Process* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Guide.pdf>

⁴⁴ NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.

ako finančný management, prostredie, či corporate governance. Časový rámec na priebeh previerky je šesť až dvanásť mesiacov pred dátum prvotnej verejnej ponuky. Snahou pri previerke takého typu je odhaliť všetky možné riziká, ale aj príležitosti spoločnosti. Včasné previerky môžu viesť k zamedzeniu ohrozujúcich stavov, prípadne zabezpečiť potrebnú nápravu. Výsledok due diligence je pre spoločnosť veľmi dôležitý, pretože na jeho základe sa zostavuje ponuková časť emisného prospektu.⁴⁵

2.2.4 Interné ocenenie emitenta

Podľa zákona č. 90/2012 Sb., *o obchodných korporáciách a družststvách* môže rozhodovať o navýšení základného kapitálu buď valná hromada spoločnosti, alebo predstavenstvo, ktorému dá valná hromada poverenie na takýto úkon. To je pre podnik priaznivou skutočnosťou, nakoľko je možné sa domnievať, že predstavenstvo bude mať pružnejšie reakcie na situácie na trhu, a k realizácii IPO pristúpiť v ekonomicky najsprávnejšiu dobu.⁴⁶

V rámci interného ocenenia je určené počiatočné cenové rozpätie akcií, ktoré je základným kameňom pri jednaní o emisnom kurze s potenciálnymi investormi. Je dôležité aby sa interná cena akcií zhodovala s tým, čo očakávajú súčasní akcionári, inak by mohlo dôjsť k bráneniu vykonania procesu IPO.⁴⁷

2.2.5 Emisný prospekt

Po vypracovaní due diligence nastáva fáza spracovania poznatkov, ktoré slúžia ako základ emisného prospektu. Prospekt musí podľa zákona o podnikaní na kapitálovom trhu obsahovať všetky údaje, ktoré sú vzhľadom k povahe emitenta a cenných papierov relevantné a nevyhnutné pre investorov k posúdeniu ponúkaného cenného papiera a práv s ním spojených. Týkajú sa napríklad finančnej situácie, ziskov a strát, alebo budúceho vývoja podnikania. Prospekt

⁴⁵ CLARKE, John a Lisa FIRENZE. *How to Prepare an Initial Public Offering: Due Diligence and Potential Liabilities* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <http://files.dlapiper.com/files/upload/Due%20Diligence%20and%20Potential%20Liabilities.pdf>

⁴⁶ Zákon č. 90/2012 Sb., *o obchodních společnostech a družstvech* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://www.podnikatel.cz/zakony/zakon-o-obchodnich-spolecnostech-a-druzstvech-zakon-o-obchodnich-korporacich/>

⁴⁷ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: první veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

musí byť formulovaný zrozumiteľne a spôsobom, ktorý umožňuje jednoduchú analýzu.

Emisný prospekt schvaľuje Česká národní banka, alebo iný orgán v rámci dohľadu členských štátov Európskej Únie, a musí byť uverejnený najneskôr v deň uskutočnenia prvotnej verejnej ponuky akcií. Prospekt, ktorý schvaľuje Česká národní banka z dôvodu primárnej emisie akcií, musí byť zverejňovaný v českom jazyku.⁴⁸ Je možné predložiť aj predbežný prospekt, ktorý neobsahuje pevne stanovené údaje o počte akcií a emisnom kurze, a tieto informácie doplniť po zistení záujmu investorov o ponúkané akcie, a až následne zverejniť celkový emisný prospekt.⁴⁹

V emisnom prospekte musí byť obsiahnuté aj identifikačné číslo ISIN (International Security Identification Number), ktoré taktiež emitentovi prideluje ČNB. Ak Česká národní banka prospekt schváli, emitent ho zverejňuje buď prostredníctvom internetových stránok, v celoštátne vydávanom periodiku, alebo formou brožúrky.⁵⁰

Pri schvaľovaní emisného prospektu Českou národní bankou sa súčasne začínajú jednania s organizátorom regulovaného trhu, kam musí byť doručená žiadosť o prijatie akcií k obchodovaniu. V rámci Českej republiky je organizátorom regulovaného trhu Burza cenných papírů Praha (BCPP, alebo PSE).

2.2.6 Road show

Hneď po tom, ako spoločnosť odovzdá prospekt a získa všetky potrebné povolenia, začína pre ňu tzv. „road show“. Tento v praxi zaužívaný termín predstavuje prezentáciu spoločnosti potenciálnym investorom. Jedná sa o sériu stretnutí, v časovom rámci jedného až dvoch týždňov, kedy management spoločnosti predstavuje podrobné informácie o plánoch spoločnosti do budúcnosti, a o potenciály rastu. Pridruženým cieľom je tiež získať spätnú väzbu

⁴⁸ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://zakonyprolidi.cz/cs/2004-256/zneni-20180103#cast4>

⁴⁹ MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualiz a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.

⁵⁰ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

od potenciálnych investorov ohľadom ceny upisovaných akcií, prípadne aj ponuky od investorov.⁵¹

2.2.7 Rozhodovanie o výške emisného kurzu

Už počas trvania road show sa spoločnosti, ktorá pripravuje IPO, začína upisovacie obdobie, počas ktorého sú prijímané ponuky od investorov ohľadom množstva a ceny ponúkaných akcií. Taktiež je nutné podpísať zmluvu o upísaní akcií, v ktorej sa manažér emisie a upisovateľ zaväzujú upísať predikovaný počet akcií. Po skončení upisovacieho obdobia prichádzajú záverečné rokovania. V nich sa hodnotia ponuky, ktoré spoločnosť dostala, určuje sa celkový objem emisie, upisovacia cena akcie, a štruktúra budúcich investorov. Tieto údaje sa následne nahlasujú do Českej národnej banky a na Komisiu pre cenné papiere. Ďalej je nutné nové skutočnosti zaniest' do emisného prospektu, ktorý sa tak stáva úplným.⁵²

Emisný kurz sa najčastejšie určuje cez aukciu, bookbuilding, alebo za predom stanovenú cenu. Stanovenie emisného kurzu cez aukciu sa rôzni na základe typu aukcie. Ak sa jedná o aukciu amerického typu dostáva manažér emisie od potenciálnych investorov požiadavky, kde je špecifikovaný počet emitovaných akcií aj cena, ktorú sú ochotní za tieto akcie maximálne zaplatiť. Tieto ponuky následne manažér zoraduje podľa cien, ktoré sú investormi ponúkané. Z nich sa nájde bod, kde sa dopytované počet kusov rovná celkovému množstvu ponúkaných kusov akcií. Ponuky s nižšími ponúkanými cenami nebudú uspokojené. Posledný prijatá ponuka tak určí veľkosť rovnovážnej ceny, kde všetci investori zaplatia rovnovážnu cenu. Pri aukciách amerického typu môže dochádzať k strategickému chovaniu potenciálnych investorov, keď stanovená cena bude môže byť nadhodnocovaná. Postup je veľmi podobný aj v aukciách holandského typu s tým rozdielom, že investori platia ceny, ktoré pôvodne ponúkali. Určovanie emisného kurzu skrz aukcie bol v minulosti obľúbený, ale s nástupom bookbuildingu sa postupne dostával do úzadia.⁵³

⁵¹ JEŽEK, Tomáš. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, 2004. ISBN 80-29-2193-2.

⁵² MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

⁵³ DRAHO, Jason. *The IPO decision: Why and how companies go public*. Chetenham: Edward Elgar, 2004. ISBN 1-84376-613-2.

Tým, že manažér emisie prijíma a zhromažďuje objednávky od jednotlivých investorov, na určitý objem akcií za určitú cenu, už v priebehu road show, tvorí tzv. knihu objednávok, resp. knihu dopytu. Vďaka tomu sa celý proces nazýva bookbuilding. Manažér emisie najskôr určí, s ktorými investormi bude jednať ohľadom emisného kurzu. Keď sa proces ponúk ukončí, kniha sa uzavrie. Následne manažér emisie vyhodnotí konkrétne objednávky a odporučí objem akcií, ktoré jednotliví investori získajú, ako aj konečnú cenu, za ktorú sa budú akcie na verejnom kapitálovom trhu obchodovať. Konečné rozhodnutie o tom, či odporúčania o cene a objeme akcií od manažéra emisie bude prijaté, je na emitentovi.⁵⁴

V prípade určovania emisného kurzu cez predom stanovenú cenu, odkupuje za túto cenu všetky emitované akcie manažér emisie. Cieľom manažéra je neskôr akcie predať investorom za vyššiu cenu investorom, a dosiahnuť tak čo najvyšší spread, teda rozdiel medzi predajnou a nákupnou cenou.⁵⁵

Úpis akcií manažérom emisie sa začína vo chvíli, keď sa končí upisovacie obdobie. Investori dostanú informácie o tom, či a v akom množstve bude ich dopyt uspokojený, a nastane finančné vyrovnanie. Predstavenstvo emitujúcej spoločnosti musí bezodkladne po týchto udalostiach podať návrh na zápis o zvýšení základného kapitálu do obchodného registra.⁵⁶

2.2.8 Prijatie akcií k obchodovaniu

Burza cenných papírů v Praze umožňuje prijatie novo upísaných akcií na trh a začiatok podmieneného obchodovania s nimi už 10 dní pred oficiálnym spustením obchodovania. Investori tak môžu začať s akciami obchodovať ihneď po skončení bookbuildingu a nemusia čakať na samotné vydanie upisovaných akcií.⁵⁷

⁵⁴ Burza cenných papírů Praha, Markéta MÜHLHOFFEROVÁ a Česká národní banka. *IPO* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Ostatni_dokumenty/IPO-PSE_CNB.pdf

⁵⁵ DRAHO, Jason. *The IPO decision: Why and how companies go public*. Chetenham: Edward Elgar, 2004. ISBN 1-84376-613-2.

⁵⁶ *Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://www.podnikatel.cz/zakony/zakon-o-obchodnich-spolecnostech-a-druzstvech-zakon-o-obchodnich-korporacich/>

⁵⁷ Burza cenných papírů Praha. *Burzovní Pravidla, Část IV.: Podmínky přijetí akcií k obchodování na burzovní trh Prime Market* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf

2.3 Post-realizačná fáza

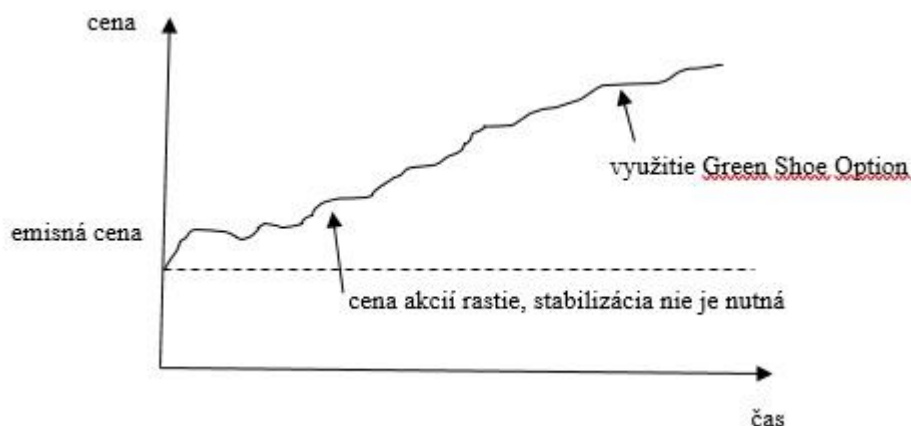
Stabilizácia kurzu akcií po ich uvedení na sekundárny trh je úlohou manažéra emisie v poslednej časti realizácie IPO. Uvedenie akcií na sekundárny trh prebieha cez opcie navýšenia, tzv. Green Shoe Option. V princípe je to právo na úpis ďalších akcií po realizácii primárnej emisie. Tieto opcie je možné uplatniť maximálne do 30 dní od začiatku obchodovania, a spravidla je to 10 – 15 percent celkového počtu akcií. Základným cieľom stabilizácie je zabezpečiť, aby cena neklesla pod hodnotu emisného kurzu, ďalej garancia stability emisie a likvidity na počiatku obchodovania s akciami. V rámci stabilizačného mechanizmu sa manažér emisie dostáva do short pozície (krátkej pozície), a to tak, že predáva viac kusov akcií. Táto short pozícia je krytá Green Shoe Option. Hneď po uvedení akcií na trh dochádza k využitiu opcie podľa vývoja dopytu po novo emitovaných akciách.⁵⁸

Po uvedení akcií na trh môžu nastať dve situácie. Buď bude cena akcií na burze klesať pod hodnotu emisného kurzu, alebo rásť nad hodnotu kurzu. V prípade, že cena akcií rastie, bola emisia úspešná, a nie je potrebné robiť akúkoľvek stabilizáciu. Manažér emisie nebude na sekundárnom trhu, aby pokryl svoju short pozíciu, späťne akcie nakupovať. Namiesto toho bude využitá Green Shoe Option. Celkový objem emisie sa nasledovne zvýši o počet akcií, ktoré sú stanovené v Green Shoe opcii. Danú situáciu zachytáva graf č.1.⁵⁹

⁵⁸ MELUZÍN, Tomáš a Marek ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-620-2.

⁵⁹ PATRIA Online. *Stabilizace a podpora obchodování* [online]. [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/Stabilizace_IPO.pdf

Graf 1: Stabilizačný mechanizmus pri raste ceny akcií nad emisnú cenu



Zdroj: vlastné spracovanie na základe Patria Finance

V situácii, kde cena akcií klesá, je v záujme manažéra emisie podporiť dopyt po emitovaných akciách, a tak aj rast ich ceny. Bude využívať stabilizačný mechanizmus na sekundárnom trhu, a aby pokryl svoju short pozíciu akcie spätne odkúpi. Grafický popis situácie zobrazuje graf č.2.⁶⁰

Graf 2: Stabilizačný mechanizmus pri poklese ceny akcií pod emisnú cenu



Zdroj: vlastné spracovanie na základe Patria Finance

Úspešnou realizáciu procesu prvotnej verejnej ponuky akcií to pre emitenta nekončí. Na základe zákona o podnikaní na kapitálových tržích⁶¹, aj podľa pravidiel burzy⁶², musí o sebe emitent pravidelne predkladať reporty

⁶⁰ PATRIA Online. *Stabilizace a podpora obchodování* [online]. [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/Stabilizace_IPO.pdf

⁶¹ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://zakonyprolidi.cz/cs/2004-256/zneni-20180103#cast4>

⁶² Burza cenných papírů Praha. *Burzovní Pravidla, Část IV.: Podmínky přijetí akcií k obchodování na burzovním trhu Prime Market* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf

s podrobnými informáciami. Povinnosť informovať vedie k väčšej transparentnosti, a tým prehĺbuje dôveru voči kapitálovému trhu, ktorá je potrebná najmä pre investorov. Tí by nechceli investovať na trhoch, na ktorých prevládajú vágne informácie, a ktoré nie sú transparentné ohľadom emitujúcich spoločností.

Na základe *zákona o účetnictví*⁶³ vyplýva emitentovi zároveň povinnosť najneskôr 4 mesiace od konca účtovného obdobia poskytnúť svoju výročnú správu Českej národnej banke. Súčasťou výročnej správy sú najmä informácie o finančnej situácii, či priebehu podnikania. Zároveň táto správa podlieha povinnosti kontroly audítorom. K ďalším povinnostiam emitenta po ukončení primárnej emisie patrí podávanie polročnej správy spojenej so súvahou, informácie o hospodárskych výsledkoch za prvých šesť mesiacov, a výkaz zisku a straty za prvých šesť mesiacov. Povinnosti priliehajúce polročnému reportu si musí emitent splniť maximálne do 2 mesiacov po ukončení prvého polročia.⁶⁴

Emitent musí zároveň s povinnosťami, ktoré vykazujú určitú periodicitu, spĺňať aj priebežné informačné povinnosti, napríklad o dôveryhodnosti kapitálu, alebo o skutočnostiach, ktoré nastali v akejkolvek chvíli a môžu mať dopad na cenu inštrumentu.

Burza cenných papírů Praha a.s. požaduje od emitentov, na základe vlastných burzových pravidiel, informačnú povinnosť nad rámec zákona o podnikaní na kapitálových trhoch. Menovite je to mezitimní správa, ktorá obsahuje kvartálne hospodárske výsledky, správu štatutárneho orgánu, kalendár plnenia povinností, personálne zmeny v predstavenstve, informácie o štruktúre akcionárov, či zmeny zápisu v obchodnom registri.⁶⁵

⁶³ *Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů* [online]. [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: <https://zakonyprolidi.cz/cs/1991-563>

⁶⁴ PATRIA Online. *Požadavky na pravidelný reporting* [online]. [cit. 2018-11-25]. Dostupné z: https://www.patria.cz/generated/articles/ipo/4_faze_IPO_Post-Listing.pdf

⁶⁵ Burza cenných papírů Praha. *Burzovní Pravidla, Část IV.: Podmínky přijetí akcií k obchodování na burzovní trh Prime Market* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: https://www.pse.cz/uploads/u/pse/Legislativa/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf

3 IPO na vybraných burzách cenných papierov

V empirickej časti diplomovej práce bude čitateľ oboznámený s jednotlivými burzami, ktoré boli vybrané pre ďalšiu časť, ktorá sa zameriava hlavne na výnosnosť akcií po ich uvedení na trh cez primárnu emisiu akcií. Porovnávané sú tri krajiny. Prvou je Česká republika, a k nej boli vybrané Poľsko a Nemecko, ako dve susediace a relatívne blízke západné krajiny s vyspelými a rýchlo sa rozvíjajúcimi burzami. V týchto krajinách sú brané v úvahu iba hlavné burzy. V práci sú vybrané tri hlavné sektory, v rámci ktorých budú jednotlivé tituly naprieč krajinami porovnávané. Jednotlivé tituly boli vybrané tak, aby mali aspoň jedného zástupcu v každej krajine a zároveň pri viacerých spoločnostiach, ktoré do kategórie spadajú sú náhodným výberom zvolené maximálne tri tituly. Zároveň museli spoločnosti realizovať svoje IPO v časovo vymedzenom úseku rokov 2006 až 2016. Na vybraných burzách sa spoločnosti s realizáciou primárnej emisie akcií zhodovali v sektore technologickom, energetickom a v sektore potravín a spotrebného tovaru.

Dané sektory sú v jednotlivých podkapitolách rozčlenené aj na základe príslušnosti k burze. V rámci nich sú uvedené konkrétne tituly spolu s výnosnosťami a vývoj indexu v dopredu stanovenom období, ktoré bolo určené ako kalendárny deň, týždeň, mesiac, šesť mesiacov a napokon rok.⁶⁶

Hypotézou práce je, že výnosnosti akcií budú v dlhšom období klesať. Práca je zameraná na sledovanie výnosností akcií počas zvoleného obdobia naprieč sektormi, aj medzi nimi.

3.1 Vybrané burzy cenných papierov

Táto časť práce sa zameriava na stručné charakteristiky jednotlivých búrz, na ich stručnú históriu, usporiadanie, na určovanie hlavného indexu a jeho zloženie so zameraním najmä na roky 2006 – 2016 a v rovnakom období na počet uskutočnených IPO. Týmito burzami sú *Prague Stock Exchange* (burza v Prahe, ďalej aj „PSE“), *Deutsche Börse* (burza vo Frankfurt nad Mohanom, ďalej aj „FSE“) a *Gielda Papierów Wartościowych* (burza vo Varšave, ďalej aj „GPW“).

⁶⁶ Výsledky výnosností akcií po zohľadnení hodnoty indexu môžu byť mierne skreslené tým, že ako indexy nie sú volené na základe sektorov, ale ako hlavné sektory burzy.

3.1.1 Prague Stock Exchange (Burza cenných papírů Praha)

Snahy o založenie burzy sa datujú už od dôb Márie Terézie, do úspešného konca ale dorazila až v roku 1871 – ako Pražská komoditní a akciová burza. Spočiatku sa ako je už z názvu zrejmé obchodovalo na burze nielen s cennými papiermi, ale aj s komoditami. Po prvej svetovej vojne sa komoditný druh obchodovania dostal do úzadia a burza začala pracovať výhradne s cennými papiermi. Táto burza bola ale počas druhej svetovej vojny zrušená, a následne bola obnovená až po páde komunizmu v roku 1993 ako Burza cenných papírů Praha. PSE spolu so svojimi dcérskymi spoločnosťami (ako napríklad Centrální depozitář cenných papírů, ktorý má dominantné postavenie v oblasti vysporiadania obchodov na českom trhu, alebo spoločnosť *POWER EXCHANGE CENTRAL EUROPE*, a.s., ktorá predstavuje platformu pre obchodovanie s elektrinou a zemným plynom), a s burzami cenných papierov vo Viedni, Ljublani a Budapešti tvorí skupinu *CEE Stock Exchange Group*.⁶⁷

Na pražskej burze je možné obchodovať iba prostredníctvom niektorého člena burzy, ako je napríklad Patria Finance a.s., J & T Banka, a.s., Sociétés Générale S.A, a ďalší. Popri PSE funguje v Českej republike aj RM-SYSTÉM, česká burza a.s., ktorá cieľi predovšetkým na malé a stredné podniky. Táto burza začala fungovať v roku 1993, ale jej transformácia z mimoburzového trhu na štandardnú burzu prebehla v roku 2008.⁶⁸

V období rokov 2010 – 2016 je celkový objem obchodov kontinuálne klesajúci. V roku 2016 dosahoval výšku 168,03 mld. Kč, teda iba 43,12% objemu obchodovaného v roku 2010. Každá emisia musí byť zaradená do jedného z troch hlavných trhov, medzi ktoré patrí.⁶⁹

1. Prime – do tejto kategórie sa radia najprestížnejšie a najväčšie emisie českých aj zahraničných subjektov, ktoré v roku 2016 dosahovali 97,69% celkového objemu obchodov.

⁶⁷ BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Profil burzy* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/o-nas/burza-cennych-papiru-praha/>

⁶⁸ RM-SYSTÉM, ČESKÁ BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ A.S. *Základní informace* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.rmsystem.cz/spolecnost/zakladni-informace>

⁶⁹ BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Ročenka 2017* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/?fileId=129100&c45634%5Bfile%5D=AXLh7A_mXeLdaFqI1vcr8A

2. Standard – veľké emisie zahraničných aj českých spoločností, ale na rozdiel od Prime sú obchodované aj na inom regulovanom trhu. Celkovo v roku 2016 tvoril tento typ 2,03% objemu obchodov.
3. Free – obsahuje mnohostranný obchodný systém. V roku 2016 sa jednalo o 0,28% celkového objemu obchodov.

Oficiálnym cenovým indexom BCPP je Index PX, ktorého prvý výpočet sa uskutočnil 30.6.2006, keď nahradil dovtedy existujúce PX 50 a PX-D. Index PX prevzal hodnoty PX 50 a spojito na nich naviazal. Za bázičný deň výpočtu je považovaný 5. apríl 1994, ku ktorému bola zostavená báza 50 emisií a nastavená východzia hodnota indexu 1000,0 bodov. Tento index je iba cenovým ukazovateľom – nie sú v ňom zohľadňované dividendové výnosy. Za akcie, ktoré sú spôsobilé spadať do indexu PX, sa považujú všetky emisie prijaté k obchodovaniu na trhoch Prime a Standard. Aby bol titul do báze zaradený, musí spĺňať nasledujúce kritériá:⁷⁰

- Objem obchodov alebo tržná kapitalizácia – priemerný denný objem obchodov emisie (bez registrovaných OTC obchodov) presiahne v rozhodný deň 2 mil. Kč, alebo tržná kapitalizácia emisie k rozhodnému dňu musí byť vyššia ako 0,5 mld. Kč. Rozhodným dátumom pre výpočet je posledný burzový deň v mesiacoch február, máj, august a november.⁷¹
- Počet obchodných dní – emisia musí byť zobchodovaná aspoň v 90% burzových dní uskutočnených v rozhodnom období, alebo musí byť k rozhodnému dátumu obchodovaná aspoň 10 burzových dní, vrátane podmieneného obchodovania.

⁷⁰ BURZA CENNÝCH PAPIŘŮ PRAHA. *Pravidla pro výpočet indexů PX a PX-TR Burzy cenných papírů Praha* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/index-px/cz-px-pxtr-rules/>

⁷¹ BURZA CENNÝCH PAPIŘŮ PRAHA. *Pravidla pro výpočet indexů PX a PX-TR Burzy cenných papírů Praha* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/index-px/cz-px-pxtr-rules/>

Tituly sú z bázy indexu PX vyradené, ak nespĺňajú dané kritéria v dvoch po sebe idúcich rozhodných dátumoch.⁷² Do báze indexu PX od dátumu 19.9.2016 patrí:⁷³

- | | |
|----------------------|---------------------|
| 1. Erste Group Bank | 8. Philip Morris ČR |
| 2. ČEZ | 9. Unipetrol |
| 3. Komerční banka | 10. Stock |
| 4. Moneta Money Bank | 11. CEVT |
| 5. VIG | 12. Kofola ČS |
| 6. O2 C.R. | 13. Fortuna |
| 7. Pegas Nonwovens | |

Z grafu nižšie vyplýva, že index PX dosiahol v sledovanom období svoje maximum 21.10.2007, hodnotu 1908,30. Naopak najnižšiu hodnotu dosiahol 27.2.2009, a síce 640,90 – to znamená prepád o 66,42% za 16 mesiacov. Do konca analyzovaného obdobia v roku 2016 sa indexu nepodarilo dostať na hodnoty, ktoré dosahoval pred krízou.

Graf 3: Index PX v rokoch 2006-2016



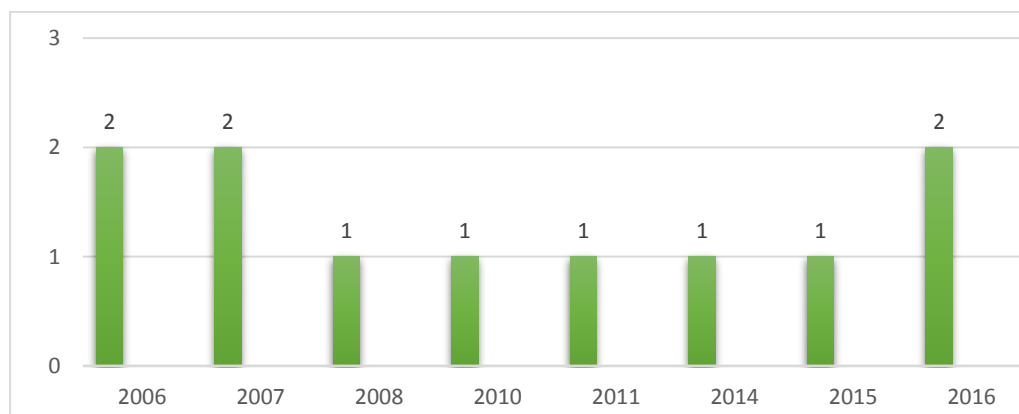
Zdroj: Prague Stock Exchange (2018)

⁷² BURZA CENNÝCH PAPIRŮ PRAHA. *Pravidla pro výpočet indexů PX a PX-TR Burzy cenných papírů Praha* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/indexy/popis-indexu/index-px/cz-px-pxtr-rules/>

⁷³ BURZA CENNÝCH PAPIRŮ PRAHA. *Báze indexu PX platná od 19.9.2016* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/cz/PX.pdf>

Na PSE prebehlo od roku 2006 do konca roku 2016 celkom 11 primárnych emisií akcií. Zároveň v rokoch 2009, 2012 a 2013 neprebehla žiadna IPO. Vzhľadom na celkovo nízky počet IPO nie je na pražskej burze tak zreteľný zásah hospodárskej krízy, ako na ostatných analyzovaných burzách.

Graf 4: Počet IPO na Burze cenných papírů Praha v rokoch 2006 - 2016



Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018), vlastné spracovanie údajov

3.1.2 Giełda Papierów Wartościowych (burza vo Varšave)

Poľská tradícia kapitálového trhu sa datuje do roku 1817, kedy bola založená obchodná burza vo Varšave, avšak až po zvrhnutí komunistického režimu vznikla dňa 12. apríla 1991 spoločnosť Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA., teda burza vo Varšave. Burza bola od svojho počiatku organizovaná ako moderná burza cenných papierov s podporou elektronického obchodovania. Prvé zasadnutie s piatimi spoločnosťami kótovanými na burze sa uskutočnilo 16. apríla 1991, pričom išlo o sprivatizované podniky. Zvýšiť objem obchodov sa burze výraznejšie darilo až po vstupe krajiny do Európskej Únie v roku 2004.⁷⁴

Medzi najväčších sprostredkovateľov na GPW patria Bank BPH, Alior bank, alebo Noble Securities, zo zahraničných sú to veľké bankové domy ako ING Bank, J.P. Morgan, alebo Merrill Lynch.

Základný index, ktorý varšavská burza využíva sa nazýva Wig 20. Zložkami indexu Wig 20 je 20 spoločností na najvyšších pozíciách v hodnotení. Hodnotenie je uskutočňované vždy v tretí piatok mesiacov február, máj, august

⁷⁴ Giełda Papierów Wartościowych. *History* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.gpw.pl/about-the-company#history>

a november. Poradie spoločností sa zostavuje na hodnotách obratu v rámci dvanástich mesiacov, a kapitalizácie na základe ceny vybranej z posledných 5 obchodných zasadnutí pred rozhodným dňom. Index Wig 20 rovnako ako index PX vylúčil z výpočtu dividendové výnosy.⁷⁵

Do indexu Wig 20 boli k 5.12.2018 obsiahnuté nasledujúce spoločnosti:

- | | |
|-------------|----------------|
| 1. ENERGA | 11. SANPL2 |
| 2. JSW | 12. PZU |
| 3. Eurocash | 13. CYFRPLAST |
| 4. MBank | 14. LPP |
| 5. PGE | 15. CD Projekt |
| 6. ALIOR | 16. PEKAO |
| 7. Tauronpe | 17. ORANGEPL |
| 8. PGNIG | 18. PKNORLEN |
| 9. PKOBP | 19. KGHM |
| 10. LOTOS | 20. CCC |

Index Wig 20 dosiahol v sledovanom období rokov 2006 – 2016 najvyššiu výnosnosť 29. októbra 2007, hodnotou 3874,73. Naopak najhoršie na tom bol dňa 16. februára 2009, kedy jeho hodnota dosahovala 1445,51. Index Wig 20 sa nedokázal do konca sledovaného obdobia dostať na svoju predkrízovú úroveň, naopak sú zrejme klesajúce tendencie.

⁷⁵ Giełda Papierów Wartościowych. *Wig 20* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/indeksy/zmiana2/2017_12_30_WIG20_en.pdf

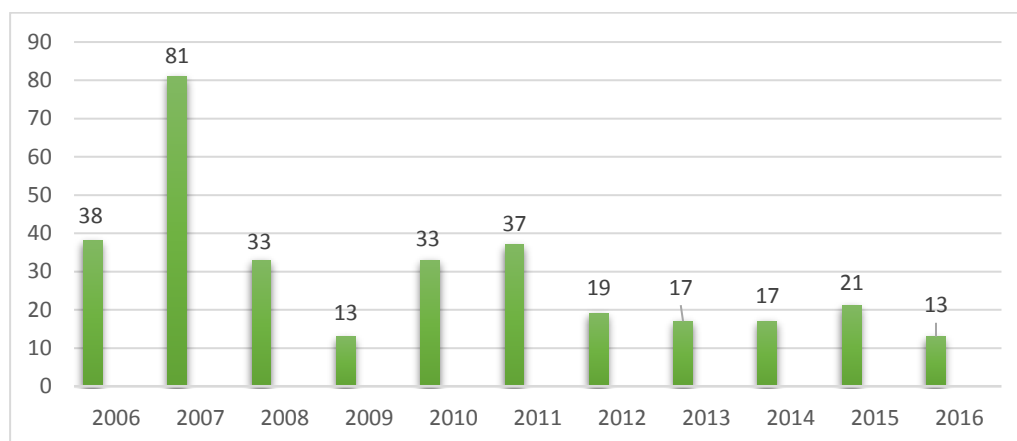
Graf 5: Vývoj indexu Wig 20 v rokoch 2006-2016



Zdroj: inwestycje.pl

Počet uskutočnených IPO sa vyvíjal rovnakou tendenciou ako index varšavskej burzy. Počas predkrízového obdobia v roku 2007 umiestnilo po prvýkrát svoje akcie na trh 81 spoločností, v čase trvania krízy boli tieto hodnoty podstatne nižšie. Ani v roku 2016 sa poľský trh úplne nezotavil a na kapitálový trh bolo uvedených iba 13 primárnych emisií.

Graf 6: Počet IPO na GPW v rokoch 2006 - 2016



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych, vlastné spracovanie údajov

3.1.3 Deutsche Börse

Deutsche Börse, alebo The Frankfurt Stock Exchange patrí medzi najväčšie obchodné centrá s cennými papiermi na svete. Situácia v Nemecku sa od tej v Českej republike podstatne líši, nakoľko operuje nie s dvoma, ale so siedmymi burzovými centrami v krajine. Popri Frankfurte je to Mníchov, Berlín, Stuttgart, Hannover, Düsseldorf a Hamburg. Frankfurtská burza je zo spomínaných

najväčšia s viac ako 90% podielom na celkovom obrate. Na FSE funguje aj plne elektronický systém Xetra, ktorý zaplňa pozíciu jednej z celosvetovo najväčších obchodných platforiem. Po spustení platformy Xetra v roku 1997 sa Frankfurtskej burze podarilo nielen posilniť svoju konkurenčnú pozíciu, ale zároveň vytvoriť tiež atraktívne rámcové podmienky pre zahraničných investorov a účastníkov trhu.⁷⁶

Medzi najčastejších sprostredkovateľov IPO na nemeckej burze patria spoločnosti ako Deutsche Bank, VEM Aktienbank, alebo Credit Suisse. Veľmi častým javom je aj kooperácia veľkých finančných domov, ktoré vystupujú v rôznych pozíciách. Ide o spoločnosti ako sú J.P. Morgan, UBS, Golden Sachs a ďalší.

Prvá oficiálna kotácia sa na burze vo Frankfurte uskutočnila už v roku 1625 a predstavovala priemernú cenu týždennej platby v dvanástich menách. Obchodovať s vlastnými bondami sa začalo v roku 1779, pričom úpis uskutočnil bankový dom Bethmann. Burza zaznamenala dynamický rast najmä v období rastu bankového domu Rotschildovcov. Keď sa Rotschildovci stali najväčším sprostredkovateľom kapitálu v Európe, dostala sa nemecká burza, spolu s Londýnom a Parížom, medzi 3 popredné medzinárodné burzy na svete.⁷⁷

Základný index, ktorý FSE využíva je DAX, ktorý združuje 30, z hľadiska objemu a obchodovateľnosti, najväčších spoločností. Spoločnosti sa v indexe vážia na základe kritérií, ako napr. tržná kapitalizácia na základe počtu voľných podielov k obchodovaniu, rozsah obchodovania, či pozícia spoločnosti v sektore jej pôsobenia. DAX sa počíta z pozície aktuálnej ceny, a zároveň výkonu na základe systému Xetra, kde aktualizácia prebieha v sekundových intervaloch. Určujúcim dátumom pre index je 30. december 1987 (=100) a historické dáta sa dopočítali do roku 1959.⁷⁸

Index DAX obsahoval k dátumu 5.12.2018 nasledovné spoločnosti:

⁷⁶ DEUTSCHE BÖRSE. *The Frankfurt Stock Exchange* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/frankfurt-stock-exchange>

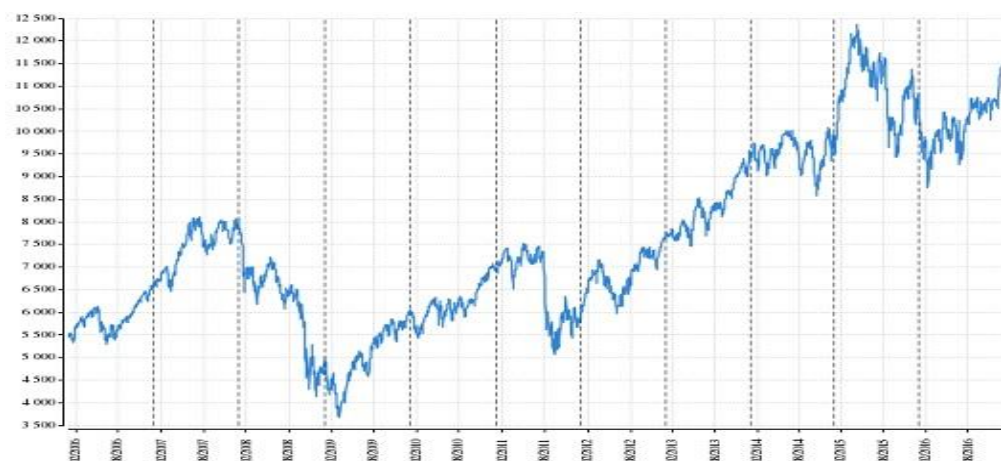
⁷⁷ DEUTSCHE BÖRSE. *The Frankfurt Stock Exchange* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/frankfurt-stock-exchange>

⁷⁸ DEUTSCHE BÖRSE. *DAX* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/30-years-dax>

- | | |
|----------------------|----------------------------|
| 1. Bayer | 17. Siemens |
| 2. Covesto | 18. Münchener |
| 3. RWE | Rückversicherungs- |
| 4. EON | Gesellschaft |
| 5. Deutsche Bank | 19. Wirecard |
| 6. HeidelbergCement | 20. Infineon |
| 7. Volkswagen vz | 21. Fresenius Medical Care |
| 8. Continental | 22. SAP |
| 9. Daimler | 23. Deutsche Post |
| 10. Lufthansa | 24. BASF |
| 11. BMW | 25. Merck |
| 12. Vonovia | 26. Deutsche Börse |
| 13. Henkel vz | 27. Beiersdorf |
| 14. Deutsche Telekom | 28. adidas |
| 15. Fresenius | 29. thyssenkrupp |
| 16. Allianz | 30. Linde |

Index dosahoval v sledovanom období najnižšiu hodnotu 6. marca 2009, a to 3 666,41. Naopak najvyššiu hodnotu dosiahol v roku 2015, konkrétne 13. apríla, keď sa dostal na hranicu 12 388,73. Z grafu je patrné že index DAX dosahoval do konca sledovaného obdobia v roku 2016 stále vysoké hodnoty, a prekonal aj najvyššie predkrízové hodnoty z 8. júla 2007, kedy dosahoval 8 092,77, o viac ako 34%.

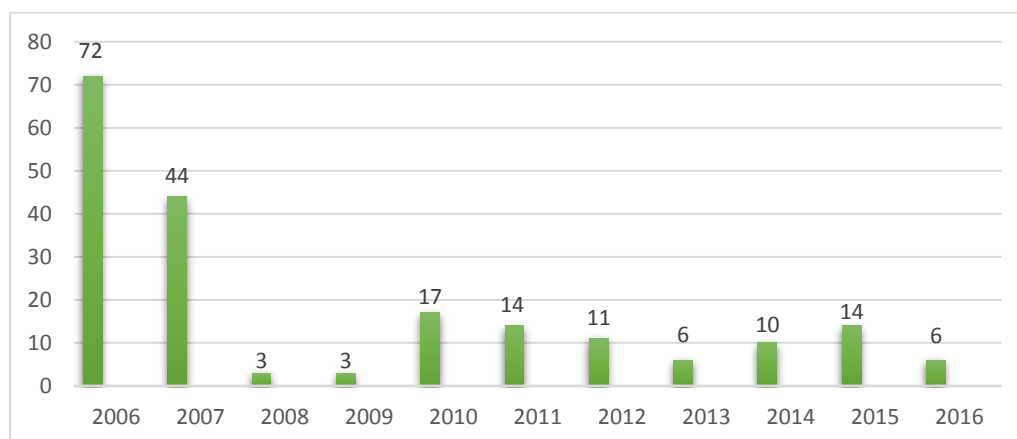
Graf 7: Index DAX v rokoch 2006 - 2016



Zdroj: Akcie online (2018)

Index DAX síce prekonal hospodársku krízu a jeho hodnoty sa dostali nad predkrízový stav, o počte IPO toto tvrdenie neplatí. Na grafe je patrné, že v roku 2006 sa vo Frankfurte uskutočnilo 72 nových IPO, pričom v roku 2008 boli uskutočnené len 3 primárne emisie. V súvislosti s týmto príkladom je možné hovoriť teórii, že počty IPO majú priamo úmerný vzťah s hospodárskym cyklom – ak rastie ekonomika, rastú aj počty IPO.

Graf 8: Počet IPO na FSE v rokoch 2006 - 2016



Zdroj: Deutsche Börse, vlastné spracovanie údajov

3.2 Výnosnosť IPO v rámci technologického sektoru

Nasledujúca podkapitola je zameraná na výnosnosť IPO v technologickom sektore. Pre výpočet výnosností akcií boli stanovené obdobia – kalendárny týždeň (1T), kalendárny mesiac (1M), 6 mesiacov (6M) a jeden rok (1R), je najskôr nutné určiť cenu, ku ktorej budú hodnoty akcií z jednotlivých časových úsekov vzťahované. Pre potreby tejto práce je za túto cenu určená tzv. opening price, teda cena za ktorú sa akcie začali na verejnom trhu obchodovať. Nakoľko iba meranie samotnej výnosnosti a komparácia jednotlivých akcií nemá sama veľkú výpovednú hodnotu, je nutné túto výnosnosť vzťahnúť k tzv. benchmarku. Benchmark sa používa ako porovnávací index, ako fiktívne portfólio, ktorého výkonnosť by mala výkonnosť akcie prekonať.

V práci je ako benchmark využitý vždy hlavný index danej burzy. Hodnotenie každej spoločnosti obsahuje vždy dve tabuľky. Prvá prezentuje cenu akcie v prvom riadku – pre pražskú burzu v Kč, pre poľskú burzu v PLN, pre Frankfurt v EUR. Druhý riadok obsahuje výkonnosť v daný časový úsek voči východzej pozícii. Pre výpočet bol využitý nasledovný vzorec:

$$V = \frac{(P_n - P_{OP})}{P_{OP}} * 100 \quad (3)$$

kde V – výnosnosť akcie v %,

P_n – cena akcie na konci n-tého obdobia ($n = 1T, 1M, 6M, 1R$),

P_{OP} – opening price.

Podobnou logikou je zostavovaná aj druhá tabuľka pre hodnotenie akcie spoločnosti v rovnakých časových intervaloch. Rozdiel je prvej hodnote tabuľky, kde 1D označuje hodnotu indexu v prvý deň obchodovania akcie na trhu. Najviac je tretí riadok, ktorý zobrazuje výsledky porovnania výnosnosti akcie a zmenu hodnoty indexu. Ide o hodnotu spreadu, ktorá vyjadruje výnosnosť akcie po zohľadnení vývoja indexu danej burzy. Vzorec pre výpočet spreadu je nasledovný:

$$V_M = \left[\frac{(P_n - P_{OP})}{P_{OP}} - \frac{(M_n - M_0)}{M_0} \right] * 100 \quad (4)$$

kde V_M – výnosnosť akcie po zohľadnení vývoja burzového indexu v %,

M_0 – hodnota burzového indexu v deň, kedy sa akcia začala na verejnom trhu obchodovať,

M_n – hodnota burzového indexu na konci n-tého obdobia ($n = 1T, 1M, 6M, 1R$).

Pri výpočte je počítaná výnosnosť pre stratégiu buy & hold (slovenským ekvivalentom by bola stratégia kúp a drž), počas uvedeného obdobia. Pri výpočtoch nie je do úvahy braná likvidita trhu, výplata dividend, ani rizikovosť daného portfólia. Výnosnosť akcií, vývoj burzového indexu a ich porovnanie sú kvôli lepšej prehľadnosti znázorňované aj v grafe pod tabuľkami, pričom tento postup je využívaný vo všetkých sektoroch.

3.2.1 PSE

Na pražskej burze sa v sledovanom období našla iba jedna spoločnosť v technologickom sektore, ktorá uskutočňovala primárnu emisiu akcií, a je ňou Pegas Nonwovens.

Pegas Nonwovens

Spoločnosť Pegas Nonwovens patrí medzi najúspešnejšie spoločnosti, čo sa týka burzového vývoja cien jej akcií. Cena akcií sa počas krízy prepadla, ale v súčasnosti sú akcie obchodované za vyššiu cenu než v období zahájenia obchodovania, teda na konci roku 2006. Výnosnosť bola v priebehu prvého roka mierne volatilná, po prvom dni na burze výnosnosť akcií vzrástla, hneď v prvý týždeň po zahájení obchodovania sa ale cena akcií mierne prepadla, následne ale v priebehu prvého mesiaca posilňovala, a túto rastovú tendenciu si udržala aj pri hodnotení po šiestich mesiacoch. Na konci pozorovaného obdobia nastal viditeľný pokles.

Tabuľka 2: Výnosnosť akcie Pegas Nonwovens

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	750	773	748,5	764	791,5	700,6
Výnosnosť		3,07%	-0,20%	1,87%	5,53%	-6,59%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Vývoj indexu PX bol v prvých pozorovaných obdobiach záporný, ale v obdobiach 6M a 1R následne zaznamenal oproti východzej pozícii rast.

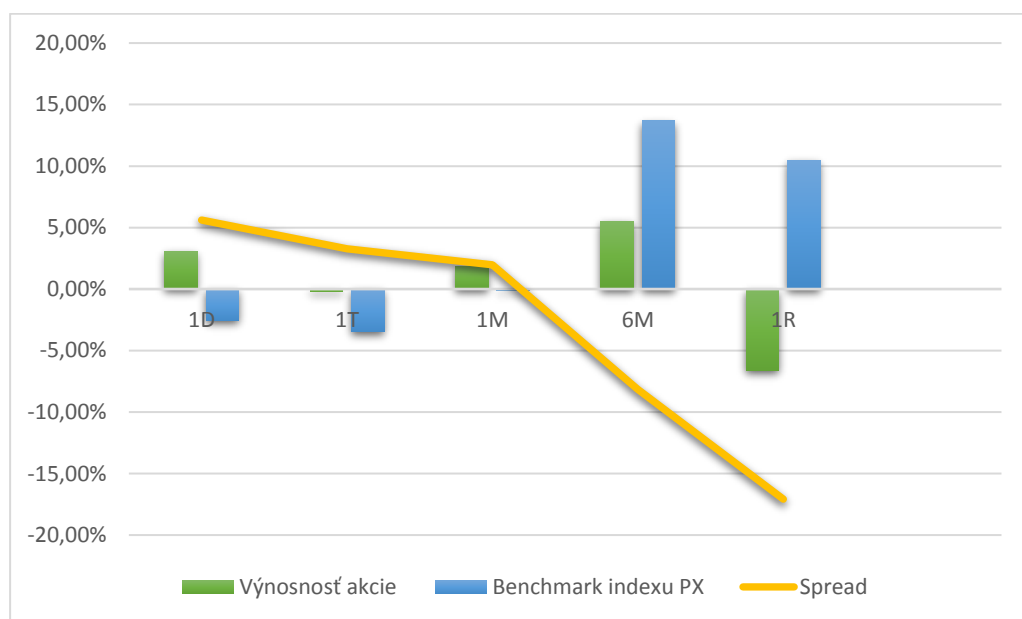
Tabuľka 3: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Pegas Nonwovens po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	1626,1	1584,8	1569,6	1624,2	1848,7	1796,7
Vývoj		-2,54%	-3,47%	-0,12%	13,69%	10,49%
Spread		5,61%	3,27%	1,98%	-8,16%	-17,08%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

V obdobiach poklesu hodnoty indexu PX, bola výnosnosť akcie po jeho zohľadnení v prvý deň 5,61 p. b., následne 3,27 p. b. a 1,98 p. b. v začiatkoch pozorovaného obdobia. V ďalších obdobiach, kedy hodnoty indexu rástli sa spread akcie dostával do záporných hodnôt, a to -8,16 p. b. v období 6M, a -17,08 p. b. v období 1R.

Graf 9: Výnosnosť akcie Pegas Nonwovens a vývoj indexu PX



Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

3.2.2 GPW

Na burze cenných papierov vo Varšave boli v analyzovanom období uskutočnené IPO dvoch spoločností s technologickým zameraním. Konkrétne sú to – Asseco South Eastern Europe SA a Playway SA.

Asseco SEE

Spoločnosti Asseco SEE sa spočiatku analyzovaného obdobia darilo, cena akcií rástla v období 1D, 1T, a 1M, následne ale nastal pokles, pričom veľký prepád ceny je pozorovaný najmä na konci prvého roka obchodovania.

Tabuľka 4: Výnosnosť akcie Asseco SEE

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	16,1	17,35	17,5	17,3	14,9	11,59
Výnosnosť		7,76%	8,70%	7,45%	-7,45%	-28,01%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

V tabuľke indexu Wig 20 je pozorované, že oproti akciám spoločnosti Asseco SEE si viedol výrazne lepšie, a jeho hodnota sa za uvedené obdobia (okrem prvého týždňa) postupne zvyšovala. Za jeden rok cena akcie klesla oproti benchmarku o 44,07 p. b., nakoľko hodnota indexu rástla a neklesala.

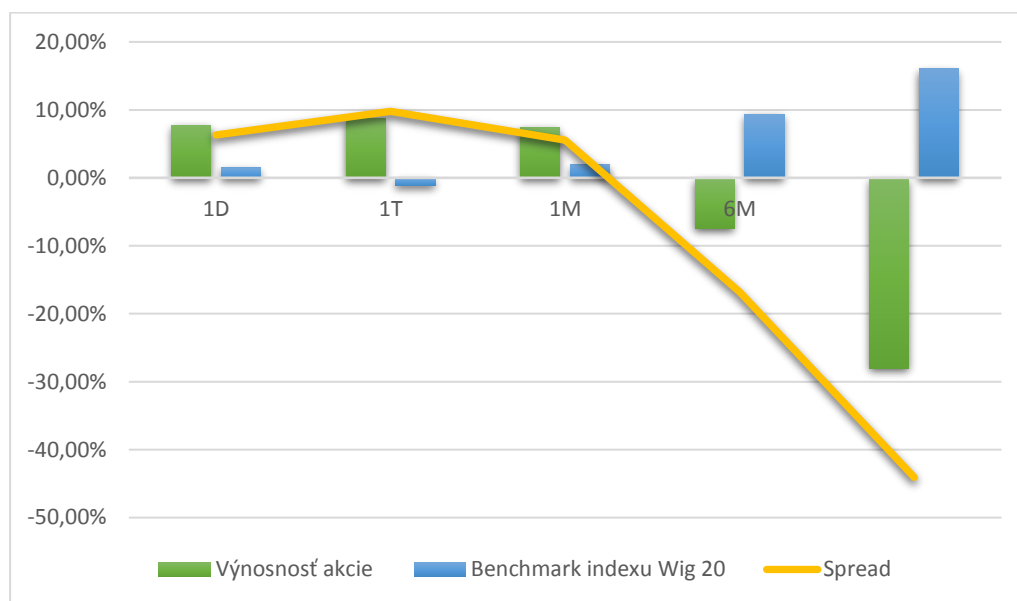
Tabuľka 5: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Asseco SEE po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	2273,83	2306,95	2249,08	2316,97	2486,53	2638,97
Vývoj		1,46%	-1,09%	1,90%	9,35%	16,06%
Spread		6,31%	9,78%	5,56%	-16,81%	-44,07%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Pre jasnejšie zobrazenie situácie je nižšie uvedený graf, kde je vidieť, že sa obe veličiny väčšinu času pohybujú opačnou tendenciou.

Graf 10: Výnosnosti akcie Asseco SEE a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Playway SA

Spoločnosť Playway SA uskutočnila svoju primárnu emisiu v roku 2016. Vývoj ceny akcie ukazuje stúpajúci trend. Odchýlkou je obdobie 1M, kedy cena klesla o 7,65 p. b. oproti uvádzacej cene. Cena akcie rástla vo všetkých nasledujúcich obdobiach, pričom na konci prvého roku sa obchodovala z 65,76 PLN, čo bol rast o 32,05 p. b.

Tabuľka 6: Výnosnosť akcie Playway

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	49,8	52,44	50,5	45,99	51,5	65,76
Výnosnosť		5,30%	1,41%	-7,65%	3,41%	32,05%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Ako naznačuje druhá tabuľka, index Wig 20 vykazoval počas celého sledovaného obdobia kladné hodnoty. Hodnota v prvý deň a po prvom mesiaci obchodovania akcie Playway na burze síce zaznamenáva mierny pokles, ale celkovo je možné hodnotiť vývoj indexu ako priaznivý. Hodnota spreadu je vo všetkých obdobiach záporná (výnimku tvorí rast výnosnosti po prvom dni o 5,11 p. b.), čo znamená, že výnosnosť akcie po zohľadnení vývoja indexu bola vo všetkých obdobiach záporná, napriek kladnému vývoju burzového indexu.

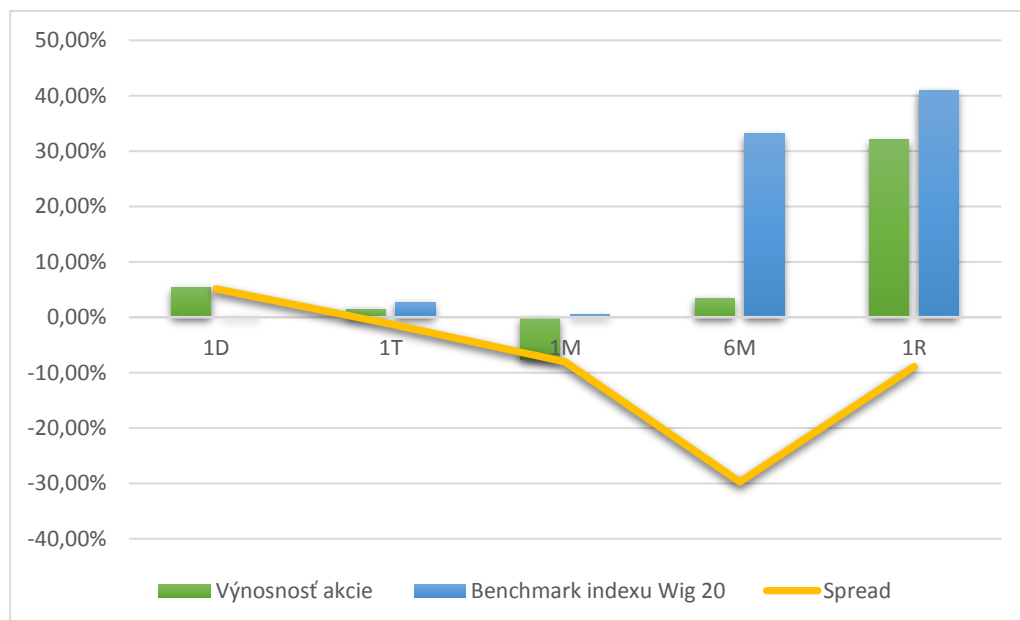
Tabuľka 7: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Playway po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	1748,99	1752,25	1795,33	1756,35	2328,7	2465,51
Vývoj		0,19%	2,65%	0,42%	33,15%	40,97%
Spread		5,11%	-1,24%	-8,07%	-29,73%	-8,92%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Na grafe je viditeľné, že napriek podobnému vývoju výnosnosti akcie a burzového indexu (výnimku tvorí obdobie prvého mesiaca), sa spread pohyboval v záporných hodnotách. Najnižšiu hodnotu dosiahol v pozorovanom období pol roka od uvedenia akcie na trh, a to -29,73 p. b.

Graf 11: Výnosnosti akcie Playway a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

3.2.3 FSE

Spoločnosti, ktorých zameranie spadá pod technologický sektor mali v rokoch 2006 – 2016 na nemeckej burze najvyššiu účasť spomedzi analyzovaných krajín. Ide o 20 spoločností, kde boli náhodným výberom vybrané práve tri podniky – Siltronic AG, Exceet Group SE a RIB Software SE.

Siltronic AG

Spoločnosť Siltronic, ktorá emitovala svoje akcie v roku 2015, zaznamenávala v počiatkoch obchodovania rast ceny akcie, najvýraznejšie po prvom mesiaci o 9,84 p. b., nasledoval ale badateľný prepád, a to po šesť mesačnom období o 60,22 p. b., po 1R o 52,91 p. b. oproti uvádzacej cene.

Tabuľka 8: Výnosnosť akcie Siltronic

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	31,5	34,03	34,127	34,599	12,53	14,834
Výnosnosť		8,03%	8,34%	9,84%	-60,22%	-52,91%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Index DAX si v sledovanom období tiež nevedol veľmi dobre, keď vo všetkých analyzovaných obdobiach, je pozorovaný prepád kurzu proti hodnote v deň uvedenia akcie na trh, najväčšmi po roku obchodovania, o 13,22 p. b. Výnosnosť akcie po zohľadnení indexu v prvej polovici analyzovaného obdobia rástla, druhá polovica roka ale znamenala pokles.

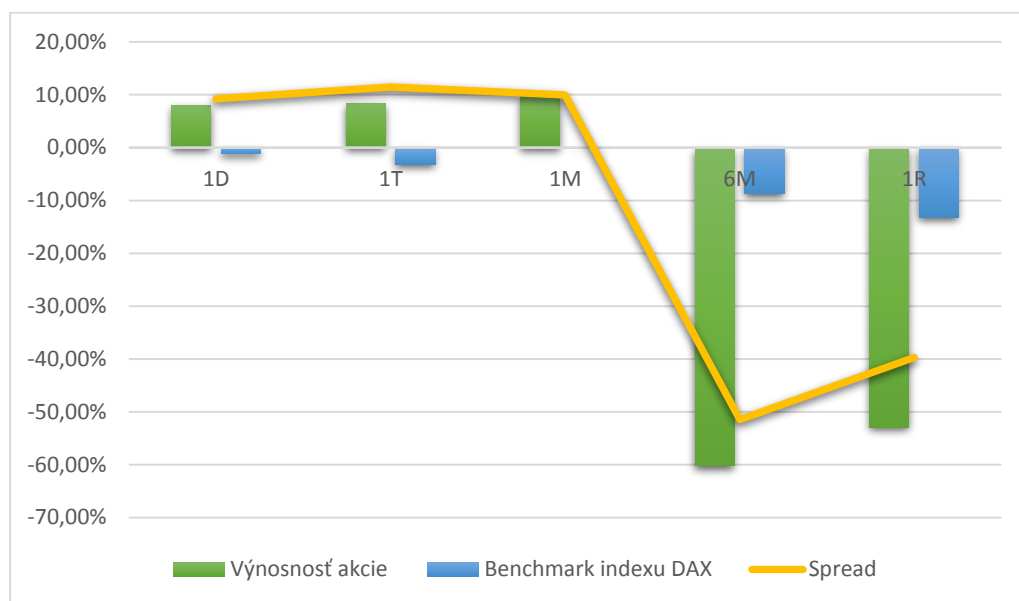
Tabuľka 9: Výnosnosť indexu DAX a výnosnosti akcie po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	11332,78	11196,49	10978,01	11315,63	10340,06	9834,62
Vývoj		-1,20%	-3,13%	-0,15%	-8,76%	-13,22%
Spread		9,23%	11,47%	9,99%	-51,46%	-39,69%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Graf č. 12 zobrazuje vývoj výnosnosti akcie a burzového indexu, kde ani podobná tendencia vývoja indexu nedokázala dohnať pokles hodnoty výnosnosti akcie v druhej polovici roka.

Graf 12: Výnosnosti akcie Sltronic a vývoj indexu DAX



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Exceet Group SE

Cena akcií spoločnosti Exceet Group bola v sledovanom období pomerne vyrovnaná. V prvých analyzovaných obdobiach síce spoločnosť zaznamenávala mierny pokles výnosnosti akcií, v dlhodobom horizonte sa zo sledovaných období vyvíjala priaznivo, teda rastovo. Po pol roku to bol rast o 2,11 p. b., po roku bola výnosnosť ešte vyššia – o 2,63 p. b.

Tabuľka 10: Výnosnosti akcie Exceet Group SE

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	9,5	9,45	9,48	9,35	9,7	9,75
Výnosnosť		-0,53%	-0,21%	-1,58%	2,11%	2,63%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Vývoj indexu DAX bol v rovnakom období zaznamenával značný rast. V rámci prvého týždňa obchodovania akcií bol pozorovaný mierny pokles, v ostatných obdobiach je badateľná rastová tendencia. Výnosnosť akcie po prvom mesiaci obchodovania na burze bola o 6,32 p. b. nižšia než samotný trh, po prvom roku sa situácia ešte zhoršila – výnosnosť po zohľadnení hodnôt indexu poklesla o 27,78 p. b.

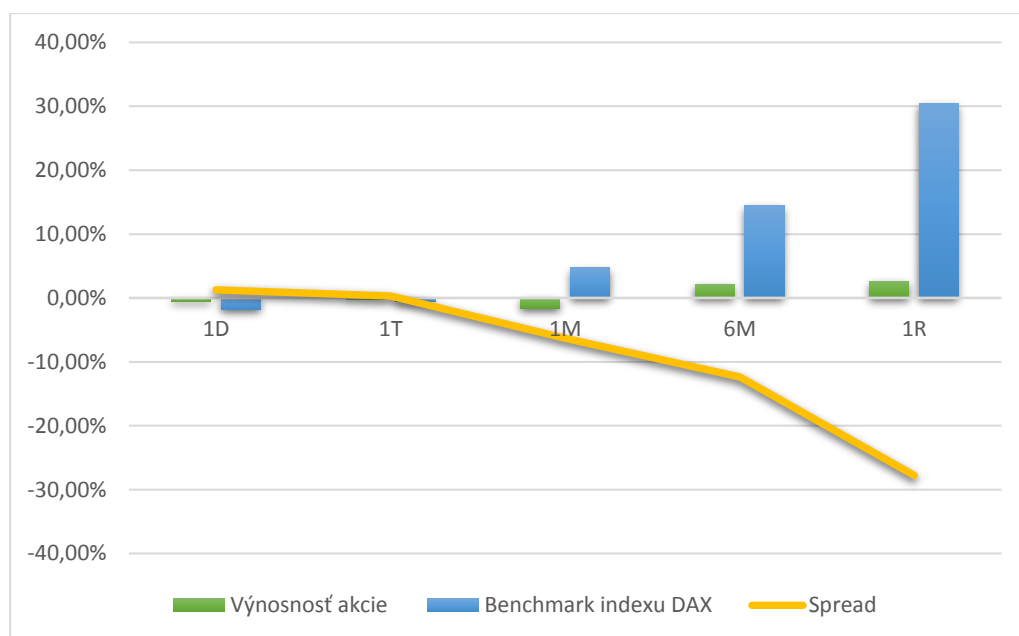
Tabuľka 11: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie Exceet Group SE po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	5533,24	5434,34	5503,93	5795,32	6333,58	7216,21
Vývoj		-1,79%	-0,53%	4,74%	14,46%	30,42%
Spread		1,26%	0,32%	-6,32%	-12,36%	-27,78%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Nasledujúci graf znázorňuje situáciu, kde už od prvého mesiaca bola výnosnosť akcie výrazne nižšia oproti vývoju trhu.

Graf 13: Výnosnosti akcie Exceet Group SE a vývoj indexu DAX



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

RIB Software SE

Cena akcií spoločnosti RIB Software vykazovala dlhodobý klesajúci trend, pričom najväčší prepad zaznamenala v šiestom mesiaci od počiatku obchodovania. Tento fakt je zjavný aj pri sledovaní výnosností, ktoré sa vo všetkých intervaloch držia v záporných hodnotách, čo znamená, že výnosnosť akcií klesala odo dňa ich umiestnenia na kapitálový trh. Mierny vzostup výnosnosti je badateľný iba v prvom týždni, nie je však dostatočný na to, aby sa dostal do kladných hodnôt.

Tabuľka 12: Výnosnosť akcie RIB Software

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	9,3	8,9	9,079	8,931	3,851	4,43
Výnosnosť		-4,30%	-2,38%	-3,97%	-58,59%	-52,37%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Aj index DAX zaznamenal v sledovanom období miernu volatilitu. Prvý týždeň obchodovania akcie na burze bol vývoj indexu opačný ako pri cene akcie, teda jeho hodnota rástla. V ostatných obdobiach sa už ale pohyboval v záporných hodnotách, čo znamená, že jeho hodnota klesala. Za rok výnosnosť akcie klesla oproti benchmarku o 44,52 p. b. Takýto prepád indikuje, že cena akcie mohla byť negatívne ovplyvnená vývojom na trhu.

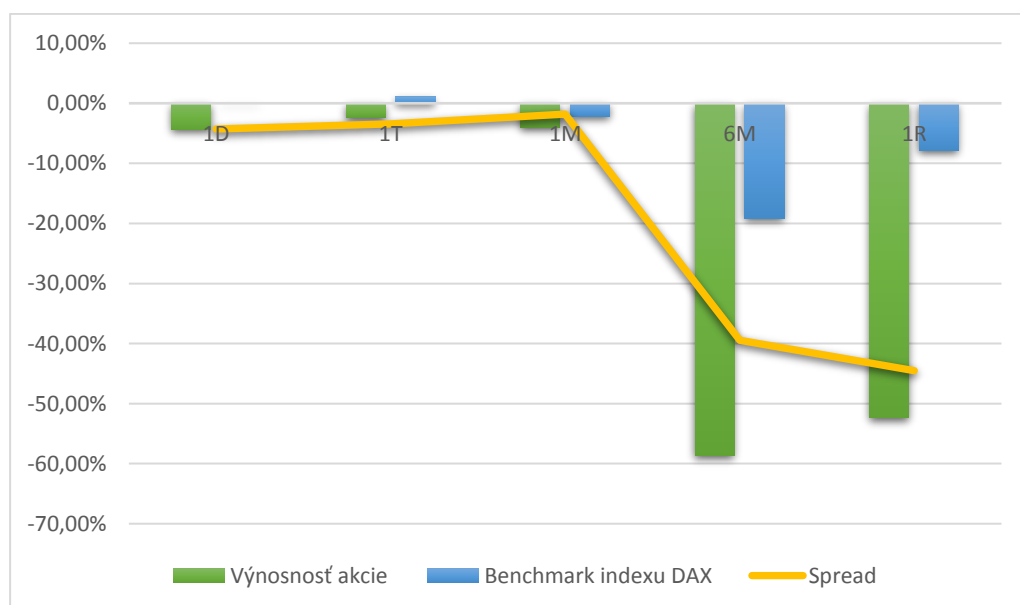
Tabuľka 13: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie RIB po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	7323,24	7320,9	7400,04	7164,75	5923,27	6748,76
Vývoj		-0,03%	1,05%	-2,16%	-19,12%	-7,84%
Spread		-4,27%	-3,43%	-1,80%	-39,47%	-44,52%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Nasledujúci graf vykresľuje situáciu jasnejšie. Je zreteľné, že obe veličiny sa počas celého roka vyvíjali rovnakým smerom – výnimku tvorí rast hodnoty indexu v prvý týždeň obchodovania.

Graf 14: Výnosnosti akcie Rib Software a vývoj indexu DAX



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

3.2.4 Porovnanie a vyhodnotenie výsledkov v rámci technologického sektoru

Nasledovná tabuľka zaznamenáva výsledky výnosností akcií jednotlivých spoločností, ktoré pôsobili na trhu v technologickom priemysle po zohľadnení vývoja trhu.

Tabuľka 14: Porovnanie výnosností akcií z technologického sektoru po zohľadnení vývoja burzového indexu

Spoločnosť	1D	1T	1M	6M	1R
Pegas	5,61%	3,27%	1,98%	-8,16%	-17,08%
ASSECO SEE	6,31%	9,78%	5,56%	-16,81%	-44,07%
Playway	5,11%	-1,24%	-8,07%	-29,73%	-8,92%
Siltronic	9,23%	11,47%	9,99%	-51,46%	-39,69%
Exceet Group	1,26%	0,32%	-6,32%	-12,36%	-27,78%
RIB Software	-4,27%	-3,43%	-1,80%	-39,47%	-44,52%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), Burza cenných papírů Praha (2018), Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Bledo červenou farbou sú vyznačené spoločnosti, ktorých výnosnosti boli po zohľadnení vývoja burzového indexu vo väčšine sledovaných období (v minimálne troch) v záporných hodnotách. Najhoršie dopadli spoločnosti z burzy vo Frankfurte, Exceet Group a RIB Software, kde výnosnosti akcií zaznamenávali oproti benchmarku výrazné prepady. V rámci vývoja po prvom obchodnom dni vykázali všetky spoločnosti (výnimka – RIB Software) po prihliadnutí na burzový index rast výnosností akcií. Všetky analyzované spoločnosti ale zaznamenali v dlhších sledovaných obdobiach – šiestich mesiacov a jedného roka pokles výnosností akcií oproti benchmarku. Po prvom roku pôsobenia akcií na kapitálovom trhu si najlepšie viedla spoločnosť Playway s poklesom o 8,92 p. b., najhoršiu výkonnosť akcie vykázala spoločnosť RIB Software.

3.3 Výnosnosť IPO v rámci potravinového sektoru

Podkapitola sa zaoberá skúmaním spoločností spadajúcich do potravinového sektoru. Štruktúra kapitoly, ako aj logika výpočtov je totožná s predchádzajúcou podkapitolou 3.2.

3.3.1 PSE

Na burze v Prahe sa boli v z hľadiska príslušnosti k sektoru vybrané dva podniky, ktoré svojim pôsobením vyhovujú podmienkam hodnotenia – Pivovary Lobkowicz a.s., a Kofola ČS.

Pivovary Lobkowicz a.s.

Pivovary Lobkowicz sú jednou z dvoch spoločností z daného sektoru, ktoré v sledovanom období vstúpili na český kapitálový trh. Je možné pozorovať, že v sledovanom období si výnosnosť akcie viedla pomerne dobre. Po sľubnom začiatku v prvý deň nastal mierne klesajúci trend – v prvom týždni aj v prvom mesiaci od uvedenia akcie na trh, jej cena mierne klesala, a s tým je spojený aj mierny pokles výnosnosti. V dlhšom období ale výnosnosť akcie naopak stúpala, a tento trend si spoločnosť udržala až do roku 2016, kedy odchádzala z BCPP.

Tabuľka 15: Výnosnosť akcie Pivovary Lobkowicz

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	160	162,4	159,2	158,7	170	178
Výnosnosť		1,50%	-0,50%	-0,81%	6,25%	11,25%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Burzový index PX si v sledovanom období viedol horšie. Je pozorovaná mierna volatilita jeho hodnoty proti dňu, kedy boli akcie uvedené na trh. Výnosnosť akcie však dosahovala v dlhšom období vyššie hodnoty ako index PX. Po prvom roku obchodovania bola výnosnosť akcie o 10,19 p. b. vyššia ako benchmark.

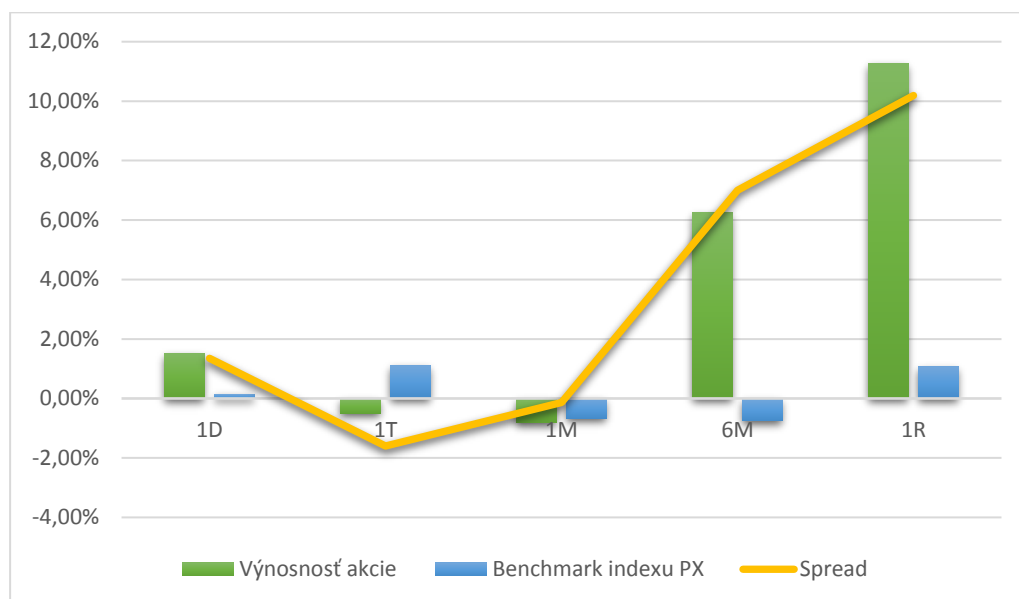
Tabuľka 16: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Pivovary Lobkowicz po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	1014,76	1016,31	1025,89	1007,95	1007,17	1025,52
Vývoj		0,15%	1,10%	-0,67%	-0,75%	1,06%
Spread		1,35%	-1,60%	-0,14%	7,00%	10,19%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Graf č. 15 názorne ukazuje rastúcu tendenciu výnosnosti akcie po zohľadnení indexu. Markantný je najmä v období šiestich mesiacov a jedného roka.

Graf 15: Výnosnosti akcie Pivovary Lobkowicz a vývoj indexu PX



Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Kofola ČS

Výnosnosť akcií spoločnosti Kofola CS zaznamenávala od svojho uvedenia na trh počas prvého roka pôsobenia iba rastové tendencie. V rámci prvého týždňa si akcie udržali nemennú hodnotu, najviditeľnejší rast nastal v šiestom mesiaci obchodovania, a síce o 24,57 p. b. Po prvom roku cena akcie mierne klesla, čo sa odrazilo aj na poklese výnosnosti.

Tabuľka 17: Výnosnosť akcie Kofola ČS

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	346	346,3	346,3	424,3	431	396,1
Výnosnosť		0,09%	0,09%	22,63%	24,57%	14,48%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Vývoj indexu PX nebol rovnako priaznivý ako vývoj ceny akcie. V rámci prvého mesiaca sa pohyboval v rastových, kladných hodnotách, v dlhšom období 6M a 1R, ale začal vykazovať pokles. Výnosnosť akcie po zohľadnení vývoja českého trhu napriek záporným zmenám indexu dosahuje vysokých hodnôt. Pod úrovňou benchmarku sa výnosnosť akcie pohybuje iba v období prvého týždňa obchodovania.

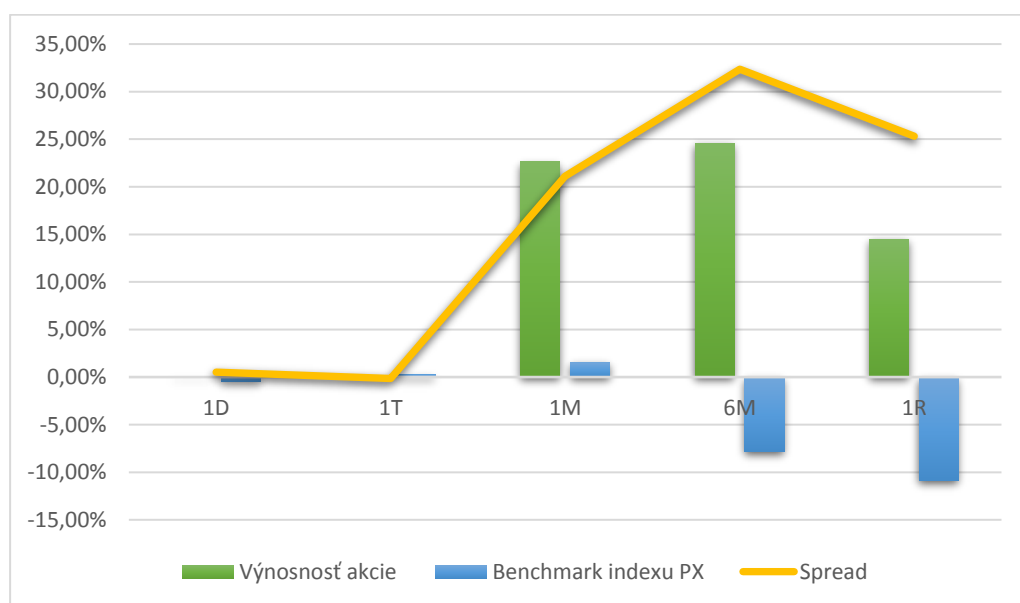
Tabuľka 18: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Kofola ČS po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	968,35	964,24	970,61	983,14	892,92	863,58
Vývoj		-0,42%	0,23%	1,53%	-7,79%	-10,82%
Spread		0,51%	-0,15%	21,10%	32,36%	25,30%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Vďaka značnému rastu ceny je pozorovaný odklon výnosnosti od aktuálneho vývoja trhu. Po prvých šiestich mesiacoch dosiahla výnosnosť akcie oproti benchmarku o 32,36 p. b. viac.

Graf 16: Výnosnosti akcie Kofola ČS a vývoj indexu PX



Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

3.3.2 GPW

Burza vo Varšave uviedla v období rokov 2006 – 2016 na svoj kapitálový trh 12 spoločností, ktoré svojou činnosťou spadajú do potravinového sektoru. Náhodným výberom boli pre analýzu vybrané 3 spoločnosti – Pamapol SA, Makarony Polskie SA a Agroton Public.

Pamapol SA

Spoločnosť Pamapol, bola na trh uvedená ešte v predkrízovom období, v roku 2006. Výnosnosť jej akcií na počiatku sledovaného obdobia zaznamenávala skôr pokles, po prvom mesiaci je to zníženie o 7,35 p. b. Naopak, v druhej polovici

roka cena akcie a s ňou spojená aj výnosnosť rástli, pričom na konci sledovaného obdobia bola výnosnosť akcie vyššia o 90,48 p. b. oproti uvádzacej cene.

Tabuľka 19: Výnosnosť akcie Pamapol SA

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	14,7	13,9	13,75	13,62	24	28
Výnosnosť		-5,44%	-6,46%	-7,35%	63,27%	90,48%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Hlavný index burzy Wig 20 sa tendenčne vyvíjal veľmi podobne ako cena akcie spoločnosti. Spočiatku sledovaného obdobia vykazoval vývoj trhu mierny pokles, v druhej polovici roka naopak zaznamenával postupný rast, ktorý je badateľný najmä na konci obdobia 1R. Vývoj výnosnosti akcie po zohľadnení indexu ukazuje na konci obdobia značný rast, konkrétne o 69,56 p. b. oproti stavu na trhu.

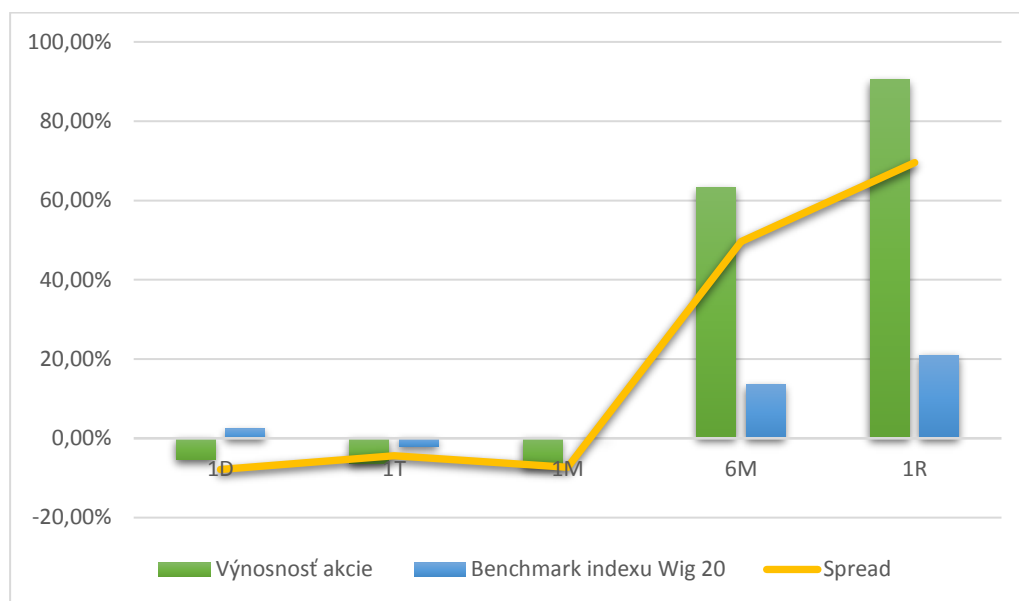
Tabuľka 20: Vývoj indexu Wig 20a výnosnosti akcie Pamapol SA po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	2998,53	3070,78	2937,03	2996,65	3406,72	3625,7
Vývoj		2,41%	-2,05%	-0,06%	13,61%	20,92%
Spread		-7,85%	-4,41%	-7,28%	49,65%	69,56%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Graf č. 17 názorne ukazuje vývoj výnosnosti akcie, aj hodnoty trhu. Spread má jasne stúpajúce tendencie už od prvého mesiaca po uvedení akcie na trh.

Graf 17: Výnosnosti akcie Pamapol SA a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), własné spracovanie údajov

Makarony Polskie

Ceny akcie spoločnosti a nimi spojené výnosnosti si v danom sledovanom období jedného roka nevedli veľmi dobre. Jediným časovým úsekom, ktorý bol pre výnosnosť akcie priaznivý bol 1M, kedy spoločnosť dosiahla rast ceny akcie oproti uvádzacej cene o 2,93 p. b.

Tabuľka 21: Výnosnosť akcie Makarony Polskie

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	10,25	10,25	10,2	10,55	5,18	3,96
Výnosnosť		0,00%	-0,49%	2,93%	-49,46%	-61,37%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), własné spracovanie údajov

Index Wig 20 v analyzovanom období ukazuje, že vývoj trhu bol pomerne priaznivý a hodnoty indexu rástli vo všetkých sledovaných obdobiach. Výnimku tvorí koniec pozorovaného roka, kedy sa hodnota indexu prepadla o 21,44 p. b. Výnosnosť akcie po zohľadnení indexu ukazuje pokles vo všetkých sledovaných obdobiach, najmarkantnejší po šiestich mesiacoch od uvedenia akcie na trh – o 51,17 p. b.

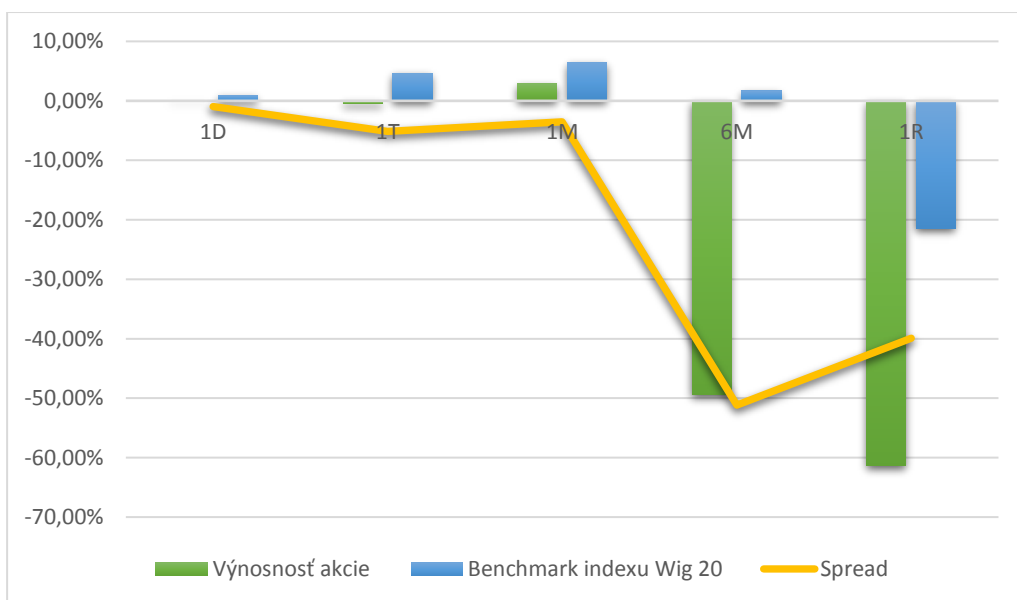
Tabuľka 22: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Makarony Polskie po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	3646,18	3681,25	3815,42	3880,98	3708,58	2864,57
Vývoj		0,96%	4,64%	6,44%	1,71%	-21,44%
Spread		-0,96%	-5,13%	-3,51%	-51,17%	-39,93%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Na grafe je možné pozorovať, že obe veličiny sa po väčšinu období vyvíjajú opačným smerom, výnimkou je obdobie 1M. Výnosnosť ceny akcie sa dlhodobo pohybovala pod benchmarkom.

Graf 18: Výnosnosti akcie Makarony Polskie a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Agroton Public

Spoločnosť Agroton Public dosahovala v sledovanom období pomerne pozitívne výsledky. Výnosnosť jej akcií mala rastúcu tendenciu počas prvého mesiaca odo dňa primárnej emisie, zmena nastala na konci obdobia, kedy prepád ceny akcie spôsobil, že výnosnosť klesla o 21,65 p. b.

Tabuľka 23: Výnosnosť akcie Agroton Public

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	29,1	30,5	30,93	31,34	30,83	22,8
Výnosnosť		4,81%	6,29%	7,70%	5,95%	-21,65%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Hodnota hlavného indexu burzy mala mierne volatilný charakter. V prvom týždni sa pohybovala mierne pod hodnotou z dňa uvedenia akcie na trh, následne ale vykazovala rastúci trend, čo znamená že trh posilňoval. Na konci prvého roka nastal viditeľný pokles hodnoty indexu, čo korešponduje aj s poklesom výnosnosti akcie. Po zohľadnení indexu bola výnosnosť akcie pod benchmarkovou hodnotou iba v jednom období – a to práve na konci prvého roka obchodovania.

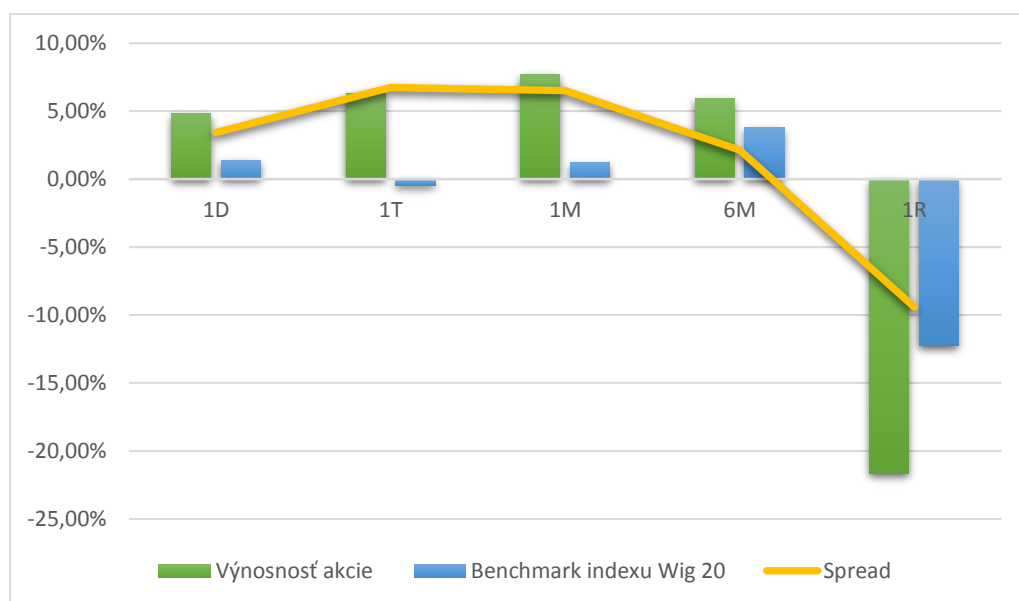
Tabuľka 24: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Agroton Public po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	2731,56	2769,26	2719,14	2763,97	2835,49	2397,27
Vývoj		1,38%	-0,45%	1,19%	3,80%	-12,24%
Spread		3,43%	6,74%	6,51%	2,14%	-9,41%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Grafické vyobrazenie údajov potvrdzuje klesajúci trend výnosnosti akcie po zohľadnení hlavného indexu burzy.

Graf 19: Výnosnosti akcie Agroton Public a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

3.3.3 FSE

Burza vo Frankfurte uskutočnila v analyzovanom období rokov 2006 - 2016 primárnu emisiu akcií šesť spoločností. Z dôvodu nedostatku dostupnosti dát sú analyzované práve dve spoločnosti – Tonkens Agrar AG a AGRARIUS AG.

Tonkens Agrar AG

Akcie spoločnosti, ktoré boli na trh uvedené v roku 2010, nedosahovali v žiadnom zo sledovaných časových období kladnú výnosnosť. V rámci hodnotenia dopadol najhoršie časový úsek 1R, kedy výnosnosť akcie klesla pod úroveň pôvodnej hodnoty o 26,73 p. b.

Tabuľka 25: Výnosnosť akcie Tonkens Agrar

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	24	23,8	20,3	20,2	23,8	17,585
Výnosnosť		-0,83%	-15,42%	-15,83%	-0,83%	-26,73%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Opačným smerom než výnosnosť akcie sa vyvíjali hodnoty indexu DAX. Trh posilňoval vo všetkých časových úsekoch a hodnota indexu bola po ukončení obdobia jedného roka vyššia oproti východze o 24,67 p. b.

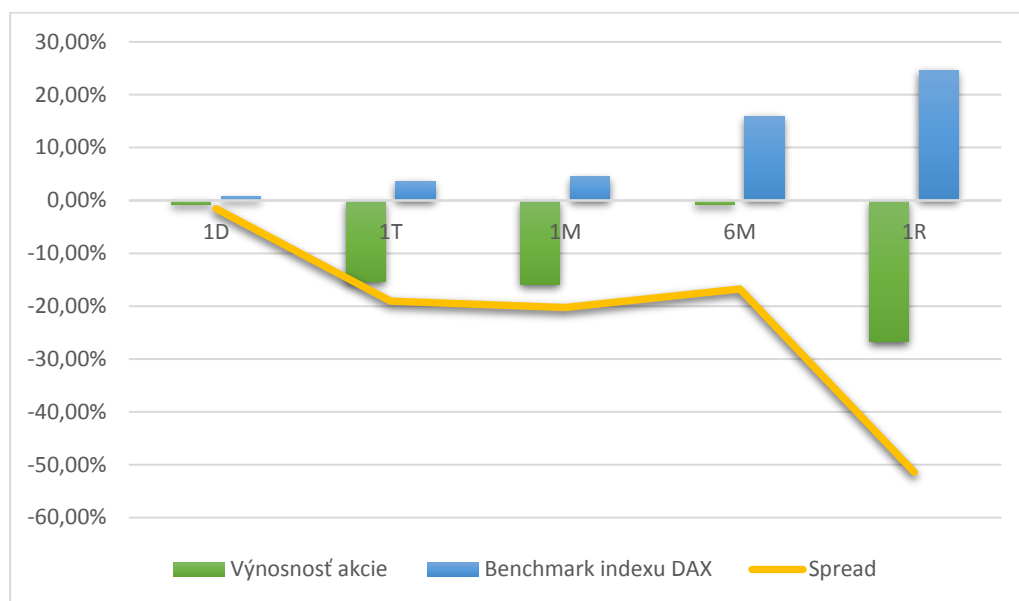
Tabuľka 26: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie Tonkens Agrar po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	5992,86	6035,66	6209,76	6259,63	6947,84	7471,44
Vývoj		0,71%	3,62%	4,45%	15,94%	24,67%
Spread		-1,55%	-19,04%	-20,28%	-16,77%	-51,40%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Protichodný vývoj ceny akcií a hodnoty indexu spôsobil, že sa výnosnosť po zohľadnení vývoja na trhu pohybovala pod úrovňou fiktívneho portfólia. Po uplynutí jedného roka bola hodnota spreadu najvyššia a teda výnosnosť akcií bola nižšia 51,40 p. b.

Graf 20: Výnosnosti akcie Tonkens Agrar a vývoj indexu DAX



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

AGRARIUS AG

Spoločnosť vstupovala na trh s pomerne nízkou cenou akcií. V rámcovom období jedného mesiaca sa jej pomerne darilo a výnosnosť akcie rástla, v časti analyzovaného obdobia ale výnosnosť akcie rapídne klesala – v období 6M o 36,32 p. b., v 1R o 60,53 p. b.

Tabuľka 27: Výnosnosť akcie AGRARIUS

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	1,9	1,9	1,94	2	1,21	0,75
Výnosnosť		0,00%	2,11%	5,26%	-36,32%	-60,53%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Ani hodnoty hlavného burzového indexu nezaznamenávali príliš priaznivý vývoj. Pokles hodnoty v prvom týždni obchodovania sa postupne vyrovnával, napriek tomu sa index dostal do rastovej hodnoty až v poslednom analyzovanom úseku.

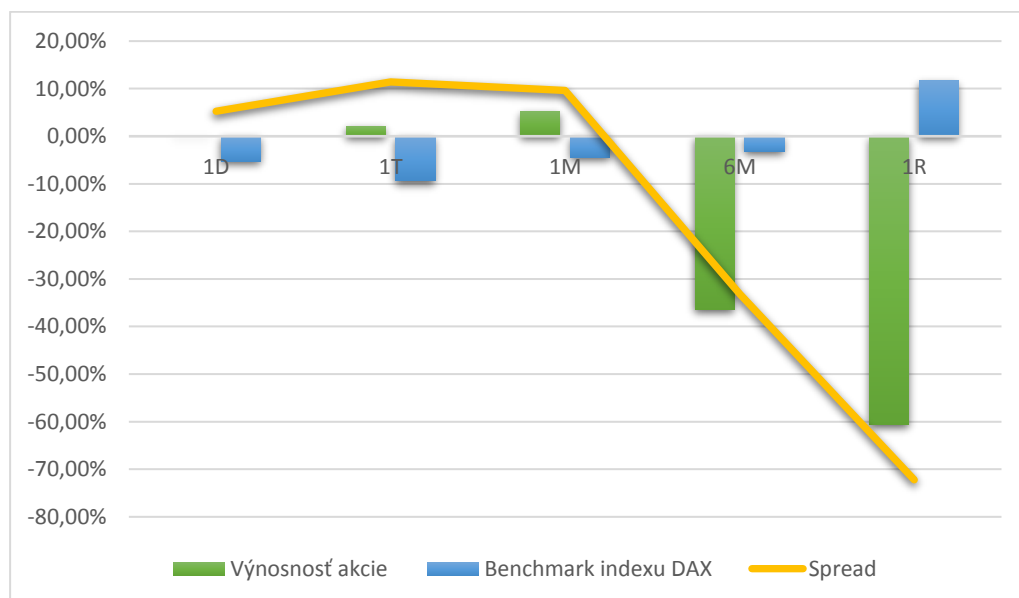
Tabuľka 28: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie AGRARIUS po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	5025,53	4761,58	4557,27	4804,88	4866,91	5613,2
Vývoj		-5,25%	-9,32%	-4,39%	-3,16%	11,69%
Spread		5,25%	11,42%	9,65%	-33,16%	-72,22%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Výnosnosť akcie po zohľadnení vývoja indexu DAX bola priaznivá v prvých troch obdobiach – v prvý deň dosiahla výnosnosť 5,25 p. b., v 1T dosahovala hodnoty 11,42 p. b., v 1M 9,65 p. b. nad úrovňou trhu. Následne je pozorovaný pokles, na konci obdobia až o 72,22 p. b. oproti benchmarku.

Graf 21: Výnosnosti akcie AGRARIUS a vývoj indexu DAX



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

3.3.4 Porovnanie a hodnotenie výsledkov v rámci potravinového sektoru

Tabuľka č. 29 zachytáva súhrnné výsledky výnosností akcií voči burzovým indexom spoločností, ktoré pôsobia v potravinovom sektore.

Tabuľka 29: Porovnanie výnosností akcií z potravinového sektoru po zohľadnení vývoja burzového indexu

Spoločnosť	1D	1T	1M	6M	1R
Lobkowicz Pivovary a.s.	1,35%	-1,60%	-0,14%	7,00%	10,19%
Kofola ČS	0,51%	-0,15%	21,10%	32,36%	25,30%
Pamapol SA	-7,85%	-4,41%	-7,28%	49,65%	69,56%
Makarony Polskie SA	-0,96%	-5,13%	-3,51%	-51,17%	-39,93%
Agroton Public	3,43%	6,74%	6,51%	2,14%	-9,41%
Tonkens Agrar AG	-1,55%	-19,04%	-20,28%	-16,77%	-51,40%
AGRARIUS AG	5,25%	11,42%	9,65%	-33,16%	-72,22%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), Burza cenných papírů Praha (2018), Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Z tabuľky je zrejmé, že do zóny s minimálne troma obdobiami, kde výnosnosť nedosahovala úrovne benchmarku spadajú práve tri spoločnosti – Pamapol SA Makarony Polskie SA z GPW ,a Tonkens Agrar AG z nemeckej burzy. Tieto podniky vykazovali vo všetkých analyzovaných obdobiach zníženú výnosnosť oproti úrovni trhu. Piatim spoločnostiam z celkovo siedmich, klesli v prvom týždni obchodovania výnosnosti pod úroveň trhu. Najlepšie dopadla spoločnosť Kofola ČS, ktorá síce v začiatkoch (obdobie 1T) mierne poklesla pod stav trhu, ale vo všetkých ostatných obdobiach dokázala udržať relatívne vysoké hodnoty výnosnosti.

3.4 Výnosnosť IPO v sektore energetiky

Ako posledný sektor pre analýzu výnosností akcií bol zvolený sektor energetiky. Výpočty, štruktúra ako aj ich prezentácia sú na rovnakom princípe ako predchádzajúce podkapitoly.

3.4.1 PSE

V danom období sa na burze v Prahe uskutočnili dve primárne emisie akcií spoločností, ktoré je možné zaradiť do energetického sektoru – v roku 2011 spoločnosť E4U a.s. a v roku 2016 spoločnosť Photon Energy NV.

E4U a.s.

Ceny akcie spoločnosti sa vyvíjali priaznivo iba vo veľmi krátkom období – v prvom analyzovanom týždni. V ostatných obdobiach výnosnosť akcie klesala, najväčší pád oproti otváracej cene zaznamenala po prvom roku, a to – 13,25 p. b.

Tabuľka 30: Výnosnosť akcie E4U

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	80	88	87	76	71,5	69,4
Výnosnosť		10,00%	8,75%	-5,00%	-10,63%	-13,25%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Hlavný index Burzy cenných papírů Praha PX sa vyvíjal podobnou tendenciou ako výnosnosť akcie. V období 1T dosahoval rastu, v ostatných sledovaných obdobiach výrazný pokles, ktorý sa prehĺbil na konci pozorovaného obdobia na hodnotu nižšiu o 7,73 p. b. voči dňu, kedy bola akcia na trh uvedená. Výnosnosť akcie po zohľadnení hodnoty indexu sa dostala pod úroveň trhu v období 6M a 1R.

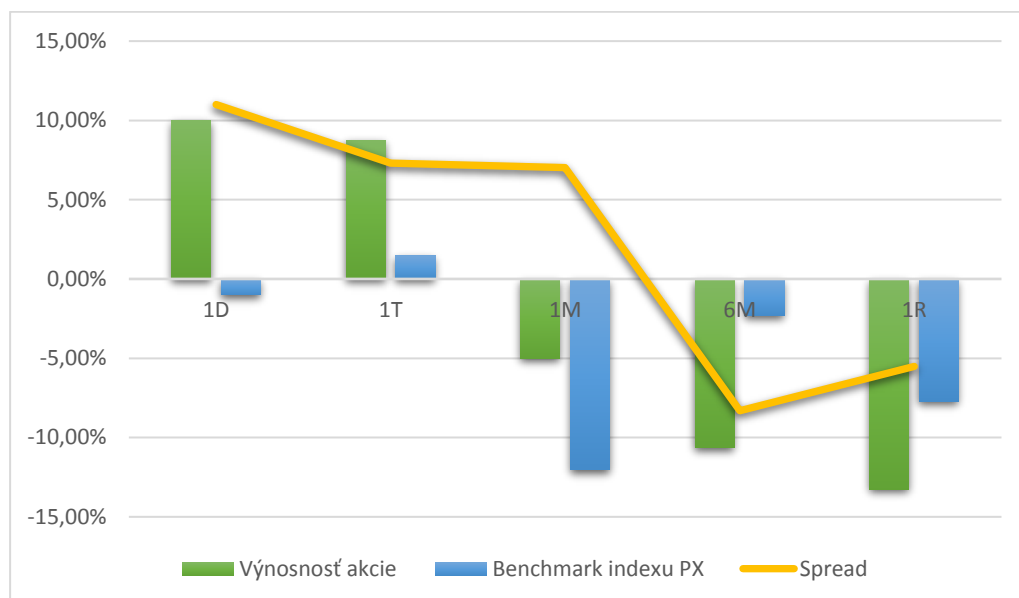
Tabuľka 31: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie E4U po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	1025	1014,7	1039,9	901,7	1001,3	945,8
Vývoj		-1,00%	1,45%	-12,03%	-2,31%	-7,73%
Spread		11,00%	7,30%	7,03%	-8,31%	-5,52%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Na základe grafického znázornenia je vidieť, že výnosnosť akcie a hodnota hlavného indexu sa vyvíjali rovnakým smerom. Spread dosahoval vyššiu výnosnosť ako fiktívne portfólio v prvej polovici analyzovaného obdobia, pod úroveň trhu klesol v obdobiach šiestich mesiacov a jedného roka.

Graf 22: Výnosnosti akcie E4U a vývoj indexu PX



Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Photon Energy NV

Spoločnosti Photon Energy, ktorá vstupovala na trh s pomerne nízkou cenou 5,30 Kč sa v analyzovanom období darilo, čo sa týka vývoja cien akcií a ich výnosnosti. Nakoľko ceny akcie mierne kolísali, ale stále sa pohybovali nad uvádzacou cenou, je ich výnosnosť všeobecne veľmi dobrá. Najvyššie rasty boli zaznamenané na začiatku a na konci sledovaného obdobia, a síce o 122,64 p. b. v 1D a o 69,81 p. b. po prvom roku.

Tabuľka 32: Výnosnosť akcie Photon Energy NV

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	5,3	11,8	8,3	6,78	5,66	9
Výnosnosť		122,64%	56,60%	27,92%	6,79%	69,81%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Hlavný index PX vykazoval okrem mierneho poklesu v prvom mesiaci iba rastové hodnoty. Výnosnosť akcie po zohľadnení hlavného indexu sa pohybuje nad úrovňou benchmarku, avšak po 6 mesiacoch je vidieť značný pokles

výnosnosti, na 0,06 p. b., koncom sledovaného obdobia sa výnosnosť dostala na úroveň 52,53 p. b.

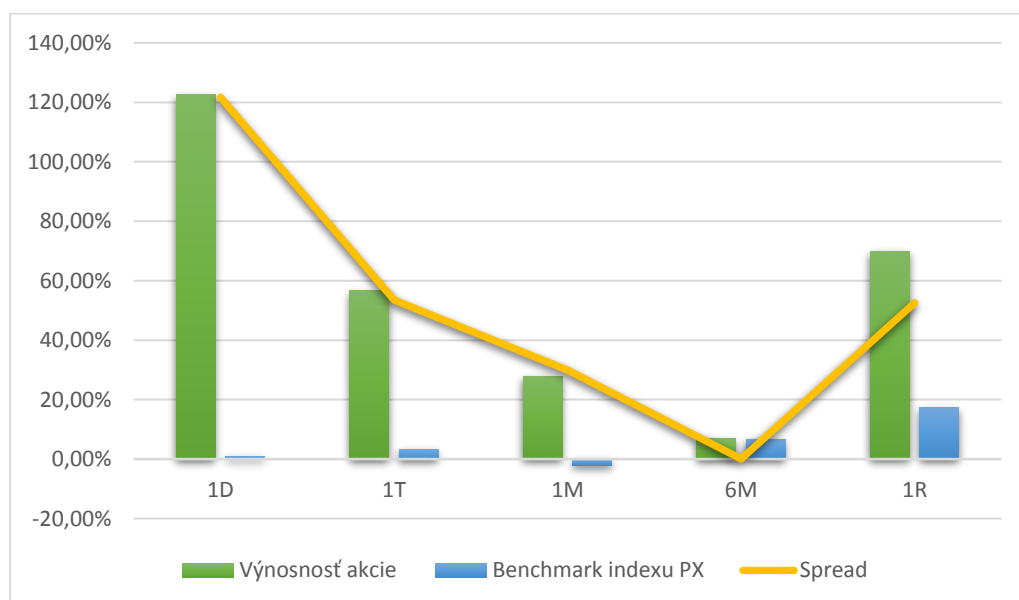
Tabuľka 33: Vývoj indexu PX a výnosnosti akcie Photon Energy po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	906,97	915,33	935,36	888,72	968,06	1063,7
Vývoj		0,92%	3,13%	-2,01%	6,74%	17,28%
Spread		121,72%	53,47%	29,94%	0,06%	52,53%

Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

Graf č. 23 zobrazuje stav vývoja výnosnosti akcie, ktorá je výrazne vyššia ako hodnoty indexu. Po zohľadnení vývoja PX sa spread odchýlil z kladných hodnôt iba v období 6M.

Graf 23: Výnosnosti akcie Photon Energy a vývoj indexu PX



Zdroj: Burza cenných papírů Praha (2018) vlastné spracovanie údajov

3.4.2 GPW

Z IPO realizovaných na burze vo Varšave boli náhodným výberom zo sektoru energetiky vybrané spoločnosti – Energa SA, ENEA SA a TAURON Polska Energia SA.

Energa SA

Behom prvého mesiaca po uvedení akcií na kapitálový trh síce spoločnosť zaznamenávala pokles výnosnosti akcií, ale v dlhodobom horizonte sa sledované obdobia vyznačovali výrazným rastom. Po pol roku sa jednalo o rast o 21,89 p.

b., ktorý sa ešte zvýšil a po roku obchodovania akcií stúpila ich výnosnosť o 39,23 p. b.

Tabuľka 34: Výnosnosť akcie Energa

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	16,95	15,81	16,2	15,85	20,66	23,6
Výnosnosť		-6,73%	-4,42%	-6,49%	21,89%	39,23%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Ako naznačuje druhá tabuľka, hodnoty hlavného indexu Wig 20 v sledovanom roku 2013 vykazovali prevažne pokles. Výnosnosť akcie po prihliadnutí na burzový index zaznamenala pokles proti vývoju trhu v kratších časových úsekoch, v úseku dlhšieho časového obdobia (6M, 1R) výnosnosť výrazne stúpila oproti trhu.

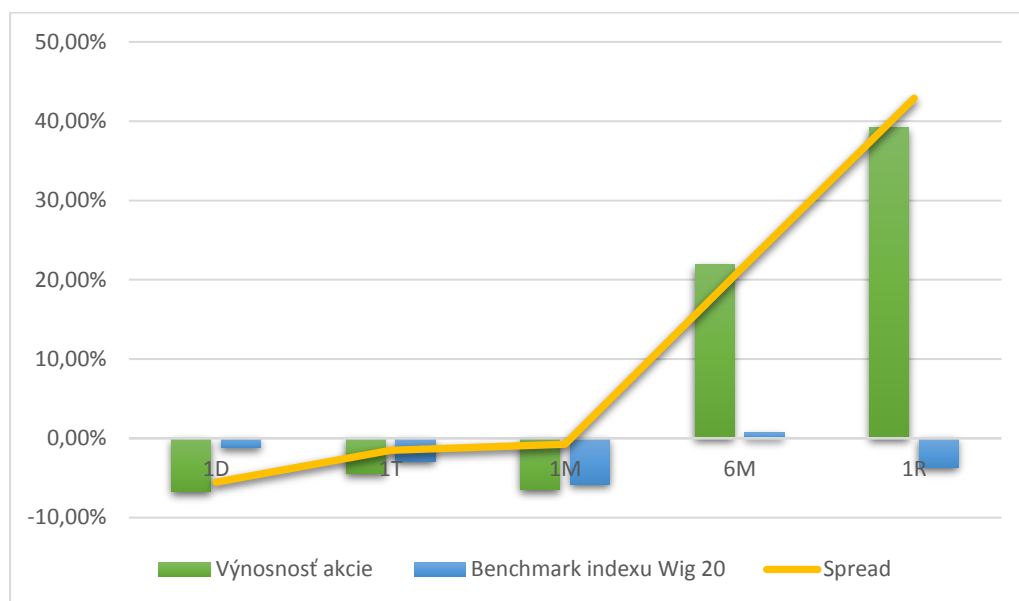
Tabuľka 35: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie Energa po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	2470,2	2440,61	2398,49	2327,89	2487,51	2379,6
Vývoj		-1,20%	-2,90%	-5,76%	0,70%	-3,67%
Spread		-5,53%	-1,52%	-0,73%	21,19%	42,90%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Na grafe je vidieť, že hodnoty výnosnosti akcie a indexu Wig 20 sa vyvíjali rovnakým smerom, výnimku tvorí koniec pozorovaného roka. Spread naznačuje stúpajúcu tendenciu, ktorá je najmä v druhej polovici obdobia výrazná.

Graf 24: Výnosnosti akcie Energa a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

ENEA SA

Cena akcie spoločnosti po uvedení na trh v roku 2009 spočiatku rástla, v ďalšom období 1M ale zaznamenala pokles vo výnosnosti o 13,82 p. b. Tento jav sa ale podarilo zvrátiť, a cena akcie a s ňou spojená výnosnosť rástla až do konca sledovaného obdobia.

Tabuľka 36: Výnosnosť akcie ENEA

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	13,75	13,9	13,89	11,85	16,7	20,26
Výnosnosť		1,09%	1,02%	-13,82%	21,45%	47,35%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Trh sa na základe pozorovaní vývoja hodnoty hlavného burzového indexu pohyboval rovnako ako ceny akcie. Výraznejší pokles nastal v období 1M, ostatné analyzované obdobia zaznamenávali rast. Výnosnosť akcie sa po zohľadnení indexu pohybovala pod úrovňou trhu v období prvého týždňa a prvého mesiaca, následne prišiel rast spojený najmä s výrazným rastom ceny akcie.

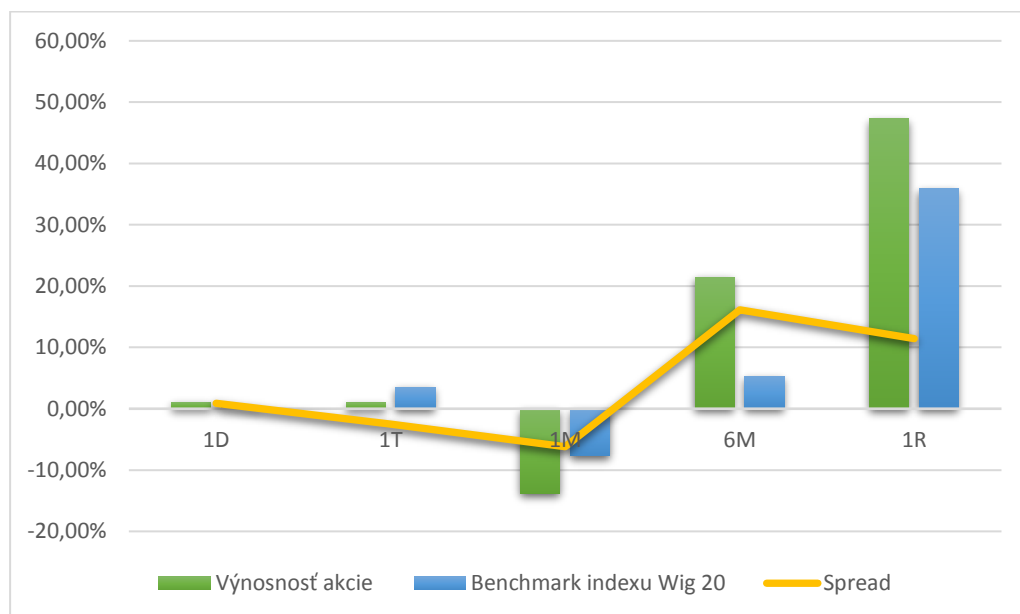
Tabuľka 37: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie ENEA po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	1744,65	1747,82	1805,81	1611,48	1837,63	2371,07
Vývoj		0,18%	3,51%	-7,63%	5,33%	35,91%
Spread		0,91%	-2,49%	-6,19%	16,13%	11,44%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Grafické znázornenie ilustruje, ako výnosnosť akcie rástla v druhej polovici roka viac, ako vývoj hodnoty indexu Wig 20. Výnimkou sú už zmieňované obdobia na počiatku obchodovania, v prvý týždeň výnosnosť akcie nižšia o 2,30 p. b, a v prvý mesiac o 6,02 p. b. než zmena hodnoty indexu.

Graf 25: Výnosnosti akcie ENEA a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

TAURON Polska Energia SA

Poslednou analyzovanou spoločnosťou varšavskej burzy je TAURON Polska Energia SA, ktorá bola na trh uvedená v roku 2010. Vývoj ceny akcie bol veľmi podobný spoločnosti Energa SA, teda v prvej časti analyzovaných období cena akcie klesala. V období 6M sa cena dostala na úroveň 6,58 PLN, ktorú si udržala do konca sledovaného roka.

Tabuľka 38: Výnosnosť akcie TAURON

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	5,13	5,05	5,06	5,12	6,58	6,58
Výnosnosť		-1,56%	-1,36%	-0,19%	28,27%	28,27%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Index Wig 20 v rámci celého obdobia rástol (mierny pokles nastal len v prvý deň po primárnej emisii), teda mal stúpajúcu tendenciu, čo je vidieť aj na základe vývoja hodnoty indexu. Výnosnosť akcie po prihliadnutí na tento priaznivý vývoj trhu, naďalej kopírovala výnosnosť akcie, teda ani pozitívny vývoj trhu neovplyvnil zhoršenú výnosnosť akcie v prvých obdobiach analýzy.

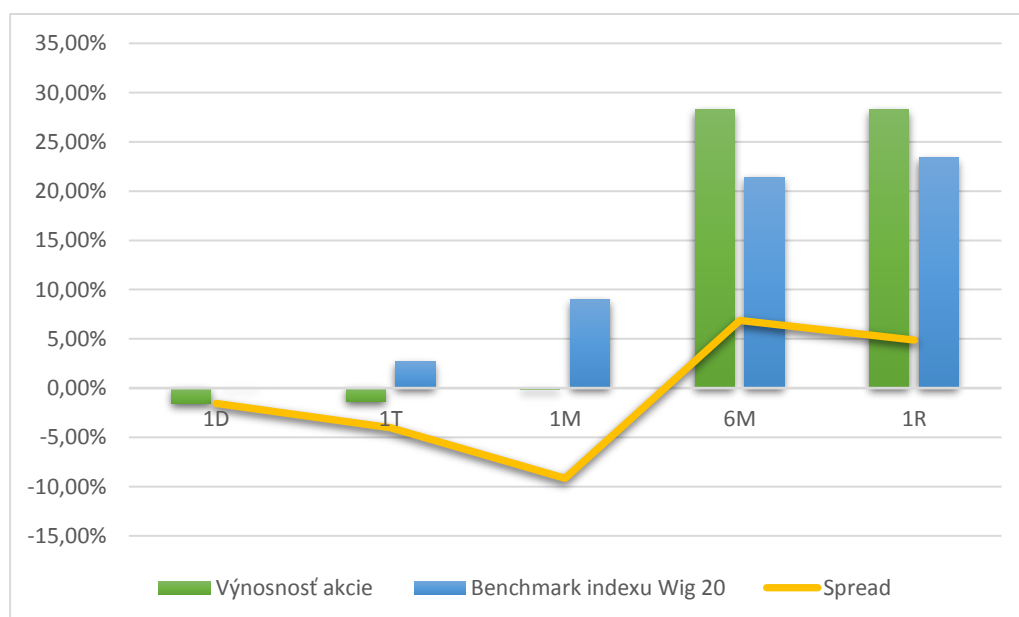
Tabuľka 39: Vývoj indexu Wig 20 a výnosnosti akcie TAURON po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	2271,03	2270,52	2331,37	2474,67	2756,88	2802,01
Vývoj		-0,02%	2,66%	8,97%	21,39%	23,38%
Spread		-1,54%	-4,02%	-9,16%	6,87%	4,88%

Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Nasledovný graf situáciu vykresľuje zreteľnejšie. Je na ňom jasne vidieť rastúcu výnosnosť akcie, ako aj pozitívny vývoj trhu.

Graf 26: Výnosnosti akcie TAURON a vývoj indexu Wig 20



Zdroj: Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

3.4.3 FSE

Na nemeckej burze boli zo sektoru energetiky vybrané náhodným výberom spoločnosti EnviTec Biogas AG, VERBIO Vereinigte BioEnergie AG a Kion Group AG

EnviTec Biogas AG

Výpočty výnosnosti akcií spoločnosti, ktoré sú uvedené nižšie, ukazujú, že okrem prvých dvoch analyzovaných období, ktorým je jeden deň, a týždeň po uvedení akcie na kapitálový trh, dosahovala výnosnosť vysoko záporné hodnoty. Pokles pokračoval do súčasnosti, kedy sa cena akcie pohybuje okolo 8 EUR.

Tabuľka 40: Výnosnosť akcie EnviTec

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	50,5	55,05	53,96	33,7	14,6	18,18
Výnosnosť		9,01%	6,85%	-33,27%	-71,09%	-64,00%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Ani vývoj indexu DAX sa nevyvíjal pozitívne. Vo všetkých obdobiach, okrem 1D, sa pohyboval na úrovni, ktorá je pod hodnotou indexu z prvého dňa uvedenia akcie na trh. Najhorší výsledok dosiahli hodnoty indexu na konci sledovaného obdobia, a síce pokles o 23,39 p. b. Výnosnosť akcie reflektuje vývoj ceny akcie, a rovnako aj hodnoty indexu. Vo troch analyzovaných obdobiach sa pohybovala pod úrovňou trhu, výnimku tvorí obdobie prvého týždňa po spustení obchodovania.

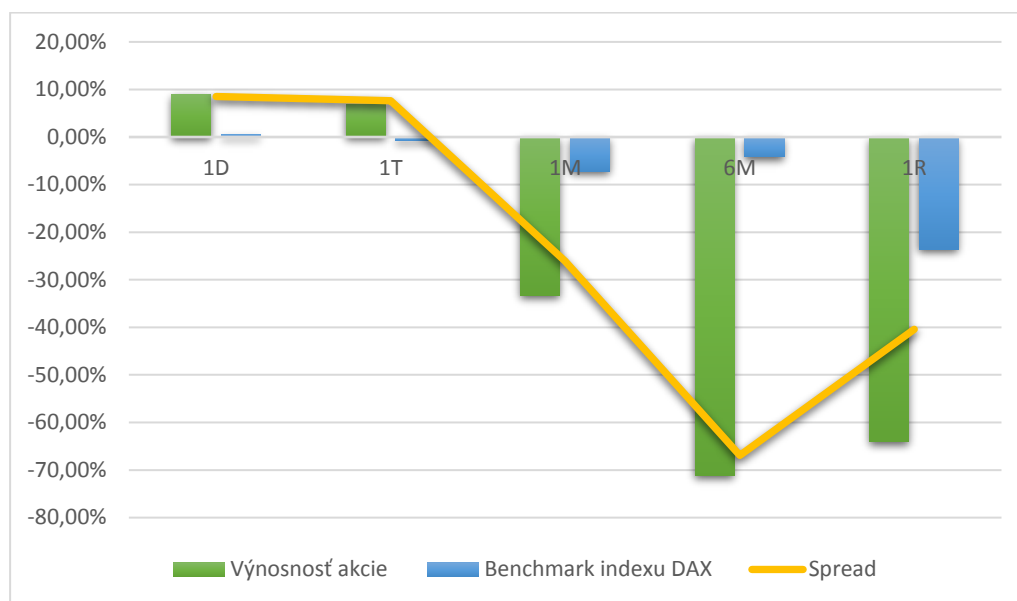
Tabuľka 41: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie EnviTec po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	8053,43	8092,77	7991,21	7474,33	7717,95	6153,3
Vývoj		0,49%	-0,77%	-7,19%	-4,17%	-23,59%
Spread		8,52%	7,62%	-26,08%	-66,92%	-40,41%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Nasledujúci graf znázorňuje situáciu, kde si už od prvého týždňa výnosnosť akcie viedla oproti trhu horšie a jej hodnota po zohľadnení vývoja indexu tak zostala záporná.

Graf 27: Výnosnosti akcie EnviTec a vývoj indexu DAX



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

VERBIO Vereinigte BioEnergie AG

Cena akcie spoločnosti VERBIO, ktorá vstupovala na trh v predkrízovom období roka 2006, zaznamenala rast hneď deň nasledujúci po jej uvedení na trh a jej hodnotu si zachovala počas celého prvého týždňa. Výnosnosť akcií ale následne vykazovala postupne prehĺbujúci sa klesajúci trend. Najväčší prepád ceny nastal na konci prvého roka obchodovania, konkrétne o 77,27 p. b.

Tabuľka 42: Výnosnosť akcie VERBIO

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	15	15,8	15,8	13,2	7,55	3,41
Výnosnosť		5,33%	5,33%	-12,00%	-49,67%	-77,27%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Trhu sa v danom období jedného roka darilo pomerne dobre, čo dokazujú aj rastúce hodnoty hlavného indexu DAX. Ani tie však nedokázali kompenzovať pokles ceny a výnosnosti akcie, a tak výnosnosť po zohľadnení hodnôt indexu trendovo kopíruje výnosnosť akcie.

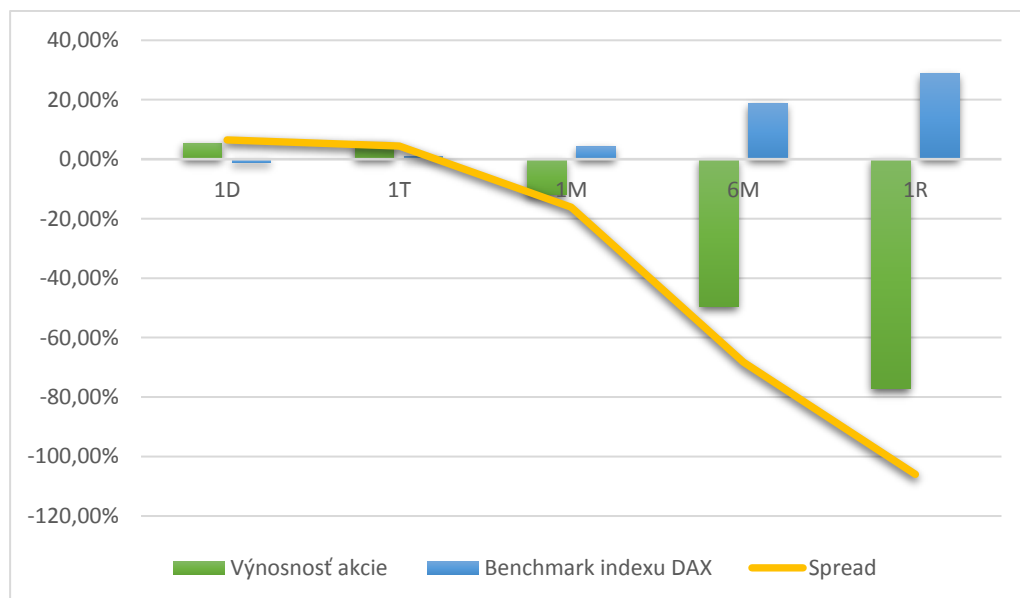
Tabuľka 43: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie VERBIO po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	6186,54	6115,1	6242,91	6443,02	7338,06	7962,64
Vývoj		-1,15%	0,91%	4,15%	18,61%	28,71%
Spread		6,49%	4,42%	-16,15%	-68,28%	-105,98%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Pokles výnosnosti akcie aj po vzatí do úvahy vývoja hodnoty indexu je stále klesajúci, čo dokazuje aj grafické znázornenie tabuľky. Najhoršie bola na tom výnosnosť akcie oproti benchmarku na konci sledovaného obdobia, a to o 105,98 p. b.

Graf 28: Výnosnosti akcie VERBIO a vývoj indexu DAX



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Kion Group AG

Poslednou analyzovanou výnosnosťou sú akcie spoločnosti Kion Group AG. Cena akcie síce v prvom týždni mierne poklesla, ale nasledovné obdobia pre spoločnosť znamenali rast výnosnosti akcie. Najvýraznejší vzostup nastal po pol roku od uvedenia akcie na trh, o 50,22 p. b.

Tabuľka 44: Výnosnosť akcie Kion

Obdobie	Opening price	1D	1T	1M	6M	1R
Cena akcie	24,19	24,3	23,505	25,05	36,339	31,436
Výnosnosť		0,45%	-2,83%	3,56%	50,22%	29,95%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Hlavný index nemeckej burzy sa vyvíjal veľmi podobne ako samotná výnosnosť akcie. Prvý týždeň po uvedení akcie na verejný trh hodnota indexu mierne poklesla, ale ostatné obdobia znamenali rast hodnoty indexu. Výnosnosť akcie po zohľadnení indexu sa pohybovala v dvoch vybraných obdobiach (1T a 1M) pod úrovňou trhu, v druhej polovici roka ale zaznamenala rast. Najmä v období 6M kedy výraznejšie rástla menovite cena akcie.

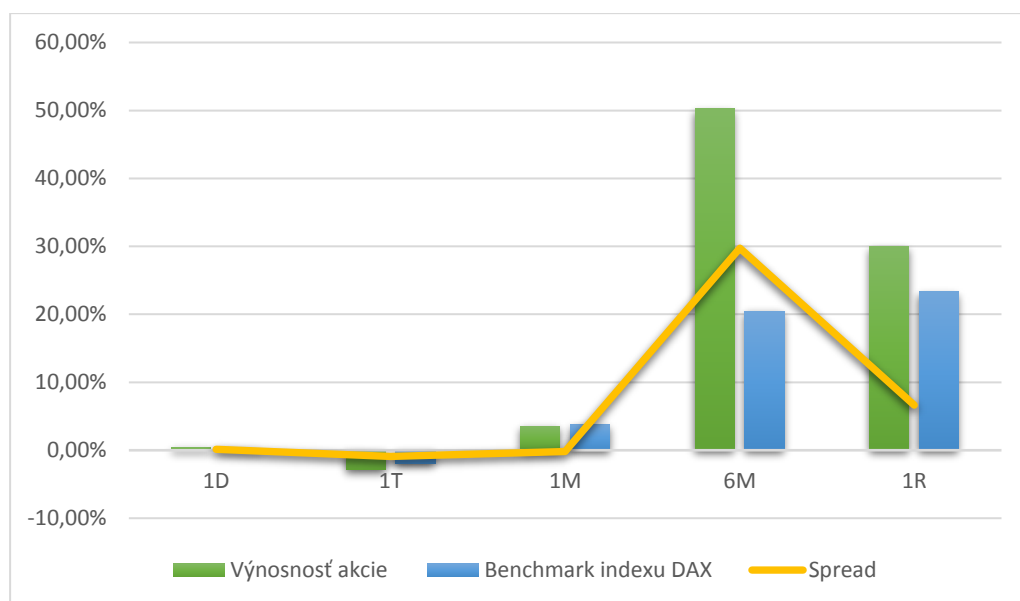
Tabuľka 45: Vývoj indexu DAX a výnosnosti akcie Kion po jeho zohľadnení

Obdobie	Opening day	1D	1T	1M	6M	1R
Index	7959,22	7983,92	7806	8259,03	9589,39	9815,17
Vývoj		0,31%	-1,93%	3,77%	20,48%	23,32%
Spread		0,14%	-0,91%	-0,21%	29,74%	6,64%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

Výnosnosť akcie po zohľadnení indexu mala mierne volatilný charakter, ako je ilustrované na grafickom vyobrazení nižšie.

Graf 29: Výnosnosti akcie a vývoj indexu



Zdroj: Deutsche Börse (2018), vlastné spracovanie údajov

3.4.4 Porovnanie a hodnotenie výsledkov v rámci sektoru energetiky

Posledná tabuľka č. 46 zobrazuje výsledky výnosnosti akcií voči indexu, týkajúci sa spoločností, ktoré sústreďujú svoju činnosť do sektoru energetiky.

Tabuľka 46: Porovnanie výnosností akcií zo sektoru energetiky po zohľadnení vývoja burzového indexu

Spoločnosť	1D	1T	1M	6M	1R
E4U a.s.	11,00%	7,30%	7,03%	-8,31%	-5,52%
Photon Energy NV	121,72%	53,47%	29,94%	0,06%	52,53%
Energa SA	-5,53%	-1,52%	-0,73%	21,19%	42,90%
ENEA SA	0,91%	-2,49%	-6,19%	16,13%	11,44%
TAURON SA	-1,54%	-4,02%	-9,16%	6,87%	4,88%
EnviTec Biogas AG	8,52%	7,62%	-26,08%	-66,92%	-40,41%
VERBIO AG	6,49%	4,42%	-16,15%	-68,28%	-105,98%
Kion Group AG	0,14%	-0,91%	-0,21%	29,74%	6,64%

Zdroj: Deutsche Börse (2018), Burza cenných papírů Praha (2018), Giełda Papierów Wartościowych (2018), vlastné spracovanie údajov

Z tabuľky je zrejmé, že v analyzovaných rokoch 2006 – 2016, sa do farebného odlišenia dostali opäť 2 spoločnosti z nemeckej burzy – EnviTec Biogas AG a VERBIO AG a jeden podnik z burzy GPW – TAURON SA s minimálne troma analyzovanými obdobiami, v ktorých výnosnosť akcie po zohľadnení hodnoty indexu bola výrazne nižšia ako benchmarková hodnota. Najhorší výsledok dosiahla už spomenutá spoločnosť VERBIO AG, ktorej výnosnosť akcií po prvom roku klesla o 105,98 p. b. pod úroveň trhu. Okrem už spomenutých spoločností dosiahla v dhlšom časovom horizonte – šiestich mesiacov a jedného roka výnosnosť akcie pod úrovňou trhu iba spoločnosť E4U a.s. z českej burzy. Obecne najlepšie výsledky dosiahla opäť spoločnosť obchodovaná na PSE, a síce Photon Energy NV, nakoľko výnosnosť jej akcií sa aj po zohľadnení indexu PX udržala počas celého analyzovaného obdobia nad benchmarkovou hodnotou, kde po prvom obchodnom dni dosiahla rast výnosnosti o 121,7 p. b.

Záver

Táto diplomová práca bola zameraná na prvotnú verejnú ponuku akcií ako z pohľadu teoretického, tak aj analytického. V empirickej časti boli preskúvané výnosnosti akcií konkrétnych titulov, ktoré realizovali prvotný úpis akcií v časovom úseku rokov 2006 až 2016 na pražskej, varšavskej alebo frankfurtskej burze. Zároveň museli tieto spoločnosti spĺňať radenie do konkrétnych sektorov – technologického, potravinového a sektoru energetiky. Cieľom diplomovej práce bolo analyzovať výnosnosti akcií za obdobia prvého dňa bezprostredne nasledujúcom po uvedení akcie na trh, kalendárneho týždňa, kalendárneho mesiaca, šiestich mesiacov a jedného roka od ich emisie z pohľadu sektorov a ich vzájomné porovnanie.

U realizovaných IPO sa často objavovala anomália dlhodobej podvýkonnosti, pričom jej úroveň je závislá na výbere indexu, o ktorý je výnosnosť akcií očisťovaná. Ak by bol zvolený index iný, výsledné hodnoty by sa mohli líšiť. Najviac vyššie hodnoty výnosností niektorých akcií mohli byť spôsobené zvolením špecifických sektorov pre analýzu.

Z výsledkov pre technologický sektor vyplýva, že tri zo šiestich analyzovaných spoločností, teda 50 %, vykazovali výnosnosti akcií po prihliadnutí na vývoj hodnoty hlavného burzového indexu, záporné hodnoty vo všetkých sledovaných obdobiach (výnimkou je iba prvý týždeň spoločnosti Exceet Group SE). Medzi tieto spoločnosti patria Playway SA umiestnená na burze GPW, z burzy FSE je to RIB Software SE a už spomenutá Exceet Group SE. Tituly umiestňované na FSE dosahovali v sektore celkovo najnižšie výnosnosti. Zároveň všetky analyzované spoločnosti dosiahli negatívny vývoj výnosnosti na konci prvého roka po ich umiestnení na trh.

Potravinový sektor si rámcovo viedol, čo sa týka výnosností akcií voči benchmarkovej hodnote, relatívne lepšie ako technologický sektor. Celkovo bolo analyzovaných opäť sedem spoločností, dve v zastúpení burzy FSE a PSE, tri spoločnosti z Varšavy. Trvalo záporných hodnôt výnosností akcií, po úprave o hodnoty indexu, vo všetkých sledovaných obdobiach zaznamenali práve tri spoločnosti – Pamapol SA a Makarony Polskie SA z GPW, a Tonkens Agrar AG z FSE. Najlepšie sa umiestnil titul z pražskej burzy Kofola ČS, ktorá síce

v prvom týždni vykázala mierny pokles výnosnosti, napriek tomu v ostatných obdobiach zaznamenala výrazne rastovú tendenciu.

Posledným analyzovaným sektorom bol sektor energetiky, ktorý v rámci sektorového hodnotenia dosiahol najlepšie výsledky. V tejto oblasti bolo skúmaných 8 spoločností, čo je najvyšší počet zo sledovaných sektorov. Tri spoločnosti dosiahli negatívneho výsledku v minimálne troch analyzovaných obdobiach, dve z burzy FSE - spoločnosti EnviTec Biogas AG a VERBIO AG, ktoré mali podobnú tendenciu vývoja, kde v prvý týždeň obchodovania výnosnosť ich akcií po zohľadnení trhu rástla, následne ale prišiel prepád výnosností pod benchmark. Spoločnosť TAURON SA dosahovala záporných výsledkov v prvých obdobiach skúmania, po ktorých nasledovalo oživenie koncom analyzovaného roka. Najhorší výsledok v rámci všetkých analyzovaných spoločností dosiahla práve VERBIO AG, ktorej výkonnosť na konci prvého roku klesla o 105,98 p. b. pod úroveň trhu. Naopak najlepší výsledok dosiahla spoločnosť Photon Energy NV, umiestnená na PSE, ktorej výnosnosť bola vo všetkých sledovaných obdobiach nad úrovňou benchmarku.

Pri porovnávaní sektorov medzi sebou na základe výsledkov analýzy kladných a záporných výsledkov analýzy, je zrejmé, že najhoršie si viedol sektor technológií. Všetky sektory vykázali zhodne tri spoločnosti, ktoré sa umiestnili v rámci hodnotenia v červených číslach. Najlepšie v hodnotení dopadol sektor energetiky, kde dosahovali výnosnosti akcií celkovo najlepšie výsledky v dlhšom časovom období – a to šiestich mesiacov a jedného roka. Hypotéza práce, že výnosnosti akcií budú v dlhšom období klesať, sa v analytickej časti potvrdila najmä v technologickom a potravinovom sektore. Sektor energetiky vykazoval vo veľkej časti analyzovaných spoločností skôr rast výnosností v dlhšom období, čo môže byť spôsobené najmä špecifickosťou daného sektoru a jeho rastovým potenciálom.

Okrem anomálie v podobe dlhodobej podvýkonnosti IPO bol pri pozorovaní jednotlivých výnosností po prvom obchodnom dni pozorovaný aj efekt jednodenného podhodnotenia, čo znamená že tržná cena je vyššia ako emisný kurz akcie. Vo výsledku sa ukázalo, že v 61,91 percentách analyzovaných spoločností sa vyskytovali vysoké počiatočné výnosy, teda

kladný rozdiel medzi emisným kurzom a kurzom na verejnom kapitálovom trhu v prvý obchodný deň. Najväčší efekt underpricingu dosiahla spoločnosť Photon Energy na Burze cenných papírů Praha, a to 122,64 percentného bodu.

Ako už bolo v práci uvedené, pri výpočtoch výnosností akcií nebola braná do úvahy výplata dividend, rizikovosť portfólia ani likvidita trhu. Diplomová práca môže byť použitá ako podklad pre hlbšiu analýzu výkonností akcií, ako aj pre porovnanie výkonností s inými sektormi alebo inými burzami cenných papierov.

Zoznam použitej literatúry

ABRAHAM, REBECCA A CHARLES HARRINGTON. *Seasoned Equity Offerings Characteristics of Firms*, International Journal of Business, Humanities and Technology, Vol. 1 No. 3; [online]. Centre for Promoting Ideas, USA, 2011, [cit. 2018-11-15]. Dostupné z: http://www.ijbhtnet.com/journals/Vol_1_No_3_November_2011/3.pdf

AKCIE ONLINE [online]. [cit. 2018]. Dostupné z: <https://akcie-cz.kurzy.cz/>

AUDRETSCH, DAVID B A LEHMANN, ERIK E. *Corporate governance in newly listed companies*. Levis, Mario a Silvio Vismara. Handbook of research on IPOs. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2013, s. 179-206. ISBN 9781781955376

BRAU, James C. a Stanley E. FAWCETT. Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance* [online]. 2006, (Vol. LXI No.1) [cit. 2018-11-18]. Dostupné z: <http://pages.nes.ru/agoriaev/Papers/Brau%20Initial%20Public%20Offerings-%20An%20Analysis%20of%20Theory%20and%20Practice%20JF06.pdf>

BÖRSE FRANKFURT [online]. [cit. 2018]. Dostupné z: <http://en.boerse-frankfurt.de/>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA [online]. [cit. 2018]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Báze indexu PX platná od 19.9.2016* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://ftp.pse.cz/Info.bas/cz/PX.pdf>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Burzovní pravidla, část IV.: Podmínky přijetí akcií k obchodování na burzovní trh Prime Market* [online]. [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/Xetra/PSE_Podminky_prijeti_akcii_Prime.pdf

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Pravidla pro výpočet indexů PX a PX-TR Burzy cenných papírů Praha* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: http://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/PX_pravidla_pro_vypocet.pdf

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Prime Market* [online]. [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Prime-Market&language=czech>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Profil burzy* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://www.pse.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Ročenka 2017* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: https://www.pse.cz/udaje-o-trhu/statistika/statisticke-soubory/?fileId=129100&c45634%5Bfile%5D=AXLh7A_mXeLdaFqI1vcr8A

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA, MARKÉTA MÜHLHOFEROVÁ, ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *IPO* [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: ftp://ftp.pse.cz/Info.bas/Cz/IPO/IPO-PSE_CNB.pdf

CLARKE, JOHN J. A LISA FIRENZE. *How to Prepare an Initial Public Offering: Due Diligence and Potential Liabilities* [online]. 2007 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <https://files.dlapiper.com/files/upload/Due%20Diligence%20and%20Potential%20Liabilities.pdf>

CLARKE, JOHN J. A LISA FIRENZE. *How to Prepare an Initial Public Offering: Due Diligence and Potential Liabilities* [online]. 2007 [cit. 2018-11-27]. Dostupné z: <https://files.dlapiper.com/files/upload/Due%20Diligence%20and%20Potential%20Liabilities.pdf>

DEUTSCHE BÖRSE. *DAX* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/30-years-dax>

DEUTSCHE BÖRSE. *The Frankfurt Stock Exchange* [online]. 2016 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/20_FWB_Frankfurt_Stock_Exchange

DRAHO, JASON. *The IPO decision: why and how companies go public*. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing, c2004. ISBN 18-454-2638-X

ELLIS, KATRINA, RONI MICHAELY A MAUREEN O'HARA. *A Guide to the Initial Public Offering Process* [online]. 1999 [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/guide.pdf>

GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH [online]. [cit. 2018]. Dostupné z: <https://www.gpw.pl/en-home>

GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. *History* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <https://www.gpw.pl/about-the-company#history>

GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH. *Wig 20* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/indeksy/zmiana2/2017_12_30_WIG20_en.pdf

INWESTYCJE.PL [online]. [cit. 2018]. Dostupné z: <http://inwestycje.pl/gielda/profil/WIG20>

JEŽEK, TOMÁŠ. *Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu*. Praha: Komise pro cenné papíry, c2004. ISBN 80-239-2193-2.

KRÁLÍČEK, VLADIMÍR A JAN MOLÍN. *Vnější a vnitřní kontrola z pohledu managementu*. Vydání první. Praha: Wolters Kluwer, 2014. ISBN 978-80-7478-557-3.

KURSOVÁ, P.. *Zdroje financování podniku*. Brno: Czech Private Equity and Venture Capital Association, 2007

LJUNGQVIST, Alexander. *Chapter III.4: IPO Underpricing: Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance* [online]. 2004 [cit. 2018-11-19]. Dostupné z: <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=675084119021003015097022112119068122024006056079005030120083091022113111009099074123124060121106033007109031004123106020065029087010081022084097025117106126037065062126004071103097086023123094115091112013108027017028101007066029094082124072005&EXT=pdf>

MELUZÍN, Tomáš. *Underpricing: fenomén spojený s realizací IPO* [online]. In: . [cit. 2018-11-18]. Dostupné z:

https://dspace.vutbr.cz/bitstream/handle/11012/19993/04_08.pdf?sequence=1&isAllowed=y

MELUZÍN, TOMÁŠ A MAREK ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009. ISBN 978-80-251-2620-2.

MUSÍLEK, PETR. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5.

NÝVLTOVÁ, R. A M. REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.

PAGANO, M. - PANETTA, F. - ZINGALES, L. (1998) *Why do companies go public. An empirical analysis*. The Journal of Finance, 1998, Vol. 53.

PALEARI, S. AT AL. *Academic EurIPO Fact Book 2006*. Bergamo: Universoft, 2006. 137 s. ISBN 1-4196-4673-7.

PATRIA FINANCE. [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <http://patria-finance.cz/>

PATRIA ONLINE. *Hlavní předpoklady pro úspěšné IPO* [online]. [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: http://www.patria.cz/generated/articles/ipo/1_faze_IPO_Priprava.pdf

PATRIA ONLINE. *IPO - Možnosti primárních emisí v ČR* [online]. [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/ipo/firmy.html>

PATRIA ONLINE. *Požadavky na pravidelný reporting* [online]. [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: http://www.patria.cz/generated/articles/ipo/4_faze_IPO_Post-Listing.pdf

PATRIA ONLINE. *Transakční tým a role členů* [online]. [cit. 2018-12-05]. Dostupné z: http://www.patria.cz/generated/articles/ipo/2_faze_IPO_Pre-Listing.pdf

RITTER, JAY A IVO WELCH. *A review of IPO activity, pricing, and allocations*: Working Paper 8805 [online]. National Bureau of Economic

Research, 2002, [cit. 2018-12-05]. Dostupné z:

<http://www.nber.org/papers/w8805.pdf>

RM-SYSTÉM, ČESKÁ BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ A.S. *Základní informace* [online]. Praha, 2018 [cit. 2018-12-05]. Dostupné z:

<http://www.rmsystem.cz/spolecnost/zakladni-informace>

VALACH, J.. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 2. přepracované vydání, Ekopress, Praha 2006, ISBN 80-86929-01-9.

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích) [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z:

<https://www.podnikatel.cz/zakony/zakon-o-obchodnich-spolecnostech-a-druzstvech-zakon-o-obchodnich-korporacich/>

Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z:

<https://zakonyprolidi.cz/cs/2004-256/zneni-20180103#cast4>

Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů [online]. [cit. 2018-11-22]. Dostupné z: <http://www.zakonyprolidi.cz/cs/1991-563>.