Analýza vybraných IPO na americkém finančním trhu

Analysis of Selected IPO in the US Financial Market

Student: Ondřej Byrtus
Vedoucí bakalářské práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2013
Zadání bakalářské práce

Student: Ondřej Byrtus

Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202R010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: Analýza vybraných IPO na americkém finančním trhu
       Analysis of Selected IPO in the US Financial Market

Zásady pro vypracování:
1. Úvod
2. Teoretická východiska primárních emisí
3. Charakteristika vybraných IPO
4. Analýza vybraných IPO
5. Závěr
Seznam použité literatury
Seznam zkratek
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Datum zadání: 23.11.2012
Datum odevzdání: 10.05.2013

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D. vedoucí katedry
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová děkanka fakulty
Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 2. 5. 2013

Ondřej Byrtus
Obsah
1 Úvod .................................................................................................................. 1
2 Teoretická východiska primárních emisí ................................................................. 3
  2.1 Primární emise akcií ......................................................................................... 3
  2.1.1 Důvody primární emise .............................................................................. 4
  2.1.2 Faktory ovlivňující mezinárodní IPO ......................................................... 5
  2.2 Role ekonomických subjektů během IPO ....................................................... 8
  2.2.1 Bankovní strana ......................................................................................... 8
  2.2.2 Výpočet celkových poplatků ..................................................................... 10
  2.3 Proces realizace IPO ..................................................................................... 11
  2.3.1 Přípravná fáze ......................................................................................... 11
  2.4 Časový harmonogram IPO ............................................................................ 14
  2.4.1 Due diligence ............................................................................................ 15
  2.4.2 Prospekt .................................................................................................... 16
  2.4.3 Underwriting ............................................................................................ 17
  2.5 Realizační fáze ............................................................................................. 18
  2.5.1 Stanovení emisní ceny akcií .................................................................... 18
  2.5.2 IPO analytici ............................................................................................. 19
  2.5.3 Bookbuilding ............................................................................................ 20
  2.5.4 Ocenění a alokace .................................................................................... 22
  2.5.5 Closing ....................................................................................................... 24
  2.6 Post realizační fáze ....................................................................................... 24
3 Charakteristika vybraných IPO ........................................................................... 25
  3.1 Trh NASDAQ ............................................................................................... 25
  3.1.1 Náležitosti IPO ....................................................................................... 26
  3.2 Facebook ....................................................................................................... 27
  3.3 Apple ............................................................................................................. 28
3.4 Google ........................................................................................................ 30
3.5 Microsoft ..................................................................................................... 32
4 Analýza vybraných IPO .................................................................................. 34
4.1 IPO společností Facebook a Google .......................................................... 34
4.1.1 Průběh IPO Facebooku ............................................................................. 34
4.1.2 Průběh IPO společnosti Google ............................................................... 36
4.1.3 Srovnání klíčových ukazatelů obou emisi .............................................. 37
4.2 IPO společností Apple a Microsoft .............................................................. 40
4.2.1 Průběh IPO společnosti Apple ................................................................ 41
4.2.2 Průběh IPO Microsoftu ......................................................................... 42
4.2.3 Srovnání vybraných ukazatelů obou emisi ............................................. 43
4.2.4 Shrnutí výsledků analýzy IPO ................................................................. 46
5 Závěr ............................................................................................................. 50
Seznam použitých zdrojů ................................................................................... 51
Seznam zkratek .................................................................................................. 53
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce ................................................. 54
Seznam příloh .................................................................................................... 55
1 Úvod

Hlavním hnacím motorem každé společnosti, která usiluje o možnosti expanze na další trhy, nebo vlastní rozvoj, je potřeba financí. Protože se často nejedná o situaci, kdy by společnosti mohla na tyto záměry vyčlenit své vlastní finanční prostředky, přichází na řadu hledání variant, jak se dostat k prostředkům cizím. Vzhledem k množství těchto způsobů nebývá jednoduché vybrat právě ten správný, a jelikož je každá společnost svým způsobem unikátní, nelze přenést již proběhlé varianty z řad konkurence. Jednou z těch komplikovanějších je právě primární emise akcií. Prostředníkem mezi společností a poskytovatelem finančních prostředků je v tomto případě kapitálový trh. Jedná se o rizikovější způsob, avšak s rostoucím možným rizikem roste také ziskovost této volby. Kromě možnosti získat nemalé množství dalšího kapitálu je hlavním přínosem IPO obchodní prestiž. V momentě kdy je společnost veřejně obchodována, rázem vyčnívá mezi všemi konkurenty a řadí se do elitní kategorie.

Primární emise akcií nejsou v České republice rozšířeným způsobem získávání finančních zdrojů. Tuzemský kapitálový trh není doposud využíván k IPO tak hojně jako ve Spojených státech a nemá zde ani tak dlouhodobou historii. Z těchto důvodů je tato práce zaměřena na vysoce rozvinutý trh Spojených států, který má za sebou emise některých největších společností na světě a jako předmět analýzy je vhodnější.

Liberální přístup amerických firem k primárním emisím, jako formě získání kapitálu způsobil změnu pohledu na podnikové finance a směr uvažování majitelů firem v jejich další expanzi. Bariéry pro přenesení amerického modelu do České republiky jsou samozřejmě dány množstvím firem v obou zemích, ale také jistou nedůvěrou v kapitálové trhy, jako hlavního zdroje financování. Díky velkému množství uskutečněných primárních emisí, společností všech stupňů vývoje, na trhu Spojených států, je možné najít velkou škálu scénářů, jak dané IPO dopadly a hledat v nich inspiraci pro analýzu těch současných. Od IPO, které se dne na den udělaly z vlastníků společností milionáře, až po ty bankrotní, které ukončily snažení i společností, které se před IPO vyznačily úspěšným vývojem.

Cílem práce je analýza vybraných IPO na americkém trhu. Dílčím záměrem práce je přibližení procesu IPO v prostředí Spojených států a zejména trhu NASDAQ, na kterém své akcie emitovaly všechny zkoumané subjekty. Vybrány byly dvě dvojice společností, které se zasloužily o změnu vnímání odvětví, ve kterém působily a určily nový směr vývoje.
Způsob zpracování předložené práce je založen na detailním prozkoumání průběhu primární emise na americkém trhu. Od zhodnocení firemních možností, zda se pro IPO rozhodnout, až po první reálné obchodování daných akcií. Kromě pohledu firmy je prostor věnován také underwriterům a jejich pohledu na celou IPO, z pozice manažerů emise a konkrétního trhu, na kterém proběhne.

Práce je rozdělena do tří hlavních kapitol. První kapitola přibližuje celou problematiku primárních emisí, jejich náležitosti, právní a kapitálové podmínky až po předání upsaných akcií investorům. Druhá kapitola se věnuje jednotlivým subjektům, jejichž IPO budou předmětem závěrečné analýzy včetně historických souvislostí, proč se daná společnost pro IPO rozhodla a jaké byly počátky jejich podnikání. Závěrečná část je zaměřena na samotnou analýzu IPO vybraných společností, zkoumání akciových ukazatelů ve vybraných časových úsecích, hledání souvislostí v chování akcií těsně po emisi a sumarizace hlavních důvodů úspěchu, či neúspěchu té které emise.
2 Teoretická východiska primárních emisí

Proces přípravy a následné realizace IPO je velice náročný a jde v něm zejména o hledání kompromisů, mezi emitující firmou a underwriterem celé emise. V teoretických východiscích primárních emisí jsou tedy obsaženy náležitosti obou stran a přibliženy veškeré potřebné postupy k úspěšné primární emisi.

2.1 Primární emise akcií

V situaci, kdy se soukromá firma rozhodne poprvé uveřejnit své akcie na burzovní trh, hovoříme o takzvané primární emisi akcií, nebo-li IPO (Initial Public Offering). K této možnosti se většinou rozhodují firmy, snažící se o získání volných peněžních prostředků, určených k dalšímu rozvoji a investování.

Primární emise akcií (Initial Public Offering, IPO) je možné zařadit mezi externí zdroje dlouhodobého financování investičního majetku. Je to proces, kterým akciová společnost může získat dodatečný volný kapitál k financování svého rozvoje a upevnit si tak postavení před investory.

Většina autorů se shoduje na definici IPO takové, že společnost, která uskutečňuje IPO je emitentem akcií, se kterými se na daném trhu doposud neobchodovalo. Společnost nabízí veřejnosti své akcie a současně tak vstupuje na veřejný organizovaný trh cenných papírů. (Meluzín, Zinecker, 2009. s. 27)

Proces přípravy primární emise je velice zdolHAVÝ a firma se na něj musí dokonale připravit. Toto období se zpravidla člení do tří fází, a to přípravné, realizační a závěrečné.

Všemi fázemi firma prochází svým týmem odborníků, které pečlivě vybírá na úplném začátku IPO. Jelikož se nejedná jen o striktně technickou operaci, je třeba do dobrého realizačního týmu zahrnout i odborníky na marketing a public relations. Výsledná skupina většinou zahrnuje auditority, právníky s finančním analytiky a burzovní specialisty. Jelikož úspěch, či neúspěch celé emise záleží ve velké míře na zájmu investorů obchodovat dané akcie, je třeba přijít s velice transparentní firemní politikou a celkovou otevřeností k potenciálním kupujícím.
2.1.1 Důvody primární emise

Zaměříme-li se na hlavní důvody, které vedou firmu k emisi svých akcií, dostaneme se v podstatě ke třem hlavním směrům, jak tato firma uvažuje. Volba pro primární emisi často vyvstává s potřeby získání finančních prostředků, na které není schopna dosáhnout jiným způsobem. Vlastníci firmy nechtějí zvyšovat úvěrové zatížení a umístění potřebných prostředků může být tak rizikové, že je ani žádná další strana poskytnout nechce. Postoupení na vyšší strukturu společnosti, jakou věřejně obchodovaná společnost rozhodně je, mohou vlastníci potrebovat také za účelem plánované expanze, či mezinárodního rozvoje. IPO lze chápat také, jako nástroj k dobytí prestiže, či dosažení optimálního stavu likvidity akcií. V některých případech jde jen o snížení zadlužení, které si firma během minulých let nastřádala, a teď ji zatěžuje. Vzhledem k nedávným úvěrovým krizím, je pravděpodobné, že tento důvod primární emise bude stále častějším.

Opodstatněný důvod k primární emisi mají velké nadnárodní společnosti. Vzhledem k jejich rozvětvenému systému divizí a dceřiných společností je jednodušší přilákat více investorů z celého světa a poté si vybrat akciový trh v blízkosti hlavního ředitelství. Poté už jsou všechny akcie obchodovány v časovém pásmu, které je pro firmu, z důvodů dohledu nad akciemi, nejvýhodnější.

Dalším důvodem, který v současné době nabývá na síle, je provázanost emitujícího trhu s odvětvím, ve kterém se společnost angažuje. Tržní prostředí je nastaveno následovně. Firmy zaměřené na technologie se specializují na NASDAQ ve Spojených státech, nebo LSE v Londýně. Těžební sektor je nejčastěji emitován na kanadském TSX, nebo na Australian Securities Exchange. Emise na těchto trzích jsou výhodné zejména díky historickým IPO. Investoři přesně vědějí, ve kterém odvětví je společnost aktivní, mohou se podívat na podobné emise, které již proběhly a podle toho přizpůsobit své investiční záměry. Tyto trhy jsou aktivní velice dlouho a je pravděpodobné, že každá nová společnost, provádějící IPO, již měla svého předchůdce.

Primární emise poskytují širokou škálu výhod, ale je třeba se také podívat na její stinné stránky. Do této kategorie patří obecně poplatky, které se vyskytují v každé části emise a to jak v krátkodobém, tak i dlouhodobém horizonantu. Poté co firma zaplatí všechny transakce spojené se vstupem na trh, přicházejí další k udržení této pozice a nalákání nových investorů. Hlavními požadavky jsou zejména vysoké standardy transparentního vedení emise a profesionální jednání při výdajové politice s cílem plnit očekávané kroky v tržním prostředí. Další případnou hrozbou spojenou s upsáním akcií je jejich odkup nechtěným investorem.
Z minulosti máme známý případ, kdy čtvrtý nejbohatší muž světa Bernard Arnault’s odkoupil při primární emisi téměř 15% všech akcií konkurenční společnosti Hermés. Ve skutečnosti může mít emise negativní na kontrolu společnosti a ztrátu většiny hlasů původních akcionářů. Celá situace pak může vyústit v akvizici daného podniku. Právě v období po IPO je firma k akvizicím velice náchylná a akcie v rukou investorů nikdy nejsou zárukou čistých úmyslů.

2.1.2 Faktory ovlivňující mezinárodní IPO

Následující pod-bod práce je zaměřen na bližší seznámení s faktory, jež mají dopad na mezinárodní emise a na místo jejich uskutečnění. Umístění emise je pro velké společnosti nejdůležitějším rozhodnutím a je třeba jej zvážit z mnoha pohledů. Nejdůležitější z nich vysvětlím v následující kapitole. Některé zahraniční trhy například po dlouho dobu úplně odmítaly IPO jiných firm, než těch sídlících v dané zemi. Jedná se třeba o akciový trh v Hong Kongu, který povolil emise jen firmám z Kajmanských Ostrovů, Bermud a Číny. Tyto restrikce ustoupily až v posledních letech a otevřel se globální akciový trh, na kterém si v dnešní době emitující firma může vybrat jakoukoli zemi, na jejiž trh své akcie umístí.

**Funke trhu**


**Privatizace**

Privatizace, z akciového pohledu, dávaly možnost určitým skupinám velice výhodně využít potenciál zákonných mezer a v divokém polistopadovém období tak bylo zavedeno

Investoři

Faktor investorů. Firma usilující o emisi svých akcií velice důkladně zkoumá zájmy a trendy investorů na daném trhu a snaží se tedy umístit akcie v ten nejvýhodnější okamžik a na nejlukrativnější trh. Akcie firmy tedy musí být žádané, investiční bankéři používají termín „investment case“, čili musí vzbuzovat zájem atraktivním kapitálovým příběhem. Firma by měla působit v rychle se rozvíjejícím odvětví, vykazovat vyšší reálné i očekávané zisky a dividendy než konkurence. Druhá možnost je existovat, jako malá firma, která nové odvětví sama formuje a udává směr. Z těchto důležitých faktorů lze utvořit obecný klíč k zaujetí lukrativních investorů. Stabilní pozice na trhu, udržitelná výkonnost s potenciálem budoucího růstu a schopnost odlišit se od ostatních. Tvrzení, že peníze tvoří peníze, je možné vysledovat i ve faktoru investorů. Pozice strategických investorů je při primárních emisích důležitou součástí. Investoři při nasejí další investory a s nimi spojené peníze. Strategickými investory jsou nejčastěji velké investiční banky, nebo firmy, podnikající ve stejném odvětví, jako emitovaná firma. Menší investoři, investiční fondy a banky tedy sledují investice velkých investorů a kupují akcie stejných společností.

Likvidita a objem transakce

Bez ohledu na povinné minimální hodnoty určené trhem a zákonná omezení je základní otázkou, jak by měla být firma velká, aby se vůbec dalo uvažovat o úspěšné IPO.
Příkladů společností, které po emisi marně čekaly na obchodování se svými akcemi, je velice dlouhý výčet a proto bych rád přiblížil základní pravidla, jak se nestát tzv. orphanstock. Existují pro to dva úzce spjaté důvody. Větši společnosti, které zaujmou širší skupinu investorů, dosahují v prvních několika dnech po emisi vyšší průměrné hodnoty ADTV. Menší společnosti mají naopak tendenci okamžitě po IPO se svým ADTV klesat velice nízko, bez dalších investičních vln. Za druhé, akcie dosahující vyšších ADTV jsou často skupovány skupinou sell-side, tedy zaměstnanci investičních bank a makléřů, a buy-side (hedgeové fondy, analytiči a ostatní fondy). Transfery mezi sell-side a buy-side institucemi zvyšují likviditu těchto akcií a pohánějí kolotoč dalších investic. Pokud se podíváme na společnosti obchodované například na pražské burze, je dominantními firem více než zřejmé. Menší společnosti také bohužel nejsou v povědomí analytiků a proto jsou jim také dávány horší indexy tržní likvidity, i když někdy neoprávněně.

Menší společnosti často řeší otázku, jakého stupně rozvinutosti by měla jejich společnost dosáhnout, aby mohla o IPO vůbec uvažovat. Pokud se zaměříme na rozvinutý trh Spojených států, zjistíme, že na něm existuje skupina makléřů a investorů, které se zaměřují na střední a menší společnosti a tento trend se začíná rozmáhat i v dalších státech. Střední firma však může evokovat v českém prostředí dost mylné představy ve vztahu ke střední firmě v USA. Optimální tržní kapitalizace se zde pohybuje v rozmezí od 250 – 400 milionů dolarů. Emise v menších objemech málokdy zaplatí náklady pro manažera emise a firma s menší tržní kapitalizací musí zaujmout výjimečný business plánem. Je však třeba podotknout, že díky zvyšující se rychlosti růstu různých firem se snižují i náklady na IPO pro emisního manažera a v posledních letech se rozrůstá skupina trhů, vyžadujících minimální podklady pro jednoduché umístění akcií. Dostáváme se tedy do situace, kdy většina investičních bank nemá vyložené stanovené minimum tržní kapitalizace akcií firmy, do které se chystá investovat a zároveň se celý proces primární emise stává jednodušší a dostupnější i pro menší firmy. Je tedy pravděpodobné, že výše zmíněné optimální rozmezí se bude snižovat.

---

1 Termín orphanstock označuje společnost, která po IPO neoslovila žádné investory, nebo vykazuje nulovou obchodní likviditu.
2 AverageDailyTradingVolume (ADTV) jedná se o průměrnou denní obchodovatelnost akcií
2.2 Role ekonomických subjektů během IPO

Během primární emise vstupuje do procesu celá řada subjektů, a to jak na straně emitenta, tak i ze strany investorů. V této kapitole je důležité poukázat na ekonomické instituce, které se vážou ke každé IPO na americkém trhu.

2.2.1 Bankovní strana

Systém bankovního uspořádání v USA je velice komplexní a hierarchizovaný. Velká část dílčích kroků IPO zahrnuje účast bank a podíváme se tedy na to, jakým způsobem se angažují.

Investiční banky

Obecně vzato se na tak velkém trhu, jakým americký bezpochyby je, vyskytují velcí bankovní hráči, kteří mají interní informace týkající se připravovaných IPO, jež jsou ostatním bankéřům utajeny. Také se mohou dostávat k informacím, než budou oficiálně zveřejněny, anebo se sami podílet na podobě a způsobu jejich prezentace. Tato skupina zahrnuje bankéře pracující na fúzích a akvizicích jak firem ze zemí zaměřených na specifický sektor trhu, tak i těch, které jsou spojeny s vládními strukturami a věnují se zhodnocování investic klientů. Tato bezejmenná skupina bankéřů je na trhu patrná a velké firmy, neváhají při svých emisích využít nemalých finančních prostředků k získání těchto velkých hráčů do svého manažerského týmu emise.

Druhá strana zaměstnanců, takzvaná tržní, se zaměřuje na jednotlivé analýzy trhu, obchodování s kapitálem, komoditami, či deriváty. Tito experti se zaměřují především na cenné papíry různých regionálních a státních sektorů ekonomiky, doporučují klientům investiční přiležitosti, realizují příkazy k nákupům klientů a publikují články o jednotlivých akciích. Prodejci se pomocí hloubkových analýz starají o prodej cenných papírů institucionálním investorům v lukrativních odvětvích. Naproti tomu se obchodní oddělení zabývá prodejem a nákupem cenných papírů na finančních trzích a to jak jménem klientů, tak na popud vrcholného vedení banky.

3 Mezi institucionální klienty ve své práci zařazují penzijní fondy, investiční manažery, pojišťovny, hedgeové fondy a podílové fondy
Ve všech investičních bankách se nachází podpůrná oddělení, zabývající se analýzami rizikovosti a kredibilitou akciových společností. Zároveň zde dochází k nevyhnutelnému konfliktu těchto exaktních oddělení s klientské zaměřenou skupinou zaměstnanců, které balancují na hraně uspokojení hlavních úkolů vedení, požadavkům klientů a konfrontace s jasnými čísly. Zejména u primárních emisi je často k vidění efekt zamlčení skutečných hospodářských výsledků a nepříznivých tržních fluktuací, za účelem uspokojení vedení a jasně vytyčených cílů.

Okolo významné primární emise je vždy mnoho institucí, které se více, či méně zapojují do samotného procesu. Zmatek zde vytváří jednotlivé zájemcové skupiny veřejnosti, média, konkurenční banky a tak dokonce ani samotná skupina investorů není zcela přesvědčena jakou skutečnou moc a pozici má při emisi investiční banka. V této situaci je jednodušší investiční bance přiřadit typy činností, které v průběhu primární emise vykonává, než zaškatulkovat ji do specifické role, kterou by zastávala až do samotného vstupu na burzu.

Snažíme-li se zjistit, jakým způsobem je investiční banka financována za primární emisi, dostaneme se k dvěma hlavním směrům, kterými peníze tečou do banky zpět.

**Poplatky**

Banky si účtují poplatky za veškeré bankovní služby a nemusí se jednat o velké klienty typu emitujících firem, či nadnárodních korporací, týkají se i obyčejných občanů. Je jasné, že u tak nesourodé služby, jakou IPO bezpochyby je, není možné nastavit pouštní poplatky pro všechny služby bez ohledu na množství emitovaných akcií. Poplatky jsou díky tomu nastaveny na procentních sazbách z objemu emise. U provizí je systém nastaven na procentech z hodnoty akcií, které jsou emitovány. Jak jsem již zmínil, existují i paušalizované služby, kde se poplatek platí automaticky. Záměrně se banky předhánějí ve snižování těchto sazeb za účelem zvýšení prestiže. Goldman Sachs se v roce 2010 ucházela o IPO General Motors a kotovala údajně mnohem nižší poplatky, než ostatní soutěžící, čímž tuto emisi za 23,1 miliard dolarů vyhrála. Vyskytují se podobné informace o indických vládních emisích, které byly také zatíženy velice nízkými komisními poplatky, odhadující se na 0,02%.

(Espinasse., 2011)

IPO taxy pro emitenty se liší v závislosti na trhu a objemu emise, sledujeme však stále silně trend ve snižování poplatků v závislosti na počtu emisi za rok. Zaměříme-li se na vývoj poplatků posledních let na významných mezinárodních trzích, je zde patrný většinou klesající trend, především na evropském trhu. V Asii se průměrná sazba pohybuje od 2% do 3,45%,
podobně sazby nalezneme i v Evropě. Naopak na americkém trhu se sazby stále drží relativně vysoko, díky dominantnímu postavení v IPO největších světových firem, hovoříme zde o hranici 6,5%, někdy až 7%.

Poplatky IPO pro investory jsou vesměs všude stejné. Jedná se o zónu mezi 0,25% až 1,00% z nakoupeného objemu. Různé doplňující služby bývají zpoplatněny málokdy, mezi paušální platby zde řadíme jen náklady na dokumentaci a poradenství. V součtu jde o řádově stovky dolarů.

2.2.2 Výpočet celkových poplatků

Běžně se poplatky na akciových trzích dělí do tří hlavních skupin.

- Manažerské provize
- Underwriting⁴ provize
- Provize z prodeje

Historicky se poměr mezi těmito skupinou držel na hodnotách 20/60/20. Manažerské poplatky jsou účtovány z financí, které banka na danou část IPO musela vynaložit. V záležitosti underwritingu se jedná o fixní platbu, dle sazeb jednotlivých bank. Naopak u prodejní koncese je účtována za skutečný prodej nabídky investorům a platba probíhá až po ukončení transakcí s ohledem na skutečnou poptávku po akciích.

Následující tabulka ilustruje, jakým způsobem jsou počítány jednotlivé složky celkových nákladů. Hodnoty manažerského a underwriting poplatků na akci jsou násobeny počtem akcií.

- Konečná cena akcie: 1,8 dolarů
- Celková nabídka: 225 000 000 akcií
- Celkový poplatek 3% se rovná 0,054 dolarů na akci.

---

⁴ Samotný proces underwritingu bude vysvětlen v následující kapitole. Češtiny nemá vhodný ekvivalent, kterým by se toto slovo dalo nahradit.
2.3 Proces realizace IPO

Následující kapitola je věnována popisu jednotlivých fází primární emise, kterými musí firma projít, než se její akcie dostanou na sekundární akciový trh. Jak jsem již zmínil, člení se na fázi přípravnou, realizační a post-realizační. Každá s fází je jinak časově a finančně náročná a vyžaduje jinou skupinu osob, které jsou za ni zodpovědné.

2.3.1 Přípravná fáze

Kromě vybírání vhodných členů realizačního týmu je v této fázi hlavním cílem připravit společnost do takové podoby, aby splňovala právní náležitosti burzy, na které svou emisi chce uskutečnit. Realizační tým je složen z lidí, zastávající pozice v různorodých odvětvích a proto se zaměřím na každou zvlášť.

Právní poradci

Dá se říci, že otázka právních náležitostí firmy je při IPO jednou z nejdůležitějších. Proto firmy hledají svého právního poradce velice pečlivě a nepodceňují jejich výběr. Základem dobře zvolené právní firmy je zejména předešlá zkušenost s emisí v podobném odvětví, ve kterém emitující firma podniká, zkušenosti s obchody na kapitálových trzích a specifických náležitostí konkrétního trhu, na kterém bude emise provedena. Nejde ovšem jen o právní problematiku firmy, která akcie emituje. Strana underwriterů má také svou základnu právníků a počáteční fázi připrav řeší zejména právní tábory obou účastníků emise. V prostředí
amerického trhu je primárním odvětvím těchto firem tvorba prospektu a na plnění dalších dílčích cílů, mezi které patří povinnost věst účetnictví dle Mezinárodních standardů účetního výkaznictví (IFRS), či řídit firmu podle pravidel corporategovernance. To ve skutečnosti znamená provádět veškerou firemní činnosttransparentně, s ohledem na vztah mezi managementem, akcionáři, vlastníky a v souladu se stanovenými cíli společnosti. Daná transparentnost také přináší jasnější pohled nad zodpovědností vedení firmy. Jde zejména o snížených tzv. „šedých“ zón, kdy se při nečekaných firemních neúspěších nedaří najít konkrétního viníka a probíhá nekonečných proces zbavování se zodpovědnosti. (Espinasse, 2011)

Auditoři


Roadshow poradce a PR oddělení

Správné načasování a připravení roadshow je velice komplexní problematika, na kterou je potřeba opravdu zkušených odborníků. Po informacích o skutečném stavu firmy, které jsou uvedeny v prospektu, je tato část IPO jedna z nejdůležitějších. Roadshow by se dala přirovnat k předvolební kampani, kdy kandidátem je samotná emise a potenciální investoři zastávají roli voličů. Marketingoví odborníci vymýšlejí nejrůznější způsoby, jak zacílit na co největší počet investorů a vzbudit v nich zájem o koupi akcií dané společnosti. Representanti firmy navštěvují mnoho firem v zemi emise, avšak u nadnárodních firem s velkým objemem akcií, se tyto cesty stávají kontinentálním maratonem po světových finančních centrech.

---

5 Termín prospekt a všechny jeho náležitosti budou vysvětleny v samostatné kapitole níže.
6 Mezi Velkou auditorskou čtyřku řadíme firmy Deloitte, Ernst & Young, KPMG a PricewaterhouseCoopers
„Představte si, že zatímco tým vrcholných představitelů banky je na návštěvě hlavních finančních center Španělských států, je třeba urgentně zajistit krátké schůzky v AbuDhabi, Kuwaitu, nebo Kataru, kde se na doporučení poradců máte sejít s tamními vlivnými investory, kteří jsou ochotni investovat 100 milionů dolarů do vaší IPO.(Espinasse., 2011: 62)"

Následující Tab. 2.2 ilustruje, která města nesmí, management mezinárodní IPO, zapomenout navštívit při roadshow. Města v závorkách jsou hodnocena, jako doporučená.

**Tab.2.2 Roadshow města mezinárodní IPO**

<table>
<thead>
<tr>
<th>Klíčová města v USA a Kanadě</th>
<th>Klíčová města Evropy</th>
<th>Klíčová města regionu Asie-Pacifik</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>• New York</td>
<td>• Londýn</td>
<td>• Hong Kong</td>
</tr>
<tr>
<td>• Boston</td>
<td>• Edinburk</td>
<td>• Singapůr</td>
</tr>
<tr>
<td>• (Atlanta)</td>
<td>• Frankfurt</td>
<td>• Tokyo</td>
</tr>
<tr>
<td>• (Chicago)</td>
<td>• Paříž</td>
<td>• (Peking)</td>
</tr>
<tr>
<td>• (Denver)</td>
<td>• Zurich</td>
<td>• (Soul)</td>
</tr>
<tr>
<td>• (Toronto)</td>
<td>• (Amsterdam)</td>
<td>• (Melbourne)</td>
</tr>
<tr>
<td>• (Madrid)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Espinasse, vlastní zpracování

Takto stresující práce, pokrývající v jednom okamžiku operace v několika časových pásmech, je poskytována na nejvyšší úrovni jen několika firmami, a to i na tak obrovském trhu, jakým jsou Spojené státy. Vedle roadshow manažerů je často potřeba do realizačního týmu zařadit i PR experty a poradce v oblasti komunikace s veřejností. Často bývají využívány služby firem, jakou jsou iPROgilvy, nebo Hill&Knowlton. U každé IPO je způsob komunikace i skladba investorů často odlišná a musí se velice striktně řídit informacemi v prospektu.

---

7 Public relations (často uváděný pod zkratkou PR toto označení pochází z angličtiny a volně jej lze přeložit jako „vztahy s veřejností“) jsou techniky a nástroje, pomocí kterých instituce nebo firma buduje a udržuje vztahy se svým okolím a s veřejností, nahlíží její postoje a snaží se je ovlivňovat. Viz: http://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ
2.4 Časový harmonogram IPO

Délka přípravy jednotlivých částí IPO závisí na stupni rozvinutí firmy emitenta a zkušenostech manažerského týmu. Volba underwriteera a systémů, které umí efektivně hodnotit vnitropodnikové struktury, zase přispívají k jednoduššímu zpracování prospektu. Podívejte se tedy na obecný harmonogram a sled fází IPO, které jsou potřebné k úspěšné emisi na americkém trhu.

**Obr. 2.1 časový harmonogram IPO**

Celý proces začíná setkáním, na kterém se představí členové obou stran emise. Na straně emitenta je to majitel, právní poradci, konzultanti a nezávislý pozorovatel. Bankovní strana je zastupována vedoucími bankéři, a právním dozorcem. Toto setkání je označováno jako 'Kick-off meeting', jedná se tedy o pomyslný výkop a tedy zahájení celého procesu.
2.4.1 Due diligence

Jedná se o proces právního auditu, ve který slouží oběma zapojeným stranám ke zjištění skutečného stavu firmy vzhledem k procesu IPO. Zjišťuje se pravdivost informací z finančních výkazů a zároveň všechy právní náležitosti firmy, které jsou vyžadovány bankou. Prověřují se i dokumenty, které jsou uváděny jako zdroje v prospektu, a zároveň dokumenty, které budou použity v dalších rizikových částech IPO. Due diligence můžeme rozdělit do tří částí. (WESTENBERG., 2009)

- **Firemní:** Jedná se o první fázi, ve které se účastníci IPO seznání s aktivitami firmy, které jsou uváděny v prospektu. Zároveň se zjišťují firemní plány, silné a slabé stránky, stav majetku a případná rizika. Část aktivit se odehrává i přímo na pracovištích firmy, jejích továrnách a závodech. To vše proto, aby se potvrdil skutečný stav aktiv uváděných v předešlých dokumentech a zjistil. Do této fáze se zapojují předešlí auditoři firmy, lokální vedoucí poboček i současní konzultanti, aby se dosáhlo co nejpřesnějších informací. Jakékoli pochybnosti u due diligence silně ovlivňují výslednou image firmy.

- **Finanční:** Následující část zjišťuje finanční situaci firmy. Zaměřeno je především na kapitálovou strukturu, business plán, rozpočtovou politiku, finanční předpovědi a historický vývoj. Jednání probíhá především mezi firemními účetními a vrcholným managementem. Veškerá tato jednání jsou pečlivě zaznamenávána a využívají se jak pro potřeby potenciálních investorů, tak i pro případné vládní vyšetřování, při podezření z trestné činnosti zatajování klíčových informací před IPO.

- **Due diligence dokumentů:** Provedení tohoto auditu se různí podle odvětví, ve kterém firma podniká. Nejčastěji je však na seznamu vyžadovaných dokumentů výpis z obchodního rejstříku, smlouvy s hlavními dodavateli, zaměstnanecké smlouvy, vnitropodnikové regule, výpisy o poskytnutých úvěrech a dohody s dceřinými firmami i hlavními klienty. Je kontrolován právními poradci všech zúčastněných stran a nakonec podepsán nezávislým pozorovatelem.

Hlavním důvodem těchto auditů je doložení proklamovaných tvrzení emitující firmy. Jedná se zejména o ověření vedoucího postavení na trhu a pravdivost obchodních vztahů se strategickými partnery. V dalším průběhu IPO je možné, že se objeví určité nesrovnalosti a
mohou být požadovány dodatečné dokumenty. Due diligence se tedy nesestavuje ke konečnému datu. (Meluzín, Zinecker., 2009)

2.4.2 Prospekt


Kromě základních údajů, jakými jsou název společnosti, adresa, kontaktní údaje a dokumenty o struktuře firmy, nachází se dále v prospektu také oblasti věnované vybraným finančním ukazatelům, či glosář specifických termínů z podnikatelského odvětví firmy. Samostatná kapitola je věnována rizikům. Řeší se zde například hrozby zjištěné při due diligence, které mohou mít dopad na finanční zdraví a dopad na hodnotu akcií. Může se například jednat o situaci, kdy je firma velice propojená s úzkou skupinou lidí na vedoucích postech, kteří by v případě úmrtí, nebo odchodu, byli těžce zastupitelní. Dalším rizikem je silná závislost na malém počtu klíčových dodavatelů, či jiných strategických partnerech, jejichž ztráta krach by pro firmu znamenala ohromné potíže.

Další z vyžadovaných informací je kapitalizace firmy, které nesmí být starší, než 60 dnů před emisí, a dividendová politika. Hlavní část prospektu je věnována popisu firemní
činnosti. Skládá se ze seznamu výrobních prostředků, hlavních konkurentů na trhu, historii firmy a detailního pohledu na samotné odvětví, ve kterém společnost působí.

Poslední částí prospektu jsou auditorské zprávy. Může se jednat až o stovky stran a je zaměřena zejména na finanční audity. Pro investory je to hlavní zdroj informací o skutečném stavu firmy, do které se chystají investovat. Úplně poslední straně jsou seznamem všech účastníků, kteří do IPO jakýmkoli způsobem zasáhnou.

**Dva prospekty**

Při IPO se ve skutečnosti objevují dvě verze prospektu. První (předběžný) prospekt se od finálního liší hlavně v oblasti ceny akcie. Ta je v první části uváděna jen jako cenové rozmezí, kam by se mohla výsledná cena dostat. Tyto předběžné prospekty jsou na první straně označený nyloným nápismem “redherring”\(^8\). Konečný prospekt už obsahuje cenu, za kterou se začnou akcie nabízet a je vydáván těsně, před emisí.

Tvorba kvalitního prospektu je základem úspěšné IPO a proto v současné době zaznamenáváme i trend zvětšování počtu stran. Prospekty jsou stále obsáhlejší zejména díky větší transparentnosti před investory a také novým technologiím při auditech.

### 2.4.3 Underwriting

Termínem underwriting označujeme proces, při kterém se významná finanční instituce (banka, pojišťovna, nebo investiční společnost) se stává zodpovědnou za získání kapitálu pomocí emise akcií. Jedná se o dohodu o efektivním odkoupení akcií emitenta za stanovenou cenu investičními bankami a následném prodeji budoucím akcionářům na volném trhu. Toto rozhodnutí sebou přináší nemalá rizika a underwriteři se je snaží minimalizovat spoustou regulí pro potenciálního emitenta. Jedná se zde o velké objemy peněz a vzhledem k volatilitě trhu se investiční banky za každou cenu snaží vyhnout emisím s dlouhou držbou akcií. Čím kratší je doba, než se akcie opětovně prodají na sekundárním trhu, tím se bude o společnost ucházet více underwriterů, jelikož právě krátká držba akcií radikálně snižuje riziko jejich znehodnocení.

Občas nastává situace, kdy se rozhodnutí investiční banky nesetká s úspěchem. Nastavení vysoké ceny akcií během oceňování může velkým hráčům indikovat situaci, kdy sekundární trh není připraven k odkupu velkého objemu akcií a hrozí neudání celé emise. V těchto případech zatahují underwriteři záchranou brzdu v podobě snížení cenového

---

\(^8\) Termín “redherring” se v kriminalistice používá pro falešnou stopu. Zde se jedná o slangový název prvního prospektu.
rozmezí akcie, nebo dokonce zeštíhlení objemu emitovaných akcií. V případě, že se před IPO objeví zprávy o nedostatečně plné poptávce ze stran investorů, nebo nepříznivých tržních fluktuacích, je možné IPO oddálit, nebo úplně zrušit.

2.5 Realizační fáze

    Tato etapa se nese ve znamení samotné primární emise a všech jejích náležitostí. Celý řetězec událostí je nastartován svoláním valné hromady, na kterém se celý projekt posvětí podpisem akcionářů. Následují povinné právní kroky v dané zemi, kde se firma svou emisi rozhodne provést a může započít jedna z nejdůležitějších událostí v historii firmy.

2.5.1 Stanovení emisní ceny akcií

    V této souvislosti rozlišujeme tři hlavní způsoby, jak stanovit cenu, za kterou budou akcie poprvé obchodovány.

    První možností je upsání akcií za předem stanovený kurz, dále pak bookbuilding, kdy počáteční cenu určí manažer emise na základě poptávky a poslední variantu, aukční ocenění. První prvním případu se emitent dohodne s manažerem emise o prodeji všech akcí, určených k obchodování, za předem stanovený kurz. Takto nabyté akcie poté manažer emise prodá na trh investorům za cenu zvýšenou o provizi za převzetí rizik. Takto řešená primární emise se považuje za méně rizikovou a uchylují se k ní spíše menší podniky a v současné době se již moc nepoužívá. Podobně na ústupu je i forma aukce, při které se výše ceny stanovila podle rovnovážného stavu poptávky po akciích určenou investory a tomu přizpůsobenou nabídkou emitenta.

    V současné době nejrozšířenějším způsobem určení ceny akcie je kompromis mezi již zmíněnými metodami. Jedná se o takzvaný bookbuilding. Marketingový apel na investory v podobě roadshow byl využit právě kvůli tomuto způsobu. Manažerem emise se přihlásí všichni investoři, kteří se chtějí zúčastnit IPO, a ten z nich na základě svých kritérií vybere konečný seznam kandidátů. Kritéria, podle kterých se rozhodne o účasti, či neúčasti, jsou zejména zkušenosti investora s odvětvím emitenta, a jeho potenciální kapitál, který je ochoten do emise vložit. Investoři, kteří projdou do dalšího kola, sdělí manažerovi své limity ohledně množství akcí a ceny, za kterou jsou ochotni obchodovat. Popřípadě své požadavky ještě zkonkretizují svými limity pro konkrétní cenové hladiny, ve kterých by se akcie pohybovala. Své požadavky mohou investoři v průběhu bookbuilingu jakkoli měnit, či dokonce úplně
zruší. Manažer emise v reakci na stanovené poptávky neustále přepočítává přibližnou emisní cenu akcie, která ovšem není jen pouhým průsečíkem nabídkové křivky s poptávkou investorů. Manažer aukce je zde v pozici tajemního hybatele, jež své mechanismy určování ceny nezveřejňuje a má tedy velice široké pole působnosti, jak výslednou cenu ovlivnit. Tato obchodní tajemství jsou pečlivě střežena a není v současně době vůbec znám ani přibližní mechanismus, jak se získanými daty manažer nakládá. Tento jev bývá v současnosti velice často kritizován, zejména u velkých primárních emisí, které se výrazně liší od předpokladů většiny analytiků.


2.5.2 IPO analytici

Klíčovým krokem během realizační fáze IPO je schůzka vrcholných zastupitelů obou stran, která probíhá v poslední etapě IPO. Účastní se jí hlavní manažer emise, ředitel společnosti s nejvyšším vedením a klíčoví analytici bank. Je důležité podotknout, že toto setkání je uzavřeno všem investorům. Tato prezentace má většinou okolo sta slidů a týká se zejména časového harmonogramu samotné emise, který je již schválen právní oddělením, a sumarizace klíčových bodů emise spojených s prospektem a klíčovými investory na trhu. Výsledkem těchto jednání je návrh horní a dolní hranice ceny akcie, která bude následně prezentována při roadshow.

---

9P/E poměr či P/E ratio (z anglického price-to-earnings ratio) je poměrový ukazatel používaný na akciových trzích. Výjadřuje poměr mezi tržní cenou akcie a čistým ziskem na akcií, resp. tržní kapitalizací dané firmy a jejím čistým ziskem. (viz. http://cs.wikipedia.org/wiki/P/E_pom%C4%9Br)
2.5.3 Bookbuilding

Po absolvování všech příprav a odstartování roadshow se emitující firma dostane před klíčový okamžik cele IPO. Jedná se o určení ceny akcie, v jaké bude zahájeno obchodování na primárním trhu. V této souvislosti rozlišujeme tři hlavní způsoby, jak stanovit cenu, za kterou budou akcie poprvé obchodovány.

První možností je upsání akcií za předem stanovený kurz, dále pak bookbuilding, kdy počáteční cenu určí manažer emise na základě poptávky, kterou zjistí z nabídek na koupí stanoveného objemu akcií za cenu určenou investory, a poslední varianta, aukční ocenění. První prvním případu se emitent dohodne s manažerem emise o prodeji všech akcií, určených k obchodování, za předem stanovený kurz. Takto nabyté akcie poté manažer emise prodá na trh investorům za cenu zvýšenou o provizi za převzetí rizik. Takto řešená primární emise se považuje za méně rizikovou a uchylují se k ní spíše menší podniky a v současné době se již moc nepoužívá. Podobně na ústupu je i forma aukce, při které se výše ceny stanovila podle rovnovážného stavu poptávky po akciích určenou investory a tomu přizpůsobenou nabídkou emitenta.

Metoda bookbuildingu se začala velice rozšiřovat počátkem devadesátých let, kdy přišla velká vlna IPO a v současné době je nejrozšířenějším způsobem určování emisní ceny akcií. (Meluzín, Zinecker., 2009, s. 59)

Celý proces začíná souběžně s roadshow, trvá většinou dva týdny a je ukončen stanovením konečné ceny akcie. Mezi hlavní výhody bookbuildingu, oproti stanovení fixní ceny akcie, patří dosažení lepších cen a vytvoření cenové tenze, směrem k investorům. Všeobecně je tento proces také považován za více transparentní a nabízí větší flexibilitu pro obě zúčastněné strany, jak emitenta, tak bookbuildinogovou banku.

V dnešní době je celý bankovní svět propojen elektronickým systémem Deal Manager ECM®, který se používá zejména pro příjem cenových nabídek od různých institucí. Při bookbuildingu se v systému objeví nová IPO s nastavenou cenovou škálu a dalšími možnými omezeními, jakými můžou být minimální a maximální hranice pro počet nakoupených akcií. Pozvaní investoři prostřednictvím tohoto programu odesílají své nabídky

---

Cenová tenze, neboli Pricetension je ekonomický jev, při kterém prodávající subjekt požaduje nejvyšší možnou prodejní cenu a kupující subjekt usiluje o cenu co nejnižší. Čím větší je tedy cenová tenze, tím je také větší rozpětí, mezi nabídkovou a poptávkovou cenou. viz.: (http://www.investopedia.com/terms/p/pricetension.asp#axzz2NiTpzvoz)
na počet akcií a cenu, za jakou by je chtěli nakoupit, nabídky se shromažďují pro každého investora zvlášť, tento proces se nazývá bookkeeping.

Postupem času se při sběru těchto informací ukáže vzor, podle kterého investoři upisují své nabídky, podle kterého se dá určit citlivost ceny. Situace, která pomáhá určit konečnou cenu, za kterou by mohla být akcie nabízena, je zřejmá z knihy nabídky. Hladina úpisů nad limit nabídky často prudce klesá při dosažení konkrétního bodu v cenové škále hodnoty akcie. Tento jev usnadňuje určení hladiny, za kterou by měla být akcie nabízena. Grafické znázornění přijatých úpisů od investora je ilustrováno v obrázku 2.

Obr. 2.2 Schéma poptávkové knihy

Zdroj: Espinasse, vlastní zpracování

Poptávková kniha

Výše zmíněný obrázek ilustruje data sesbíraná od investorů za jeden den bookkeepingu. Jsou to objemy akcií v různých cenových kategoriích, které by investoři byli ochotni nakoupit. Poptávka je tedy stanovena. Tyto data se obvykle nikde nezveřejňují a má k nim přístup jen omezený počet členů nejvyššího vedení emisního trhu a subscriber. Během
bookbuildingu ovšem není úplné informační embargo. Vedoucí banka zveřejňuje informace o průběhu a nepřímo informuje investory, jak by měli měnit své poptávky, aby dostali co nejvíce akcií. Ilustračním příkladem je situace, kdy je poptávka investorů po akciích, ve spodní cenové hranici, velice rychle vyčerpána a vedoucí banka vypustí doporučení investorům, že by měli zvýšit ceny svých nabidek, pokud chtějí dosáhnout na nějaký objem akcií, protože je pravděpodobné, že po zbytek bookbuildingu se bude cena podstatně zvyšovat.

2.5.4 Ocenění a alokace

Ve chvíli, kdy se uzavřou poptávkové knihy, přichází jednání o ceně s managementem. Stanovená cena je poté podepsána všemi účastníky bankovního syndikátu dané emise.

Říká se, že oceňování a alokace při IPO je více umění, než ekonomická věda. Je přízniví umístění cen akcie v horní čtvrtině cenové škály, neboť oceňování na hraničních hodnotách nebývá objektivním rozhodnutím a indikuje nekalosti při jednání. Samotná kvalita poptávkové knihy je velice významným faktorem ovlivňujícím konečnou cenu. IPO, které byly oceněny na základě nedokonalých dat z poptávkové knihy často končily velice podhodnoceny.

Po výběru konkrétní emisní ceny, přichází na řadu proces alokace. V této fázi je znám počet emitovaných akcií a objem poptávaných akcií, proto je možné, aby vedoucí emise rozhodl, kterým investorům budou akcie prodány a jak moc se tento objem bude lišit od jejich poptávaných číslic. Tento okamžik je také poslední možností, kdy může vedoucí emise požádat emitující firmu o sdělení nějakých okolností posledních dní, které by mohly IPO ohrozit, nebo mají podstatný vliv na hodnotu firmy. Vše je završeno podpisem underwritingové smlouvy a formálním vlastníkem všech akcií se stává vedoucí emise. Od této chvíle začínají noční přípravy emise, která probíhá obvykle následující pracovní den.

Kritéria alokace

Proces alokace spočívá v rozhodnutí managementu emise o tom, které nabídky na koupi akcií od investorů budou uspokojeny, a v jaké míře. Strategie k rozumnému rozdělení
akcií spočívá v poskytnutí takového objemu jednotlivým investorům, který je vždy menší, než poptávaný. Tento stav dává investorům impulzy ke zvýšenému nákupu akcií na sekundárním trhu, kterým se snaží navýšit své podíly ve firmě.

Všeobecně se dají sumarizovat základní kritéria, podle kterých se k investorům dostanou větší, či menší objemy jejich poptávaných akcií:

- obecné mínění o kvalitě investora a typ jeho běžných investic,
- objem poptávaných akcií, vzhledem k běžnému objemu akcií, které poptává v porovnatelných IPO,
- přístup investora během přípravné fáze, konzultace, jednání s managementem apod.,
- očekávaný způsob obchodního jednání investora na sekundárním trhu,
- skutečnost, zda je investor známý spekulativními nákupy, nebo naopak dlouhodobým držením akcií.

Při většině alokačních jednání je praktikována zásada uspokojit nejdříve investorské jádro, tvořené stabilními investory s pravděpodobností dlouhé držby akcií. Z celé emise bývá takto rozděleno okolo 30%-40% akcií. U IPO, které mají poptávkovou knihu velice nad-úpisovou je tedy pravděpodobné, že menší investoři a investoři s nabídkami na dolní hranici cenové škály, své objemy nedostanou.

Vedoucí emise často investory hodnotí i během přípravné fáze a přiřazuje ji rating, dle kterého se poté řídí v alokačním stádu. Pokud se objeví v první pětce investorů s nejvyšším ratingem někdo, u koho vznikají pochybnosti pro vedení emitované firmy, nastává jednání, které může ještě pořádně zamítat, jinak se rating často nemění. Co se týče algoritmu, kterým se objem rozděluje podle ratingu, standardně se používá následující podílové řešení:

- 45% akcií pro rating 1,
- 25% akcií pro rating 2,
- 15% akcií pro rating 3,
- 3% akcií pro rating 4,
- rating 5 nedostane žádné.
2.5.5 Closing

Závěrečná část IPO, tzv. closing, neboli vypořádání akcií, je vysněnou metou každého emitenta. Je to okamžik, kdy jsou předány investorům reporty o počtu akcií, které jim budou přiřazeny a po zaplacení dané částky, jsou akcie převedeny na nové majitele, kteří s nimi dále budou obchodovat na sekundárním trhu. Celý proces je zakončen slavnostním ceremoniálem, při kterém většinou rozezní burzovní zvon majitel emitované firmy, společně s ředitelem daného trhu a následuje společenská akce pro všechny zúčastněné strany IPO. (Espinasse., 2011)

2.6 Post realizační fáze

Při každé IPO je vysoká pravděpodobnost rizika nestabilního sekundárního trhu při zahájení prodeje akcií od alokovaných investorů k veřejnosti. Tato skutečnost může velice ovlivnit cenu akcií, a to do takové míry, že se může velice významně propadnout až pod spodní hranici cenové škály, za kterou emitent své akcie upisoval. Pro tento případ mají trhy, na kterých je IPO umístěna, své stabilizační agenty, které se snaží stabilizovat a zmírnit negativní dopady, pomocí nakupování vhodně zvolených objemů. Akciové trhy mají svá procentuální omezení, kolik akcií je možné stabilizačním agentem nakoupit. Tyto hodnoty se pohybují v rozmezí od 10% do 15% a mohou být použity i limity v maximálním procentuálním zvýšení ceny akcie. Za každé procento nad tento rámec jsou stanoveny přísné sankce. Celá problematika chování akcií na sekundárním trhu je velice složitým a komplexním problémem, který ve své bakalářské práci nebudu podrobněji zabývat. (Espinasse., 2011)

Výsledkem IPO je tedy vlastnictví velké části emitované firmy v rukou investorů, kteří očekávají zhodnocení svých akcií. Tato situace, zejména u méně známých a rozvinutých firem, vyžaduje dobře připravenou Investors Relations 11 strategii. Tento prvek v post realizační fázi může velice významně ovlivnit další budoucnost firmy. Hlavním cílem IR strategie je přetransformování spekulantů a krátkodobých držitelů akcií do trvalých akcionářů dané společnosti. Znamená to tedy navázání vztahů okamžitě po ukončení prvních velkých dnech obchodování a vybrat pro každého investora správný přístup.

---

11Investors Relations, jedná se o manažerské zvládnutí vztahů s investory. Podobně, jako PR, je ve společnostech často vyčleněno samostatné oddělení, které se této problematice věnuje.
3 Charakteristika vybraných IPO

Druhá kapitola bakalářské práce je především zaměřena na bližší seznámení se společnostmi, které budou předmětem závěrečné analýzy. Aby se výkonnost jednotlivých emisí mezi sobou dala porovnávat, byly zvolený společnosti, které emitovaly na stejnému trhu NASDAQ. Vzhledem k této skutečnosti je v této kapitole zařazen hlubší popis daného trhu a přibližení jeho emisních náležitostí a historie.

3.1 Trh NASDAQ


Další prvotinou v USA, kterou si tento trh připsal, bylo zahájení obchodování on-line. Do té doby se o to, i přes snahy o spuštění živého obchodování pomocí internetu, žádný trh doopravdy nepokusil. Tato technická vymoženost v důsledku formovala trh NASDAQ do dnešní nálepk: „Technologický trh“.

Po úspěšném spuštění on-line obchodování a uveřejnění velkého počtu primárních emisí firem spojených s technologiemi, se o NASDAQ začalo hovořit, jako o trhu pro další sto let. V roce 1992 se trh NASDAQ propojil s londýnským Stock Exchange a daly za vznik prvnímu mezinárodnímu propojení akciových trhů. V současné době je tři trhy, NASDAQ Global Select Market, NASDAQ Capital Market a ASDAQ Global Market.

---

3.1.1 Náležitosti IPO

Část informací o náležitostech a taxách při úpisu akcií na trhu NASDAQ byly již zmíněny v předchozích kapitolách, následující podkapitola je zaměřena detailnější popis náležitostí, vyžadovaných od společností, které své akcie chtějí umístit právě na trhu NASDAQ.

V následující tabulce jsou ilustrovány základní požadavky na některé vybrané finanční ukazatele, jakou jsou EBIT a Cash flow

Obr.1.1 Náležitosti pro vstup na NASDAQ

<table>
<thead>
<tr>
<th>EBIT</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Za poslední 3 sledovaná účetní období musí být průměrný EBIT větší, než 11 000 000 USD</td>
</tr>
<tr>
<td>Pro každé ze dvou posledních účetních období EBIT větší, než 2,2 milionů USD</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Cash Flow</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Průměrná hodnota za poslední 3 roky musí být větší, než 27,5 milionů USD</td>
</tr>
<tr>
<td>Žádné ze sledovaných období nesmí vykazovat zápornou hodnotu</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Minimální tržní kapitalizace</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Průměrně více než, 550 milionů USD za posledních 12 měsíců</td>
</tr>
</tbody>
</table>

<table>
<thead>
<tr>
<th>Příjmy</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Za předchozí fiskální rok větší, než 110 milionů dolarů</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: Espinasse, vlastní zpracování

**Účetní standardy a hodnota akcie**

Účetnictví pro vstup na NASDAQ musí být podrobeno auditu a splňovat standardy americké GAAP\(^{13}\), nebo IFRS\(^{14}\). Zaměříme-li se na minimální hodnotu, za kterou může být akcie obchodována, jsou to 4 dolyr.

---

\(^{13}\) *Generally Accepted Accounting Principles*, jedná se o všeobecně uznávané účetní standardy pro americký trh. Primárním důvodem vzniku tohoto sjednocení byl právě vstup firem na burzu.

\(^{14}\) *International Accounting Standards Board*, mezinárodní účetní standardy, kterými se řídí například Evropská unie

26
3.2 Facebook

Americká společnost Facebook byla založena v roce 2004, jako sít pro studenty harvardské univerzity. Spoluzakladateli byli Mark Zuckerberg, Eduardo Saverin, Dustin Moskovitz, a Chris Hughes. Všichni zmiňovaní byli studenty Harvardu a využívali služeb své sítě thefacebook.com pro účely vyměňování fotografií, osobních údajů, školních dokumentů, či sdružování lidí ze stejných ročníků. Překvapivý nárůst zájemců donutil správce rozšířit přístup do sítě i dalším univerzitám a v červnu roku 2004 bylo zaznamenáno již 250 000 uživatelů z 34 vysokých škol. Od této doby se události začaly vyvíjet velice rychle.

Postupem dalších měsíců se začaly rozšiřovat možnosti sítě a objevili se i první velcí inzerenti. Ke konci roku 2004 Facebook překonal milion uživatelů a vybudoval si své místo v povědomí investorů. Následující rok byl ve znamení rozšiřování služeb a otevření celé sítě i zahraničním univerzitám. Tento krok měl za výsledek zvýšení počtu uživatelů na celkových 6 milionů. Díky takovému nárůstu aktivních účtů se začala zřít jaké k určitá omezení, patří mezi ně třeba spodní věková hranice pro přihlášení 13 let. Sít' Facebook začala být také využívána pro americké firmy, které si uvědomili potenciál snadného získání nových klientů a změnu marketingových strategií. Prvního obrovského úspěchu bylo dosaženo v roce 2007, kdy se Facebook stal sedmou nejnavštěvovanější stránkou světa a hodnota společnosti astronomicky rostla.


Po mnoho let byl Zuckerberg atakován nabídkami k prodeji své společnosti, či svěření ji na veřejný akciový trh. Je pochopitelné, že po zkušenostech s pohádkovým bohatstvím díky neprodání své malé firmy, vytvořené pro studenty harvardské univerzity, se Mark Zuckerberg nehnul ani do primární emise. Nabídky ke koupi firmy přicházely od roku 2006, kdy firma Viacom nabídla 750 milionů dolarů, a tentýž rok společnost Yahoo! zkusila nabídku za rovnou miliardu. Ani jeden ze zájemců však neuspěl a odhadovaná cena
Facebooku v časopise BusinessWeek se vyšplhala na hodnotu dvou miliard amerických dolarů.

Graf 3.1 Vývoj ceny akcií FB

![Graf FB ceny akcií](image.png)

Zdroj: NASDAQ.com

### 3.3 Apple

Zakladatelé společnosti Apple byli v sedmdesátých letech Steven Jobs a Stephen Wozniack. Tito mladí nadšenci společně sdíleli sen o sestrojení vlastního počítače a tak se rozhodli založit v garáži vlastní firmu. Začátky podnikání vyústili v sestrojení osobního počítače Apple II, který v konkurenci ostatních počítačů vynikal plastovým vzhledem a definoval tím směr, kterým se Apple bude ubírat.

Komerční úspěch prvního počítače vedl k rozšíření firmy o profesionální management. Tento krok již z počátku oba zakladatelé nepodcenili a povedlo se jim najmout odborníka na PR Regise McKenna, který měl za úkol dát Applu jedinečnou tvář. Z dnešního pohledu je zřejmé, že obrovský úspěch celé společnosti je založen právě v této době, kdy Apple vsadil na vlastní image a jistý způsob protiproudového uvažování o pozici elektroniky v našich životech,

Konec osmdesátých let byl pro Apple obdobím ohromného růstu a se svými 1000 zaměstnanci se hodnota firmy dostala přes 100 milionů dolarů. V této době se také připravovala primární emise Applu, která proběhla v prosinci 1980. Tato IPO vstoupila do dějin jako nejúspěšnější emise od roku 1956, kdy své akcie na burzu umístila firma General Motors a založila jako emise, která dopomohla více než 300 investorům stát se dolarovými milionáři. Z takového množství kapitálu, který IPO vygenerovala, se společnost Apple zaměřila na vývoj nové řady počítačů typu Macintosh. Tento produkt se společnosti podařilo
zařadit do vládního vzdělávacího programu na základních školách a objem požadovaných počítačů se začal neuvěřitelně zvyšovat. Následovala další linie přenosných počítačů pod značkou PowerBook a poté Apple začal usilovně pracovat na vytváření nových trhů, kterými by diktoval směr dalšího vývoje.

V roce 2001 byl spuštěn program iTunes pro převod mp3 souborů do hudebních přehrávačů iPod, díky kterým se společnost začala tvrdě drát dopředu i na tomto trhu. Po získání dostatečně základny uživatelů se Apple po dvou letech rozhodl prostřednictvím iTunes začít prodávat mp3 nahrávky velkých hudebních společností a byl vytvořen nový dominantní trh s prodejem hudby v digitální formě. Akcie na vstup do hudebního odvětví a spuštění internetového obchodu reagovaly mohutným vzestupem.

Zdálo se, že se Steve Jobs ve vedení společnosti už své revoluční nápady vyčerpal a začne intenzivně pracovat na rozvíjení a zdokonalování současných produktů. To vše platilo až do roku 2007, kdy se rozhodl vstoupit na další trh a zbořit dosavadní vnímání produktů s ním spojených. Byl to trh mobilních telefonů. V představeném produktu iPhone se snubila jednoduchost a design Apple produktů s optimalizovaným spojením softwaru, díky které mohli být telefony neuvěřitelně výkonné. Podobně jako u všech Apple novinek bylo přijetí iPhonu vlažné a nebylo moc těch, kteří se věřili v nějaký větší komerční úspěch. Díky vysoké ceně, která se spojila s každým produktem značky Apple, se neočekávalo, že by telefon kupovali lidé střední třídy, spíše se uvažovalo o současných zákaznících, kteří od Applu již nějaký produkt vlastnili. Tyto předpovědi se však nevyplnily a během 4 let se staly různé generace iPhonu nejprodávanějším chytrým telefonem na světě. Strategie prodeje, kterou v USA Steve Jobs zvolil, měla za následek neuvěřitelné zisky. Koupit si tento telefon bylo možné jen se paušální smlouvou u jednoho z největších amerických mobilních operátorů, společnosti AT&T. Podobná situace se opakovala v roce 2010, kdy se Apple rozhodl vstoupit na trh tabletů. Tento doposud málo využívaný kus elektroniky byl utlačován chytrými telefony a stále menšími notebooky a nikoho z konkurence nenapadlo se na něj zaměřit více, než pár produkty, do jejichž vývoje zas tak neinvestovaly. Pak ovšem přišel iPad. Opět bylo označováno, za neprodejný, zbytečně drahý, nekompatibilní, sice pěkný, ale bez možnosti výrazného podílu na tržbách Applu. Asi není potřeba moc dokreslovat, jak to dopadlo. Stačí, když se v dnešní době porozhlednete kolem sebe. Trh tabletů se opět rozběhl, všechny významné společnosti podnikající s elektronikou se zaměřili na jejich vývoj, ale opět až v závěsu za Apple.
Tyto neuvěřitelné úspěchy vedly k mnohonásobnému zvýšení hodnoty firmy a velkému rozšíření výrobních manufaktur v Asii. V roce 2011 měla nejvyšší nominální tržní kapitalizaci, kterou kdy dosáhla veřejně obchodovatelná firma. Do té doby rekord držel Microsoft. To co na Apelu stále přitahuje nové investory, je také trend zeleného průmyslu. I takto velká firma totiž klade velký důraz na ekologické procesy výroby a použití materiálů svých produktů, které jsou šetrné k životnímu prostředí. Tyto skutečnosti a neuvěřitelná image firmy, vytvořena zejména postavou Steva Jobse se odrážejí v konstantním růstu akcií a nestagnujícím úsilí společnosti o zvyšování své hodnoty.

Graf 3.2 Vývoj ceny akcií AAPL

Zdroj: NASDAQ.com

3.4 Google


Raketový vzestup firmy pokračoval IPO, která proběhla v roce 2004. Samotný průběh IPO budu probírat v poslední kapitole mé práce, ale její důsledky naznačím již zde. Neskutečný úspěch, který tato emise přinesla, začal měnit kulturu společnosti. Najednou se z více, či méně pospolité společnosti stal gigant držený významnými akcionáři, a z vedení vznikli nový miliardáři. Nicméně boj o zachování tváře Googlu začal spoluzakladatel Sergey Brin, který založil firemní oddělení, starající se o propojení rostoucího pracovního vytížení s unikátní vnitropodnikovou kulturou, která byla na samém začátku mezi dvěma spolužáky. Při pohledu do dnešních hlavních pracovišť společnosti je zřejmé, že se jim tento vytýčený cíl povedl a i neuvěřitelné zbohatnutí společnosti nemusí vést k jejímu přerodu do neosobní továrny na peníze. Po dvou letech obchodování akcií se Google zařadil do indexu S&P 500\textsuperscript{16}. V roce 2012 se dokonce stala firmou s největší tržní kapitalizací v USA, která nebyla zařazena do indexu DJI\textsuperscript{17}, o tom proč se Google společně s Applem doposud nestaly součástí DJI, se stále vedou spory, ale je zřejmé, že v krátkém časovém horizontu se o jejich zařazení nejedná.

Google se postupem času odpoutal od rovnítka „internetový vyhledávač“ a stal se z něj pojem vývoje, výzkumu a překonávání technologických problémů. První z významných služeb, bylo zřízení nejbezpečnějšího emailového klienta Gmail v roce 2005. Ve stejném roce dokončili výzkum mapování zeměkoule a spustili službu googleEarth, která dává uživatelům možnost prozkoumávat planetu ve tří-dimenzionálních mapách. Výčet se nezastavil ani v dalších letech. Po odkoupení největší databáze uživatelských videí YouTube bylo jasné, že se Googlu nedají klást žádná omezení v tom, kam se rozhodne prorazit příště. Vývoj nových technologií však Googlu neomezil jen na internetový trh. Spuštění mnoha projektů výzkumů

\textsuperscript{15} Venture capital spadá do kategorie rizikového a rozvojového kapitálu s vysokým potenciálním ziskem.

\textsuperscript{16} Tento index provozuje společnost Standard and Poor’s a je v něm zařazeno 500 firem s nejvyšší tržní kapitalizací na americkém trhu.

\textsuperscript{17} Dow Jones Industrial Index
v oblasti energetiky, dopravy a vědy, dává příslib mnoha zajímavým objevům. Mezi poslední patří projekt googleglass, či auto bez řidiče z oddělení Google X Lab pracující na utajovaných projektech, jejichž směr uvažování zhodnotil Sergey Brin ve smyslu: „Kdyby se v laboratořích Google X najednou objevil stroj času, naši výzkumníci by se řekli, je to super, ale nemohlo by to fungovat i na baterky?“

Graf 3.3 Vývoj ceny akcií GOOG

Zdroj: NASDAQ.com

3.5 Microsoft


IPO společnosti proběhla v roce 1986 a dopadla dle očekávání velice úspěšně. Postupně společnost začala nabízet dividendy a přidávat do portfolia cenných papírů i speciální akcie s jednorázovou odloženou výplatou dividend. Finanční politika Microsoftu si
vydobyla i vlastní definici. Je známá jako ‘‘Přijmout, rozšířit, opustit‘‘ a byla poprvé zmiňena v souvislosti se snahou Microsfotu ovládnout internet.


Stejně jako Google se Microsoft snaží dodržovat nastavený trend v ekologickém přístupu k výrobě součástek. Dynamická změna image společnosti započala s příchodem posledního operačního systému Windows 8, který by měl Microsoft dostat z konzervativního vnímání spotřebitelí. Jako významný indikátor této změny můžeme považovat i razantní změnu původního loga, které s menšími úpravami fungovalo přes deset let.

V současné době Microsoft především investuje na trhu mobilních telefonů, kde prosazuje svůj vlastní mobilní operační systém a také do upevňení silného postavení na trhu herních konzolí. Stabilně zaujímá dominantní postavení v operačních systémech osobních počítačů a softwarového vybavení pro kancelářské použití. Posledním odvětvím, do kterého se společnost rozhodla investovat je trh tabletů, na kterém se snaží přijít s konkurencí pro Apple. Co se týče hodnoty akcií, drží si Microsoft od krizového propadu v roce 2008 stabilní růst a za poslední 4 roky nedošlo k významnějším fluktuacím.

Graf 3.4 Vývoj ceny akcií MSFT

Zdroj: NASDAQ.com

33
4 Analýza vybraných IPO

Závěrečná část bakalářské práce je zaměřena na zevrubné prozkoumání IPO jednotlivých společností, jejich úspěchy, neúspěchy a nalezení možných podobností v chování čerstvě emitovaných akcií vybraných dvojic společností. Prostředkem analýzy budou zejména detaily o objemu akcií emise společně s akciovými ukazateli P/E, EPS, tržní kapitalizace, korelace, výnosnost a volatilita.

4.1 IPO společností Facebook a Google

První dvojicí společností, jejichž IPO budou předmětem analýzy, jsou společnosti, jež mají velice silné postavení v internetovém prostředí a mají společnou image čerstvých prosperujících firem, s velmi inteligentním vedením a výrazným trendem růstu. Zároveň je možné u obou společností hledat přízvisko firem, které změnily celé používání internetu, jako prostředku k efektivnímu získávání informací, či globální komunikace, mezi uživateli.

Obě emise od sebe dělí necelých osm let, splasknutí internetové bubliny a velká ekonomická krize. Je však možné využít podobného podnikatelského odvětví a dané emise porovnat v poměrném měřítku. V každé z následující kategorii je možné hledat podobné znaky a trendy, na kterých nezanechal časový rozestup žádné viditelné stopy.

4.1.1 Průběh IPO Facebooku.

Jelikož je emise největší sociální sítě světa tou nejmladší ze zkoumaných, je také jasně patrný rozdíl v množství informací, které jsme schopni získat. I když se může zdát osmi letý rozdíl, jako zanedbatelná doba, internet během ní zažil výrazný rozvoj a začal se vytvářet internetové bubliny v dalším měřítku.

Datum emise bylo stanoveno na 15. května a hovořilo se tom, že se IPO Facebooku zapíše do dějin trhu NASDAQ, jako největší emise všech dob. Z dnešního pohledu již víme, že se do historie sice zapsala, ale rozhodně ne v tom smyslu, který ji byl předpovídán.

Datum emise bylo stanoveno na 15. května a hovořilo se tom, že se IPO Facebooku zapíše do dějin trhu NASDAQ, jako největší emise všech dob. Z dnešního pohledu již víme, že se do historie sice zapsala, ale rozhodně ne v tom smyslu, který ji byl předpovídán.

Hlavní slabinou celé emise byly spekulace ohledně ceny akcie. Do posledního dne nebylo jisté ani to, ve které položině cenové škály se bude obchodovat a předpovídaná sebejistota se změnila na bezešedou transformací do nervózní atmosféry. Na začátku května, čili 18 dní před samotnou emisí, avizovala firma cenu akcie někde mezi 28 – 35 dolary. O dva
týdny později to již bylo 34 – 38 dolarů a den před emisi někteří analytici tipovali i cenu 40 dolarů, která však působila značně připraveně a spekulativně. Silná poptávka malých obchodníků nakonec stanovila oficiální kurz 38 dolarů, čili cenu odpovídající nejvyšší kurzově hranici.

Vysoké nasazení a úsilí, investované do začátku příprav, se přeneslo i do posledního týdne před emisí. Cena 38 dolarů za akcii by ocenila hodnotu firmy na 104 miliard a tím by Facebook naplnil předpovězený úspěch, nejvyšší tržní kapitalizace společnosti při primární emisi na trhu NASDAQ. V důsledku syndromu nejočekávanější firmy, která kdy vstoupila na akciový trh, se 16. května rozhodlo vedení firmy přidat do objemu emise o 25% akcií více. Signálem, který předznamenal jisté pochybnosti o celé emisi, bylo neúspěšné spuštění obchodování. Po tradičním zazvonění, na znamení otevření burzy, se prvních 30 minut vůbec neobchodovalo. Blíže nespecifikované technické problémy, nechaly čekat všechny novináře a samotné vedení v naprosté nejistotě.

<table>
<thead>
<tr>
<th>Datum</th>
<th>18. května 2012</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Cena akcie</td>
<td>$38.00</td>
</tr>
<tr>
<td>Symbol akcií</td>
<td>FB</td>
</tr>
<tr>
<td>Trh</td>
<td>NASDAQ</td>
</tr>
<tr>
<td>Počet emitovaných akcií</td>
<td>421 233 615</td>
</tr>
<tr>
<td>Hodnota akcií</td>
<td>$16 006 877 370</td>
</tr>
<tr>
<td>Zisky z reklamy</td>
<td>$3 154 000 000</td>
</tr>
<tr>
<td>Underwriteři</td>
<td>Morgan Stanley a JPMorgan</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**Tab. 1.1** Detaily IPO společnosti Facebook

Tato emise měla být velice důležitou i pro samotný trh NASDAQ a takovýto neúspěch rozhodně nepodnítí další firmy ke zveřejnění svých akcií zde, natož jestli vůbec. Samotný vztah Facebooku a NASDAQ je velice napjatý a ozývají se i hlasy, že by se společnost mohla upsat některému z konkurenčních trhů. Další firma, která má co dočinění se sociálními sítěmi bude v opravdu velice nevýhodné situaci a i když se zatím právoplatný nástupce Facebooku
stále hledá, tak je jasně, že jeho primární emise rozhodně nebude v dohledné budoucnosti. Trh nových uživatelů sociálních sítí je skoro vyčerpán a záleží už jen na tom, kde se rozhodnou svůj osobní profil sdílet.

Během pěti měsíců bylo v záležitosti IPO podáno přes 40 soudních žalob. Zákulisní informace spekulují o tom, že hlavní tři underwriteři emise dokonce avizovali daleko nižší příjmy z IPO, již během první poloviny roadshow. Morgan Stanley měl podle některých zdrojů údajně poskytnout svým preferovaným klientům pravé informace o stavu emise Facebooku a ti se poté do obchodování vůbec nezapojovali. Ani zbylé underwriteři nemají čistý štít. Spekuluje se o jejich tajných dohodách s finančním ředitelem Facebooku, který měl úzký kruh vedení vyplatit a poté nechat veřejnosti předražené akcie. Tyto informace také vedly k oficiálnímu vládnímu vyšetřování. Největší zájem má vláda zejména o vyšetření situace, kdy měli být poskytnuty důvěrné firemní informace jen vybraným klientům

4.1.2 Průběh IPO společnosti Google.

Vzhledem k velkému objemu financí, které do Googlu investovali dvě významné společnosti Kleiner Perkins Caufield & Byers and Sequoia Capital, byl vstup na akciový trh nevyhnutelný. Společnost rostla neuvěřitelným tempem, HDP spojených států v roce 2003 významně vzrostl také a nakloněny emisí byly i ekonomické předpovědi pro IT odvětví v následujících letech. Další z řádky pozitiv byly i uniklé informace o případném odkupu akcií největším konkurentem Google a to společností Yahoo!

Měsíc před emisí se cena pohybovala kolem 85 $ za kus, což však v té době bylo velkým zklamáním a vedení společnosti v médiích neskrývali své znepokojení. Mnoho negativních ohlasů vyvolal formát IPO. Google se rozhodl pro holandskou dražbu. Tento záměr byl podpořen hlavně dvojicí underwriterů, společností Morgan Stanley a CreditSuisse, jež společně vymysleli aukční operační systém, který byl právě vyvinut pro účely dražby holandského typu. Všeobecně mezi investory panovalo zvýšené očekávání výnosů této IPO, jelikož byly zaznamenány veřejné nabídky na nemalé objemy akcií, za účelem zajištění zisků, od velkých investorů.

Ihned po začátku obchodování akcie zvýšily svou hodnotu o 20%, zájem o akcie byl enormní i z řad menších investorů a hlavním klíčem úspěchu byl zvolen právě tolik kritizovaný holandský formát. V dnešní době se od holandské aukce při IPO spíše opouště. Ohlasy na použití aukce holandského typu, rozpoutaly diskusí o možnostech převedení tohoto formátu i
na IPO jiných společností. Vše vyústilo v názor, že investoři byli, vzhledem k postavení Googlu v internetovém průmyslu, velice shovívaví

Toho času největší manažer podílových fondů, firma Fidelity Investments, byla jedním z největších investorů celé IPO a nakonec ji patřilo 5,2 milionů akcií. Před IPO se objevilo nemálo názorů, které tvrdily, že není vhodná pro individuální investory. Holandská aukce zvýšila zájem právě individuálních investorů a zajistila si tak hodnotu alokačního poměru více, než 70%. Na enormní zájem akcií zareagovali manažeři emise zvýšením nabízeného množství, z původních 19 ti milionů, o dalších 14 milionů akcií. (http://www.google-ipo.com/)

Tab. 4.2 Detaily IPO společnosti Google

<table>
<thead>
<tr>
<th>Detaily IPO Googlu</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Datum</td>
</tr>
<tr>
<td>Cena akcie</td>
</tr>
<tr>
<td>Symbol akcií</td>
</tr>
<tr>
<td>Trh</td>
</tr>
<tr>
<td>Počet emitovaných akcií</td>
</tr>
<tr>
<td>Hodnota akcií</td>
</tr>
<tr>
<td>Zisky z reklamy</td>
</tr>
<tr>
<td>Underwriteři</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: http://www.google-ipo.com/

4.1.3 Srovnání klíčových ukazatelů obou emisí

Další z paralel mezi IPO obou společností je i jméno hlavního underwriteře. Společnost Morgan Stanley se zaměřuje především na emise z kategorie ‘nej’ a je zajímavé, že vedla i emisi třetí společnosti předložené bakalářské práce, společnosti Apple.

Jako první zvolené kritérium je chování ceny akcií v prvních dvou měsících obchodování. Upisovací rozdíl ceny obou akcií byl 47 dolarů a tak nás zajímá hlavně závislost procentních změn ceny akcií mezi jednotlivými dny obchodování. Jak je patrné z Grafu č.1, průběh obou IPO byl značně rozdílný. I když byl emisi Facebooku předpovídan ještě lepší výsledek než, do tehdy největší IPO v historii, Googlu, výsledek by zcela opačný. I když je
třeba vzít v potaz drobnou nesrovnalost v datech z historických tabulek NASDAQ, způsobené jiným rozložením víkendů kdy se na burze neobchoduje, je výsledek zřejmý. Při korelací procentního růstu, či poklesu ceny, dostaneme hodnotu -0,13. Jedná se tedy o nepřímou závislost a potvrzuje tak dojem, který vyvolává graf. V případě sledování chování akcií během prvního roku, je rozdíl opravdu markantní. Akcie Googlu zvýšily svou hodnotu o více, než 300%, zatímco cena akcií Facebooku po půl roce spadla o 50% a do necelých dvanácti měsíců od emise se ji nepodařilo vyšplhat ani na původní upisovací hodnotu 38 dolarů.

Neúspěšný vývoj akcií Facebooku, oproti Googlu v prvních měsících emise, potvrzuji i další ukazatele. Vývoj EPS\(^\text{18}\) samozřejmě koresponduje s již zmíněným průběhem po emisního vývoje obou společností. EPS Facebooku se udržel v kladných čísle jen na konci prvního měsíce obchodování a to na hodnotě 0,09 dolaru, poté se přehoupl do záporných čísel. Záporná hodnota EPS je velice způsobující skutečnost, která vlastně značí, že společnost ztrácí na každé emitované akci. V případě Facebooku by před IPO tento vývoj předpovídal opravdu jen málokdo. Zcela opačná situace byla pochopitelně v případě Googlu. Po prvních dvou měsících už byla hodnota EPS na téměř jednom dolaru a během dalších dvou let se meziročně zvyšoval téměř 100%.

Ukazatel volatility vypovídá o tom, jak se za určitý časový úsek mění cena akcie. Čím větší cenových změn akcie dosáhne, tím je její volatilita vyšší. Rozlišujeme standardní volatilitu, vypočtenou z cen akcie a volatilitu historickou, která se vypočítává z procentních změn akcie během stanoveného období. Při bližším pohledu na obě akcie v prvních měsících obchodování, je překvapivé, jak jsou si naměřené hodnoty blízké. V obou případech akcie překročily hodnotu historické volatilitu 80% během dvou měsíců, kdy také dosáhly svého maxima. To značí vysokou míru spekulativních obchodů, která však byla oběma emisím implicitně předpovězena. Průměrně se dostáváme k hodnotám u Googlu na 48,01 % a na 58,68 % u společnosti Facebook. Za první rok obchodování stoupla výnosnost akcií Googlu o 299%, zatímco u největší sociální sítě světa došlo k poklesu o 30%. Je patrné, jakým způsobem se teda obě firmy dostaly k volatilitě přes 80%. Facebook poklesem a Google výrazným skokem ceny akcií vzhůru. (Zdrojem jsou data získaná pomocí wolframu alpha)

\(^{18}\) Ukazatel EPS (Earnings per share) vyjadřuje poměr mezi čistým ziskem společnosti a počtem akcií, které emitovala.

Právě IT odvětví a předpověď velkého úspěchu IPO, vyhnalo P/E obou společností relativně vysoko. U Googlu se hned ze startu pohyboval mezi 90-100. Tato hodnota ve skutečnosti znamená, že si investor zaplatí 90-100 dolarů za 1 dolar zisku. V dalším roce byla fluktuace P/E Googlu mezi 60 až 100.

Facebook se stal obětí spekulativních obchodů a hlavně velmi nízkého až záporného EPS. Do dvou měsíců po zahájení obchodování se dostal na úroveň Googlu, ale rostl až do hodnoty kolem 170. Akcie s tak vysokým P/E poměrem jsou naprosto odmítány dlouhodobě.

\textsuperscript{19} Poměr P/E (Price to earnings) v podstatě znamená ochotu investorů zaplatit za akcií v poměru k ziskům společnosti. Vypočte se jako podíl současné hodnoty akcie a ukazatele EPS.
zaměřenými investory a získat se na nich snaží právě spekulanti. Zároveň vysoká hodnota P/E znamená nadhodnocenou cenu akcie.

Obr. 4.1 Odhad P/E na rok 2013

![Chart of the Day: 2013E P/E Ratio For Tech Stocks](image)

Zdroj: Business Insider

V Obr. 4.1 vidíme předpokládané hodnoty P/E z pohledu roku 2012. U Facebooku se tento odhad významně minul, nicméně je zde patrné, jak se projevuje postavení společnosti a druh odvětví na hodnotě P/E. Je těžké předpovědět, kdy a jestli vůbec budou akcie Facebook následovat Google, ale je jasné, že se IPO rozhodně nepodařila, tak jak bylo zamýšleno a Google uhájil své prvenství, největší primární emise v historii.

4.2 IPO společností Apple a Microsoft

Druhá dvojice společností je důkazem, jak lze stejnou věc dělat dvěma naprosto rozdílnými způsoby. Hlavní cíl obou společností byl vytvořit osobní počítač, který budou lidé používat ke každodenní práci a stane se užitečným pomocníkem pro profesní i osobní život.
Apple zvolil cestu designu a uzavřeného systému, bez možnosti zásahu uživatelů, Microsoft zase funkční linii s velice svobodným přístupem uživatelů do svého operačního systému.

Časový rozdíl emisí obou společností je kratší, než v předešlém případě, ale vzhledem k tomu, že se pohybujeme v osmdesátých letech minulého století, je už značný problém s dohledáním detailních dat ohledně vývoje obou akcií. Analýza bude zaměřena až na období, kdy se obě akcie dají relevantně porovnat a to ve druhé polovině devadesátých let.

4.2.1 Průběh IPO společnosti Apple

Primární emisi začali připravovat vlastníci Applu v době, kdy se začala rýsovat nová epoха grafických technologií pro osobní počítače. Takový stav je pro společnost, která má velikou pravděpodobnost, že bude právě tou společností udávající nový směr vývoje, velice lukrativní právě pro IPO. Zároveň však Apple nebyl jediný, kdo na trhu osobních počítačů v té době úspěšně podnikal. Společnost Tandy Corp. byla v prodejích značně před Applem a například Massachusettsští regulátoři trhu dokonce zakázali individuálním investorům tyto akcie kupovat. Zdůvodněním tohoto rozhodnutí byla přílišná rizikovost této IPO. Emise Applu byla poslední ze 183 IPO, které proběhly v roce 1980 a byly zařazeny do kategorie společností podnikajících v High-Tech průmyslu. Obchodovat se mohlo v 27 státech a některé expertizy předpovídaly dominový efekt znepřístupňování těchto akcií na trh, obdobně, jako v Massachusetts. Tyto negativní názory na IPO Applu byly založeny na neúspěšné emisi v roce 1979 společnosti Genetech, která své akcie emitovala značně podhodnocené a způsobila tak, velice negativní ohlasy na IPO rychle rostoucích společností. Všech 4,6 milionů akcií bylo prodáno během minuty a nebylo tak pochyb o tom, jak mylné byly předpovědi Massachusettsských expertů (Wall Street Journal,. 1980 : 5)

Emise se zapsala do dějin hlavně tím, že okamžitě změnila osudy více než čtyřicetí zaměstnanců, z celkového počtu 1000, kteří se dne na den stali milionáři. Samotný Steve Jobs vlastnil, po dodatečné emisi dalších akcií, 7,5 milionů a toto držení mu vyneslo zisk v podobě 217 milionů dolarů.
4.2.2 Průběh IPO Microsoftu

IPO Microsoftu se nesla ve znamení důsledně připravené emise, s mohutnou podporou veřejnosti. Na trhu NASDAQ byla v IT společnostech již prošlapána cesta Applem a tak se ve vedení společnosti případný neúspěch diskutoval jen velice zřídka. V lednu roku 1986 se v sídle firmy zastavil dokonce princ Charles, který vřele podpořil více prezidenta Microsoftu Tonyho Heye, který byl zodpovědný za vývoj nové verze Windows.


Zdroj: http://www.pophistorydig.com/?tag=apple-computer-ipo
Tab. 4.3 Detaily IPO Microsoftu

<table>
<thead>
<tr>
<th>Detaily IPO Microsoftu</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Datum</td>
</tr>
<tr>
<td>Cena akcie</td>
</tr>
<tr>
<td>Symbol akcií</td>
</tr>
<tr>
<td>Trh</td>
</tr>
<tr>
<td>Počet emitovaných akcií</td>
</tr>
<tr>
<td>Hodnota akcií</td>
</tr>
<tr>
<td>Tržní kapitalizace</td>
</tr>
<tr>
<td>Underwriter</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Zdroj: www.nasdaq.com

4.2.3 Srovnání vybraných ukazatelů obou emisí

V porovnání s předešlou dvojicí je zde základ pro analýzu daleko vhodnější. Emisní ceny akcií se liší jen o jeden dolar a v rozmezí mezi jednotlivými IPO neproběhla tak rozsáhlá ekonomická krize. Je dost pravděpodobné, že se v této analýze dostaneme k vyšší závislosti jednotlivých ukazatelů.

Primární emise obou společností dopadly téměř stejným úspěchem a je zajímavé, jak tato podobnost přetrvává i v chování ceny akcií obou společností. Do sledovaného období se žádné zásadní zvraty neudály a velké výkyvy sebou přinesly a pozdější devadesátá léta, která jsou předmětem analýzy.


Obě IPO se vyraňovaly okamžitým prodejem všech emitovaných akcií a následnou emisi dalších dodatečných. Vývoj ukazatele EPS byl do devadesátých let u obou společností téměř stejný, mírný růst s krátkodobým poklesem je v IT odvětví velmi často viditelným jevem. Od počátku devadesátých let se EPS stabilně vyvíjel jen u společnosti Microsoft.
Osciloval mezi 0 a jedním dolarem na akci, zato u Applu byla situace komplikovanější. Personální změny, které se ve vedení společnosti s odchodem a příchodem Steva Jobse udály, negativně ovlivňovaly ceny akcií. V roce 1997 spustila společnosti internetový obchod Apple Store a jde vidět, že ze začátku investoři novému konceptu moc nevěřili. Odhodlání Stevu Jobsovi nikdy nechybělo a tak přečkali i tyto těžké časy, kde se téměř dva roky pohybovali v záporných hodnotách, nejhůře až na -2 dolarech na akci. V současné době je Microsoft na hodnotě 2 dolary na akci a Apple po převratném vývoji se vstupem na trh mobilních telefonů a tabletů má hodnotu EPS 42 dolarů.

Graf 4.3 Vývoj ukazatele EPS mezi lety 1990 až 2005

[Diagram]


P/E poměr koresponduval s vývojem EPS. Problém s interpretací ukazatele P/E nastane ve chvíli, kdy má firma dlouhodobě záporné EPS. V případě, že se hodnota EPS pohybuje v hodnotách kolem tisíciny dolarů, je P/E poměr takřka neinterpretovatelný. Při dělení tak nízkým záporným EPS se dostávají hodnoty P/E až na -1000 dolarů. Nemalá skupina finančníků se tedy přiklání spíše k variantě, že se při záporných hodnotách EPS nahrazuje P/E poměru nulou a nepočítá se s ním. Výše zminěna situace nastala právě v případě Applu a je tím pádem komparace s Microsoftem neproveditelná. Ne však po odeznění hospodářské krize. Tam je situace u obou společností podobná. P/E kleslo na hodnotu pod dvacet, a je to hodnota, kde Apple i Microsoft opravdu patří. Firmy, které tvoří trh spotřební elektroniky a počítačů a mají za sebou tolik společné historie, se u investorů trvale prezentují jako stabilní a dlouhodobá investice

4.2.4 Shrnutí výsledků analýzy IPO

Jedním z cílů bakalářské práce bylo nalezení podobných vzorců chování akcií společností, jejichž IPO se vyznačovaly podobnými prvky a průběhem. V případě internetových společností Facebook a Google bylo velkým překvapením, že nedošlo k téměř žádné shodě. Obě společnosti měly pro svou IPO podobně připravenou půdu a vše nasvědčovalo tou, že Facebook vytyčí druhý historický milník na trhu NASDAQ a překoná prvenství Googlu v největší IPO všech dob. Nakonec se tak nestalo nejen v den emise, ale jak ukazuje analýza, chování obou společností ve zkoumaných měsících bylo naprosto odlišné. Překvapivě naopak dopadlo srovnání gigantů výpočetní techniky Applu a Microsoftu. IPO se nesly v podobném duchu nejen v počtu emitovaných akcií a jejích dodatečném navýšení, ale také v téměř identické ceně. Výsledek korelace téměř 0,7 je naprosto nečekaný, a když si uvedomíme, že se jedná o hodnotu za téměř 9 let, vyvstává zde nemálo otázek. Pokud by investoři v devadesátých letech o tomto vzoru chování akcií věděli, výše zisku by dosahovala závratných částek. Celá analogie chování akcií obou společností je o to dokonalejší, že akcie Applu následovaly Microsoft téměř vždy se tříměsíčním zpožděním a investoři tak mohli přesně vědět, kdy se cena chystá kulminovat.

Na dvojici společností Apple a Microsoft je jasně pozorovatelný rozdíl v šíři portfolia. Zatímco se Microsoft ve sledovaném období zaměřoval hlavně na rozšíření svých operačních systémů do co největšího počtu osobních počítačů, Apple byl v té době primárně výrobcem počítačů a příslušenství. V momentě krize je pak jasně, že se spotřebitelé snáze vzdají nákupu drahých počítačových sestav, zatímco operační systémy se, jako nenákladná položka, prodávají snáze. Volatilita akcií to potvrzuje zejména v krizovém roce 2000 a 2009,
kdy se u Microsoftu držela na relativně nízkých hodnotách v porovnání s Applem, jehož akcie měnily cenu ve velkých skočích.


Výsledky IPO dvojice internetových společností Google a Facebook jsou, jak už bylo částečně vysvětleno výše, velice odlišné. Paradoxní na této situaci je fakt, že na rozdíl od Microsoftu s Applem se tyto IPO měly velice podobat a přinést Facebooku nemalé finanční zisky. Volba IPO s holandskou aukcí byla vyhodnocena jako klíčová v úspěchu Googlu a před květnovou emisí Facebooku množily zápasy o jejím znovupečetění. V případě Googlu došlo k situaci, že se počet 19 milionů emitovaných akcií povedlo holandskou aukcí ocenit na správnou hodnotu, i když překvapivě vysokou. Facebook nakonec zvolil klasický průběh IPO a doplatil na neustálé přeceňování emisní ceny na vyšší a vyšší hodnoty, které akcie nakonec silně nadhodnotily a dle ukazatele P/E byly nadhodnoceny i po prvních velkých propadech jejich ceny. Ve srovnání s Googlem bylo emitováno 421 milionů akcií. Pokud dojde k nadhodnocení ceny akcií v takovém objemu, je to pro emitující společnost velice zásadní zaváhání. U obou IPO se vyskytl velký počet spekulativních obchodů, které však v případě

Následující Graf 4.4 ilustruje současnou situaci cen akcií v porovnání s hlavním indexem trhu NASDAQ. Vysoké investice společnosti Google do výzkumu a vývoje nových odvětví přinášejí relativně stabilní růst akcií a vzhledem k připravovaným projektům je vysoce pravděpodobný jejich další vzestup. Facebook vzhledem k vyčerpání potenciálních nových uživatelů své sociální sítě bude muset nastavit nový směr zlepšením svých služeb. Přestože nedávno překročil významnou metu jedné miliardy uživatelů, počet aktivních uživatelů této sociální sítě v posledních měsících výrazně klesá a současně uživatelé začínají hledat možné alternativy.
Graf 4.4 vývoj ceny akcií vzhledem k indexu NASDAQ-100

Zdroj: NASDAQ.com
5 Závěr

Kapitálový trh je často přirovnáván k živému organismu, jehož analýza chování si žádá spoustu času a není jednoduché do něj proniknout. Proces přípravy IPO je vlastně o neustálém hledání ideální stavu firmy před vypuštěním do nebezpečného prostředí kapitálového trhu, kde se jakékoliv zaváhání nepromíjí. Potvrdily to i osudy některých emisí v této bakalářské práci, které doplatily na snahu diktovat trhu jeho potřeby a způsob uvažování.

Analýza vybraných IPO ukázala většinu možných způsobů, jak primární emise mohou dopadnout. Od velice dobře připravených emisí společností Microsoft a Apple, které díky ním mohly pokračovat v ražení cesty novým produktů v oblasti spotřební elektroniky a IT až po ty extrémně případy Facebooku a Googlu. První jmenovaná společnost doplatila na záklulní machinace a snahu o překonání historických milníku. Tlak veřejnosti, který provázel přípravu IPO firmy Facebook, měl především negativní důsledky. Vedení společnosti, před hájením zájmů Facebooku, upřednostňovalo především překonat úspěch IPO Googlu. Světověznámý internetový vyhledávač vyšel z celé analýzy, jako jednoznačný vítěz, což dokresluje i vývoj současné ceny akcií viz Graf 4.4. Současný úspěch akcií společnosti Google má však kořeny v její IPO, která právem udržela své prvenství i po emisi Facebooku. Dobré vztahy s vedoucím emise, vývoj nových systému, které mohly zprostředkovat holandskou aukci a hlavně dokonale přečtený trh, umožnil Googlu na IPO vystavět jeho současný úspěch.

Zpětný pohled na před emisní prohlášení společností a srovnání s konečným výsledkem IPO, dává budoucím emitentům dost výrazně najevo, že se tak komplexní proces, jakým IPO bezpochyby je, nikdy nedá dokonale odhadnout. Nezáleží na tom, jak úspěšná byla společnost v minulosti. Život společnosti se dělí na období před emisí a po ní, přičemž zde neexistuje žádná záruka, že se tato období budou sobě podobat. Tento fakt je zřejmě tím hlavním důvodem zvýšeného počtu IPO nejen ve Spojených státech, ale také v Asii. Společnosti se často rozhodují pro IPO právě z toho důvodu nového restartu, chtějí začít znova a úspěšněji. Je možné, že se do pár let dočkáme podobného rozmnachu primárních emisí také v České republice. Avšak konzervativní přístup ke kapitálovým trhům a doznívající finanční krize bude zřejmě tento proces prozatím zpomalovat.
Seznam použitých zdrojů

Odborné publikace


Internetové články a elektronické publikace


• TRISTAN, Louis. Facebook IPO vs. Google IPO. [online]. Dostupné z: http://www.tnl.net/blog/2012/02/05/facebook-ipo-vs-google-ipo/#sthash.DqVdbGqC.dpbs


<table>
<thead>
<tr>
<th>Abbreviation</th>
<th>Description</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>FB</td>
<td>Označení akcií společnosti Facebook</td>
</tr>
<tr>
<td>AAPL</td>
<td>Označení akcií společnosti Apple</td>
</tr>
<tr>
<td>MSFT</td>
<td>Označení akcií společnosti Microsoft</td>
</tr>
<tr>
<td>GOOG</td>
<td>Označení akcií společnosti Google</td>
</tr>
<tr>
<td>EPS</td>
<td>Earnings per share – Výnos na akci</td>
</tr>
<tr>
<td>P/E</td>
<td>Price to earnings – Poměr tržní ceny akcie k čistému zisku</td>
</tr>
<tr>
<td>IR</td>
<td>Investment Relations</td>
</tr>
<tr>
<td>PR</td>
<td>Public Relations</td>
</tr>
<tr>
<td>USD</td>
<td>United States dollar – Měna</td>
</tr>
<tr>
<td>IPO</td>
<td>Initial public offering</td>
</tr>
<tr>
<td>EBIT</td>
<td>Earnings before interest and taxes</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užit své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat příměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné vyšě).

Ostravě dne 2.5.2013

[Podívej]

Ondřej Byrtus
Seznam příloh

Příloha 1: Konkurenční boj v technologiích sílí, Apple i Microsoft mění členy vedení

Příloha 2: NASDAQ earnings fall on charges from Facebook‘s botched IPO

Příloha 3: Rok, keď sa mýlila aj Wall Street
Konkurenční boj v technologiích sílí, Apple i Microsoft mění členy vedení

Největší americké technologické společnosti v posledních dvou měsících výrazně propadají. Není tak zřejmě náhodou, že dva giganti a odvěcí rivalové se rozhodli k personálním změnám na nejvyšších postech.

Společnost Apple, která od svých záříových maxim propadla o 22 %, na konci října oznámila odchod Scotta Forstalla, ředitele pro software, na jehož bedra padají problémy s novým operačním systémem pro iPhone a iPad. Apple však po tomto kroku odevzdal zhruba 8 %. V tomto týdnu následuje agresivního hráče i společnost Microsoft. Svou rezignaci v polovině listopadu oznámuje Steven Sinofsky, jenž šéfuje divizi Windows a Windows business. Děje se tak necelý měsíc poté, co Microsoft představil novou verzi operačního systému Windows 8 s dotykovým rozhraním a ukázal nový tablet Surface. Steven Sinofsky pracoval ve společnosti 23 let a byl mnohými považován za nástupce současného CEO. Jeho odchod tak prohloubil ztrátu společnosti z březnových čtyřletých maxim na 17 %, když titul během jediného dne odevzdal 4 %. Přestože Steven Sinofsky byl považován většinou analytiků za silnou osobnost Microsoftu, hovořilo se o jeho neschopnosti komunikovat s ostatními členy vedení. V době, kdy se společnost nachází v kritickém bodě a snaží se nejen upevnit svoji pozici v sektoru pevných počítačů a notebooků, ale zejména proniknout do konkurenčního boje v mobilních přístrojích, tedy chytrých telefonech a tabletech, vsází generální ředitel na dynamičtější a komunikativnější členku týmu Julii Larson-Green.

Konkurenční boj se tak začíná přistřívat, což je dobrou zprávou pro investory, kteří mají volné finance, neboť obě společnosti se z hlediska valuací dostávají na zajímavé úrovni.
Příloha 2: NASDAQ earnings fall on charges from Facebook's botched IPO

Nasdaq OMX Group Inc. reported a lower first-quarter profit on Wednesday as the transatlantic exchange operator set aside cash to reimburse firms harmed in Facebook Inc.’s botched market debut last May.

Net income attributable to Nasdaq totalled $42-million (U.S.), or 25 cents a share, down from $84-million, or 48 cents a share, a year earlier.

Monitors show the value of the Facebook, Inc. stock during morning trading at the NASDAQ Marketsite in New York in this file photo taken June 4, 2012. REUTERS

Facebook founder and CEO Mark Zuckerberg rings the opening bell for the Nasdaq exchange remotely from the company's California headquarters, Friday, May 18, 2012. Reuters.

Retail market makers have estimated they lost a combined $500-million due to Facebook’s IPO on May 18, when a systems failure at Nasdaq prevented timely order confirmations for many market participants. That left them trading in the dark in the midst of the leading online social network’s market debut.

In March, the SEC approved Nasdaq’s plan to reimburse firms that meet certain criteria up to a total of $62-million. However, Nasdaq disclosed that the SEC’s Division of Enforcement was conducting an investigation relating to the systems issues.

Nasdaq has been diversifying away from transaction-based revenues over the past several years, putting more of a focus on business units that provide a steadier income flow through providing services like technology and data to other companies.

On April 1, Nasdaq said it would buy electronic Treasuries-trading platform eSpeed from BGC Partners Inc for $750-million in cash, providing the exchange operator an entry into one of the world’s largest and most liquid cash markets.

The New York-based company said in March it planned to create a market for trading shares of unlisted companies in a joint venture with trading platform SharesPost Inc. And it announced in December it was buying Thomson Reuters Corp’s investor relations, public relations and multimedia services units for $390-million.

The expense guidance does not include expenses related to Nasdaq’s cost reduction plan, expenses for the Facebook payback plan, the SEC investigation, special legal expenses, or expenses associated with the eSpeed and Thomson Reuters’ unit deals.
Příloha 3: Rok, keď sa mýlila aj Wall Street

Rok 2012 sa do dejín zapíše ako 365 dní veľkých pohybov investičných inštrumentov a nadupaného akčného diania na finančných trhoch. Striedali sa v ňom rast, v zápäti nato pokles, strach a neistota z kolapsu eurozóny či tvrdého pristátia čínskej ekonomiky.

Investori zažili veľa prebdených nocí pri čakani na (ne)dohody z nekonečných rokovani a summitov európskych lídrov pri riešení dlhovej krízy alebo fiškálneho útesu v USA. Obchodníci boli pravidelne nervózni z očakávaní, či centrálne banky doručia kroky, ktoré by dokázali stabilizovať napätú situáciu na trhoch. Nakoniec sa však politici dohodli a bankári doručili všetko pre upokojenie situácie.

Čierne scenáre sa nenaplnili


Mýlili sa Citigroup aj Morgan Stanley...

Citigroup postupne zvyšovala pravdepodobnosť odchodu Grécka z eurozóny z februárových 25 percent až na júlových 90 percent a spôsobila veľkú pozornosť, keď „naplánovala“ návrat Atén k drachme na 1. januára 2013. Politická vôľa medzinárodných veriteľov podržať Grékov, ktorá bola zároveň podporená krokm centrálnych bánk jej predstavy však znegovali.

Nepodaril sa ani výhľad Morgan Stanley, ktorá očakávala, že americký akciový index S&P 500 stratí sedem percent, hoci nakoniec v minulom roku pridal vyše 15 percent a prekonal očakávanie konsenzu analytikov (sedempercentný rast). Najviac od roku 2003!

Trh podcenil najmä ochotu FEDu uvážovať menové politiku, čo sa pretavilo v ochote platit viac za zisky firiem cez rast P/E ukazovateľa.

...nevýšlo to ani Credit Suisse a Goldman Sachs

Nevyšla ani stávka Credit Suisse na rast volatility trhu pre všadeprítomnú neistotu a otázníky nad budúcim vývojom eurozóny. Index volatility VIX derivovaný z cien opcií na akcie indexu S&P 500 klesol za rok na 18,02 bodu z 23,4, čo je najvyšší ročný pokles od roku

58

Zlý odhad mal aj Goldman Sachs, ktorý na začiatku minulého roka očakával rast čínskeho akciového indexu CSI 300 o masívnych 36 percent. Reálnie však rástol len o necelých osem percent po tom, ako sa miestna vláda rozhodla tlmiť prehrievajúci sa realitný trh a brzdiť infláciu. V takomto duchu by sa dalo pokračovať ďalej a ukázať omyly Nomury alebo JP Morgan.

**Pričiny nesprávnych predpovedí**

Vo všeobecnosti sú analytici a stratégovia skutočnými odborníkmi na analyzovanie rôznych ekonomických a finančných dát, keď disponujú takmer neomylnými zložitými matematickými modelmi. Vývoj v uplynulom roku však ovplyvňovali najmä často ťažko predvídateľné kroky politikov a centrálnych bankárov, ktoré bolo náročné do takýchto modelov započítať. Práve tieto faktory vládnu na finančných trhoch azda najviac za ostatné dve či tri dekády.

Ukazuje sa teda, že dobrý odborník na vývoj cien akcií či mien musí byť ďalšie stále viac solidným politológom a nemôže podceňovať silu „viditeľnej ruky“ predsedov vlád či prezidentov centrálnych bánk na trhu.