

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní

Vstup akciové společnosti na burzu cenných papírů
Bc. Tomáš Berger

Diplomová práce
2012

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2011/2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)


Jméno a příjmení: **Bc. Tomáš Berger**
Osobní číslo: **E100398**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**
Název tématu: **Vstup akciové společnosti na burzu cenných papírů**
Zadávací katedra: **Ústav ekonomiky a managementu**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :


1. Stanovení cílů diplomové práce
2. Vymezení významu a struktury trhů s cennými papíry
3. Určení investičních instrumentů
4. Stanovení postupu primární emise akcií
5. Charakteristika společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.
6. Popsání IPO společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.
7. Vyhodnocení vývoje kurzu akcie Fortuna Entertainment Group N.V.
8. Srovnání obchodování s akciemi Fortuna Entertainment Group N.V. na BCPP a WSE
9. Formulování závěrů a doporučení

Rozsah grafických prací: -
Rozsah pracovní zprávy: cca 50 stran
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:


1. ESPINASSE, Philippe. IPO: A Global Guide. Vyd. 1. [s.l.] : [s.n.], 2011. 343 s. ISBN 978-988-8083-18-3.
2. KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance. Vyd. 3. Praha : C.H.Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
3. LIŠKA, Václav; GAZDA, Jan . IPO kmenové akcie a jejich primární emise. Vyd. 1. Praha : HZ Editio, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-X
4. MELUZÍN, Tomáš. IPO : prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku. Vyd. 1. Brno : Computer Press, 2009. 192 s. ISBN 978-80-251-2620-2.
5. MUSÍLEK, Petr. Trhy cenných papírů. Praha : Ekopress, 2011. 524 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
6. N. GREGORIOU, Greg. Initial public offerings: an international perspective. Vyd. 1. [s.l.] : [s.n.], 2006. 431 s. ISBN 978-0-7506-7975-6.
7. NÝVLTOVÁ, Romana; REŽŇÁKOVÁ, Mária. Mezinárodní kapitálové trhy : zdroj financování. Vyd. 1. Praha : Grada, 2007. 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
8. VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích v příkladech . Vyd. 1. Praha : Oeconomica, 2007. 150 s. ISBN 978-80-245-1166-5.

Vedoucí diplomové práce: 
doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.
Ústav ekonomiky a managementu

Datum zadání diplomové práce: 4. října 2011
Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2012


doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.
děkanka

L.S.


doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 4. října 2011

Prohlášení autora

Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně.

V Pardubicích dne 5. 6. 2012

Tomáš Berger

Poděkování

Rád bych touto cestou vyjádřil poděkování svému vedoucímu diplomové práce panu doc. Ing. Pavlu Duspivovi, CSc. za cenné rady, pomoc a konzultace, které mi během vypracování diplomové práce poskytoval.

Dále bych rád poděkoval svým rodičům, kteří mne podporovali po celou dobu mého studia.

ANOTACE

Diplomová práce obsahuje podmínky vstupu akciové společnosti na burzu cenných papírů. Pojednává o vstupu společnosti Fortuna Entertainment Group N. V. na burzu cenných papírů prostřednictvím prvotní veřejné nabídky akcií. Dále pak zhodnocuje vývoj jejího kurzu od počátku obchodování.

KLÍČOVÁ SLOVA

akcie; burza cenných papírů; prvotní veřejná nabídka; index PX; prospekt emitenta.

TITLE

Entry of joint-stock company on stock exchange

ANNOTATION

The thesis contains conditions for entry joint-stock company on stock exchange. It covers Fortuna Entertainment Group N.V. initial public offering . Then it evaluates the development of its course from the start of trading.

KEYWORDS

Share; Stock Exchange; initial public offering; index PX, prospectus.

Obsah

Úvod.....	11
1 Základní segmenty trhu s cennými papíry.....	12
1.1 Kapitálový trh a peněžní trh.....	12
1.2 Primární a sekundární trh.....	14
1.3 Regulovaný a neregulovaný trh.....	15
1.4 Promptní a termínové trhy.....	18
1.5 Národní trhy, zahraniční trhy a eurotrhy.....	19
2 Cenné papíry a jejich druhy.....	21
2.1 Akcie.....	21
2.1.1 Metody ohodnocování akcií.....	22
2.1.2 Akciové indexy.....	29
2.2 Dluhopisy.....	33
2.3 Finanční deriváty.....	36
2.3.1 Opce.....	37
2.3.2 Forwardy.....	38
2.3.3 Futures.....	39
2.3.4 Swapy.....	40
3 Stanovení postupu primární emise akcií.....	41
3.1 Finanční rozhodování firmy.....	42
3.2 Stanovení výše nákladů na kapitál.....	42
3.3 Výběr emisního prostředníka.....	44
3.4 Příprava prospektu emitenta a registrace emise.....	44
3.5 Vytvoření emisního syndikátu.....	45
3.6 Marketingové aktivity.....	45
3.7 Závěrečné jednání.....	46
3.8 Umístění cenných papírů.....	46
3.9 Post-emisní operace.....	47
4 Charakteristika společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.....	48
5. Popsání IPO společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.....	55
5.1 Základní informace.....	55
5.2 Cena a konečný počet nabízených akcií.....	57
5.3 Předplatné a alokace.....	58
5.4 Výsledky a uzavírání Nabídek, zrušení nebo odložení Nabídky.....	58
5.5 Kotace a obchodování.....	59
5.6 Registrace a vypořádání Nabídkových akcií.....	60

5.7 Převod akcií mezi PSE a WSE.....	60
5.8 Umístění a upisování	61
6 Vyhodnocení vývoje kurzu akcie Fortuna Entertainment Group N.V.	63
6.1 Zjišťování závislostí mezi vývojem kurzu společnosti a Indexem PX za danou periodu..	63
6.2 Zjišťování závislostí mezi vývojem kurzu společnosti a měnovým kurzem CZK/EUR za danou periodu	66
6.3 Zjišťování závislostí mezi vývojem kurzu společnosti a HDP v ČR za danou periodu	68
7 Srovnání obchodování s akcemi Fortuna Entertainment Group N.V. na PSE a WSE	70
7.1 Charakteristika PSE.....	70
7.2 Charakteristika WSE	72
7.3 Porovnání vývoje závěrečného kurzu společnosti na PSE a WSE	73
7.4 Porovnání objemu obchodů společnosti na PSE a WSE	75
8 Formulování závěrů a doporučení.....	78
Závěr	81
Seznam literatury	83
Seznam příloh.....	86

Seznam zkratek

AMEX- American Stock Exchange

BCPP- Burza cenných papírů Praha

CBOT- Chicago board of Trade

CDCP- Centrální depozitář cenných papírů

CME- Chicago Mercantile Exchange

ČNB- Česká národní banka

ČR- Česká republika

DJIA- Dow Jones Industrial Average

EU- Evropská unie

FRAs- Free rate agreements

HDP- Hrubý domácí produkt

IFC- International Finance Corporation

IPO- Initial Public Offering

ISIN- International Securities Identification Number

NASDAQ- National Association Security Dealers and Brokers Automated Quotations

NYSE- New York Stock Exchange

RMS- RM-SYSTÉM

S&P 500- Standard & Poor's 500

SKD- Systém trhu krátkodobých dluhopisů

USA- Spojené státy americké

USD- americký dolar

WSE- Warsaw Stock Exchange

Seznam tabulek

Tabulka 1: Popis indexu PX	32
Tabulka 2: Báze indexu PX platná ke dni 30. 4. 2012	32
Tabulka 3: Konsolidovaný výkaz o finanční situaci společnosti Fortuna k 30. 6. 2011	53
Tabulka 4: Konsolidovaný výkaz zisků a ztrát společnosti Fortuna k 30. 6. 2011	54

Seznam obrázků

Obrázek 1: Tržní cena a nové informace	26
Obrázek 2: Vývoj DJIA od 3.1.2005 do 1.11.2011	30
Obrázek 3: Vývoj indexu S&P 500 od 3.1.2005 do 1.11.2011	31
Obrázek 4: Vývoj indexu PX od 3. 1. 2005 do 1.11.2011	33
Obrázek 5: Cena dluhopisu a úroková sazba	35
Obrázek 6: Organizační schéma Fortuna Entertainment Group, N.V.	48
Obrázek 7: Rozdělení trhu kurzového sázení v České republice v roce 2010	50
Obrázek 8: Vývoj počtu poboček kurzového sázení společnosti Fortuna v ČR od roku 1991 do roku 2011	50
Obrázek 9: Rozdělení trhu kurzového sázení na Slovensku v roce 2010	51
Obrázek 10: Vývoj počtu poboček kurzového sázení společnosti Fortuna na Slovensku od roku 1991 do roku 2011	51
Obrázek 11: Rozdělení trhu kurzového sázení v Polsku v roce 2010	52
Obrázek 12: Vývoj počtu poboček kurzového sázení společnosti Fortuna v Polsku od roku 1997 do roku 2011	52
Obrázek 13: Zavírací kurz Fortuny v závislosti na počtu pozorování za období 4.11.2010-30.3.2012	64
Obrázek 14: Zavírací hodnota indexu PX v závislosti na počtu pozorování za období 4.11.2010-30.3.2012	64
Obrázek 15: Vývoj zavíracích kurzů Fortuny a indexu PX na PSE za období od 4.11.2010-30.3.2012	66
Obrázek 16: Vývoj zavíracího kurzu Fortuny na PSE a devizového kurzu CZK/EUR ode dne 4.11.2010-30.3.2012	67
Obrázek 17: Vývoj zavíracích kurzů Fortuny na PSE a HDP v mld. Kč za období od 4Q/2010-4Q/2011	68
Obrázek 18: Organizační schéma PSE	71
Obrázek 19: Porovnání vývoje zavíracích kurzů Fortuny v CZK na PSE a WSE ode dne 4.11.2010-30.3.2012	75
Obrázek 20: Objemy obchodů s akciemi Fortuny na PSE a WSE ode dne 4.11.2010 - 30.3.2012 (krabicový graf)	76
Obrázek 21: Počty obchodů uzavřených s akciemi Fortuny na PSE a WSE za období od 4.11.2010-30.3.2012	77

Úvod

Tématem diplomové práce je vstup akciové společnosti na burzu cenných papírů. Práce charakterizuje prvotní veřejnou nabídku akcií konkrétní společnosti, a to skupiny Fortuna Entertainment Group, N. V.

Problematika vstupu firem na kapitálové trhy za účelem získání peněžních prostředků i jiným způsobem, než prostřednictvím bankovních úvěrů, je velice aktuální a pomáhá rozvíjet ekonomiku dané země. O problematiku týkající se trhů s cennými papíry jsem se začal zajímat po absolvování předmětu Kapitálové trhy v bakalářském studijním programu. Konkrétně jsem měl zájem zjistit, zda hodnotu závíracích kurzů na burzách ovlivňují některé vybrané makroekonomické veličiny. To byl hlavní důvod, proč jsem si vybral toto téma.

Hlavním cílem diplomové práce je určit podmínky vstupu akciové společnosti Fortuna Entertainment Group N.V. na Burzu cenných papírů Praha a zhodnotit vývoj jejího kurzu od počátku obchodování. K dosažení hlavního cíle byly stanoveny tyto dílčí cíle:

- charakterizovat IPO společnosti Fortuna Entertainment Group, N.V.,
- zjistit závislosti závíracích kurzů společnosti Fortuna Entertainment Group, N.V. s vybranými makroekonomickými ukazateli,
- porovnat vývoj obchodů s akciemi společnosti Fortuna Entertainment Group, N.V. na Burze cenných papírů Praha a na Varšavské burze cenných papírů,
- vyhodnotit závěry a formulovat doporučení.

Ke zjištění závislostí závíracích kurzů společnosti a porovnání vývoje obchodů na obou burzách cenných papírů byly využity metody korelační analýzy.

Údaje a zdroje pro vypracování této práce jsou čerpány z podnikových dokumentů, výročních zpráv, veřejných dokumentů, internetových zdrojů a softwaru STATISTICA.

1 Základní segmenty trhu s cennými papíry

Trh s cennými papíry můžeme segmentovat z řady hledisek, z nichž za nejdůležitější považujeme členění podle:

- doby splatnosti emitovaných a obchodovaných cenných papírů,
- charakteru prodejů cenných papírů,
- charakteru obchodovaných cenných papírů,
- úrovně organizovanosti trhu,
- formy vztahu mezi uzavřením obchodu a jeho faktickou realizací a vypořádáním,
- teritoriálního hlediska, respektive významu. [20]

1.1 Kapitálový trh a peněžní trh

Podle doby splatnosti emitovaných a obchodovaných cenných papírů dělíme trh s cennými papíry na trh kapitálový a peněžní. Na **peněžním trhu** se emitují a obchodují krátkodobé dluhové cenné papíry. Jedná se tedy o cenné papíry s dobou splatnosti do jednoho roku. Mezi nejvýznamnější cenné papíry *peněžního trhu* patří vládní pokladniční poukázky, depozitní certifikáty a komerční papíry.

Vládní pokladniční poukázky plní roli krytí pokladního schodku státního rozpočtu a jejich doba splatnosti se zpravidla pohybuje v horizontu několika týdnů. Ve většině vyspělých států jsou tyto cenné papíry považovány za bezrizikové a pro svojí krátkou dobu splatnosti mají i velmi nízké kurzové riziko. Jsou emitovány prostřednictvím aukcí. Přístup na tyto aukce mají pouze vybrané banky a obchodníci s cennými papíry. Sekundární obchody vládních pokladničních poukázek mají charakter mimoburzovních obchodů, na kterých většinou hrají základní úlohu tvůrci trhu. Ti se starají o kotaci nákupních a prodejních kurzů, při nichž se dá obchodovat.

Na českém trhu krátkodobých cenných papírů obíhají státní pokladniční poukázky emitované ministerstvem financí a pokladniční poukázky České národní banky (dále jen ČNB), jejichž primární emise jsou realizovány prostřednictvím Pravidel pro primární prodej krátkodobých dluhopisů v rámci systému trhu krátkodobých dluhopisů, který organizuje ČNB. Mají zaknihovanou podobu a jsou evidovány v Systému trhu krátkodobých dluhopisů (dále jen SKD), kde rovněž probíhá vypořádání jejich obchodů. Do poloviny roku 1997 byly tyto poukázky vydávány především za účelem sterilizace přílivu zahraničního kapitálu do České republiky.

Depozitní certifikáty emitují banky, a to za účelem získání krátkodobých zdrojů. Jejich doba splatnosti zpravidla nepřekročí 12 měsíců. Výnosová míra těchto krátkodobých dluhopisů je pravidelně vyšší, než u vládních pokladničních poukázek, a to z důvodu vyššího rizika. Jejich úrokové podmínky se mění podle aktuální situace v době emise. Podle výše nominální hodnoty je můžeme členit na velkoobchodní, které jsou emitovány ve vysokých hodnotách a do nichž investují zpravidla institucionální investoři a maloobchodní, které jsou určeny pro drobné vkladatele bank. Ty jsou emitovány s poměrně nízkým nominálem. V poslední době je možné se na vyspělých trzích setkat i s depozitními certifikáty s delší dobou splatností (18 měsíců nebo 2 roky). [20]

Tyto depozitní certifikáty nesou úrok jako běžné dluhopisy. Dále je možné se setkat s depozitními certifikáty s proměnlivým úročením, u kterých se úroková sazba pravidelně přizpůsobuje aktuální tržní úrokové úrovni.

Komerční papíry představují vlastní směnky, které emitují zpravidla velké korporace. Jako předcházející druhy krátkodobých dluhových instrumentů jsou i tyto upisovány na diskontované bázi a jejich doba splatnosti se pohybuje od jednoho do 270 dnů. I když je trh s komerčními papíry podstatně menší, než trh s vládními pokladničními poukázkami a depozitními certifikáty, pro firmy představuje významný zdroj peněžních prostředků, a to v podstatě s nižšími náklady, než je tomu prostřednictvím bankovních úvěrů. S nejrozvinutějším trhem komerčních papírů je možno se setkat v USA. Největšího rozmachu dosáhl tento trh v druhé polovině osmdesátých let, kdy se jeho největšími investory staly fondy peněžního trhu. Výnosová míra z těchto dluhopisů je vyšší než z pokladničních poukázek a depozitních certifikátů. Důvodem je větší rizikovost a nižší likvidita. Investoři je obvykle drží až do doby splatnosti.

Na **kapitálovém trhu** se upisují, nakupují a prodávají investiční nástroje s dobou splatnosti delší než jeden rok, respektive ty cenné papíry, jejichž doba splatnosti není stanovena. Jde o dluhové a majetkové cenné papíry. V souvislosti s kapitálovým trhem se setkáváme s pojmem „*investiční cenné papíry*“, což jsou:

- a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,
- b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky, se kterými lze obchodovat na kapitálovém trhu,

- c) cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů uvedených v písmenu a) nebo b), se kterými se běžně obchoduje na kapitálovém trhu, s výjimkou platebních nástrojů. [20]

V důsledku inovací dochází k odstraňování rozdílů mezi cennými papíry kapitálového a peněžního trhu, tudíž dochází i k poklesu významu tohoto segmentačního kritéria.

1.2 Primární a sekundární trh

Podle charakteru prodejů cenných papírů je možno trh rozdělit na primární a sekundární trh. **Primární trh** je rozhodující složkou celého systému trhu s cennými papíry. Není sice tak efektivní jako trh sekundární, ale právě na něm se naplňuje vlastní důvod existence finančního trhu a zároveň jeho základní úloha, která tkví v aktivizaci dočasné volných peněžních prostředků a alokaci tam, kde jsou schopny se s maximálním efektem zhodnotit.

Na primárním trhu jsou realizovány specifické obchody s cennými papíry, tzv. emisní obchody. Setkáváme se zde s upisovateli a emitenty, respektive s jejich pověřenými zástupci. Emitent organizuje komplex prací souvisejících s přípravou a vlastním provedením emise, včetně jejího následného zajišťování a podporování. Popřípadě si k tomu používá firem cenných papírů, což jsou univerzální banky, investiční banky nebo velcí obchodníci s cennými papíry. V závislosti na tom rozeznáváme.

- *Vlastní emise*, která sice může být někdy levnější, ale hodí se buď pro malé a ve svém okolí známé firmy, které nebudou mít problémy ani s právní ani s finanční stránkou emise, a pro které nebude problémem ani její umístění. Nebo pro velké a všeobecně známé firmy, které jsou schopny všechny očekávané i neočekávané problémy zvládnout vlastními silami.
- *Cizí emise*, kdy emisi zpravidla v celém komplexu provádí emisní konsorcium, v jehož čele stojí generální manažer emise. Především v souvislosti s formou řešení finančních vztahů a rizik je možno rozlišovat ručitelské, komisní a prodejní konsorcium. [20]

Z hlediska techniky umístění je možno rozlišovat:

- *veřejnou emisi*, přístupnou široké veřejnosti prostřednictvím veřejné nabídky, volného prodeje nebo tendru; je regulována ústředním regulačním orgánem,

který schvaluje předložený prospekt cenného papíru; obvykle je obchodována na veřejném trhu na základě registrace jejího organizátora,

- *soukromou emisí*, při níž jsou cenné papíry nabízeny vybraným individuálním nebo institucionálním investorům, kteří obvykle chtějí držet emitované cenné papíry po celou dobu jejich životnosti a nepožadují, aby byly registrovány k veřejnému obchodování na organizovaných trzích. Tyto skutečnosti pak podstatně ovlivňují povinnosti emitenta vůči regulačnímu orgánu, což značně snižuje náklady emise. [20]

Sekundární trh představuje nejznámější složku trhů s cennými papíry. Na sekundárním trhu dochází ke směně mezi jednotlivými investory. Mají-li obchody na primárním trhu především investiční charakter, pak obchody na sekundárním trhu jsou především obchody spekuláčními. Nejde o to držet cenné papíry do doby jejich splatnosti, ale o jejich opakované nákupy a prodeje v době, kdy je pro to vhodná příležitost. Nejedná se v podstatě ani o konkrétní cenný papír, ale o kursový, respektive cenový pohyb cenného papíru. Pokud prodejní cena převyší kupní cenu, potom spekulant dosahuje *kapitálového zisku*. To je hlavní motiv jeho účasti na trhu s cennými papíry. Sekundární trh cenných papírů je možné dále dělit na burzovní trhy cenných papírů a na mimoburzovní trhy cenných papírů.

Burzovní trhy cenných papírů jsou zvláštním způsobem organizované shromáždění osob, které probíhá na burzovním parketu (prezenční typ burzy), nebo se realizuje prostřednictvím počítačového systému (elektronický typ burzy). Na burzovním trhu probíhají obchody podle burzovních zákonů, pravidel a jsou stanoveny podmínky pro obchodované instrumenty.

Mimoburzovní trhy cenných papírů nejsou zpravidla regulovány burzovním zákonodárstvím a obchody se realizují přímo mezi bankami, investičními firmami nebo institucionálními investory. [14]

1.3 Regulovaný a neregulovaný trh

Podle úrovně organizovanosti trhu je možné dělit trh s investičními nástroji na regulovaný a neregulovaný. V České republice může **regulovaný trh** organizovat burza (burzovní trh) nebo organizátor mimoburzovního trhu s investičními nástroji (mimoburzovní trh).

Burza cenných papírů, jako vysoce organizovaná forma trhu, slouží k uzavírání

obchodů se zastupitelnými cennými papíry. V České republice jsou zastupitelné cenné papíry vymezeny jako cenné papíry stejného druhu, které jsou vydány stejnou osobou ve stejné podobě a formě a vznikají z nich stejná práva. Burzovní obchody se konají pravidelně v určenou dobu a na určeném místě, přičemž obchodů se smí účastnit pouze vymezený okruh osob. Burzy cenných papírů, které mohou mít soukromoprávní nebo veřejnoprávní právní formu, mají pevnou vnitřní organizační strukturu. Tyto orgány rozhodují o podmínkách obchodování na burze, o podmínkách obchodovatelnosti cenných papírů, o okruhu osob oprávněných obchodovat, o způsobu stanovení kurzů cenných papírů, o burzovních poplatcích a dalších významných otázkách ovlivňujících chod burzy.

V rozvinuté tržní ekonomice je možno vymezit následující funkce burzy cenných papírů:

- *tržní*, jejíž podstata spočívá v zabezpečování velkých objemů obchodů s cennými papíry, ve stanovení kurzů cenných papírů a v zajišťování likvidity, která spočívá v konsolidaci krátkodobých dluhů bank,
- *konsolidační*, která spočívá v konsolidaci krátkodobých dluhů bank,
- *vyrovnávací*, která spočívá ve vyrovnávání vztahů mezi úsporami a investicemi,
- *selekční*, která spočívá ve výběru úspěšných emitentů. [20]

Pokud jde o kurz cenných papírů obchodovaných na burze, pak základním faktorem ovlivňujícím jeho úroveň je vztah mezi nabídkou a poptávkou po konkrétním majetkovém nebo dluhovém cenném papíru. Nabídku představují existující cenné papíry a poptávku pak peníze investorů. V České republice existují dvě burzy cenných papírů, a to Burza cenných papírů Praha a RM-systém.

Součástí regulovaného trhu je rovněž mimoburzovní trh. **Mimoburzovní trh** vznikl jako důsledek určitých zvláštností, jimiž se vyznačují burzy a jeho snahou je se těmito specifikům vyhnout. Za hlavní důvody vzniku a rozvoje mimoburzovního trhu je možno považovat následující 4 body.

1. Současná rychle se měnící a rozvíjející světová ekonomika je především ekonomikou mladých firem převážně menší a střední velikosti, které jsou nositelem rozhodujícího počtu inovačních záměrů. Aby tyto firmy mohli své inovační záměry realizovat, tak se pochopitelně stávají nositelem poptávky v obchodu s finančními přebytky. Cenné papíry těchto firem však obvykle mají jenom malou šanci být kótovány na významnějších burzách, které pečlivě

zkoumají bonitu cenných papírů před rozhodnutím o jejich přijetí či nepřijetí k obchodování. Burzovní předpisy poměrně striktně vyžadují náležitou historii firmy a tak tyto mladé firmy musí většinou hledat požadované finanční zdroje na mimoburzovních trzích.

2. Obchodování na stanoveném místě a ve stanoveném čase patří k základním charakteristikám burzovních obchodů. Obchodování obvykle trvá několik málo hodin a po jejím skončení není obvykle možné s kótovanými cennými papíry mimo příslušnou burzu nadále obchodovat. Investoři by však chtěli obchodovat nepřetržitě, což také vede k zakládání mimoburzovních systémů, umožňujících obchodovat 24 hodin denně. Moderní technologie umožňují v dnešní době organizovat obchody nezávisle na místě sídla burzy. Tato skutečnost zejména se stala významným impulsem pro rozvoj mimoburzovního obchodu ve Spojených státech, kde se tento obchod původně rozvinul jako obchod po telefonu.
3. Obchodování na burze je nákladově dosti náročné, a to především z důvodu různých poplatků, které členové a burzovní obchodníci umožňují ve svých provizích a jiných odměnách. Za důsledek to mělo ten efekt, že velcí institucionální investoři vytvořili vlastní mimoburzovní obchodní systémy- Ariel, Instinet aj., na kterých realizují své obchody s nižšími transakčními náklady.
4. Časté technické, organizační a jiné závady burz a burzovních obchodů vyvolávají přirozenou snahu nabídnout investorům, emitentům a poskytovatelům finančních služeb lepší konkurenční prostředí a tak je získat pro nové, odlišné obchodní systémy.

Mimoburzovní trhy jsou pochopitelně regulovány příslušnými legislativními normami i interními předpisy a podléhají odpovídajícímu doзору. Tyto předpisy však ve značné míře akceptují svéráznost a různorodost těchto trhů, což pochopitelně přispívá k jejich oblibě a rychlému rozvoji. Vzhledem k neúplnosti údajů je těžké zjistit počet obchodů vztahujících se k podílu mimoburzovních obchodů na celkových objemech obchodních transakcí s cennými papíry, je možné konstatovat, že například v USA je systém NASDAQ (National Association Security Dealers and Brokers Automated Quotations) největším akciovým trhem, který obchoduje s více než 5000 akciovými tituly. V Německu dosahují obchody na mimoburzovních trzích často až 80% z celkových sekundárních obchodů. Obchoduje se zde především se státními dluhopisy,

komunálními dluhopisy a s akciemi společností, které nebyly přijaty k burzovním obchodům.

Globalizační tendence, projevující se ve vzájemném sblížení mezi největšími, ale i jinými světovými burzami, se významně projevují i v mimoburzovním obchodování. Otevření systému NASDAQ International v Londýně je tomu jasným důkazem. Postupující computerizace a internetizace značně stírá rozdíly mezi burzovními a mimoburzovními trhy. Tento trend bude pravděpodobně pokračovat i nadále a rozlišování mezi burzovními a mimoburzovními trhy za relativně krátkou dobu ztratí své opodstatnění. Nové sekundární trhy budou kompletně v elektronické podobě a budou rozčleněny podle potřeb jejich permanentního rozvoje.

Neregulovaný trh je komplex vztahů a procesů, které vznikají, probíhají a završují se mezi jednotlivými subjekty, aniž by tyto vztahy a procesy byli nějakým způsobem spojeny s regulovaným trhem. Obchodování na neregulovaném trhu tedy znamená, že se v České republice obchoduje mimo Burzu cenných papírů Praha (BCPP) a RM-SYSTÉM (RMS). Nicméně se zde můžou obchodovat jak cenné papíry obchodované na BCPP, tak v RMS. Uskutečnění transakce s cennými papíry mimo regulovaný trh vychází z rozhodnutí subjektů. Druhým důvodem může být rozhodnutí regulátora, emitenta nebo organizátora regulovaného trhu, že konkrétní cenný papír nebude připuštěn k obchodování na regulovaném trhu. Podmínky obchodu se dohadují přímo mezi obchodníkem a investorem. Obchodník má zpravidla lepší přístup k informacím, než investor, tudíž zde hrozí nebezpečí, že investor uzavře obchod za nevýhodných podmínek. [20]

1.4 Promptní a termínové trhy

Trhy cenných papírů je také možno členit podle formy vztahu mezi uzavřením obchodu a jeho faktickou realizací a vypořádáním, a to na promptní (spotové) a na termínové (lhůtní).

Cenné papíry na **promptních trzích** jsou zaplacený bez zbytečného odkladu, po realizaci nezbytných technických operací, které s danou obchodní transakcí souvisejí. Zúčtování cenných papírů se tedy může uskutečnit ihned po uzavření obchodu. Ve skutečnosti se ale pohybuje v intervalech, které se na jednotlivých veřejných trzích liší. Záleží na charakteristikách používaných obchodních systémů. Tyto skutečnosti jsou vyjádřeny například symbolem T + 0. Tento symbol znamená, že vypořádání obchodu

je uskutečněno v čase 0, tedy v reálném čase. $T + 1$ až $T + X$ znamená počet dnů po uzavření obchodu.

Na promptních trzích bývají obvykle realizovány obchody *efektivní* (skutečné), kde se předpokládá, že je uzavřen skutečný nákup a prodej cenných papírů. Protipólem skutečných obchodů jsou obchody *diferenční* (rozdílové), ve kterých nejde o získání cenného papíru, ale o cenový rozdíl, jehož vznik je očekáván v průběhu doby, která uběhne mezi uzavřením obchodu a dohodnutým termínem plnění.

Termínové trhy jsou určeny pro obchodování s kontrakty na dodání investičních instrumentů v budoucnosti, přičemž existuje delší časová lhůta mezi uzavřením obchodu a dodáním cenných papírů. Na těchto trzích se v nejčistší podobě realizuje snaha účastníků transakcí odhadnout budoucí vývoj kurzů a na tomto odhadu se poté rozhodnout o nákupu či prodeji, jeho formách, časovém horizontu, ceně a řadě dalších skutečností, které jsou pro tyto trhy charakteristické. Na tomto trhu je možné se setkat se spekulacemi na vzrůst či pokles kurzů, zajišťovacími nákupy a prodeji cenných papírů a s velkým množstvím finančních derivátů. Základními druhy finančních derivátů jsou opce, futures a swapy. Podrobnější popis finančních derivátů zachycuje kapitola 2.

Existují dvě základní formy obchodů realizovaných na termínových trzích, a to termínové obchody fixní a termínové obchody podmíněné. *Fixní obchody* představují klasickou formu termínových obchodů. Prodávající je povinen ke dni plnění bezpodmínečně dodat cenné papíry a kupující musí tyto cenné papíry bezpodmínečně převzít a zaplatit.

K základním charakteristikám *podmíněných termínových obchodů* patří například možnost za určitých podmínek a po zaplacení stanovené peněžní částky od plnění obchodu odstoupit, respektive lze omezit výši možné ztráty nebo zisku u jednoho nebo obou účastníků obchodu. [20]

1.5 Národní trhy, zahraniční trhy a eurotrhy

Podle teritoriálního hlediska, respektive významu jednotlivých trhů, dělíme jednotlivé trhy na národní, zahraniční a eurotrhy.

Na **národních trzích** jsou obchodovány cenné papíry, které jsou emitované emitenty dané země v národní měně. Obchody probíhají podle pravidel, které jsou určovány národními regulátory a jimi pověřenými institucemi.

Na **zahraničních trzích** se obchoduje s cennými papíry zahraničních emitentů, které jsou denominovány v té zahraniční měně, ve které je obchod realizován. I tyto obchody probíhají podle pravidel a podmínek stanovených národním regulátorem. Tyto trhy nejsou zpravidla volně přístupné a jsou na nich zavedeny určité restriktce, jako je například omezení obchodů pouze na stanovené druhy emitovaných cenných papírů. Emitenti zde také mají rozsáhlé a přísně sledované informační povinnosti.

Na **eurotržích** jsou obchodovány cenné papíry, které jsou denominovány v euroměnách, a to bez ohledu na měnu země, ve které se obchodují. Příkladem mohou být trhy eurodluhopisů, které zpravidla nepodléhají žádné centrální regulaci a jejichž nové emise dosáhli v roce 1996 objemu kolem 590 miliard amerických dolarů (USD). Členění trhů na národní, zahraniční a eurotrhy poslední dobou ztrácí na svém významu. Důvodem je probíhající globalizační trend a rozvoj informačních technologií. [20]

2 Cenné papíry a jejich druhy

Cenný papír je v nejobecnějším vyjádření veřejně vydaná listina, se kterou je spojeno určité právo oprávněného majitele. Listina, která je cenným papírem, může být nahrazena zápisem ve stanovené evidenci a může se s ní obchodovat. [11]

V dnešní době existuje nepřehledné množství druhů cenných papírů, přitom neustále vznikají další a zdá se, že tento trend bude pokračovat i nadále. Za cenný papír se v ustanovení §1 zákona č. 591/1992 Sb., o cenných papírech považují zejména akcie, zatímní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy. [33]

Investičními nástroji v ustanovení §3 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu jsou investiční cenné papíry, cenné papíry kolektivního investování, nástroje peněžního trhu, opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, měnovým kurzům, úrokové míře nebo úrokovému výnosu, jakož i jiným derivátům, finančním indexům či finančním kvantitativně vyjádřeným ukazatelům, a ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích nebo právo na dodání majetkové hodnoty, k níž se jejich hodnota vztahuje. [34]

2.1 Akcie

Akcie je podle obchodního zákoníku definována v ustanovení §155 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů, následujícím způsobem: *Akcie je cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.*

Jedná se o investiční cenný papír, který akciová společnost vydává za účelem získání kapitálu pro svůj vznik nebo další rozvoj. Akcie vyjadřuje podíl na majetku společnosti, která tento cenný papír vydala, a s kterým jsou spojena určitá práva. Například právo podílet se na zisku společnosti formou dividendy, právo účastnit se a hlasovat na valné hromadě akcionářů, nebo se podílet na likvidačním zůstatku společnosti. [2]

Následující dva druhy akcií vypovídají o tom, jaká práva jsou spojená s držením těchto akcií.

- **Akcie kmenové (základní)** opravňují vlastníky pobírat dividendu. Na rozdíl od

dluhopisu ale není výše dividendy předem známa. Známa není ani skutečnost, zda vůbec bude dividenda vyplacena. Rozhodnutí o vyplacení dividendy (podílů na zisku) je plně v pravomoci valné hromady akcionářů a i v případě, že společnost je plně zisková, může management společnosti navrhnout valné hromadě zadržet zisk za účelem jeho reinvestice. Majitele kmenových akcií nadále opravňuje účastnit se valné hromady a využívat hlasovací právo.

- **Akcie prioritní (přednostní)** nabývají některých práv, které kmenové akcie nemají. Nejčastěji jde o přednostní právo na výplatu dividendy. Stanovy však mohou určit, že s prioritními akciemi nemusí být spojeno hlasovací právo.

V souvislosti se vstupem České republiky (ČR) do Evropské unie (EU) byla diskutována otázka takzvaných **zlatých akcií**. Jde o akcie, s kterými mohou stanovy akciové společnosti založené Fondem národního majetku České republiky nebo Pozemkovým fondem České republiky spojit zvláštní práva, která jsou spojená s výkonem hlasovacího práva pro uvedené subjekty při privatizaci. Zlaté akcie nejsou emitovány pouze na území České republiky.

Akciová společnost může za určitých, zákonem přesně stanovených podmínek nabývat vlastní akcie. Na vyspělých kapitálových trzích se tímto způsobem společnost zachová v případě, že hodlá vyplácet dividendy a touto formou ovlivňuje velikost vypláceného zisku k rozdělení. Tato oblast je předmětem právní regulace. Právní úprava zabývající se nabýváním vlastních akcií v České republice je upravena v obchodním zákoníku.

Je důležité zmínit, že v případě nabývání vlastních akcií platí zákaz diskriminace. O ceně rozhoduje nejvyšší orgán společnosti, tedy valná hromada. Ta také určuje minimální a maximální kupní cenu. Jestliže jsou akcie veřejně obchodovatelné, tak to znamená, že jsou obchodovány na sekundárních kapitálových trzích. Výsledkem obchodování je potom kurz akcie neboli tržní cena, která reflektuje střet nabídky a poptávky. Určit teoreticky správnou cenu akcie a odhadnout její možné budoucí chování je ovšem velmi obtížné a neexistuje žádná jednotná metodologie jako v případě některých typů dluhopisů. [11]

2.1.1 Metody ohodnocování akcií

Postupů, metod a přístupů pro ohodnocování akcií je celá řada a není výjimkou, že mnohdy při jednom postupu dostaneme zcela jiné výsledky než při postupu jiném, a to

často i protikladné. I přes velkou rozmanitost metod je možné vysledovat čtyři základní přístupy:

1. fundamentální,
2. technickou analýzu,
3. psychologickou analýzu a
4. teorii efektivních trhů.

2.1.1.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza zkoumá vliv na cenu akcie na makroekonomické úrovni, odvětvové úrovni, tak i na úrovni jednotlivých společností. Usiluje o nalezení odpovědi na otázku, zda firma, do jejichž akcií hodláme investovat, je skutečně dobrou firmou.

Nejvýznamnější skupinou faktorů, které ovlivňují akciové kurzy, jsou makroekonomické faktory. Ty způsobují pohyb akciových kurzů z více než 50%. Odvětvovými vlivy jsou akciové kurzy ovlivněny v průměru z 13%. [14]

Fundamentální analýza předpokládá, že každá akcie má svoji vnitřní hodnotu. Tato vnitřní hodnota vychází z historických dat o hospodaření společnosti. Aktuální kurz akcie se potom pohybuje kolem této vnitřní hodnoty. Za použití finančních analýz se fundamentální analýza snaží zjistit vnitřní hodnotu a poté prognózovat budoucí vývoj společnosti. Tyto údaje se potom srovnávají s aktuálním kurzem a zjišťuje se, zda je akcie podhodnocena nebo nadhodnocena. Pokud je akcie podhodnocena, vyvolá to impuls k nákupu, naopak pokud je nadhodnocena, vyvolá to impuls k prodeji. Existuje množství různých postupů, modelů a výpočtů ke zjišťování vnitřní hodnoty akcie. Patří mezi ně například dividendový diskontní model, ziskové modely, cash-flow model apod. Důvodem existence vícero modelů pro určení vnitřní hodnoty akcie je ten, že každý investor od svých akcií očekává něco jiného. Při investování do akcií jsou užitečná základní fundamentální data o společnostech, která jsou nedílnou součástí rozhodovacího procesu. Z obsahu fundamentální analýzy lze považovat za základní tyto údaje.

- **Tržní kapitalizace-** tržní kapitalizace firmy se získá vynásobením počtu emitovaných akcií s tržní cenou jedné akcie.
- **Účetní hodnota na akcii**

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{(vlastní kapitál – prioritní akcie)}}{\text{počet vydaných kmenových akcií}}$$

Toto číslo určuje hodnotu akcie podle účetních výkazů společnosti, která ji vydala. Z těchto čísel je potom možné vycházet při stanovování tržní hodnoty akcie.

- **Cena/účetní hodnota-** obecně platí, že čím lepší společnost, tím vyšší hodnota. U méně známých společností s nejasným výhledem toto číslo klesá.
- **Tržby** společnosti za poslední účetní rok.
- **Cena/tržby-** poměr ceny a tržeb na jednu akcii by měl být menší, než 2.
- **Zisk na akcii-** zisk na akcii je nejsledovanější hodnotou každé společnosti. Akcionářům podává informace, zda je podnikání úspěšně. Z čistého zisku mohou být vypláceny dividendy, a to zpravidla ročně, v případě amerických společností často i čtvrtletně.
- **P/E ratio-** price-earnings ratio neboli kurz akcie vydělený ziskem na jednu akcii říká, kolik peněžních jednotek je investor ochoten zaplatit za jednu jednotku zisku.
- **Zisková marže-** zisková marže je procentním vyjádřením čistého zisku z tržeb společnosti.

$$\text{Zisková marže} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{celkové tržby}} \times 100$$

- **Rentabilita vlastního kapitálu-** ukazuje schopnost zhodnocovat vložený kapitál.

$$ROE = \frac{\text{čistý zisk na jednu akcii}}{\text{vlastní kapitál na jednu akcii}} \times 100$$

- **Rentabilita aktiv-** ukazatel představuje výsledný efekt dosahovaný z celkového kapitálu.

$$ROA = \frac{(\text{čistý zisk} + \text{úroky po zdanění})}{\text{celková aktiva}}$$

- **Dividendový výnos-** dividendový výnos vyjadřuje procentuální výnos z dividend při aktuální ceně. U většiny akcionářů se jedná o jediný příjem z držení akcií, kromě výnosu z nárůstu hodnoty akcie. [10]

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na jednu akcii}}{\text{kurz akcie}}$$

2.1.1.2 Technická analýza

Technická analýza je postavena na publikovaných tržních datech. Za tato data považujeme tržní ceny jednotlivých akcií, indexy, objemy obchodů a technické indikátory. Hlavním cílem analytiků technické analýzy je prognózování krátkodobých cenových pohybů individuálních akcií a akciových indexů, přičemž je ani tak nezajímá cenová úroveň, jako odhad cenových změn. Následující body vymezují definiční znaky technické analýzy:

- je založena na publikovaných tržních datech,
- středem pozornosti je načasování nákupních nebo prodejních rozhodnutí a zaměření na cenové změny,
- je postavena na interních faktorech při analyzování pohybu akcií a celkového trhu, což kontrastuje s fundamentální analýzou, která velmi intenzivně využívá externích faktorů,
- koncentruje se spíše na krátké období. Většina metod technické analýzy se snaží identifikovat cenové změny v relativně krátké periodě. [14]

Technická analýza je založena na předpokladu, že tržní ceny akcií odrážejí optimismus či pesimismus účastníků trhů. Poněvadž všichni investoři nesouhlasí s aktuálním kursem, určujícím faktorem v určitém okamžiku je čistá poptávka po akciích, která je založena na podílu optimistických a pesimistických investorů. Podíl optimistů a pesimistů bude v krátkém období nadále pokračovat a tuto „náladu“ lze identifikovat pomocí různých technických indikátorů.

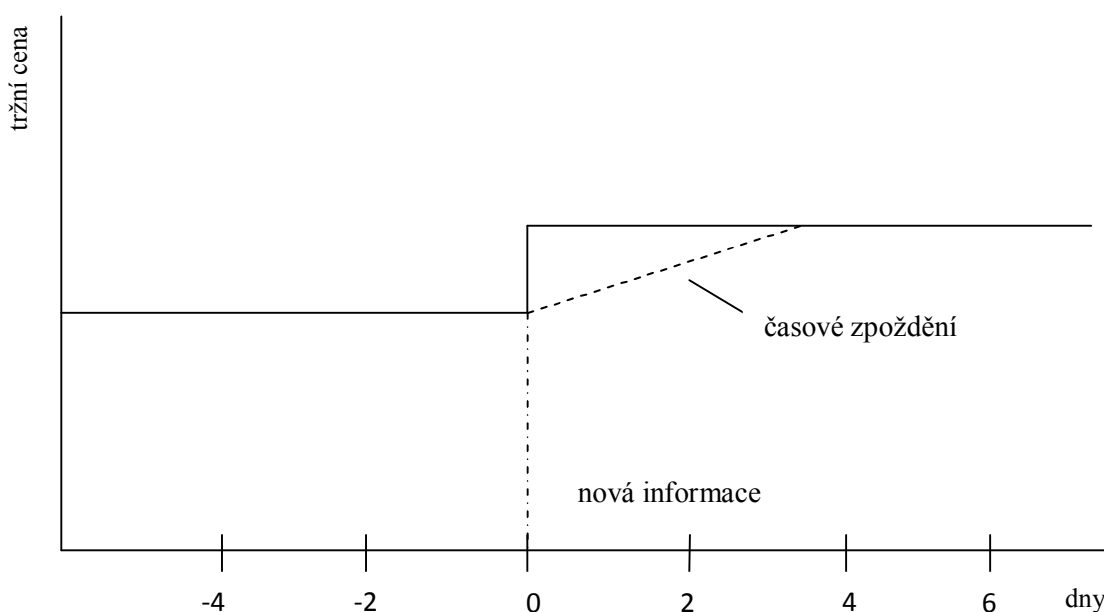
Akciové kurzy se ve „světě technických analytiků“ přizpůsobují novým informacím postupně a vždy tedy trvá nějakou dobu, než se vytvoří nová rovnovážná cena. Techničtí analytici předpokládají, že začátek procesu přizpůsobování může být včas odhalen. Základem však je rychlé poznání vztahu mezi poptávkou a nabídkou a realizace vhodné investiční strategie. Technická analýza je založena na několika základních předpokladech, které jsou vymezeny v následujících bodech:

1. Tržní cena akcií je určována pouze prostřednictvím vztahu mezi nabídkou a poptávkou
2. Nabídka a poptávka po akciích je ovlivňována jak fundamentálními, tak psychologickými faktory.
3. Akciové kurzy se pohybují v trendech, poněvadž trvá určitou dobu (někdy

i poměrně dlouhou), než se tržní cena přizpůsobí nové rovnovážné úrovni.

4. Změna trendu je způsobena posunem nabídky a poptávky.
5. Změny trendů mohou být včas identifikovány prostřednictvím studia historických cen a objemů obchodů.
6. Mnoho znázornění kurzového průběhu se pravidelně opakuje a umožňuje tak prognózy budoucího kurzového vývoje. [14]

Klíčovým předpokladem technické analýzy je bod 3, který vypovídá o tom, že historická data mohou být použita pro predikci budoucího vývoje kurzu. Časové přizpůsobování je poměrně dlouhé, což dává při včasné reakci naději na nadprůměrný kurzový zisk, což je ale v rozporu s teorií efektivního trhu. Teorie efektivního trhu předpokládá, že kurzy cenných papírů jsou ovlivňovány pouze objektivními informacemi, tržní cena akcie představuje objektivní hodnotu a na trhu nelze najít podhodnocené nebo nadhodnocené tituly. Podrobněji je teorie efektivních trhů popsána v kapitole 2.1.1.4. Časové přizpůsobování tržní ceny akcie znázorňuje Obrázek 1.



Obrázek 1: Tržní cena a nové informace

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z [14])

2.1.1.3 Psychologická analýza

Psychologická analýza soustřeďuje pozornost na psychologii chování investorů. Tento faktor je považován za velmi důležitý především v krátkodobém investičním horizontu. V roce 1987 přišel s moderní verzí investiční teorie André Kostolany. **Kostolanyho burzovní psychologie** vychází z předpokladu, že existují rozdílné

kurzotvorné faktory pro krátké, střední a dlouhé období. Celková hospodářská situace nemá v krátkém období žádný vliv na chování akciových kurzů. V období mezi jedním až třemi lety jsou podle Kostolanyho rozhodujícími kurzotvornými faktory změny úrokových sazeb a likvidita na kapitálových trzích. V dlouhém období pak za dominantní faktory považuje vývoj hospodářství. Kostolanyho burzovní psychologie rozděluje burzovní účastníky do dvou skupin, a to na hráče a spekulanty.

Hráči mají motivaci dosáhnout kursový zisk během několika dnů nebo týdnů. Investují na základě „horkých tipů“. Chovají se stejně, jako naprostá většina účastníků trhu. Kupují, když jejich soused kupuje, prodávají, když jejich soused prodal. Psychologií těchto burzovních účastníků je v identifikaci hráčů a ne v analýze národohospodářských veličin.

Spekulanti představují podstatně menší část publika. Nechovají se emocionálně, mají vlastní představy a myšlenky. Jejich prognózy jsou většinou podloženy určitými argumenty. Ty mohou být mylné, ale je důležité, že to jsou určité názory a ne pouze psychologické reakce na nové zprávy nebo události. [14]

V rámci psychologických analýz se také rozvíjí obor takzvaných **behaviorálních financí**. Základní myšlenka tohoto přístupu tkví v tom, že při formování očekávání mají lidé tendenci přiřazovat možným budoucím stavům pravděpodobnosti v závislosti na tom, jak moc se podobají stavům, které nedávno nastaly. Přestože tento postup umožňuje zpracovat velké množství dat, za určitých okolností může způsobit, že investoři přikládají příliš velkou váhu některým jevům při formování svých očekávání.

Investoři na finančních trzích například chybně zhodnotí výkonnost některých společností. Pokud daná společnost vykazovala po delší dobu horší výsledky hospodaření, budou investoři tuto společnost považovat za podprůměrnou s tím, že společnost bude patřit mezi podprůměrné i v budoucnosti. Investoři budou danou společnost přehlížet, protože přikládají velký význam minulým výsledkům, čímž podhodnotí cenu jejich akcií. Behaviorální investoři se snaží takto podhodnocené akcie vyhledávat a včas kupovat. Poté, co bude společnost opět vykazovat dobré výsledky a chyba bude odhalena, tak cena akcií nakonec vzroste.

Při formování očekávání vycházejí někdy lidé z určitého počátečního bodu, například z ceny, ke kterému své odhady vztahují. Příkladem je zkušený prodejce aut, který začíná nabízet auto za poměrně vysokou cenu, z které však postupně sleví. Zákazník se po snížení ceny bude domnívat, že nižší cena je cenou „dobrou“. Obecněji řečeno, nabídka se snaží formovat poptávku podle svého. V souvislosti s cennými

papíry způsobuje tento omyl nesprávné ocenění cenných papírů. Pokud společnost začne vykazovat velmi dobré výsledky hospodaření, může se objevit spekulace, že lepší výsledky hospodaření jsou pouze dočasné a trh jako celek tuto novou informaci podhodnotí. Tím pádem se ceny akcií nezmění. Investoři však svá stanoviska dokážou přehodnotit. Pokud společnost i nadále vykazuje dobré výsledky, ceny akcií nakonec stoupnou. Podaří-li se investorům takto podhodnocené akcie odhalit, mohou dosáhnout zajímavých zisků. A přesně o to se snaží behaviorální investoři. Ti v podstatě těží z chyb lidského chování.

Vyhledávání špatně oceněných akcií na trhu však není vůbec jednoduché. Většina akcií bude pravděpodobně správně oceněna. Nicméně existují situace, kdy dochází k nesprávnému ocenění. S nesprávným oceněním se pak objevují příležitosti k vyšším ziskům. [11]

2.1.1.4 Teorie efektivních trhů

Teorie efektivních trhů popisuje chování kurzů cenných papírů, které poprvé formuloval v roce 1970 profesor Eugen Fama. Myšlenka této teorie tkví v tom, že kurzy cenných papírů prakticky okamžitě a správně absorbují veškeré dostupné relevantní informace a očekávání. Tyto cenné papíry jsou tudíž v každém okamžiku správně ohodnoceny. Díky této teorii nelze nacházet podhodnocené nebo nadhodnocené cenné papíry. Výnosy nelze zvýšit studiem historických údajů, ani fundamentální či technickou analýzou, jelikož informace přicházejí náhodně a minulé údaje nemají žádný vliv na budoucnost. Pokud tedy investor dosahuje nadprůměrných výnosů, je to pouze na základě náhody, nikoliv jeho schopnostmi. Prakticky se rozlišuje mezi třemi formami efektivnosti: slabé, středně silné a silné. [25]

Slabá verze říká, že akciové kurzy v sobě zahrnují všechny historické údaje a informace, které se dají získat analýzou tržních dat (historie cen, objemů obchodování, úrokových měr apod.). Při platnosti slabé formy efektivnosti by studování technické analýzy zcela postrádalo smysl, jelikož by ztratila na svém významu. Historická data jsou veřejně dostupná za prakticky nulové náklady, a pokud by se v těchto datech vyskytl nějaký signál, všichni investoři by se rychle naučili daného signálu využít. Nakonec by signál pozbyl na významu.

Středně-silná verze říká, že současná cena cenného papíru v sobě nese nejenom historické údaje, ale i všechny další veřejně dostupné současné informace, které se týkají společnosti. Údaje se týkají například produkce, kvality managementu, výročních

zpráv a podobně. Pokud jsou data veřejně dostupná, tak potom by údaje z nich měly být obsaženy i v cenách. Budoucí vývoj tudíž nelze předvídat nejen na základě technické, ale ani na základě fundamentální analýzy.

Silná verze říká, že aktuální kurzy obsahují nejen veškeré historické údaje a aktuální veřejné údaje, ale i veškeré současné neveřejné informace. Tím se tato verze stává nejkontroverznější. Málokdo by souhlasil s tím, že široká investiční veřejnost má stejný přístup k informacím o dané firmě jako její management. V daném případě postrádá smysl jakákoliv analýza a neveřejné informace.

Efektivní trh je tedy takový trh, kde se setkává velké množství racionálně uvažujících investorů, kteří se snaží maximalizovat svůj výnos a kde veškeré relevantní informace jsou bezplatně dostupné všem účastníkům trhu. Také bude v každém momentě aktuální tržní cena tím nejlepším odhadem vnitřní hodnoty akcie. [25]

Hypotéza efektivních trhů je i přes mnoho diskusí všeobecně přijímána. Zatímco ve prospěch slabé i středně silné formy efektivnosti hovoří mnoho studií, situace kolem silné formy je komplikovanější. Neveřejné informace se vždy budou testovat jen obtížně.

2.1.2 Akciové indexy

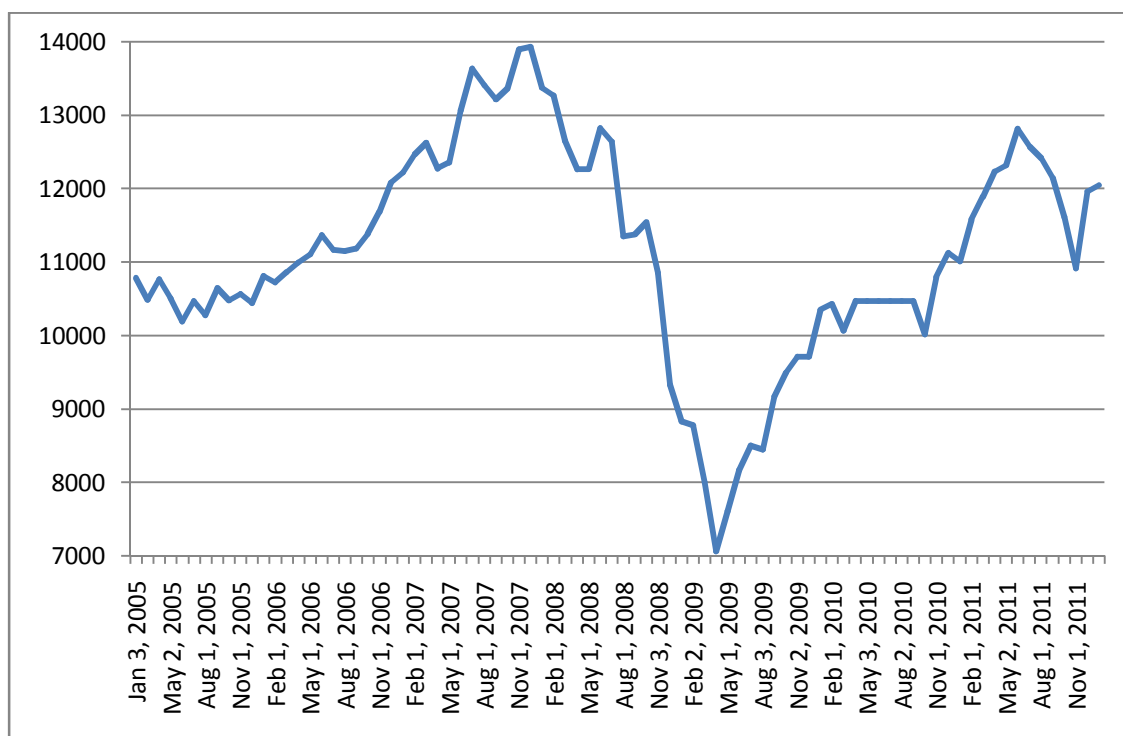
Akciové indexy vznikly za účelem měření celkové situace na akciových trzích. Akciový index vypovídá o aktuálním vývoji na trhu. Účastník trhu získává prostřednictvím tohoto akciového indexu informaci o tom, jak si trh s cennými papíry vede. Index slouží k jednoduchému srovnání určité investice s vývojem konkrétního trhu. Každý index by měl zahrnovat tyto základní vlastnosti:

- **reprezentativnost**- vybraný vzorek akcií a cenných papírů obsahuje všechny důležité cenné papíry daného druhu,
- **váha indexu**- každý cenný papír je v příslušném indexu zastoupen svou vahou, ta odpovídá podílu tržní hodnoty daného cenného papíru na všech cenných papírech v daném indexu,
- **přehlednost**- index je vyjádřen v jednotkách, které jsou přehledné a podávají základní informace.

Každá burza, i mimoburzovních trh, disponuje svým vlastním indexem. Indexy je možné rozdělit na výběrové, které obsahuje pouze určité akcie, a na souhrnné indexy, které obsahují všechny akcie dané burzy. [9]

2.1.2.1 Index Dow Jones Industrial Average

Index Dow Jones Industrial Average (DJIA) byl poprvé zveřejněn v roce 1896. V té době začínal s 12 akciovými tituly průmyslových společností. Výpočet tohoto indexu probíhal prostřednictvím prostého aritmetického průměru. Tudíž se sečetlo 12 aktuálních cen akcií jednotlivých společností a výsledek se podělil dvanácti. Z dvanácti původních společností se dodnes v indexu udržela pouze jedna, a to General Electric Co. Další společnosti se buď zcela vytratili, anebo se transformovaly do společností, které jsou dodnes aktivní. Od 1. října 1928 obchoduje Dow Jones s 30 tituly společností, což zůstává dodnes. Jedná se o prvotřídní akciové tituly. Vývoj indexu od počátku roku 2005 až téměř do konce roku 2011 znázorňuje Obrázek 2.



Obrázek 2: Vývoj DJIA od 3.1.2005 do 1.11.2011

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://finance.yahoo.com>)

Výpočet indexu se od počátku téměř nezměnil. Čítec se stále skládá ze součtu cen akcií všech třiceti společností. Změna je pouze ve jmenovateli, ten už nemá hodnotu 30, jak by se mohlo zdát. Během existence indexu totiž mnohokrát došlo ke štěpení akcií, což se muselo projevit ve výpočtu indexu. Mnoho společností se různě proměňovalo a některé zanikly.

V průběhu existence indexu byl jmenovatel měněn několikrát. Například v srpnu 2000 byl změněn na hodnotu 0,1706, což vysvětluje skutečnost, že se index může

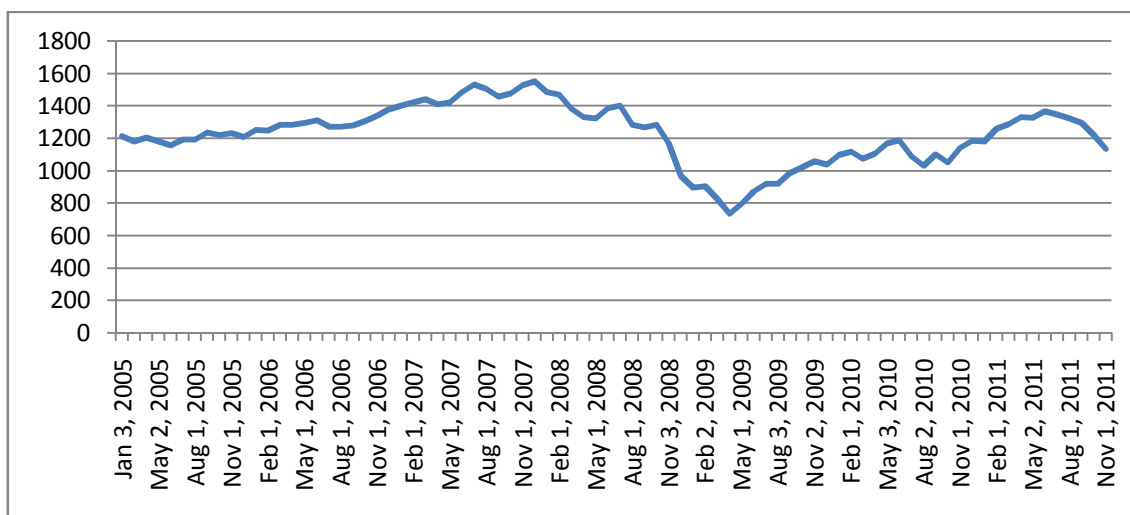
pohybovat kolem 10 000, aniž by jediná akcie v tomto indexu této ceny dosahovala. Dow Jones je tzv. cenově vážený index, což znamená, že společnostem s vyšší akcií připadá vyšší podíl v indexu. Tyto akcie nejlépe reprezentují americkou ekonomiku. [11]

2.1.2.2 Index Standard & Poor's 500

Index Standard & Poor's 500 (S&P 500) je považován za měřítko výkonnosti amerického akciového trhu. Zahrnuje akcie 500 výhradně amerických společností reprezentující dané odvětví a mající velký podíl na trhu. Nutno dodat, že jsou dostatečně stabilní. Převážná většina akcií indexu S&P 500 je obchodována na New York Stock Exchange (NYSE), tedy na new-yorské burze. Ostatní akcie jsou obchodovány na NASDAQu a zlomek na American Stock Exchange (AMEX).

Index S&P 500 vznikl v roce 1957 a je vážen podle tržní kapitalizace, tudíž změny cen akcií s vyšší tržní kapitalizací mají vyšší vliv na změnu indexu, než změny cen akcií s nižší tržní kapitalizací. Po zavedení indexu byla hodnota propočítána na 45 bodů, v současnosti činí její hodnota kolem 1000 bodů. [9]

Vývoj indexu od počátku roku 2005 až téměř do konce roku 2011 znázorňuje Obrázek 3.



Obrázek 3: Vývoj indexu S&P 500 od 3.1.2005 do 1.11.2011

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://finance.yahoo.com>)

2.1.2.3 Index PX

Index PX je oficiálním indexem Burzy cenných papírů Praha. Svůj první index PX 50 zavedla při příležitosti prvního výročí zahájení obchodování. Metoda výpočtu

indexu je ve shodě s metodologií International Finance Corporation (IFC) doporučenou pro tvorbu indexů na vznikajících trzích. [11]

Stručnou charakteristiku Indexu PX popisuje Tabulka 1.

Tabulka 1: Popis indexu PX

Stručný popis indexu PX	
Název indexu	PX
Typ indexu	Cenový index blue chip emisí
Vážení	Tržní kapitalizace
Maximální váha	20% (v rozhodném dnu)
Počet bazických emisí	Variabilní
Výchozí datum	5. 4. 1994 (index PX převzal historii indexu PX 50)
Vzorec	$PX(t) = K(t) \times \frac{M(t)}{M(0)} \times 1000$ <p>M(t)= tržní kapitalizace báze v čase t M(0)= tržní kapitalizace báze ve výchozím datu (5. 4. 1994) K(t)= faktor zřetězení v čase t</p>
Výpočetní doba	9:11 - 16:28 hodin (obchodování v rámci cenotvorných segmentů)
Frekvence výpočtu	Každých 15 vteřin
Periodická aktualizace	První burzovní den následující po třetím pátku v měsících březnu, červnu, září a prosinci

Zdroj: vlastní zpracování (data převzata z <http://www.bcpp.cz/>)

Nejprve bylo rozhodnuto vytvořit bázi složenou z 50 emisí. V současnosti je počet bazických emisí variabilní. Pátý duben roku 1994 se stal výchozím burzovním dnem, ve kterém byla výchozí hodnota indexu PX 50 stanovena na 1000 bodů. Posledním dnem, ve kterém burza zveřejnila hodnotu indexu PX 50, byl 17. březen 2006. Tento index byl nahrazen novým hlavním indexem BCPP se jménem PX. Aktuální složení báze indexu PX znázorňuje Tabulka 2.

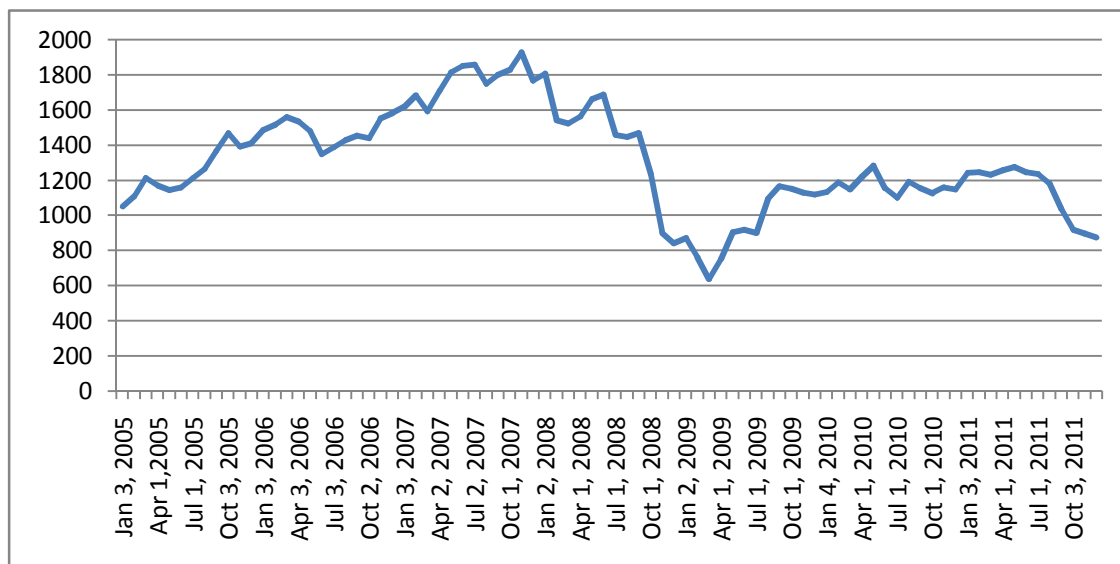
Tabulka 2: Báze indexu PX platná ke dni 30. 4. 2012

ISIN	Název emise	Redukovaný počet CP v emisí	Redukovaná tržní kapitalizace v mil. Kč	Podíl emise na tržní kapitalizaci báze (%)
ČEZ	CZ0005112300	203 323 243	154 485,00	20,28
ERSTE GROUP BANK	AT0000652011	344 420 354	147 411,90	19,35
KOMERČNÍ BANKA	CZ0008019106	38 009 852	131 704,10	17,29
TELEFÓNICA C.R.	CZ0009093209	322 089 890	122 394,20	16,07

VIG	AT0000908504	128 000 000	98 918,40	12,99
NWR	GB00B42CTW68	264 380 983	33 423,00	4,39
UNIPETROL	CZ0009091500	181 334 764	31 552,20	4,14
PHILIP MORRIS ČR	CS0008418869	1 913 698	20 945,40	2,75
CETV	BMG200452024	56 846 176	8 401,90	1,1
FORTUNA	NL0009604859	52 000 000	5 054,40	0,66
PEGAS NONWOVENS	LU0275164910	9 229 400	3 991,70	0,52
ORCO	LU0122624777	17 053 866	1 378,00	0,18
AAA	NL0006033375	67 757 875	1 289,40	0,17
KITD	US4824702009	5 976 416	754,4	0,1
Celkem			761 704,10	100

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://www.bcphp.cz/>)

Vývoj Indexu PX od roku 2005 do téměř konce roku 2011 znázorňuje Obrázek 4.



Obrázek 4: Vývoj indexu PX od 3. 1. 2005 do 1.11.2011

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://www.bcphp.cz/>)

2.2 Dluhopisy

Dluhopisy jsou investiční cenné papíry, se kterými jsou spojena určitá práva povinnosti. Majitel dluhopisu má právo na splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě dluhopisu a na vyplácení výnosů z dluhopisu k určitému datu. Emitentovi dluhopisu naopak vzniká povinnost splatit jmenovitou hodnotu dluhopisu a příslušný úrok. Jmenovitá hodnota dluhopisu bývá splácena buď jednorázově, tudíž ke stanovenému datu, nebo splátkami v několika termínech. [6]

Dluhopisy zaznamenali v posledních desetiletích minulého století značný rozvoj, a to zejména z těchto důvodů:

- vznikly nové typy dluhopisů, které investorům poskytují široké možnosti výběru,
- v důsledku deficitního financování mnoha zemí a měst se objem dluhopisů zvýšil,
- zvýšilo se kolísání cen dluhopisů, což umožnilo dosahovat vysoké zisky (ale i ztráty), mnohdy srovnatelné s akciemi. [7]

Dluhopis je spojen s určitou dobou splatnosti, jež může být krátkodobá nebo dlouhodobá.

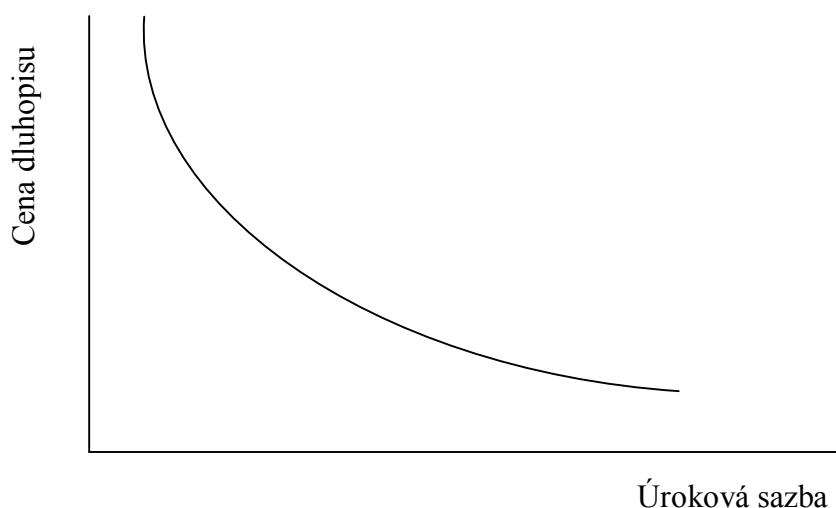
Krátkodobé dluhopisy jsou dluhopisy, jejichž doba splatnosti nepřekročí jeden rok. Jsou nejjednodušším typem dluhopisů, obchoduje se s nimi na peněžním trhu a zahrnují v sobě státní pokladniční poukázky, depozitní certifikáty a komerční dluhové papíry (směnky). *Státní pokladniční poukázky* emituje stát pro krytí schodku státního rozpočtu, který vznikl v průběhu roku časovým nesouladem příjmů a výdajů. Tyto cenné papíry jsou emitovány s různou dobou splatnosti podle potřeb státu, např. měsíc, půl roku. Ve vyspělých státech jsou státní pokladniční poukázky považovány za bezrizikový cenný papír, neboť zde neexistuje riziko nesplacení ze strany státu. Dalším důvodem je nízké kurzové riziko a nízká volatilita v důsledku krátké doby splatnosti. Jsou velmi likvidní a na primárním i sekundárním trhu o ně jeví zájem významní investoři. Emitentem státních pokladničních poukázek je v České republice Ministerstvo financí ČR. Primární prodej i evidenci sekundárních prodejů má v kompetenci Česká národní banka (ČNB). Se státními pokladničními poukázkami se tudíž obchoduje jak na primárním trhu, tak i na sekundárním.

Depozitní certifikáty emitují banky k financování svých aktivit. Doba splatnosti je jeden rok. Výnosová míra z depozitních certifikátů je vyšší, než ze státních pokladničních poukázek, a to z toho důvodu, že jsou více rizikové a méně likvidní. *Komerční dluhové papíry* emitují zpravidla velké podniky. Jejich emisí získávají finanční prostředky pro financování svých aktivit. Výnosová míra těchto krátkodobých dluhopisů je nejvyšší, jelikož odpovídá nejvyššímu riziku a nízké likviditě.

Dlouhodobé dluhopisy jsou emitovány k získání finančních prostředků na delší dobu, než jeden rok a s jistotou, že věřitel od své pohledávky neustoupí. Tyto dluhopisy jsou označovány jako *kupónové*, protože úroky z dlužné částky jsou pravidelně vypláceny v ročním nebo půlročním intervalu. V současné době se s kupónovými dluhopisy obchoduje jak na BCPP, tak v RM-S.

Do kategorie tzv. **zvláštních druhů dluhopisů** spadají především hypoteční zástavní listy, státní dluhopisy a komunální dluhopisy. *Hypoteční zástavní listy* jsou spojeny s investicemi do nemovitostí na území ČR. Jejich jmenovitá hodnota i výnosy jsou plně kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů. Splacení hypotečních úvěrů je zajištěno zástavním právem k dané nemovitosti. Emitentem hypotečních zástavních listů může být pouze hypoteční banka. Ta prodejem těchto cenných papírů získává finanční prostředky pro hypoteční úvěry. *Státní dluhopisy* jsou v České republice vydávány na základě zvláštního zákona o státním dluhopisovém programu nebo podle jiného zvláštního zákona. *Komunální dluhopisy* jsou vydávány územním samosprávným orgánem. Komunální dluhopisy může vydávat přímo obec, ta za jejich splacení ručí svým majetkem. Vydávat je může i banka, která obci poskytne úvěr. Prostředky na úvěr banka získá prodejem komunálních dluhopisů, které emituje za tímto účelem. Splátka dluhopisu nebo úvěru s úroky je placena z obecního rozpočtu. [7]

Hodnota dluhopisu je při jeho oceňování ovlivňována čtyřmi veličinami, a to kupónovými platbami, jmenovitou hodnotou, dobou splatnosti a tržní úrokovou sazbou. Vzhledem k tomu, že doba splatnosti, jmenovitá hodnota a kupónové platby bývají zpravidla předem stanoveny, primárním cenotvorným faktorem na trhu dluhopisů je změna tržních úrokových sazeb. Pokud vzrostou tržní úrokové sazby, povede to k poklesu hodnoty dluhopisu a pokud klesnou tržní úrokové sazby, hodnota dluhopisu vzroste. Existuje tedy inverzní vztah mezi hodnotou dluhopisu, respektive jeho tržní cenou, a změnou tržní úrokové sazby. Toto tvrzení je znázorněno Obrázkem 5.



Obrázek 5: Cena dluhopisu a úroková sazba

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z [11])

Jednotlivé druhy dluhopisů jsou různě citlivé na měnící se tržní úrokové sazby. Dluhopisy s delší dobou splatnosti jsou na změnu tržních úrokových sazeb citlivé více, než dluhopisy krátkodobé. Základní vztahy mezi změnou tržních úrokových sazeb a tržní cenou dluhopisů jsou uvedeny v šesti následujících bodech.

1. Tržní cena dluhopisu a tržní úrokové sazby jsou v inverzním vztahu.
2. Tržní cena dlouhodobého dluhopisu je více citlivá na změnu tržních úrokových sazeb než tržní cena krátkodobého dluhopisu.
3. Citlivost růstu tržní ceny dluhopisu roste klesající měrou s delší dobou splatnosti.
4. Tržní cena dluhopisu je citlivější na pokles tržní úrokové sazby než na její růst.
5. Dluhopis s nízkou kuponovou úrokovou sazbou je více citlivý na změnu tržních úrokových sazeb než dluhopis s vysokou kuponovou úrokovou sazbou.
6. Tržní cena dluhopisu je více citlivá, jestliže tržní úroková sazba je nízká, než když je tržní úroková sazba vysoká. [14]

Investor se při ohodnocování svých dluhopisů snaží stanovit výnos z těchto instrumentů, přičemž existují různé metody jeho určení. Rozlišujeme následující druhy výnosů z dluhopisů:

- nominální výnos (c),
- běžný výnos (y),
- výnos do doby splatnosti (AYTM),
- výnos do doby výpovědi (AYTC),
- očekávaný realizovaný výnos (AYTR).

2.3 Finanční deriváty

Deriváty jsou cenné papíry, které jsou odvozené od jiných investičních nástrojů nebo aktiv, které leží v jejich základě. Pokud základ derivátů tvoří finanční nástroje, jedná se o finanční deriváty. Nefinanční deriváty jsou potom takové, jejichž základ tvoří různé komodity, například zemědělské produkty (obilí, cukr, zvířata, maso), energie (ropa, elektřina, plyn), nebo kovy (železo, měď, nikl, ocel). Motivem pro vznik derivátů byla snaha zajistit se proti nestabilitě na finančních trzích, která spočívala ve značném nárůstu volatility nejen úrokových sazeb, měnových kurzů, kurzů akcií, ale i cen

surovin, komodit či drahých kovů. Finanční deriváty představují kontrakty, jejichž podstatou je určitá forma termínového obchodu. Termínový obchod je definován jako kontrakt, který byl dohodnutý dnes na koupi nebo prodej určitého cenného papíru v budoucím časovém termínu za dnes dohodnutou cenu. Charakteristikou termínového obchodu je tedy časový nesoulad mezi uzavřením obchodu a jeho plněním. [7]

Největšími uživateli finančních derivátů jsou komerční banky, investiční firmy, penzijní fondy, pojišťovny a velké korporace. Jsou obchodovány na burzovních i mimoburzovních trzích. Přestože se dnes obchoduje s deriváty všech možných typů, lze je rozčlenit do tří základních skupin:

1. opce,
2. forwardy a futures,
3. swapy.

2.3.1 Opce

Opce představuje smlouvu mezi kupujícím a prodávajícím, která poskytuje právo kupujícímu opce koupit popřípadě prodat podkladové aktivum za předem stanovenou cenu, a to v den splatnosti nebo kdykoliv během stanovené doby. Je však na rozhodnutí kupujícího, zda bude kontrakt realizovat nebo ne. Kupující opce má povinnost zaplatit prodávajícímu opce za získané právo opční prémii. Proávajícímu naopak vzniká povinnost podkladové minimum prodat popřípadě koupit, pokud kupující opce své právo uplatní. Podkladovým aktivem bývají nejčastěji akcie, akciové indexy, zahraniční měny, dluhové instrumenty nebo komodity. Opční prémii, kterou obdrží prodávající od kupujícího, je jakousi kompenzací za riziko, které je spojeno s vypsáním opce.

Rozlišují se dva typy opcí z hlediska práv a povinností zúčastněných obchodních partnerů, a to kupní opce a prodejní opce. U **kupní opce (call option)** získává kupující právo nákupu stanoveného množství podkladových aktiv za předem dohodnutou realizační cenu, a to v den splatnosti nebo kdykoliv během stanovené doby. Proávající kupní opce má naopak povinnost poskytnout na požádání kupujícího opce podkladová aktiva v souladu s podmínkami uzavřené opční smlouvy.

V případě **prodejní opce (put option)** získává kupující právo prodeje stanoveného množství podkladových aktiv za předem dohodnutou realizační cenu, a to v den splatnosti nebo kdykoliv během stanovené doby. Proávající prodejní opce má povinnost odebrat na požádání kupujícího opce podkladová aktiva v souladu s podmínkami uzavřené opční smlouvy.

Účastník opčního trhu může zaujmout dvě opční pozice, a to **dlouhou pozici** jako kupující opce a **krátkou pozici** jako prodávající opce. *Kupující kupní opce*, který očekává rostoucí ceny aktiv, zaujme postavení **long call**. Získá tím právo koupit podkladová aktiva za realizační cenu. Majitel opce musí vypisovateli zaplatit opční prémii, přičemž získává neomezené ziskové možnosti. Maximální možnou ztrátu, kterou může majitel opce utřít, je omezena výší zaplacené opční prémie.

Zatímco kupující kupní opce očekává stoupající cenu podkladového aktiva, *prodávající kupní opce* počítá s lehkým poklesem nebo stagnací ceny podkladového aktiva. Ten na opčním trhu zaujímá pozici **short call** a od kupujícího získává opční prémii. Povinnost prodávajícího je prodat podkladová aktiva za realizační cenu, pokud majitel opce uplatní své právo. Maximální zisk prodávajícího je pouze ve výši obdržené opční prémie, naopak jeho maximální možná ztráta je neomezena.

Kupující prodejní opce očekává pokles ceny podkladového aktiva. Proti tomuto nepříznivému vývoji se snaží zajistit tím, že uzavře pozici **long put**. Touto pozicí získává právo prodat prodávajícímu opce podkladová aktiva za realizační cenu. Kupující prodejní opce naopak musí prodávajícímu zaplatit opční prémii, přičemž získává omezenou možnost výnosu, a to díky tomu, že cena podkladového aktiva nemůže být záporná. Možnost maximální ztráty u kupujícího prodejní opce je opět omezena výší zaplacené opční prémie.

Rostoucí ceny podkladového aktiva naopak očekává *prodávající prodejní opce*, který na trhu zaujme pozici **short put** a prodejní opci prodá. Tím získává opční prémii, přičemž od kupujícího má povinnost odkoupit podkladové aktivum za realizační cenu. Ovšem pouze v případě, že kupující prodejní opce uplatní své právo. Maximální výše zisku prodávajícího prodejní opce je dána výší obdržené opční prémie. Jeho maximální ztráta je naopak omezena tím, že cena podkladového aktiva nemůže mít zápornou hodnotu. [14]

2.3.2 Forwardy

Forward je jedním z nejčastěji používaných a nejjednodušších derivátů a na finančních trzích se používá nejdéle. Forward je termínovým kontraktem, ve kterém se obě smluvní strany dohadují na konkrétních podmínkách obchodu individuálně. Hlavní rozdíl oproti opcím spočívá v tom, že jde o tzv. pevný obchod, kdy k danému termínu má jedna strana povinnost koupit a druhá strana má povinnost prodat. Nákup nebo

prodej podkladového aktiva je možné koupit termínově, tedy s dobou plnění v budoucnu za dnes stanovenou cenu. Forward je nestandardizovaný finanční derivát, a proto se s ním obchoduje především na mimoburzovních trzích. Kupující podkladového aktiva se nachází v takzvané **dlouhé pozici** a očekává, že cena podkladového aktiva do budoucna vzroste nad cenu, která byla sjednána v termínovém kontraktu. V budoucnu tak získá podkladové aktivum za dnes sjednanou cenu, přičemž získané aktivum bude moci prodat za aktuální tržní cenu na burze či na mimoburzovním trhu.

Naopak investor, který očekává, že cena podkladového aktiva do budoucna klesne, se uzavřením forwardového kontraktu dostane do takzvané **krátké pozice**. V tom případě bude moci v budoucnu případně nakoupit dané aktivum levněji za aktuální tržní cenu na burze či na mimoburzovním trhu. U forwardů dochází k fyzickému plnění sjednaného obchodu. Výhodou těchto obchodů je tedy **pružnost**, která je dána skutečností, že smluvní strany se na konkrétních podmínkách obchodu mohou dohodnout samy. Na druhou stranu ovšem tato pružnost snižuje **likviditu** těchto kontraktů.

Nejznámějším představitelem forwardových kontraktů jsou takzvané Forward rate agreements (FRAs), které se týkají dohod o termínových úrokových sazbách. Ty umožňují po určité období fixovat úrokovou sazbu. Kupující FRA si zajišťuje své úročené závazky před růstem úrokových sazeb a prodávající FRA si zase zajišťuje své proměnlivě úročené pohledávky proti poklesu úrokových sazeb. [8]

2.3.3 Futures

Podobně jako forwardové kontrakty je i futures dohoda dvou smluvních stran prodat nebo koupit podkladové aktivum v určitý budoucí časový okamžik za dnes předem stanovenou cenu. Ovšem na rozdíl od forwardů jsou futures obchodované na burze. Aby bylo možné s futures kontrakty obchodovat na burzovním trhu, musí u nich dojít k určité standardizaci. Burza poskytuje záruku, že kontrakt bude splněn, to z toho důvodu, že protistrany se na burze při obchodování nikdy neznají. K největším burzám, kde se obchoduje s futures, patří Chicago Board of Trade (CBOT) a Chicago Mercantile Exchange (CME). Rozmanitost podkladových aktiv je velmi vysoká. Obchoduje se zde s akcemi, měnami, dluhopisy, akciovými indexy, ale také s živým dobytčím, cukrem, vlnou atp. Futures se od forwardů odlišují denním vypořádáním, což znamená, že držitel futures v krátké pozici platí clearingovému centru burzy na konci dne částku, která se

rovná denní změně futures ceny. Tedy v tom případě, že cena futures se během dne zvýšila. Pokud cena futures na konci dne poklesla, obdrží od clearingového centra obdobnou částku investor. Když je o dlouhou pozici, budou platby probíhat obráceně. Operace převádění částek se provádějí prostřednictvím takzvaných maržových účtů. Pokud stav maržového účtu poklesne pod určitou hranici, musí obchodník v dané pozici neprodleně účet doplnit na minimální požadovanou výši. Kdyby tak neučinil, clearingové centrum mu pozici automaticky uzavře. [11]

2.3.4 Swapy

Swapy jsou dohody mezi dvěma subjekty o výměně budoucích plateb z podkladového aktiva. Podkladové aktivum obsahuje například dividendy, kursové změny akcií či akciových indexů, úrokové platby z dluhopisů či úvěru nebo změny cen komodit. Swapy jsou využívány hned k několika účelům. Například za účelem odstranění rizika, ke spekulaci a zejména ke snížení transakčních nákladů. Domácí subjekty využívají té výhody, že mají na domácím trhu přístup k výhodnějším úrokovým podmínkám než subjekty zahraniční, a tak si vzájemně tyto výhodné podmínky nabídnou. Swapy jsou sjednávány individuálně, tudíž se jedná o mimoburzovní obchody. Rozeznáváme swapy akciové, úrokové, měnové a komoditní. U **akciových swapů** si subjekty navzájem směňují platby plynoucí z vývoje akciového indexu za platby úrokové. Při **úrokových swapech** si subjekty mezi sebou směňují nejčastěji fixní a variabilní úrokové platby ve shodné měně. **Měnové swapy** slouží ke směně úrokových plateb a někdy i samotných jistin v různých měnách. Posledním swapem je **swap komoditní**, kdy si smluvní strany mezi sebou směňují platby sjednaných fixních cen komodit za platby tržních cen těchto komodit. [24]

3 Stanovení postupu primární emise akcií

Jestliže akciová společnost emituje akcie na veřejných trzích poprvé, potom má charakter počáteční veřejné nabídky.¹ Použitím této metody se přeměňují ze soukromých společností na veřejné akciové společnosti. Akcie emitované na základě veřejných nabídek bývají často podhodnocovány. Během několika prvních minut nebo hodin při obchodování dojde ke zvýšení tržní ceny, čímž tyto akcie vykazují během krátké doby velké kurzové zisky. Významnou roli v pravidelném podhodnocování emisních cen hrají emisní prostředníci, kteří mají obavu z případného nerozprodání emise, a proto se snaží podhodnotit emisní cenu. Další možné vysvětlení vychází z existence informační asymetrie. Nedostatek informací o nově emitovaných akciích je kompenzován nižší emisní cenou. Akcie, které jsou umístovány prestižními emisními prostředníky, zpravidla vykazují nižší kurzový pohyb, protože investoři tyto instrumenty považují za méně rizikové. [14]

Prudký rozvoj IPO (Initial Public Offering) byl způsoben přísnými podmínkami bank, které byly kladeny pro poskytnutí úvěru. Banky velice přísně posuzovaly finanční situaci svých potenciálních dlužníků. Jako základ pro rozhodování jim slouží historie podniku, jeho dlouhodobá pozice na trhu a účetní výkazy. Řada nově vznikajících firem, jejichž podnikatelský záměr byl založen na nové myšlence nebo nedávno objeveném technickém principu, nemohla těmto nárokům na poskytnutí úvěrů vyhovět. Často se jednalo o firmy působící v odvětvích, která vznikala v souvislosti s rozvojem vědy po skončení druhé světové války. Jednalo se především o obory spojené s elektronikou a výpočetní technikou obecně, později telekomunikačními prostředky. [13]

Jednotlivé emise jsou vždy určitým způsobem specifické, a proto průběh emise cenných papírů nepředstavuje danou a závaznou strukturu. Emisní scénáře se tedy mohou od sebe navzájem lišit. Následující proces je zobecněný standardní postup při veřejné emisi. Mezi nejdůležitější fáze primární emise cenných papírů patří:

- finanční rozhodování firmy,
- stanovení výše nákladů na kapitál,
- výběr emisního prostředníka,
- příprava prospektu emitenta a registrace emise,
- vytvoření emisního syndikátu,

¹ Anglicky initial public offering (IPO)

- marketingové aktivity,
- závěrečné jednání,
- umístění cenných papírů,
- post-emisní operace. [14]

3.1 Finanční rozhodování firmy

Firmy mají řadu možností, jakým způsobem budou financovat své podnikatelské aktivity (emise akcií, dluhopisů nebo komerčních papírů, přijetí úvěrů, zadržení zisků atd.). K tomu, aby firma zvolila tu nejvhodnější variantu financování, si musí zodpovědět několik základních otázek.

- V jakém objemu jsou finanční zdroje potřebné?
- Na jak dlouhou dobu potřebuje firma finanční zdroje?
- Potřebuje firma finanční zdroje v celém rozsahu už na začátku období?
- Je preferována jednorázová splátka nebo splátkový kalendář?
- Je reálné, že investoři ocení veřejně obchodované cenné papíry příznivěji než neobchodovatelné finanční instrumenty?

Každá firma vytváří takové finanční struktury, při které jsou minimalizovány průměrné kapitálové náklady. Náklady kapitálu představují velmi významný faktor ovlivňující finanční rozhodování firmy.

3.2 Stanovení výše nákladů na kapitál

Náklady kapitálu akciové společnosti jsou definovány jako výnosová míra z investic podniku, jež neovlivňuje tržní cenu akcií. Pokud se tedy výnosová míra z podnikových investic rovná nákladům kapitálu, tržní cena akcií zůstává nezměněna. Náklady kapitálu akciové společnosti jsou ovlivňovány mnoha faktory, z nichž mezi nejdůležitější patří tržní podmínky, celkové ekonomické faktory, operační a finanční rozhodnutí společnosti a množství požadovaného kapitálu. Metody stanovení nákladů na získání kapitálu je několik. U akcií se jedná o získávání kapitálu prostřednictvím emise prioritních akcií a kmenových akcií.

Úkolem při stanovování nákladů na získání kapitálu prostřednictvím *emise prioritních akcií* je najít takovou výnosovou míru, která musí být získána prioritním akcionářem, který uspokojí jeho požadovanou výnosovou míru. Tržní cena prioritní akcie je vyjádřena jako:

$$P_0 = \frac{D}{K_p}$$

kde P_0 je tržní cena prioritní akcie,
 D je roční výše dividend z prioritní akcie,
 K_p je požadovaná výnosová míra z prioritní akcie.

K_p se potom z výše uvedené rovnice stanoví následujícím způsobem:

$$K_p = \frac{D}{P_0}$$

Pro stanovení nákladů na získání kapitálu prostřednictvím *emise kmenových akcií* se používá dividendový diskontní model nebo model oceňování kapitálových aktiv. *Dividendový diskontní model* s konstantním růstem je vyjádřen tímto způsobem:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_c - g}$$

kde P_0 je aktuální tržní (emisní) cena akcie,
 D_1 je očekávaná dividendy v prvním roce,
 K_c je požadovaná výnosová míra (=kapitálové náklady na kmenové akcie),
 g je očekávaná míra růstu dividend.

Stanovení nákladů na získání kapitálu prostřednictvím kmenových akcií se provede odvozením výše uvedené rovnice:

$$K_c = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Model oceňování kapitálových aktiv je druhou možností určení nákladů na kmenové akcie. Model vytvořili nezávisle na sobě W.F.Share, J.Lintner a J. Mossin v polovině 60. let minulého století. Model předpokládá, že vztah mezi požadovanou výnosovou mírou a systematickým rizikem vyjadřuje přímka trhu cenných papírů. Ta lze matematicky zapsat následujícím způsobem:

$$K_c = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

kde K_c je požadovaná výnosová míra,
 r_f je bezriziková výnosová míra,
 β je beta faktor vyjadřující citlivost akcie na změnu výnosové míry trhu
 r_m je výnosová míra z tržního akciového portfolia.

3.3 Výběr emisního prostředníka

Výběr emisního prostředníka lze provést dvěma způsoby, a to buď sjednaným, nebo soutěžním způsobem. *Sjednaná nabídka* je realizována přímo mezi emitentem

a emisním prostředníkem. Tento způsob je založen na dlouhodobé obchodní spolupráci a převládá u korporativních emisí. Při *soutěžní nabídce* vyzve firma několik emisních prostředníků k předložení svých emisních nabídek. Z těchto nabídek si emitent vybere vhodného kandidáta. Jedná se o takového emisního prostředníka, který je schopen zabezpečit vydání cenných papírů za nejvýhodnějších podmínek. Tento způsob je velice často využíván pro státní cenné papíry. Co se týče výše nákladů na emisi, tak soutěžní nabídka je výhodnější. [14]

Emisní zprostředkovatel neobstarává pouze umístění cenných papírů na primárním trhu. Zajišťuje také přípravu a koordinaci transakce. Dále zkoumá ekonomickou situaci firmy, její možnosti a perspektivy. Za tímto účelem vydává analytické zprávy, které jsou poté předloženy potenciálním investorům jako jeden z podkladů pro jejich investování. Na přípravě emise se podílí celý tým právníků, protože celá operace je složitá nejen po stránce ekonomické, ale rovněž po stránce právní. [4]

3.4 Příprava prospektu emitenta a registrace emise

Ve fázi přípravy prospektu zpracovává emisní prostředník s emitentem emisní prospekty tak, aby odpovídaly právním podmínkám. Jedná se především o předběžný a závěrečný prospekt. *Předběžný prospekt* slouží k získání zájmu potenciálních investorů. Nelze ho považovat za nabídku k prodeji. Obsahuje pouze informace, které se týkají nové emise, emitenta a jejího vedení. Není v něm uvedena ani emisní cena, kupony ani členové emisního syndikátu. Buď tyto informace nejsou v okamžiku vyhotovení předběžného prospektu známy anebo mohou být předmětem změn.

Závěrečný prospekt již všechny chybějící informace z předběžného prospektu obsahuje. Emisní prostředník také provádí registraci emise a zajišťuje schválení prospektu regulatorním orgánem. V ČR je to ČNB. V případě zaknihovaných akcií provádí registraci emise u určené instituce. V ČR emise registruje Centrální depozitář cenných papírů, který také emisi akcií přiděluje ISIN (International Securities Identification Number).

3.5 Vytvoření emisního syndikátu

Menší emise je umístována na primárních trzích pouze jedním prostředníkem, zatímco při větších emisích vznikají tzv. emisní syndikáty, které obsahují i několik desítek investičních firem nebo univerzálních bank. Emisní syndikáty se rozdělují do tří skupin, a to na manažerskou skupinu, ručitelskou skupinu a prodejní skupinu. *Manažerská skupina* je charakteristická postavením vedoucího manažera emise, který zodpovídá za celou emisi. Uzavírá smlouvu s emitentem a celou emisní operaci také řídí. *Ručitelská skupina* obsahuje investiční firmy a univerzální banky zavazující se odkoupit a prodat část emise na vlastní účet a riziko. V souvislosti s velkými emisemi se používá *prodejní skupina*. Členové této skupiny nakupují cenné papíry od členů ručitelské skupiny za velkoobchodní cenu a tyto cenné papíry poté prodávají investorům za cenu maloobchodní. Přehled o struktuře emisního syndikátu lze získat z dokumentu, který je bankovních kruzích nazývá jako „náhrobek“. V dokumentu je uvedeno postavení členů syndikátu od shora dolů. Členové manažerské skupiny, označovaní za nejdůležitější členy syndikátu, jsou umístěni podle abecedy na vršku „náhrobku“.

Ručení členů emisního syndikátu závisí na tom, jaký je zvolen model. Rozlišuje se model náhradního ručení, chicagský model, pařížský model a model neomezeného ručení. Každý člen *modelu náhradního ručení* má přidělenou určitou emisní kvótu, která musí být odebrána a umístěna členy prodejní skupiny. Za postoupené riziko potom členové ručitelské skupiny získávají ručitelskou provizi. *Chicagský model* předpokládá, že členové syndikátu vystupují jak v roli ručitele, tak i člena prodejní skupiny. Odebírají nějakou část emise a současně ji umísťují na trhu cenných papírů. *Pařížský model* se používá jen zřídka a *model neomezeného ručení* je založen na vzájemném ručení členů ručitelské skupiny za neumístěné cenné papíry. [14]

3.6 Marketingové aktivity

S vydáním prospektu emise jsou úzce spjaty také marketingové aktivity emitenta. Význam prospektu jako základního zdroje informací o emisi podtrhuje i zákonný příkaz, aby každé sdělení, které se týká veřejné nabídky nebo přijetí cenného papíru k obchodování, obsahovalo informaci o tom, kdy byl prospekt uveřejněn a kdy jej bude možné získat. Cílem marketingových aktivit je především seznámit potenciální investory s obsahem prospektu, s informacemi o emitentovi, o emisi akcií (druh, forma, podoba) a s analytickou zprávou. Představování emise probíhá formou prezentací,

kterých se účastní zástupci vybraných institucionálních investorů, zástupci médií a další potencionální zájemci. Prezentací se samozřejmě účastní samotný management společnosti, který má v úmyslu akcie emitovat. Marketingové aktivity mají předběžně zjistit, jaký je o emisi zájem. Na základě získaných informací poté firma volí další postup. [4]

3.7 Závěrečné jednání

Závěrečné jednání svolává vedoucí manažer emise. Tohoto jednání se účastní členové syndikátu, emitent cenných papírů, účetní a právní firmy reprezentující emitenta a členové emisního syndikátu. Zde je schválen závěrečný prospekt. Také jsou na závěrečném jednání definitivně stanoveny podmínky finální smlouvy mezi emitentem a ručiteli. Vedoucí ručitelské skupiny stanoví alokaci emise mezi jednotlivé členy syndikátu. Pokud je emisní cena stanovena těsně před vydáním cenného papíru, potom může reflektovat všechny faktory, které ovlivňují kurz a členové syndikátu neunesou příliš velké riziko. Tento způsob stanovení emisní ceny je označován jako *veřejné ocenění*. Pokud jsou naopak cenové podmínky stanoveny již v okamžiku uzavření emisní smlouvy, potom cena v době vydání nemůže reflektovat nové skutečnosti a členové syndikátu nesou velmi vysoké riziko. Tento způsob stanovení emisní ceny se nazývá *předsunuté ocenění*.

3.8 Umístění cenných papírů

Umístění cenných papírů znamená rozprodej cenných papírů jednotlivým investorům, přičemž se rozlišují tři nejčastější techniky, a to veřejné upsání, volný prodej a tendr. *Veřejné upsání* probíhá po poměrně krátkou dobu. Nejprve je vydáno upisovací prohlášení, ve kterém jsou uveřejněny základní podmínky emise. Dále investor podepíše subskripční list, ve kterém se zaváže odebrat určitý počet cenných papírů za stanovenou cenu. Po vypršení upisovací doby dojde k vyhodnocení upisování a k vlastní alokaci akcie.

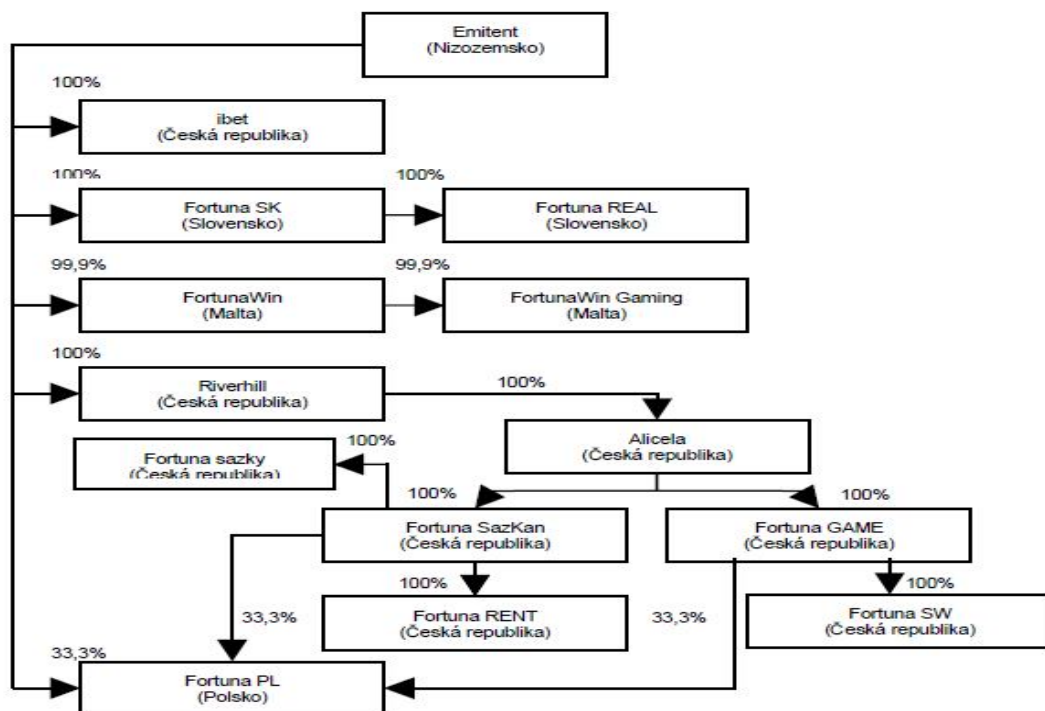
Volný prodej je založený na tržním chování prodávajícího emise. Každý obchodní den se na základě nabídky a poptávky stanoví nový kurs. Při volném prodeji není stanovena emisní doba. Emise končí rozprodáním celé emise. *Tendr* představuje aukce, ve kterých jsou investoři uspokojováni podle cenových, popřípadě množstevních požadavků. Členové syndikátu získávají za umístění cenných papírů provizi.

3.9 Post-emisní operace

Proces vydávání cenných papírů obsahuje i určité operace emisních prostředníků v post-emisním období. Nekončí tedy jejich umístěním na primárním trhu. Mezi základní cíle emisních prostředníků v post-emisním období patří stabilizace tržní ceny nově emitované akcie a zajištění likvidity nově emitované akcie na sekundárním trhu. Emisní prostředníci provádějí v počáteční fázi obchodování intervenční operace na sekundárních trzích. Tím stabilizují tržní cenu nově emitované akcie. Likviditu nově emitované akcie podporují emisní prostředníci svým vystupováním na sekundárním trhu v pozici tvůrce trhu. Provádění intervenčních operací a vystupování v pozici tvůrce trhu je obvykle uskutečňováno pouze po poměrně krátkou dobu. [14]

4 Charakteristika společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.

Fortuna Entertainment Group (dále jen Fortuna) je vedoucím poskytovatelem kurzových sázek ve střední a východní Evropě, měřeno objemem přijatých sázek na pobočkách. Původně česká společnost, která byla založena v roce 1990, se postupně rozrostla v mezinárodní skupinu působící na českém, polském, slovenském a maďarském trhu. Zakládající společnost FORTUNA sázková kancelář, a.s., („Fortuna SazKan“) vznikla v roce 1990 v Praze. Byla jednou z prvních porevolučních akciových společností v tehdejší Československu vůbec. Jejimi zakladateli byly čtyři soukromé osoby v čele s Michalem Horáčkem. Ještě v témže roce byla otevřena první pobočka sázkové kanceláře. Rok na to byla na Slovensku založena sesterská společnost Terno, a.s. V roce 2005 se vlastníkem těchto společností stala investiční skupina Penta Investments, která společnosti odkoupila od jejich tehdejších vlastníků. Ještě ve stejném roce expandovala Penta Investments na polský trh poté, co odkoupila polskou sázkovou kancelář Profesional. Všechny společnosti se postupně sjednotily pod jednou značkou. Organizační schéma společnosti znázorňuje Obrázek 6. Kolonku emitent představuje zastřešující společnost Fortuna Entertainment Group, N.V. se sídlem v Amsterdamu.



Obrázek 6: Organizační schéma Fortuna Entertainment Group, N.V.

Zdroj: [22]

V roce 2007 společnost spustila internetové sázení na Slovensku a telefonní sázení v Česku. O dva roky později bylo spuštěno internetové sázení i v České republice. V roce 2010 vznikl holding Fortuna Entertainment Group se sídlem v Amsterdamu. Zároveň společnost expandovala na maďarský a chorvatský trh. [16]

Služby sázkové kanceláře jsou zaměřené především na zákazníky, kteří se zajímají o sport, sledují sportovní události a poté sází na výsledky sportovních utkání. Díky těmto aktivitám je Fortuna přirozeným partnerem sportovních klubů. Vedle tradičního sponzoringu společnost poskytuje prostředky také hendikepovaným sportovcům a prostřednictvím grantů podporuje rozvoj regionálního sportu. Sportovní kluby a soutěže jsou pro Fortunu přirozenými partnery. V ČR podporuje několik profesionálních i amatérských fotbalových klubů. Fortuna také mj. spojila jméno s mužskou florbalovou extraligou. Ta nese od roku 2008 název Fortuna extraliga. Angažuje se také v atletice.

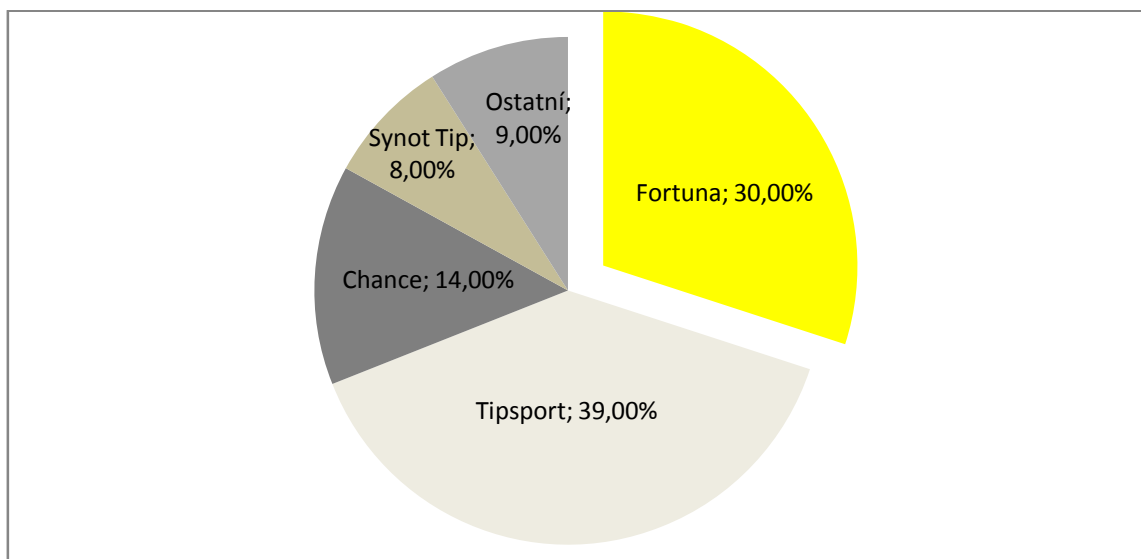
Na Slovensku Fortuna sponzoruje hokejové kluby a byla partnerem fotbalové reprezentace pro kvalifikační cyklus na Mistrovství světa, které se konalo v roce 2010. V Polsku jsou sponzoringové aktivity směřovány především do fotbalu a basketbalu. Od roku 2010 je Fortuna partnerem nejvyšší basketbalové soutěže v Polsku. V současné době má společnost pobočky v České republice, Polsku a na Slovensku. [17]

V **České republice** je jednou z největších a nejstarších sázkových kanceláří. Je lídrem v oblasti internetových sázek. V České republice je zastoupena společností FORTUNA sázková kancelář, a.s., která funguje i jako centrála pro ostatní regiony. Pod tuto centrálu spadají společnosti FORTUNA sázky, a.s. a FORTUNA GAME, a.s. Další údaje o těchto dvou společnostech se nachází v **Přílohách** číslo **A** a **B** pod těmito názvy.

- Výpis z obchodního rejstříku společnosti FORTUNA sázky, a.s. [31]
- Výpis z obchodního rejstříku společnosti FORTUNA GAME, a.s. [30]

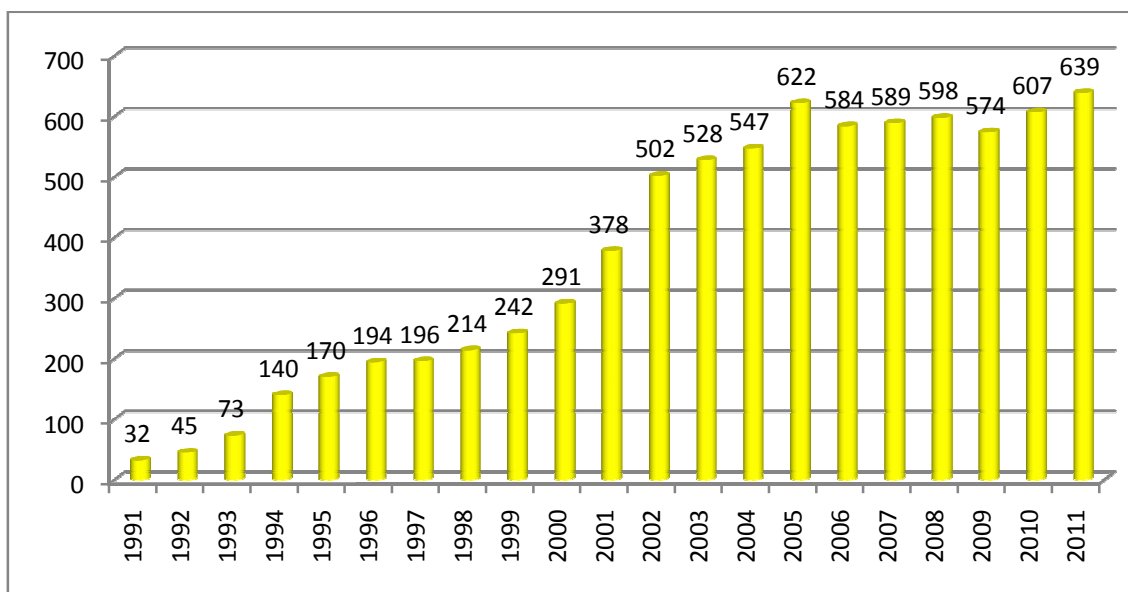
Společnost produkty nabízí prostřednictvím poboček a partnerských poboček, tzv. Fortunek. A to na bázi franšízy, kdy je sázkový terminál Fortuny umístěn v barech a restauracích. Na českém trhu také Fortuna nabízí sázení přes telefon.

Obrázek 7 znázorňuje rozdělení trhu v České republice pro rok 2010. Obrázek 8 zobrazuje vývoj počtu poboček a Fortunek v České republice od roku 1991 do roku 2011. [15]



Obrázek 7: Rozdělení trhu kurzového sázení v České republice v roce 2010

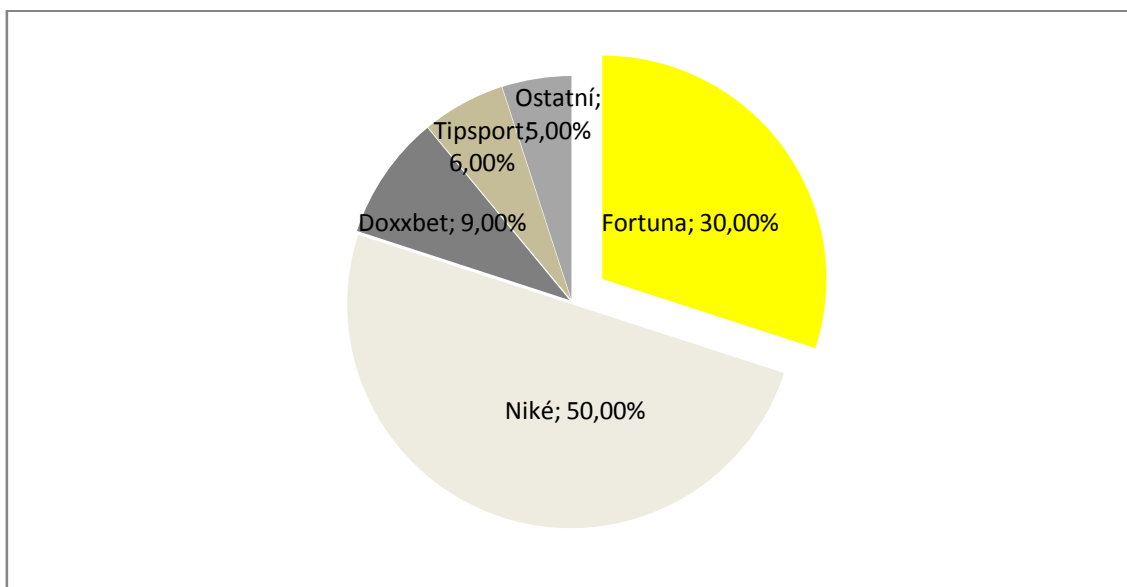
Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://fortunagroup.cz>)



Obrázek 8: Vývoj počtu poboček kurzového sázení společnosti Fortuna v ČR od roku 1991 do roku 2011

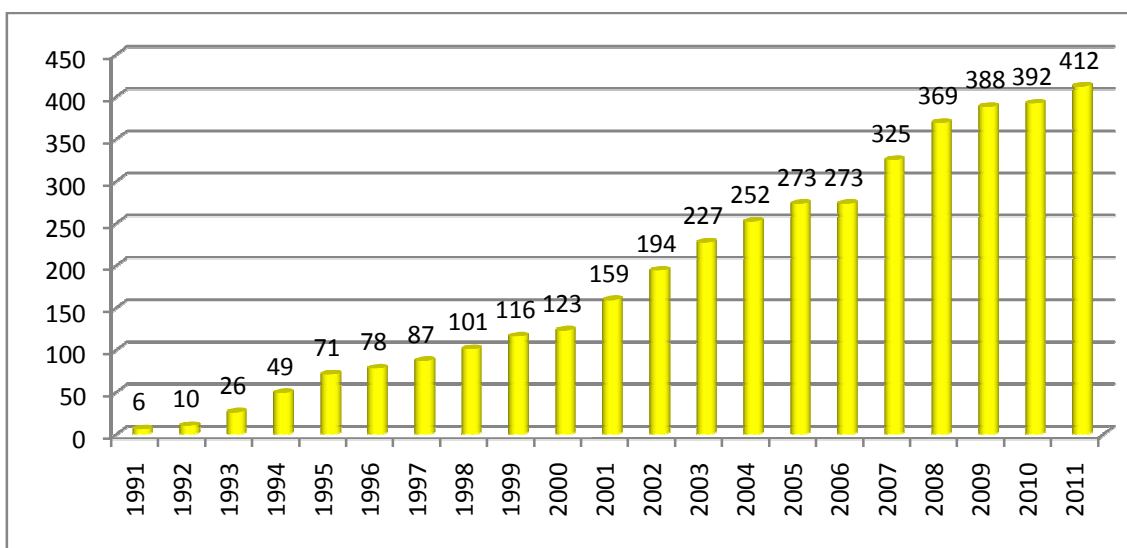
Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://fortunagroup.cz>)

Slovensko bylo prvním trhem, na kterém Fortuna spustila v roce 2007 internetové sázení. Dceřiná společnost FORTUNA SK zde disponuje sítí, která pokrývá více než 400 poboček na slovenském trhu. Z toho je více než 100 Fortunek. Fortunka funguje na bázi franšízy, kdy sázkový terminál společnosti je umístěn v barech a restauracích. Obrázek 9 znázorňuje rozdělení trhu na Slovensku pro rok 2010. Obrázek 10 zobrazuje vývoj počtu poboček a Fortunek na Slovensku od roku 1991 do roku 2011. [15]



Obrázek 9: Rozdělení trhu kurzového sázení na Slovensku v roce 2010

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://fortunagroup.cz>)

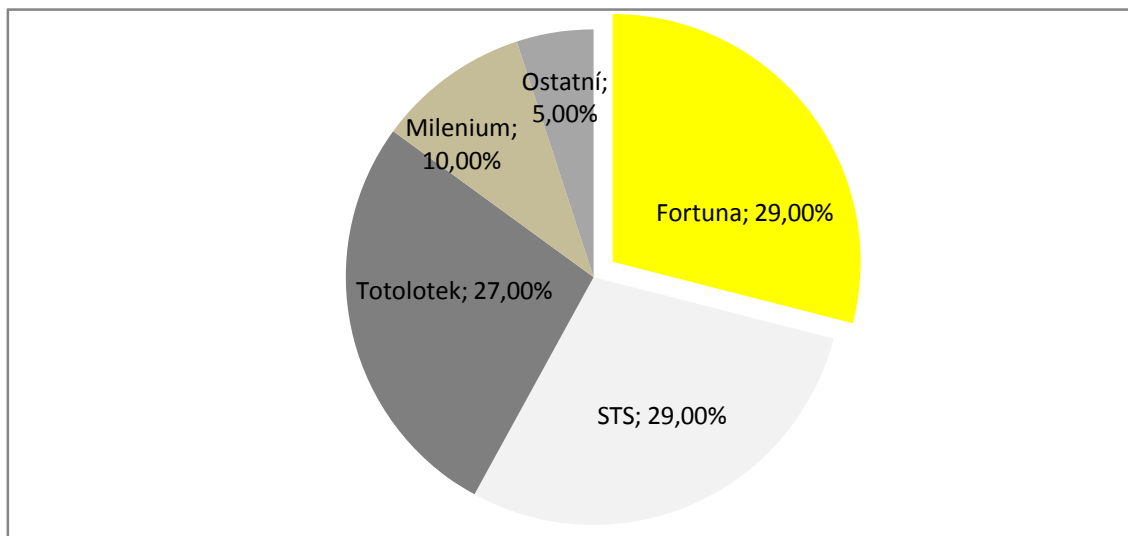


Obrázek 10: Vývoj počtu poboček kurzového sázení společnosti Fortuna na Slovensku od roku 1991 do roku 2011

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://fortunagroup.cz>)

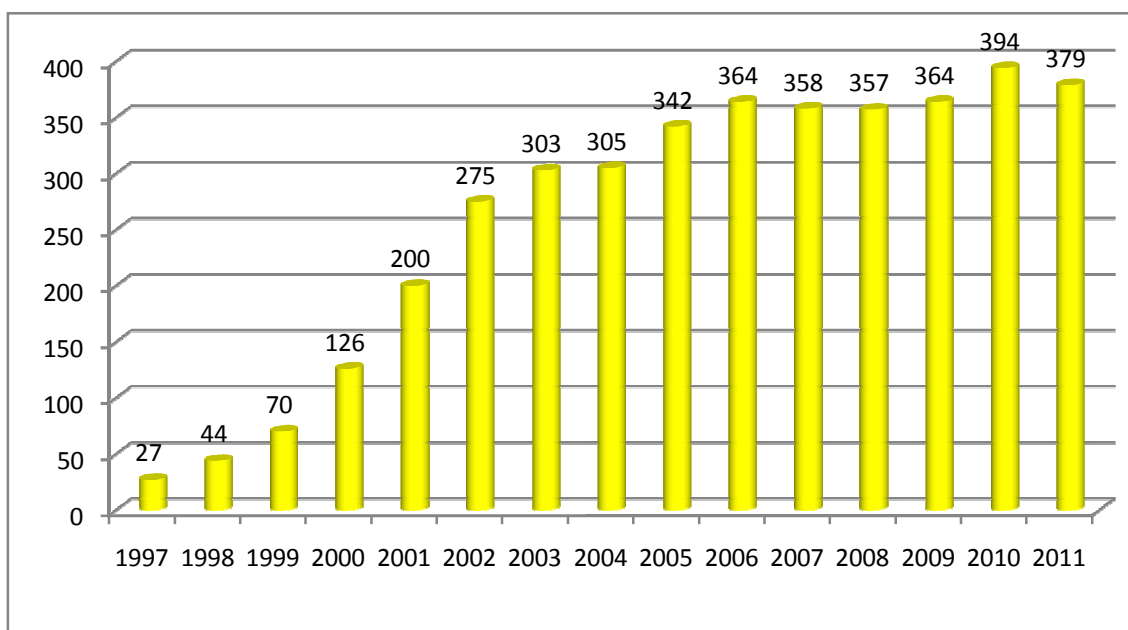
V **Polsku** operuje Fortuna na rozdíl od Česka a Slovenska výhradně prostřednictvím kamenných poboček. Na konci ledna 2012 však spustila nabídku on-line sázení. Společnost úspěšně provozuje již několik let on-line sázení v České republice a na Slovensku. V Polsku jí to dlouhou dobu neumožňovala místní legislativa. Dodatek k Zákonu o hazardních hrách v Polsku umožňující poskytování on-line služeb sázkových kanceláří vešel v platnost 14. července 2011. Obrázek 11 znázorňuje rozdělení trhu v Polsku pro rok 2010. Obrázek 12 zobrazuje vývoj počtu poboček

a Fortunek v Polsku od roku 1997 do roku 2011. Nutno podotknout, že v průběhu roku 2012 společnost svou pozici na trhu ještě posílí, a to z toho důvodu, že získala povolení od polského Ministerstva financí povolení provozovat kurzové sázky v 80 nových pobočkách. Většina z těchto prodejních míst patřila polskému Tipsportu. [23]



Obrázek 11: Rozdělení trhu kurzového sázení v Polsku v roce 2010

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://fortunagroup.cz>)



Obrázek 12: Vývoj počtu poboček kurzového sázení společnosti Fortuna v Polsku od roku 1997 do roku 2011

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://fortunagroup.cz>)

Přehled o majetkové a finanční struktuře společnosti znázorňuje Tabulka 3 týkající se konsolidované rozvahy za roky 2009 až 2011 vyjádřená v milionech eur.

K datu 1. 4. 2012 byla zatím zveřejněna pouze data za první pololetí roku 2011, tudíž od 1. ledna do 30. června. Nutno podotknout, že tyto předběžné výsledky za rok 2011 jsou neauditované.

Tabulka 3: Konsolidovaný výkaz o finanční situaci společnosti Fortuna k 30. 6. 2011

Mil. euro	2011 (1.1.-30.6)	2010	2009
AKTIVA			
Dlouhodobá aktiva			
Goodwill	52,288	50,796	50,426
Dlouhodobý nehmotný majetek	7,998	7,953	7,272
Pozemky, budovy a zařízení	5,3	4,919	5,567
Odložené daňové pohledávky	0,221	0,272	0,776
Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	-	-	28,257
Vázané peněžní prostředky	4,447	3,743	3,584
Ostatní dlouhodobý majetek	0,693	0,628	0,546
Celková dlouhodobá aktiva	70,947	68,311	96,428
Oběžná aktiva			
Krátkodobé pohledávky	2,761	1,007	2,053
Daňové pohledávky	0,153	1,473	0,202
Ostatní oběžná aktiva	1,306	0,912	0,953
Účty v bankách	-	-	0,755
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	13,512	25,335	21,566
Celková oběžná aktiva	17,732	28,727	25,529
CELKOVÁ AKTIVA	88,679	97,038	121,957
PASIVA			
Vlastní kapitál			
Základní kapitál	0,52	0,52	0,45
Emisní ážio	25,942	25,942	21,779
Zákonné rezervy	3,293	3,004	2,144
Čisté obchodní jmění připadající na akcionáře	-	-	16,611
Rezervy z přepočtu cizích měn	2,48	1,647	0,324
Nerozdělený zisk	13,826	20,894	-0,42
Celkový vlastní kapitál	46,061	52,007	40,888
Dlouhodobé závazky			
Ustanovení	0,52	0,53	0,438
Dlouhodobé bankovní úvěry	23,112	24,115	18,848
Odložené daňové závazky	0,5	0,5	-
Dlouhodobé závazky- podstatný vliv	-	-	7,55
Ostatní dlouhodobé závazky	0,1	0,29	2,578
Celkové dlouhodobé závazky	24,232	25,435	29,414
Krátkodobé závazky			
Obchodní a jiné závazky	11,319	12,223	27,507
Daňové závazky	0,137	0,499	0,408
Ustanovení	0,5	0,208	0,94
Krátkodobé závazky- podstatný vliv	-	-	0,617
Krátkodobá část dlouhodobých bankovních úvěrů	5,128	5,021	20,681
Deriváty	0,651	0,919	0,746
Ostatní krátkodobé závazky	0,651	0,725	0,756
Celkové krátkodobé závazky	18,386	19,595	51,655
CELKOVÁ PASIVA	88,679	97,037	121,957

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://www.fortunagroup.cz>)

Z konsolidovaného výkazu je patrné, že si společnost ohodnotila svou značku na poměrně vysokou úroveň, což dokazuje neustále se zvyšující položka Goodwill. Její hodnota v roce 2011 (52.288 mil. euro) dosahuje téměř 60% z celkových aktiv společnosti. V přepočtu na české koruny s aktuálním kurzem 24,805 CZK/EUR k datu 25. 4. 2012 činí hodnota Goodwillu společnosti téměř 1,3 miliardy Kč.

Výsledky hospodaření společnosti znázorňuje Tabulka 4, která zachycuje konsolidovaný výkaz zisků a ztrát za roky 2009 až 2011. Údaje za rok 2011 jsou, stejně jako u rozvahy, pouze za první pololetí roku a k tomu neauditované.

Tabulka 4: Konsolidovaný výkaz zisků a ztrát společnosti Fortuna k 30. 6. 2011

Mil. euro	2011 (1. 1.-30.6)	2010	2009
Přijaté sázky	209,022	384,172	337,876
Výnosy	41,895	81,195	74,624
Vládní daně	-3,606	-6,799	-6,965
Osobní náklady	-13,213	-25,576	-23,499
Odpisy a amortizace	-1,494	-2,63	-2,138
Ostatní provozní výnosy	0,194	0,649	0,91
Ostatní provozní náklady	-13,38	-24,386	-21,534
Provozní zisk	10,396	22,453	21,398
Finanční výnosy	1,256	2,23	2,593
Finanční náklady	-1,528	-4,541	-4,642
Zisk před zdaněním z pokračujících činností	10,124	20,142	19,349
Daň z příjmů	-1,495	-2,769	-2,415
Čistý zisk za rok z pokračujících činností	8,629	17,373	16,934
Ukončovací činnosti			
Ztráta po zdanění za rok z ukončovacích činností	-	-1,286	-4,525
Zisk z prodeje ukončovacích činností	-	4,171	-
Čistý zisk za rok z ukončovacích činností	-	2,885	-4,525
Čistý zisk za rok	8,629	20,258	12,409

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://www.fortunagroup.cz>)

Z konsolidovaného výkazu zisků a ztrát je patrné, že čistý zisk společnosti se mezi roky 2009 až 2010 zvýšil o téměř 12 mil. euro na celkových 20,258 mil. euro, který v přepočtu na české koruny s aktuálním kurzem 24,805 CZK/EUR k 25. 4. 2012 činil téměř 503 mil. Kč. Provozní zisk společnosti za první polovinu roku činil 10,396 mil. V oblasti financování je společnost trvale ve ztrátě, ale celkově je společnost za všechna sledovaná období trvale v zisku.

5. Popsání IPO společnosti Fortuna Entertainment Group N.V.

Dne 29. září 2010 společnost Fortuna, která je co do obrátu vedoucím poskytovatelem sázek se sítí poboček ve střední a východní Evropě, oznámila svůj záměr uskutečnit veřejnou nabídku a následnou kotaci svých akcií na Burze cenných papírů Praha (BCPP) a Varšavské burze cenných papírů (Gielda Papierów Wartściowych w Warszawie, GPW). Nabídka se stávala z veřejné nabídky v České republice, Polsku a na Slovensku a z neveřejné nabídky institucionálním investorům ve vybraných zemích mimo Českou republiku, Polsko a Slovensko. Celý proces byl završen ke konci roku 2010. Vedení předpokládá, že akcie společnosti nabídnou silnou dividendu až do výše 50-100% čistého zisku.

Globálním koordinátorem a výhradním bookrunnerem nabídky se stala UniCredit Bank, AG se sídlem v Londýně. Spolumanažerem emise byla Erste Group AG. Manažerem nabídky drobným investorům v Polsku byla UniCredit CAIB Poland S.A. Manažerem nabídky drobným investorům v České republice se stala Česká spořitelna, a.s., pověřeným obchodníkem v ČR byl Brokerjet České spořitelny, a. s. Slovenská spořitelna, a.s. byla potom manažerem nabídky drobným investorům na Slovensku.

Nabídka nemohla být učiněna bez povinných registrací, schválení či notifikací u příslušných regulačních orgánů, zejména u nizozemské Autoriteit Financieel Markten (AFM), České národní banky (ČNB), polské Komisje Nadzoru Finansowego (KNF) a u Národnej banky Slovenska (NBS). Zamýšlená kotace akcií byla podmíněna přijetím ze strany PSE (Prague Stock Exchange) a WSE (Warsaw Stock Exchange). [26]

Společnost použila čistý výnos z prodeje akcií ke spuštění loterie v České republice. Zbývající výnosy byly použity pro zvýšení hotovostních zdrojů společnosti. V červenci roku 2010 společnost získala licenci na provozování loterijních produktů v České republice. Očekávané náklady projektu společnost odhadla na přibližných 325 mil. Kč. Nabídka akcií společnosti představovala první IPO sázkové kanceláře na burzách ve střední a východní Evropě. [22]

5.1 Základní informace

Celková nabídka akcií byla stanovena na více než 15 830 000 akcií společnosti o jmenovité hodnotě 0,01 EUR. Z toho 13 830 000 stávajících akcií a 2 000 000 akcií nově vydávaných. O konečném počtu akcií, jež byly v rámci Nabídky prodány, rozhodli

Prodávající akcionář² společně s manažery emise. Tento počet mohl být dodatečně navýšen až o 2 370 000 existujících akcií, na něž se vztahuje opce pro nadlimitní úpis. Akcie byly nabízeny za Nabídkovou cenu, která se určí prostřednictvím procesu, který se nazývá „book-building“³. K tomu se přihlíželo k dalším účetním záznamům. Dne 24. září 2010 management Fortuna Group rozhodl a schválil práva k odběru nových akcií s vyloučením předkupních práv. Dne 27. září 2010 bylo toto usnesení schváleno dozorčí radou, která poté dala souhlas k veřejné nabídce. Očekávaný harmonogram klíčových dat vykreslují tyto body.

- Zveřejnění prospektu emitenta nejpozději 11. října 2010.
- Institucionální book-building 11. října 2010 – 21. října 2010.
- Uveřejnění maximální ceny nejpozději 11. října 2010.
- Předplatné českými, polskými a slovenskými maloobchod. investory 11. října 2010 – 21. října 2010.
- Začátek podmíněného obchodování na BCPP 22. října 2010.
- Datum vypořádání a datum platby 26. října 2010.
- Datum doručení do Centrálního depozitáře cenných papírů (CDCP) přibližně 27. října 2010.
- Datum doručení do „Národního depozitáře cenných papírů“ (NDS) přibližně 27. října 2010.
- Datum kotace na BCPP (začátek nezávislého obchodování s akciemi) přibližně 27. října 2010.
- Datum kotace na WSE⁴ (začátek nezávislého obchodování s akciemi) přibližně 28. října 2010.

Nabídka akcií byla poskytnuta maloobchodním investorům z České republiky, Polska a Slovenska. Navíc emitent nabízí akcie na soukromém místě vybraným investorům mimo Českou republiku, Polsko a Slovensko. Tito investoři, společně s českými, polskými a slovenskými jsou označováni jako institucionální investoři. Společnost nevytvořila žádné oddělené balíky akcií pro různorodé skupiny investorů. V důsledku toho si emitent vyhradil právo přidělit nabídku akcií mezi skupiny investorů podle svého uvážení a po dohodě s akcionáři.

² Jediným prodávajícím akcionářem je společnost Penta Investments Ltd.

³ Book-building je proces, při kterém se upisovatel pokouší určit, jakou cenu akcie při IPO stanovit v závislosti na požadavcích investorů. [3]

⁴ WSE (Warsaw Stock exchange)- polská burza cenných papírů

Všechny peněžní obnosy používané během procesu IPO byly vyjádřeny v eurech. Zejména maximální cena a nabídková cena tak byla stanovena a také „book-building“ proces byl proveden v eurech. Nové akcie byly vydány v den vyrovnání a splatnosti, a to 26. října 2010. [22]

5.2 Cena a konečný počet nabízených akcií

Akcie jsou nabízeny za Nabídkovou cenu, která byla stanovena prostřednictvím „book-building“ procesu. **Maximální cena** za nabízenou akcii byla stanovena emitentem a Prodávajícím akcionářem po dohodě s Jediným globálním koordinátorem a Jediným bookrunnerem dne 11. října 2010. Její výše činila s upisováním retailovými investory 4,50 EUR. Vycházelo se ze současné a předpokládané situace na českém, polském, slovenském a mezinárodním kapitálovém trhu a z posouzení rizikových faktorů, růstových vyhlídek a dalších informací týkajících se činnosti emitenta. Emitent oznámil maximální cenu dne 11. října 2010 prostřednictvím tiskové zprávy v České republice, Polsku a na Slovensku v souladu s platnými předpisy místní legislativy. Maximální cena nemusí nutně reflektovat nabídkovou cenu v procesu IPO.

Konečná cena akcie byla stanovena společně emitentem a Prodávajícím akcionářem, a to po dohodě s Jediným globálním koordinátorem a Jediným bookrunnerem. **Nabídková cena** za akcii pro institucionální a retailové investory byla stanovena na 4,30 EUR. Dohoda byla založena na následujících kritériích:

- velikost a citlivost poptávky ze strany institucionálních investorů,
- aktuální a očekávaná situace na českém, polském, slovenském a mezinárodním kapitálovém trhu,
- rizikové faktory, růstové vyhlídky a dalších informace týkající se činnosti emitenta.

Nabídková cena přepočtená na české koruny potom činila 105,52 Kč, a to podle aktuálního kurzu České národní banky ke dni 21. října 2010, který odpovídal oficiálnímu směnnému kurzu 24,54 Kč za euro. V rámci nabídky bylo prodáno celkem 18 200 000 Nabízených akcií společnosti, včetně 2 000 000 nově vydaných, což představuje 35 % vydaného kapitálu společnosti. Celkový objem nabídky při stanovené Nabídkové ceně, včetně akcií, které byly předmětem Opce na nadlimitní úpis, byl 78,26 milionů EUR. Retailoví investoři poptávali akcie za téměř 13 milionů eur a celá Nabídka byla téměř dvojnásobně přeupsána. [22]

5.3 Předplatné a alokace

Hromadné předplatné (také v různých cenových úrovních) mohou být akceptovány pouze českými maloobchodními manažery. V tomto případě jsou objednávky řešeny samostatně. Každý způsobilý investor má právo umístit předplacenou objednávku pro ne méně než jednu a ne více než celkový počet Nabídkových akcií. Investoři by si měli být vědomi, že mohou obdržet různý počet Nových akcií a Prodejních akcií jako podíl celkové alokace Nabídkových akcií. Emitent a Prodávající akcionář alokují nabídku akcií těm institucionálním investorům, kteří:

- jsou pozváni manažery, aby se účastnili „book-building“ procesu,
- neupíší Nabídku akcií za nižší cenu, než je Nabídková cena a
- jsou zahrnuti v tzv. „allotment“⁵ seznamu.

Alokace je prováděna emitentem, Prodávajícím akcionářem, Jediným globálním koordinátorem a Jediným bookrunnerem. Objednávky českých maloobchodních investorů mohou být podány prostřednictvím českých maloobchodních manažerů a prodejních agentů. Čeští retailoví investoři, kteří chtějí nakupovat akcie v České republice, musí dodržovat instrukce stanovené českými retailovými manažery. Není zde stanoven minimální ani maximální počet Nabídkových akcií.

Objednávky polských maloobchodních investorů jsou akceptovány tzv. Customer Service Points“ a polskými prodejními agenty uvedenými na webových stránkách společnosti. Polští retailoví investoři, kteří chtějí nakupovat akcie v Polsku, musí dodržovat instrukce stanovené polskými retailovými manažery a prodejními agenty. Stejně tak jako v České republice zde není stanoven minimální ani maximální počet Nabídkových akcií. Objednávky slovenských maloobchodních investorů mohou být, stejně jako v ČR, podány prostřednictvím slovenských maloobchodních manažerů a prodejních agentů. Slovenští retailoví investoři také musí při nakupování dodržovat stejné instrukce stanovené slovenskými retailovými manažery. Opět zde není stanovena minimální ani maximální počet Nabídkových akcií. Objednávky českých, slovenských a polských retailových investorů mohou být předkládány pouze v eurech. [22]

5.4 Výsledky a uzavírání Nabídek, zrušení nebo odložení Nabídky

Emitent oznámí výsledky IPO, zahrnující zejména konečnou Nabídkovou cenu

⁵ Allotment je metoda, při které společnost alokuje upsané akcie.

a konečný počet Nabídkových akcií, včetně rozdělení mezi různé skupiny investorů. Nabídka byla ukončena ke dni vypořádání, při úpisu, alokaci a výplatě za Nabídkovou akcií. Nejbližší termín ukončení společnost stanovila na 26. říjen 2010. Dohoda obsahovala podmínky pro uzavření nabídky.

Emitent mohl zrušit Nabídku na základě doporučení vedoucích pracovníků nebo z vlastního podnětu, a to kdykoliv před datem vyrovnání. Emitent také mohl změnit datum otevření a uzavření „book-buildingu“ nebo se rozhodnout, že Nabídka bude odložena na pozdější datum. Nabídka mohla být také zrušena, pokud emitent považoval za neproveditelné a nevhodné v Nabídce pokračovat, a to z následujících důvodů:

- pozastavení nebo omezení obchodů s cennými papíry nejen na pražské a varšavské burze, ale i na jakékoliv jiné oficiální burze cenných papírů v Evropské unii a ve Spojených státech,
- náhlá a podstatná negativní změna v ekonomické situaci v Nizozemsku, České republice, Polsku, Slovensku nebo celosvětově,
- materiální ztráty nebo vměšování se do podnikání emitenta,
- nebo jakékoliv podstatné změny ve vývoji ovlivňující obecné záležitosti, vedení, finanční pozici, vlastní kapitál akcionářů nebo emitentovy hospodářské výsledky. [22]

5.5 Kotace a obchodování

Emitent požádal o přijetí ke kotaci a obchodování pro všechny akcie na hlavním trhu BCPP. Zároveň požádal o přijetí ke kotaci a obchodování pro všechny akcie na hlavním trhu WSE, a to ihned po datu vypořádání. Podmíněné obchodování s akciemi na BCPP bylo zahájeno 22. října 2010 a oficiální obchodování 27. října 2010. Na WSE byl očekávaný začátek obchodování stanoven na 28. října 2010. S ohledem na plánovanou kotaci akcií na BCPP, všechny obchody provedené na této burze byly domluveny a zúčtovány v CDCP.

Stejná situace nastala i na varšavské burze. Zde byly všechny obchody zúčtovány v „Národním depozitáři cenných papírů“ (NDS). Emitent pověřil Českou spořitelnu, a.s., aby jednala jako manažer nabídky a kotační agent drobným investorům v České republice pro přijetí k obchodování na BCPP. V Polsku byla tímto úkolem pověřena polská banka UniCredit CAIB Poland S.A. [22]

5.6 Registrace a vypořádání Nabídkových akcií

Žádost byla podána na Nabídkové akcie, které bývají doručeny prostřednictvím zaknihovaných zařízení bank nebo prostřednictvím Depozitáře cenných papírů, popřípadě dalšími kvalifikovanými zprostředkovateli, kteří akcie drží prostřednictvím tzv. „Clearstreamu“. Buď přímo jako účastníci tohoto systému nebo nepřímo prostřednictvím účastníků CDCP nebo účastníků NDS. Investoři musí mít na paměti, že v případě obchodování s akciemi na PSE nebo WSE musí být akcie v zaknihované podobě. Vypořádání akcií bylo provedeno v souladu s pokyny udělenými investory, a to prostřednictvím CDCP a NDS.

Vypořádání Nabídkových akcií proběhlo dne 27. října 2010 pro účastníky CDCP a NDS. Termín vypořádání závisí na načasování převodu akcií z „Clearstreamu“ do CDCP a NDS systémů. Investoři, kteří se rozhodli držet Nabídkové akcie prostřednictvím přímých účastníků „Clearstreamu“, obdrželi akcie dne 27. října 2010. K datu tohoto prospektu byl všem akciím přiřazen ISIN code NL0009604859. Po úspěšném uzavření Nabídky, akcie, které byly drženy v zaknihované podobě v nizozemském depozitáři cenných papírů (Euroclear Nederland), byly zapsány na jméno nizozemské banky ABN AMRO Bank N.V. se sídlem v Amsterdamu. Banka působí jako společný depozitář. ABN AMRO Bank N.V. také působí jako hlavní platební zprostředkovatel akcií v Nizozemsku. Centrální depozitář cenných papírů, registrovaný v Praze, je sub-platebním zprostředkovatelem v České republice a „Národní depozitář cenných papírů“ registrovaný ve Varšavě, je sub-platebním zprostředkovatelem v Polsku. [22]

5.7 Převod akcií mezi PSE a WSE

K uskutečnění transakcí na PSE je požadováno, aby akcie byly zapsány do účtu cenných papírů, který vede CDCP. Na druhé straně, uskutečnění transakce zahrnující akcie uvedené na WSE obecně vyžaduje, že akcie, které jsou předmětem obchodu, jsou zaznamenány na účtu cenných papírů vedeném „Národním depozitářem cenných papírů“ (NDS systém). Neexistuje zde žádná dohoda mezi CDCP a NDS, a proto obchodování s akciemi mezi PSE a WSE musí být prováděno přes zprostředkovatele. Jak CDCP, tak NDS mají účty u „Clearstreamu“, který slouží jako spojovací článek mezi systémy NDS a systémy CDCP. Aby bylo možné převést akcie ze systému CDCP do systému NDS, investoři by měli vedoucímu subjektu poskytnout příslušné instrukce

jako například investorův účet cenných papírů v systému CDCP, ve kterém jsou akcie zaznamenány. A poskytnout příslušné instrukce vedoucímu subjektu, který drží jejich účet cenných papírů v systému NDS a určit, na který účet mají být akcie zaznamenány. Navíc musí investoři určit datum, kdy bude převod proveden, tzv. „settlement date“, neboli datum vypořádání. Přenos akcií závisí na jednoznačné identifikaci účastníka, na jehož účet mají být akcie zaznamenány. V případě nemožnosti identifikace účastníka systému nebo akcionáře, na jehož účet cenných papírů mají být akcie zaznamenány, se může převod akcií opozdit nebo neuskutečnit.

Na základě pokynů získaných z Centrálního depozitáře účastníka, vydaných podle pokynů akcionáře a informací získaných prostřednictvím „Clearstreamu“, by NDS měl zaznamenávat akcie přímo na účtu účastníka NDS a následně jsou akcie zaznamenány na investorově účtu cenných papírů. Převod akcií ze systému NDS do systému CDCP se provádí podobným způsobem jako převod akcií ze systému CDCP do systému NDS. Přestože účastníci NDS a CDCP souhlasí (nebo se očekává, že budou souhlasit) s praktikami převodu akcií mezi NDS a CDCP, nejsou povinni uskutečnit tyto postupy a směřjí je kdykoliv přerušit. Upisovací povinnost měly dvě banky.

- UniCredit Bank Austria AG se sídlem ve Vídni, která upsala 80% všech akcií a
- Erste Group Bank AG taktéž se sídlem ve Vídni, která upsala zbylých 20% akcií. [22]

5.8 Umístění a upisování

Emitent a Prodávající akcionář k datu zveřejnění Prospektu emitenta přistoupili k dohodě o upisování („Underwriting Agreement“), ve které se upisovatel zavázal k upsání akcií a zaplatil částku odpovídající Nabídkové ceně a počtu upsaných akcií. V souvislosti s umístěním nabídky akcií udělil Prodejní akcionář Jedinému globálnímu koordinátorovi a Jedinému bookrunnerovi možnost nákupu dalších 2 370 000 akcií za Nabídkovou cenu. Nadlimitní úpis byl uplatnitelný zcela nebo z části, a to od data zveřejnění prospektu do třiceti dní po oznámení Nabídkové ceny akcie. Jediný globální koordinátor a Jediný bookrunner zveřejnili všechny detaily o stabilizačních transakcích uskutečněných „Polským úřadem finančního dozoru“ (PFSA-Polish Supervision Authority), a to s ohledem na transakce prováděné na WSE. Stejně tak zveřejnili detaily o transakcích uskutečněných ČNB, a to s ohledem na transakce prováděné na PSE. To vše do konce sedmého burzovního dne od dne provedení těchto transakcí.

Jediný globální koordinátor a Jediný bookrunner prozradili veřejnosti v souladu s platnými předpisy do jednoho týdne od skončení stabilizačního období:

- zda byla nebo nebyla stabilizace provedena,
- datum, kdy byla stabilizace zahájena,
- datum poslední stabilizační operace a
- cenové rozpětí, v němž byla stabilizace provedena, a to pro každý den, ve kterém byly stabilizační operace prováděny.

V souvislosti s nabídkou se emitent a Prodávající akcionář dohodli, že budou platit manažerům a upisovateli 2,5% z hrubých výnosů z nabídky, včetně akcií vydaných na nadlimitní úpis. Emitent a Prodávající akcionář se také zavázali, že:

- přijmou veškerá opatření nezbytná k zapsání akcií a podání příslušné žádosti na WSE,
- nevstoupí do jiné upisovací dohody ve vztahu k akciím a
- budou využívat výnosy z Nabídky pro účely uvedené v Prospektu.

Kterýkoliv z manažerů a upisovatelů mohl vypovědět upisovací smlouvu v případě jakéhokoliv výskytu vyšší moci. Smlouva by byla vypovězena na základě písemného oznámení ukončovací stranou. [22]

6 Vyhodnocení vývoje kurzu akcie Fortuna Entertainment Group N.V.

Den 4. 11. 2010 byl pro Fortunu prvním dnem, kdy začala obchodovat jak na PSE, tak na WSE. Cena akcií je ovlivňována řadou faktorů. Při své analýze zjišťoval závislosti mezi třemi proměnnými, a to mezi vývojem indexu PX, měnovým kurzem CZK/EUR a hrubým domácím produktem (dále jen HDP).

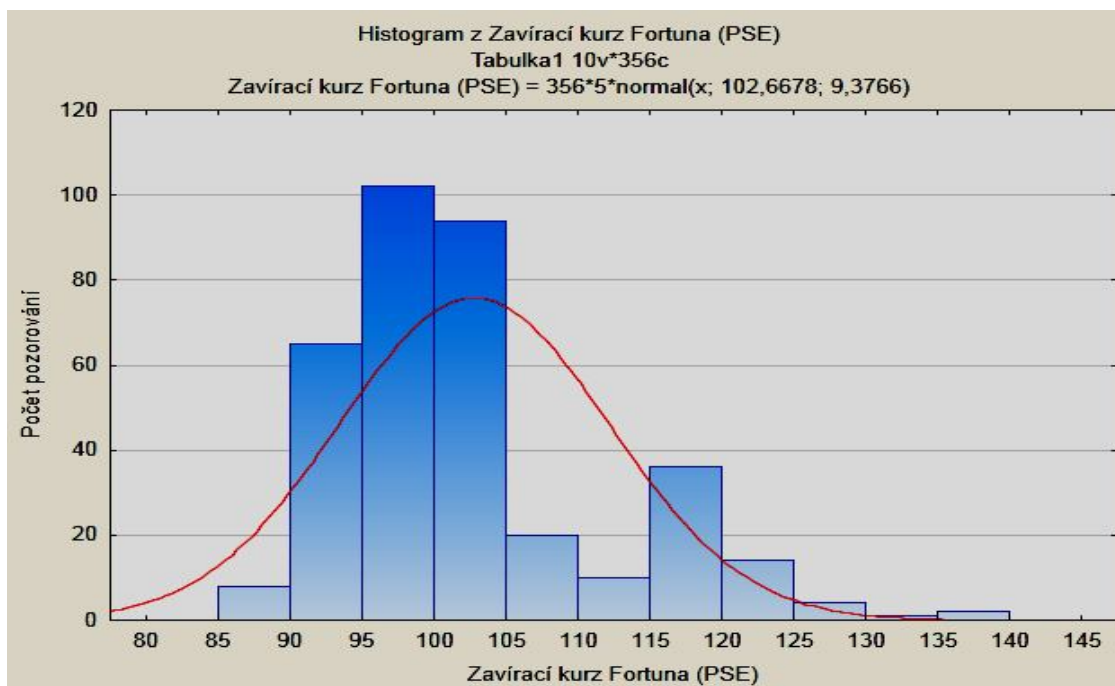
Za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012 jsem vytvořil časovou řadu pro zavírací kurzy Fortuny na PSE, zavírací kurz indexu PX a průměrné devizové kurzy české koruny vůči euro stanovené Českou národní bankou. Hodnoty hrubého domácího produktu jsou vykazovány čtvrtletně. V tomto případě jsem tedy hodnoty HDP porovnával se zavíracím kurzem Fortuna na PSE k poslednímu dni daného čtvrtletí, ve kterém se na PSE obchodovalo.

6.1 Zjišťování závislostí mezi vývojem kurzu společnosti a Indexem PX za danou periodu

Ke zjištění závislostí mezi vývojem kurzu společnosti a indexem PX jsem využil metod korelační analýzy. Testování korelace se často používá v případech, když data mají mezi sebou časovou závislost. První krok, který jsem při zjišťování závislostí provedl, bylo testování, zda data pochází z normálního rozdělení pravděpodobnosti či nikoliv. Na základě tohoto posudku se poté rozhoduje, jaký korelační koeficient se použije. Hladinu významnosti α jsem stanovil 0,05 ($\alpha=0,05$). Test normality jsem provedl v programu STATISTICA.

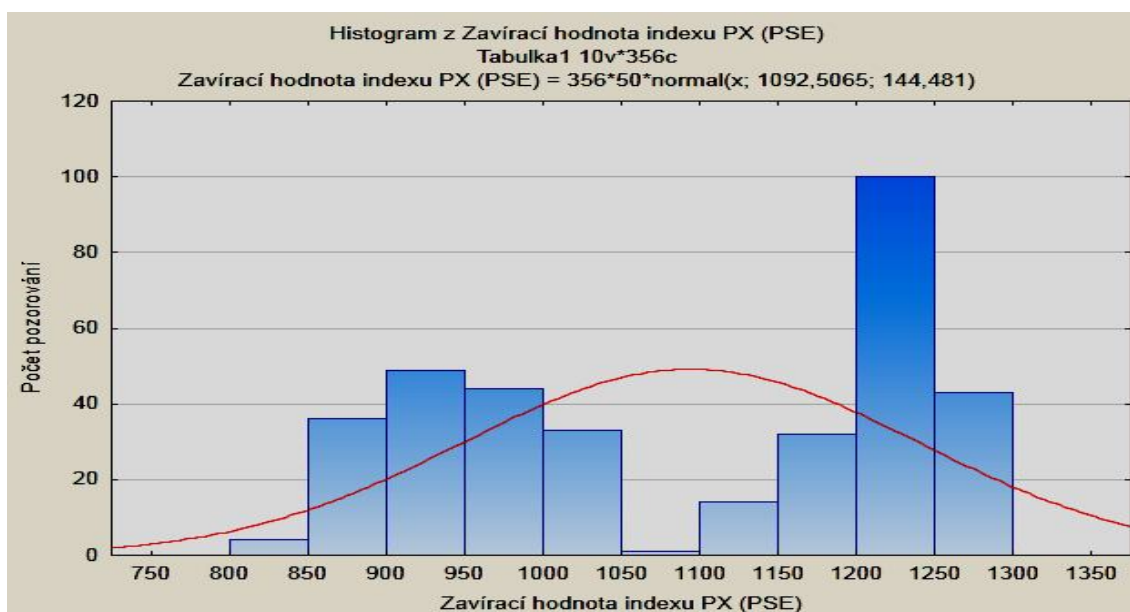
Program nabízí 2 testy na normalitu, a to konkrétně Shapiro-Wilkův W test a Lillieforsův test. Volba závisí na počtu pozorování. Pokud má náhodný výběr méně jak 40 pozorování, využívá se Shapiro-Wilkův W test, pokud více než 40, tak Lillieforsův test. Zavírací kurz Fortuny na PSE a zavírací kurz indexu PX na PSE mají za období od dne 4. 11. 2010 do dne 30.3.2012 celkem 356 pozorování.

Použil jsem tedy Lillieforsův test, z kterého jsem zjistil, že data nepochází z normálního rozdělení pravděpodobnosti jak u zavíracího kurzu Fortuny, tak ani u indexu PX. Grafický výstup tohoto tvrzení demonstruje Obrázek číslo 13 a Obrázek číslo a 14.



Obrázek 13: Zavírací kurz Fortuny v závislosti na počtu pozorování za období 4.11.2010-30.3.2012

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://www.bcpp.cz/>)



Obrázek 14: Zavírací hodnota indexu PX v závislosti na počtu pozorování za období 4.11.2010-30.3.2012

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://www.bcpp.cz/>)

Z obou grafů je patrné, že data jsou vychýleny od Gaussovy křivky, tudíž rozhodnutí o tom, zda data pochází či nepochází z normálního rozdělení, lze udělat i z grafu. V některých situacích to ovšem není jednoznačné, proto je nutné ověřovat normalitu vždy výpočtem. Po testu normality již provedu zjištění, zda jsou náhodné veličiny korelované či nikoliv. Jak již bylo zjištěno, data nepochází z normálního

rozdělení pravděpodobnosti, proto se korelační určí pomocí *Spearmanova korelačního koeficientu*. Otestoval jsem nulovou hypotézu $H_0: \rho=0$ proti alternativní hypotéze $H_1: \rho \neq 0$. Nulová hypotéza říká, že mezi náhodnými veličinami není korelační vztah, alternativní hypotéza tvrdí přesný opak.

Máme náhodný výběr $(X_1, Y_1), (X_2, Y_2)$, utvořený ze základního souboru (X, Y) se spojitým dvojrozměrným rozdělením pravděpodobností. Testujeme hypotézu, že X a Y jsou nekorelované náhodné veličiny. Postup testu.

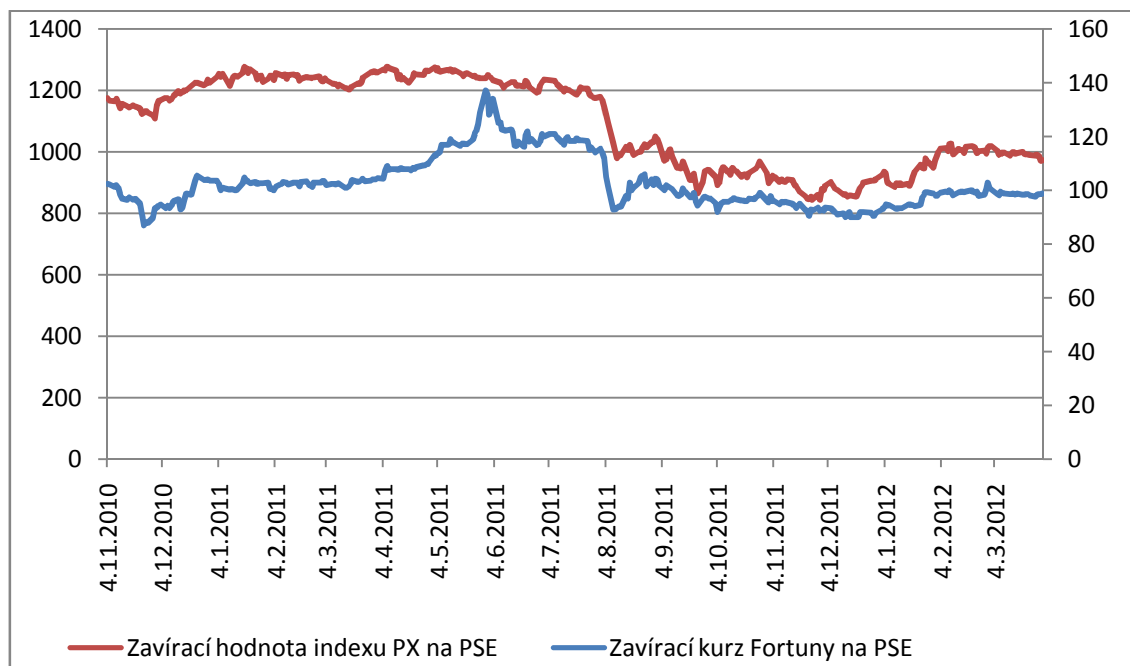
- Seřadí se prvky náhodného výběru X_1, X_2, \dots, X_n do neklesající posloupnosti a zjistí se jejich pořadí R_1, R_2, \dots, R_n . Prvky náhodného výběru X_1, X_2, \dots, X_n představují závírací kurz Fortuny na PSE.
- Seřadí se prvky náhodného výběru Y_1, Y_2, \dots, Y_n do neklesající posloupnosti a zjistí se jejich pořadí Q_1, Q_2, \dots, Q_n . Prvky náhodného výběru Y_1, Y_2, \dots, Y_n představují závírací kurz indexu PX na PSE.

Testovací kritérium má tvar: $R_s = 1 - \frac{6}{n*(n^2-1)} \sum_{i=1}^n (R_i - Q_i)^2$.

Hodnoty testovacího kritéria spadají do intervalu od $\langle -1; 1 \rangle$, kde hodnoty nabývající -1 vyjadřují silnou korelační závislost typu nepřímá úměra a hodnoty nabývající 1 vyjadřují silnou korelační závislost typu přímá úměra. Kritická oblast znamená množinu hodnot testovacího kritéria R_s , pro které platí: $W = \{R_s: |R_s| > r_\alpha\}$.
[12]

Kritická hranice r_α pro stanovenou hladinu významnosti α lze najít například v příručce: Kritické hodnoty a kvantily vybraných rozdělení pravděpodobností od doc. PaedDr. Jany Kubanové, CSc. a doc. RNDr. Bohdana Lindy, CSc. Vypočítaná hodnota testovacího kritéria činí **0,783152584**. Kritickou hranici Spearmanova korelačního koeficientu jsem hledal v uvedených tabulkách rozdělení pravděpodobností.

Hladinu významnosti jsem zvolil $\alpha=0,05$ a počet pozorování bylo $n=356$. Tabulky udávají poslední hodnotu pozorování pro $n=30$. Její hodnota činí $r_\alpha=0,3620$. To, že jsem nezjistil přesnou hodnotu r_α pro 356 pozorování, není rozhodující. S každým dalším n totiž hodnota r_α klesá. Lze tedy bezpečně tvrdit, že $|R_s| > r_\alpha$, respektive hodnota 0,783152584 je větší, než hodnota přibližující se číslu 0,3620. Hodnota testovacího kritéria padla do oblasti kritických hodnot, což znamená, že nulovou hypotézu $H_0: \rho=0$ **zamítáme** a přijímáme alternativní hypotézu $H_1: \rho \neq 0$. Mezi uvedenými proměnnými tedy **je** korelační vztah. Vývoj závíracích kurzů společnosti Fortuna Entertainment Group a indexu PX znázorňuje Obrázek 15.



Obrázek 15: Vývoj zavíracích kurzů Fortuny a indexu PX na PSE za období od 4.11.2010-30.3.2012

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://www.bcpp.cz/>)

Na obrázku jsou vykresleny dvě osy. Zavírací hodnota indexu PX na PSE se řídí osou, která je znázorněna vlevo (0-1400), zavírací kurz Fortuny na PSE se zase řídí osou napravo (0-160).

Index PX zobrazuje celkovou situaci na českém akciovém trhu, respektive souhrnný vývoj všech čtrnácti emisí obchodovaných na PSE ke dni 30.4.2012. Každá emise je v indexu zastoupena svou vahou, která odpovídá podílu tržní hodnoty daného cenného papíru na všech cenných papírech v indexu PX. Podíl emise na tržní kapitalizaci báze společnosti Fortuna Entertainment Group činila ke dni 30. 4. 2012 0,66%. Na PSE tedy patří k menším emisím, takže i když zde korelační vztah existuje, tak i z její hodnoty (0,783152584) je patrné, že není silný. Silný korelační vztah vůči indexu PX lze očekávat spíše u akcií ČEZu, jejichž podíl emise na tržní kapitalizaci báze činila 20,28 % ke dni 30.4.2012.

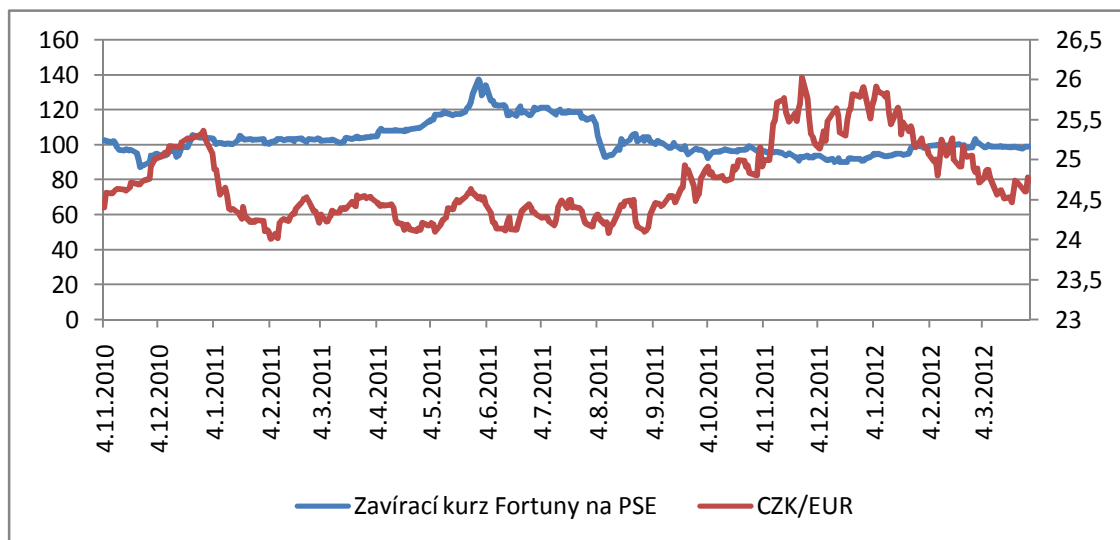
6. 2 Zjišťování závislostí mezi vývojem kurzu společnosti a měnovým kurzem CZK/EUR za danou periodu

Ke zjištění závislostí mezi vývojem kurzu společnosti a devizového kurzu CZK/EUR jsem opět využil metod korelační analýzy. Testování normality již v tomto případě není nutné, protože v kapitole číslo 6.1 jsem zjistil, že zavírací kurz Fortuny se

neřídí normálním rozdělením pravděpodobnosti. Takže ani testování normality u časové posloupnosti měnového kurzu CZK/EUR není nutné. Stačí, když alespoň jeden náhodný výběr nepochází z normálního rozdělení pravděpodobnosti a testování hypotézy musí být provedeno některou z neparametrických metod. Tou je opět Spearmanův korelační koeficient.

Otestoval jsem nulovou hypotézu $H_0: \rho=0$ proti alternativní hypotéze $H_1: \rho \neq 0$. Dosazením do testovacího kritéria: $R_s = 1 - \frac{6}{n*(n^2-1)} \sum_{i=1}^n (R_i - Q_i)^2$ jsem získal hodnotu **-0,717244**. Kritická hodnota Spearmanova korelačního koeficientu při 356 pozorováních ($n=356$) a zvolené hladině významnosti $\alpha=0,05$ je přibližně **0,3620**. Dosazením tučně označených hodnot do kritické hranice: $W = \{R_s: |R_s| > r_\alpha\}$ dostaneme $W = \{R_s: |-0,717244| > 0,3620\}$.

Absolutní hodnota testovacího kritéria je větší, než kritická hodnota, takže padla do oblasti kritických hodnot. To znamená, že opět zamítáme nulovou hypotézu $H_0: \rho=0$ a přijímáme alternativní hypotézu $H_1: \rho \neq 0$. Mezi uvedenými proměnnými tedy je korelační vztah. Vývoj zavíracích kurzů společnosti na PSE a průměrného devizového kurzu koruny vůči euru stanoveného Českou národní bankou za období od dne 4. 11. 2010 - 30. 3. 2012 znázorňuje Obrázek 16.



Obrázek 16: Vývoj zavíracího kurzu Fortuny na PSE a devizového kurzu CZK/EUR ode dne 4.11.2010-30.3.2012

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://www.bcpp.cz/> a <http://www.cnb.cz/>)

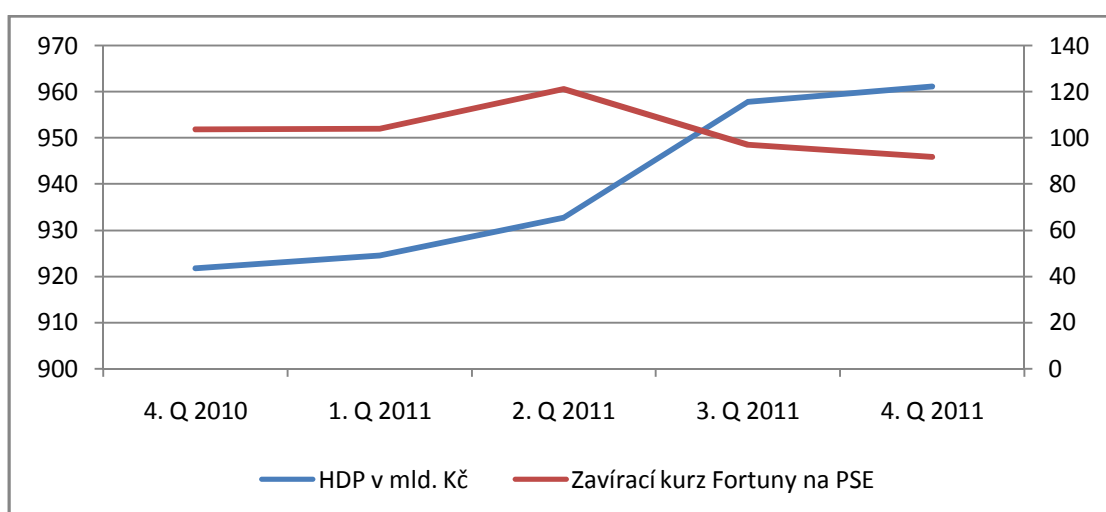
Na obrázku jsou vykresleny dvě osy. Zavírací kurz Fortuny na PSE se řídí osou, která je znázorněna vlevo (0-160), devizový kurz české koruny vůči euru se zase řídí osou napravo (23-26,5).

Mezi vývojem závěracího kurzu Fortuna na PSE a vývojem české koruny vůči euru tedy existuje korelační vztah typu nepřímá úměra. To znamená, že snížení jedné proměnné vyvolá zvýšení druhé a naopak. Můžeme tedy tvrdit, že ceny akcií rostou, pokud česká koruna apreciuje vůči euru, za jinak stejných podmínek. Pokud česká koruna naopak bude depreciovat, ceny akcií Fortuny budou klesat.

6.3 Zjišťování závislosti mezi vývojem kurzu společnosti a HDP v ČR za danou periodu

Hrubý domácí produkt (dále jen HDP) vyjadřuje peněžní hodnotu finální produkce vyrobenou za určité období (obvykle jeden rok) výrobními faktory umístěnými v dané zemi, bez ohledu na jejich vlastníka. [26]

Je vykazován čtvrtletně, a to buď absolutně, na jednoho obyvatele nebo jako procentní změna z období minulého roku nebo minulého kvartálu. Při zjišťování závislosti mezi vývojem kurzu společnosti a HDP jsem pracoval s HDP v mld. Kč. Fortuna obchoduje na PSE od dne 4.11.2010. Do dne 30. 3. 2012 byly zveřejněny údaje o vývoji HDP v České republice pouze za poslední čtvrtletí roku 2010 a všechna čtvrtletí roku 2011. Těchto pět naměřených hodnot bych porovnal se závěracími kurzy posledního dne čtvrtletí a provedl korelační analýzu. Při takto malém počtu pozorování by však byl výsledek zkreslující a nic neříkající. Pokud by Fortuna na burze obchodovala například 6 let, potom by se korelační analýza počítala z více než 20 pozorováními a jisté závěry by se z toho odvodit daly. Vývoj závěracích kurzů Fortuny na PSE a vývoj HDP vyjádřený v absolutních hodnotách vyjadřuje Obrázek 17.



Obrázek 17: Vývoj závěracích kurzů Fortuny na PSE a HDP v mld. Kč za období od 4Q/2010-4Q/2011

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://www.bcpcp.cz/> a <http://www.kurzy.cz/>)

Na obrázku jsou vykresleny dvě osy. HDP vyjádřený v absolutních hodnotách se řídí osou, která je znázorněna vlevo (900-970), závírací kurz Fortuny na PSE se řídí osou, která je znázorněna vpravo (0-140). Přestože se ve druhém kvartálu roku 2011 obě křivky ubírají opačným směrem, lze předpokládat, že jistý korelační vztah zde existovat bude. V kapitole 6.2 jsem zjistil, že existuje korelační vztah mezi vývojem kurzu Fortuny a měnovým kurzem CZK/EUR. Takže měnový kurz do jisté míry ovlivňuje dění na burze. Na druhou stranu měnový kurz je ovlivňován celou řadou veličin, mezi které patří především HDP.

Růst HDP zapříčiňuje stabilní hospodářskou situaci v dané zemi. Pokud HDP roste, domácí měna bude apreciovat. Z kapitoly 6.2 jsem zjistil, že pokud měna apreciuje, ceny akcií Fortuna rostou. Dlouhodobější pokles HDP by tedy neustále vyvolával tlak na znehodnocování domácí měny, který by měl za následek neustálý pokles cen akcií na burzovním trhu, čímž by se burzovní trh stal nestabilním.

7 Srovnání obchodování s akcemi Fortuna Entertainment Group N.V. na PSE a WSE

Pražská burza cenných papírů a varšavská burza cenných papírů se od sebe podstatně liší. Zatímco pražská burza obchodovala ke dni 30. 4. 2012 na hlavním trhu s 14 akcemi, na varšavské burze se v roce 2011 obchodovalo na hlavním trhu se 428 akcemi. Dalším rozdílem je, že všechny akcie na hlavním trhu tvoří bázi jediného indexu, který se nazývá indexem PX. WSE disponuje hned několika indexy, z nichž nejvýznamnějším a nejobchodovanějším je index WIG20, který soustřeďuje 20 největších titulů na hlavním trhu burzy. Akcie Fortuny v tomto indexu zahrnuty nejsou. Na hlavním trhu spadají do indexu 50 PLUS.

Akcie společnosti Fortuna se obchodují současně na obou burzách. V této souvislosti jsem provedl dvě analýzy. První analýza se týkala vývoje zavíracích kurzů na obou burzách za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012. Konkrétně jsem zjišťoval, zda se zavírací kurzy na obou burzách rovnají či nikoliv.

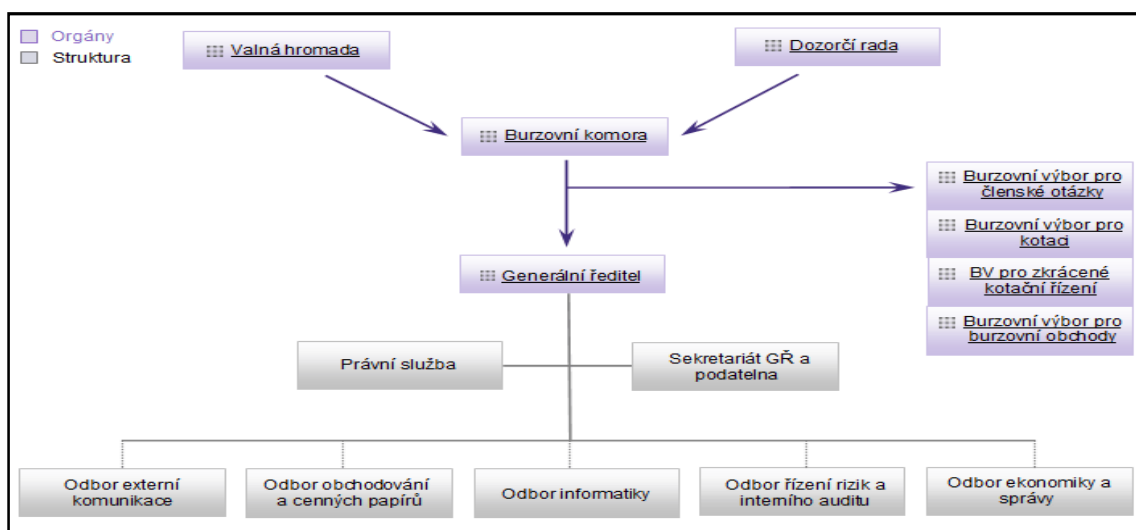
Druhá analýza spočívala v porovnání objemu obchodů, které byly uzavřeny za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012. Výpočty obou analýz jsem dokreslil grafickými výstupy.

7.1 Charakteristika PSE

Prague Stock exchange neboli Burza cenných papírů Praha je největším organizátorem trhu cenných papírů v České republice. Ze zákona má podobu akciové společnosti a je založena na členském principu, což znamená, že přístup do burzovního systému a právo obchodovat na této burze mají jen licencovaní obchodníci s cennými papíry, kteří jsou zároveň členy burzy. K uzavírání obchodů jsou oprávněni ještě Česká národní banka a Česká republika, která jedná prostřednictvím Ministerstva financí. Členem burzy může být pouze obchodník s cennými papíry nebo zahraniční osoba s povolením k poskytování investičních služeb splňující podmínky stanovené Burzovními pravidly. Člen burzy jedná vždy vlastním jménem prostřednictvím svého makléře. Možnost převodu členství na jiný subjekt je pouze na rozhodnutí burzovní komory. Ke dni 30. 4. 2012 zahrnovala burza 21 členů. Většinou se jedná o banky a investiční společnosti. Drtivá většina z nich má sídlo v České republice. PSE je členem Federace evropských burz (FESE) a americká komise pro cenné papíry jí udělila

statut tzv. „Designated Offshore Market“, tedy trhu, který je bezpečný pro americké investory. [21]

Organizační schéma PSE znázorňuje Obrázek 18.



Obrázek 18: Organizační schéma PSE

Zdroj: [19]

Celkový roční objem obchodů s akciemi všech členů burzy v roce 2011 činil **734,373 mld. Kč**. Nejaktivnějším účastníkem co do objemu obchodů za rok 2011 se stala Patria Finance, a.s., jejíž objem obchodů s akciemi činil 256,618 mld. Kč. Na druhém místě se umístila nezávislá investiční banka WOOD & Company Financial Services, a.s. se sídlem v Praze s celkovým objemem uzavřených obchodů v hodnotě 182,799 mld. Kč. Třetí skončila Česká spořitelna, a.s. s objemy obchodů ve výši 74,764 mld. Kč.

Stejné pořadí platí i pro první tři měsíce roku 2012, kdy Patria Finance, a.s. uzavřela ke dni 30. 3. 2012 akciové obchody za 49,928 mlč. Kč, WOOD & Company Financial Services, a.s. uzavřela obchody za 40,199 mld. Kč a Česká spořitelna, a.s. za 18,370 mld. Kč. [18]

Ke dni 30. 4. 2012 tvoří seznam kótovaných investičních nástrojů na PSE celkem 14 akcií na hlavním trhu a 13 akcií na volném trhu. Akcie na hlavním trhu jsou zahrnuty do báze indexu PX, z nichž se potom index PX počítá.

Báze indexu PX ke dni 30. 4. 2012 zobrazuje Tabulka 2 v kapitole 2.1.2.3. Další informace o Burze cenných papírů Praha se nachází v **Příloze C** ve výpisu z obchodního rejstříku společnosti Burza cenných papírů Praha, a.s. [29]

7.2 Charakteristika WSE

Warsaw Stock Exchange neboli varšavská burza cenných papírů (dále jen WSE) je největší burzou cenných papírů ve střední a východní Evropě a je jednou z nejrychleji rostoucích burz v celé Evropě. WSE nabízí širokou škálu produktů a služeb v rámci trhu s akciemi, deriváty, dluhopisy a strukturovanými produkty. Řídícími orgány WSE jsou:

- valná hromada,
- dozorčí rada a
- správní rada.

Mateřské a dceřiné společnosti tvořící WSE, mají tři hlavní linie podnikání:

- **kotaci**, zahrnující hlavní představení, přijetí k obchodování a kotaci cenných papírů na trhu organizovaných a provozovaných WSE,
- **obchodování**, zahrnující obchodování se všemi finančními instrumenty na trhu organizovaném a provozovaném WSE,
- **informační servis**, zahrnující poskytování burzovních dat uživatelům.

Ve své činnosti a ve všech těchto třech segmentech organizuje a provozuje varšavská burza obchodování na následujících trzích.

- **Hlavní trh**- na hlavním trhu se obchoduje s akciemi a dalšími cennými papíry souvisejícími s akciemi, dále pak s nástroji peněžního trhu a s deriváty.
- **NewConnect**- na tomto trhu se obchodují akcie a další cenné papíry související s akciemi malých a středních podniků.
- **Catalyst**- obchodování na podnikové a komunální úrovni a obchodování se státními pokladničními poukázkami a hypotečními zástavními listy provozovaných WSE a tzv. BondSpoty.
- **Treasury BondSpot Poland**- hromadné obchody státních dluhopisů provozovaných prostřednictvím tzv. BondSpotů. Dále pak komoditní trh s energií (obchody s elektrickou energií).

Varšavská burza cenných papírů na základě zákona o obchodování s finančními instrumenty funguje ode dne 29. července 2005 pod vedením polského finančního dohledu. Je to akciová společnost založená státem. [1]

Na WSE je hned několik indexů, z nichž nejvýznamnější je index WIG20, který soustřeďuje 20 největších a nejobchodovanějších titulů na hlavním trhu burzy. Index je vypočítáván ode dne 16. 4. 1994, výchozí hodnota indexu WIG20 byla stanovena na 1000 bodů. Vypořádání obchodů probíhá přes „Národní depozitář cenných papírů

(NDS)“, který také zajišťuje peněžní vypořádání obchodů. S akciemi Fortuny se obchoduje na hlavním trhu, v nejvýznamnějším indexu WIG20 ale zahrnutý nejsou. Spadají do indexu 50 PLUS. [32]

Velké množství primární emise akcií však burze způsobila problémy, protože kvantita přinesla problémy s kvalitou. V roce 2011 získala varšavská burza 47 % všech IPO v Evropě. Hlavní trh varšavské burzy přilákal 38 nových emisí a celkové číslo zvýšil na 428 za rok 2011. Ještě rychleji přibývají nové firmy na NewConnect trhu, který přilákal 172 nových emisí a téměř zdvojnásobil rozsah tohoto trhu. Problémem je, že několik emisí, a to i na hlavním trhu, je nekvalitních. Všechna nová IPO za rok 2011 na WSE přesahují hodnoty 2 miliard eur, což varšavskou burzu řadí na třetí příčku v Evropě. Londýnská burza sice měla méně IPO, celkem 150, ovšem s hodnotou 14,6 miliardy eur. A například madridská burza přilákala v roce 2011 pouze 9 emisí, ovšem v celkové hodnotě 6 miliard eur. Rostoucí vlna IPO tak budí otázky ohledně požadavků na firmy, které nově vstupují na varšavskou burzu. WSE například v listopadu 2011 přerušila obchodování se společností Avtech Aviation&Engineering, která byla zařazena na burze NewConnect. Firma totiž přestala dodávat regulační informace. Problémy přitom byly patrné již od počátku, jelikož hned v první den obchodování akcie firmy poklesly o 44 %. Vedení varšavské burzy proto plánuje zpřísnění požadavků na reportované údaje jak u emitentů akcií, tak i dluhopisů. Dále plánuje věnovat větší pozornost kvalitě vstupujících firem na burzu. V porovnání s varšavskou burzou má Burza cenných papírů Praha daleko menší počet emisí, a to pouhých 14 na primárním trhu. Na druhou stranu však nabízí slušnou likviditu pro firmy, které na tomto trhu obchodují. [27]

7.3 Porovnání vývoje závěrečného kurzu společnosti na PSE a WSE

K porovnání kurzů jsem vytvořil časovou řadu závěrečných kurzů Fortuny na PSE a WSE za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012. Hodnoty závěrečných kurzů jsem zjistil z webových stránek pražské a varšavské burzy. Abych mohl tyto kurzy porovnávat, uzpůsobil jsem je jedné měně, a to české koruně. Na stránkách České národní banky jsem si proto našel za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012 průměrné přepočítávací kurzy české koruny za polský zlotý. Aktuální velikost přepočítávacího kurzu české koruny vůči polskému zlotému jsem poté vynásobil velikostí závěrečného kurzu Fortuny na WSE za každý obchodovací den na burze. Po této

operaci již data byla připravena k provedení analýzy. V této situaci mě zajímalo, zda se zavírací kurzy na obou burzách liší či nikoliv. Celou analýzu jsem provedl prostřednictvím softwaru STATISTICA.

Nejprve jsem zjišťoval, zda data pochází z normálního rozdělení pravděpodobnosti či nikoliv. Hladinu významnosti α jsem stanovil 0,05 ($\alpha=0,05$). Zavírací kurzy mají za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012 celkem 356 pozorování. Opět jsem tedy použil Lillieforsův test, z kterého jsem zjistil, že jak data z pražské burzy, tak ani data z polské burzy nepochází z normálního rozdělení pravděpodobnosti. Využil jsem proto metod neparametrické statistiky, a to konkrétně Kruskal-Wallisův test.

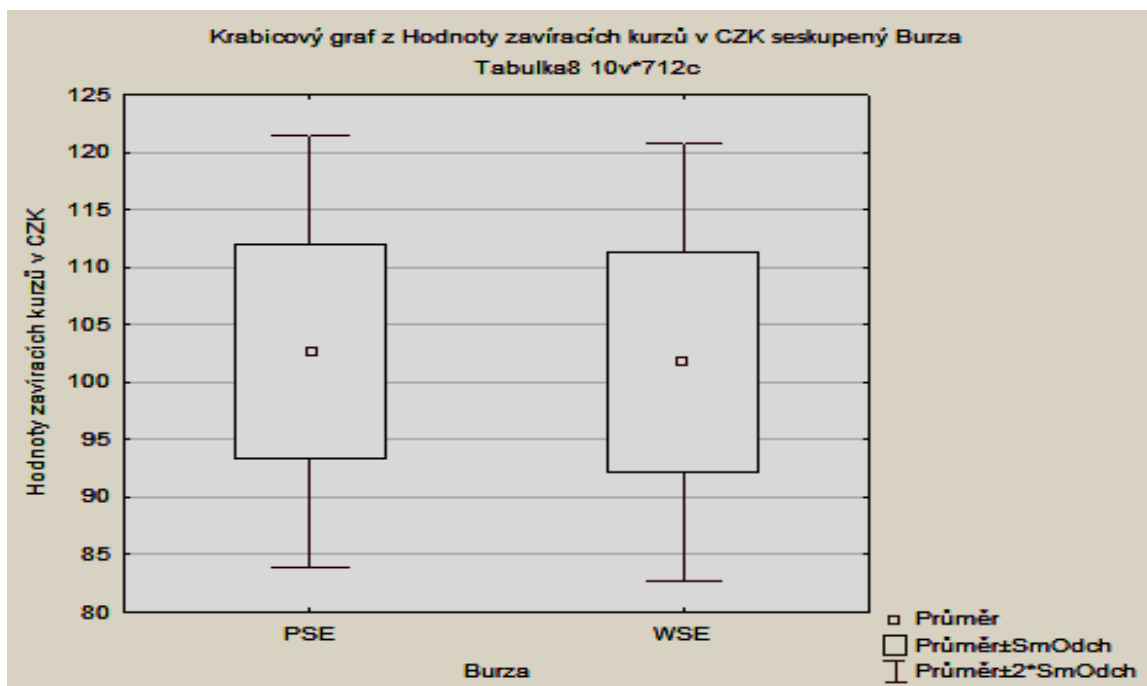
Tento test je neparametrickou obdobou jednofaktorové analýzy rozptylu. Předpokladem je k nezávislých náhodných výběrů o rozsazích n_1, n_2, \dots, n_k . Každý z těchto výběrů pochází ze základního souboru se spojitou distribuční funkcí $F_i, i=1, \dots, k$. Testuje se hypotéza, že všechny výběry, v tomto případě dva, pocházejí ze stejného základního souboru, tedy že všechny distribuční funkce $F_i, i=1, \dots, k$ jsou totožné. Nulová hypotéza je potom formulována jako $H_0: F_1(x) = F_2(x) = \dots = F_k(x)$. Naproti tomu alternativní hypotéza je formulována jako $H_1: F_i(x) \neq F_j(x)$. Alternativní hypotéza říká, že k zamítnutí hypotézy stačí, když alespoň jedna dvojice výběrů se sobě nerovná. [12]

V tomto případě jsou k dispozici dva náhodné výběry, tudíž nulová hypotéza vypadá následovně: $H_0: F_1(\text{PSE}) = F_2(\text{WSE})$. Alternativní hypotéza potom vypovídá o tom, že se náhodné výběry nerovnájí ($H_1: F_1(\text{PSE}) \neq F_2(\text{WSE})$). Výpočet jsem provedl v softwaru STATISTICA. Na hladině významnosti $\alpha=0,05$ jsem dospěl k výsledku, že tzv. p -hodnota dosáhla hodnoty **0,1313**.

P -hodnota je nejnižší hladina významnosti, na které se zamítá nulová hypotéza. Ta se používá místo porovnání hodnoty testovacího kritéria s kritickými hodnotami. Na základě p -hodnoty a hladině významnosti rozhodujeme o platnosti hypotézy.

Pokud je p -hodnota menší nebo rovna hladině významnosti ($p \leq \alpha$), potom nulovou hypotézu zamítáme. Pokud je p -hodnota větší, než hladina významnosti ($p > \alpha$), hypotézu nezamítáme.

V tomto případě naměřená p -hodnota **0,1313** $>$ **0,05**, což znamená, že se nulová hypotéza nezamítá a můžu tedy tvrdit, že zavírací kurzy Fortuny jsou na PSE a WSE **přibližně stejné**. Dané tvrzení jsem ještě demonstroval krabicovým grafem na Obrázku 19.



Obrázek 19: Porovnání vývoje zavíracích kurzů Fortuny v CZK na PSE a WSE ode dne 4.11.2010-30.3.2012

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://www.bcpcz.cz/>, <http://www.cnb.cz/> a <http://gpw.pl/>)

Z obrázku je patrné, že průměrné hodnoty zavíracích kurzů vyznačené malými čtverečky uprostřed „krabic“ jsou velmi podobné. Stejně tak je na první pohled vidět, že velikosti „krabic“ jsou přibližně stejné. Na základě toho, že velikosti „krabic“ jsou přibližně stejné, respektive směrodatné odchylky průměrů jsou přibližně stejné, můžu potvrdit platnost nulové hypotézy.

7.4 Porovnání objemu obchodů společnosti na PSE a WSE

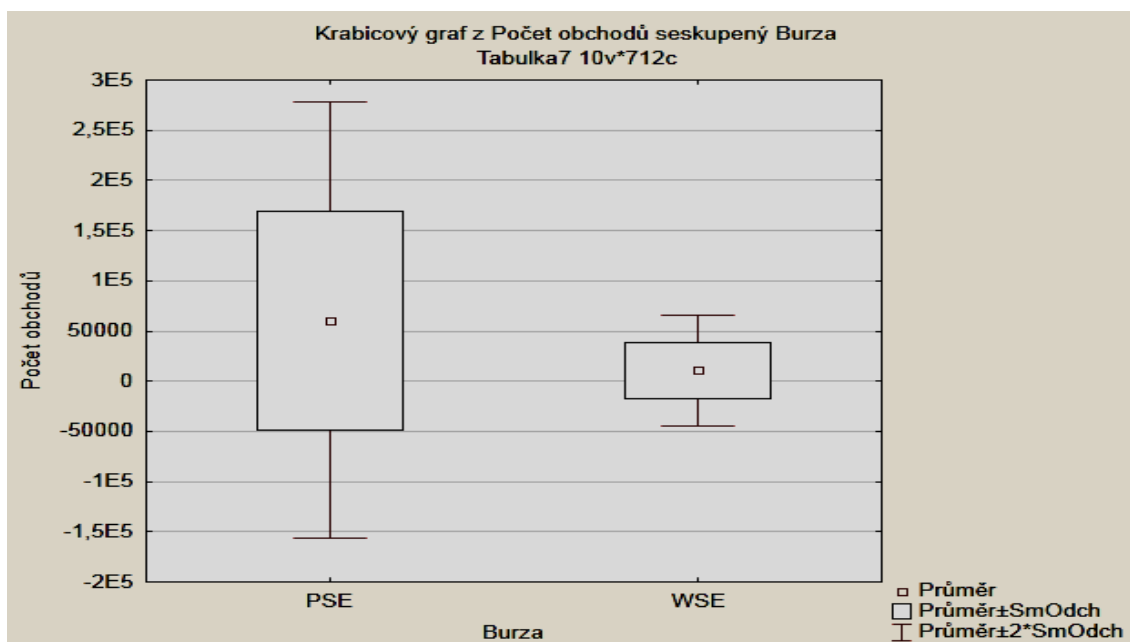
K porovnání objemu obchodů na obou burzách jsem vytvořil časovou řadu počtu uzavřených obchodů na PSE a WSE za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012. Počty uzavřených obchodů jsem zjistil z webových stránek pražské a varšavské burzy. Po vytvoření takovéto časové řady již byla data připravena k provedení analýzy. Zajímalo mě, zda se objem obchodů na obou burzách liší či nikoliv. Celou analýzu jsem provedl prostřednictvím softwaru STATISTICA.

Nejdříve jsem ověřoval normalitu, respektive zjišťoval, zda data pochází z normálního rozdělení pravděpodobnosti či nikoliv. Hladinu významnosti α jsem stanovil 0,05 ($\alpha=0,05$). Objemy obchodů mají za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012 celkem 356 pozorování. Znovu jsem použil Lillieforsův test k ověření

normality, z kterého jsem zjistil, že data nepochází z normálního rozdělení pravděpodobnosti. A to jak objemy obchodů na PSE, tak ani objemy obchodů na WSE. Využil jsem metod neparametrické statistiky, a to konkrétně Kruskal-Wallisův test.

Podrobnější popis Kruskal-Wallisova testu jsem uvedl v kapitole 7.3. Mám k dispozici dva náhodné výběry, o kterých chci zjistit, jestli se sobě rovnají či nikoliv. Nulovou hypotézu jsem zapsal následujícím způsobem: $H_0: F_1(\text{PSE}) = F_2(\text{WSE})$. Alternativní hypotéza má potom tvar: $H_1: F_1(\text{PSE}) \neq F_2(\text{WSE})$. Výpočet jsem provedl v softwaru STATISTICA. Na hladině významnosti $\alpha=0,05$ jsem dospěl k výsledku, že p -hodnota dosáhla hodnoty **0,0000**.

P -hodnota je nejnižší hladina významnosti, na které se zamítá nulová hypotéza. Používá se místo porovnání hodnoty testovacího kritéria s kritickými hodnotami. O platnosti hypotézy potom rozhoduje porovnání p -hodnoty s hladinou významnosti. Pokud je p -hodnota menší nebo rovna hladině významnosti ($p \leq \alpha$), potom nulovou hypotézu zamítáme. Pokud je p -hodnota větší, než hladina významnosti ($p > \alpha$), hypotézu nezamítáme. V našem případě je p -hodnota (0,0000) menší, než hladina významnosti $\alpha=0,05$. Nulovou hypotézu jsem tedy zamítl a můžu tvrdit, že objemy obchodů Fortuny na PSE a WSE se **liší**. Dané tvrzení jsem ještě demonstroval krabicovým grafem na Obrázku 20.

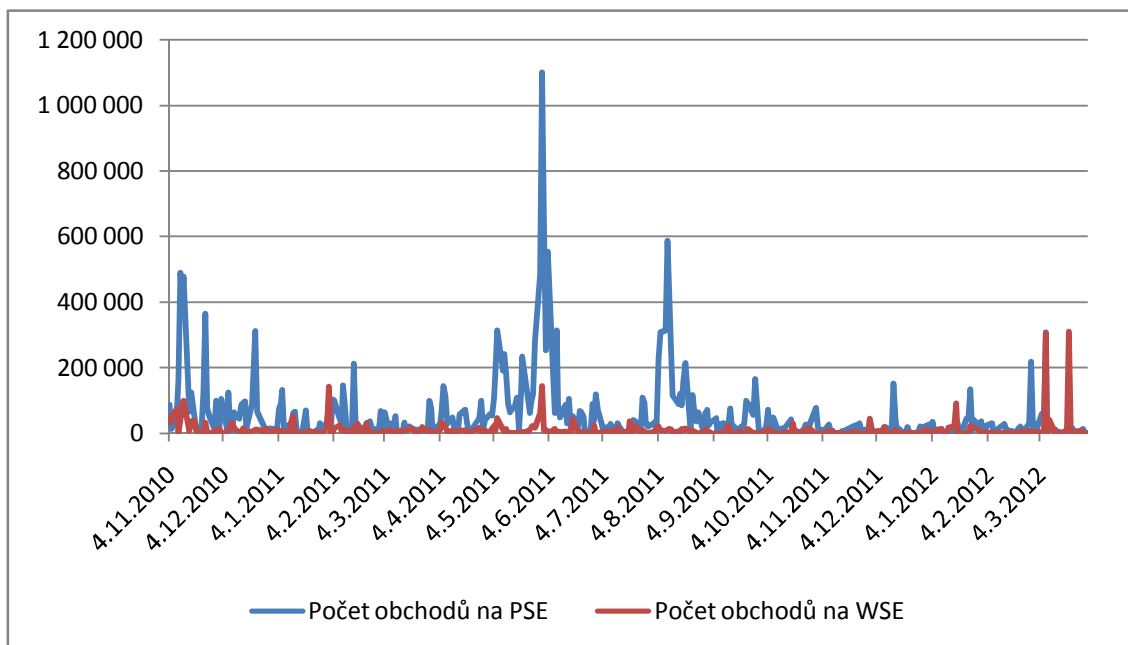


Obrázek 20: Objemy obchodů s akciemi Fortuny na PSE a WSE ode dne 4.11.2010 - 30.3.2012 (krabicový graf)

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://www.bcpp.cz/> a <http://gpw.pl/>)

Z obrázku je patrné, že průměrné hodnoty vyznačené malými čtverečky uprostřed

„krabic“ jsou odlišné. Stejně tak je na první pohled vidět, že velikosti „krabic“ se od sebe dosti liší, respektive směrodatné odchylky průměrů jsou jiné. Na základě této skutečnosti můžu potvrdit neplatnost nulové hypotézy. Počet uzavřených obchodů na obou burzách se tedy liší a z krabicového grafu je patrné, že více obchodů je uzavíráno na pražské burze. Lepší znázornění této skutečnosti vystihuje Obrázek 21.



Obrázek 21: Počty obchodů uzavřených s akcemi Fortuny na PSE a WSE za období od 4.11.2010-30.3.2012

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z: <http://www.bcpcz.cz/> a <http://gpw.pl/>)

Z obrázku je patrné, že větší objem obchodů s akcemi Fortuny bylo za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012 uzavřeno na PSE. I když je pražská burza z celkového měřítka daleko menší burzou, než varšavská, tak přesto je větší objem obchodů s akcemi Fortuny uzavírán právě na pražské burze. Důvody, které opodstatňují výsledky této analýzy, jsou dva.

Fortuna má v České republice dlouhou tradici. Je to původní česká společnost, která byla založena v roce 1990 a byla jednou z prvních porevolučních akciových společností v tehdejší Československu vůbec. Až poté, co se vlastníkem původní společnosti FORTUNA sázková kancelář, a.s. stala skupina Penta Investments, expandovala na polský trh. To bylo až v roce 2005. Na polském trhu tedy společnost dosud nemá tak silnou pozici, jako v České republice. I díky tomu akcie Fortuny nejsou zahrnuty do nejvýznamnějšího indexu WIG20, který soustřeďuje 20 největších a nejobchodovanějších titulů na hlavním trhu varšavské burzy. Akcie Fortuny spadají na varšavské burze do indexu 50 PLUS.

8 Formulování závěrů a doporučení

Emise cenných papírů akciových společností jsou vždy určitým způsobem specifické, proto jejich průběh nepředstavuje danou a závaznou strukturu. Emisní scénáře jednotlivých společností vstupujících na burzu se od sebe mohou lišit. Proces vstupu společnosti Fortuna Entertainment Group N. V. na burzu charakterizují následující kroky:

- finanční rozhodování firmy,
- zveřejnění prospektu emitenta,
- institucionální book-building,
- uveřejnění maximální ceny,
- předplatné českými, polskými a slovenskými maloobchodními investory,
- začátek podmíněného obchodování na PSE a WSE,
- datum vypořádání a datum platby,
- datum doručení do Centrálního depozitáře cenných papírů (CDCP) a „Národního depozitáře cenných papírů“ (NDS),
- datum kotace na PSE a WSE a začátek nezávislého obchodování s akciemi.

Společnost začala obchodovat na pražské a varšavské burze ke dni 4. 11. 2010. Podle harmonogramu IPO byl den začátku nezávislého obchodování na pražské burze stanoven přibližně na 27. října 2010 a na varšavské burze 28. října 2010. Stanovený plán se tedy téměř shodoval s realitou. Maximální cena za nabízenou akcii byla stanovena na 4,50 EUR. Nabídková cena za akcii byla stanovena na 4,30 EUR. V rámci IPO bylo prodáno celkem 18 200 000 Nabízených akcií společnosti. Zájem investorů o akcie byl tak vysoký, že celkový počet akcií zahrnuje ještě 2 000 000 nově vydaných na nadlimitní úpis, což představuje 35% vydaného kapitálu společnosti. Celkový objem nabídky při stanovené Nabídkové ceně, včetně akcií, které byly předmětem Opce na nadlimitní úpis, byl 78,26 milionů EUR. Globálním koordinátorem a výhradním bookrunnerem Nabídky byla UniCredit Bank, AG.

K prvnímu dni obchodování společnosti na pražské burze bylo uzavřeno celkem 87 674 obchodů při závěracím kurzu 102,50 Kč. Na varšavské burze bylo k prvnímu dni obchodování uzavřeno celkem 33 505 obchodů při závěracím kurzu 16,44 zlotých. Po přepočtení na české koruny podle kurzu české národní banky ke dni 4. 11. 2010 činil závěrací kurz společnosti 103,00 Kč. Minimální závěrací kurz na pražské burze za období ode dne 4. 11. 2010 do dne 30. 3. 2012 činil 86,99 Kč, maximální kurz potom za

stejně období činil 137,10 Kč. Minimální a maximální hodnoty závěracích kurzů na varšavské burze jsou v porovnání s pražskou burzou velmi podobné.

Cena akcií je ovlivňována řadou faktorů. Při analýze jsem zjišťoval závislosti cen akcií mezi třemi proměnnými, a to mezi vývojem indexu PX na pražské burze, měnovým kurzem CZK/EUR a HDP vyjádřeným v absolutních hodnotách. K výpočtům jsem použil metod korelační analýzy. Testování korelace se často používá v případech, kdy data mají mezi sebou časovou závislost. Mezi vývojem závěracího kurzu Fortuny a indexem PX jistá závislost existuje. Korelační vztah však není tak silný, a to z toho důvodu, že podíl emise na tržní kapitalizaci báze společnosti Fortuna činila 0,66 % ke dni 30. 4. 2012. Na pražské burze tedy patří k menším emisím.

Závislost vývoje závěracího kurzu společnosti a devizového kurzu CZK/EUR jsem opět zjišťoval pomocí metod korelační analýzy. Mezi těmito proměnnými existuje korelační vztah typu nepřímá úměra. To znamená, že snížení jedné proměnné vyvolá zvýšení druhé proměnné a naopak. Ceny akcií rostou v případě, že česká koruna bude za jinak stejných podmínek vůči euru apreciovat.

Mezi závěracím kurzem společnosti a HDP vyjádřeným v absolutních hodnotách také jistý korelační vztah existuje. Růst HDP zapříčiňuje stabilní hospodářskou situaci v dané zemi. Pokud HDP roste, tak apreciuje domácí měna. A pokud apreciuje domácí měna, rostou ceny akcií. U všech vybraných faktorů tedy jsou určité závislosti.

Akcie společnosti Fortuna se obchodují současně na PSE a WSE. Zatímco ceny akcií se po provedení analýzy na obou burzách neliší, mezi počtem uzavřených obchodů na obou burzách je statisticky významný rozdíl. Na základě analýzy jsem zjistil, že více obchodů je uzavíráno na PSE, a to i přesto, že z celkového měřítka je pražská burza daleko menší burzou, než burza varšavská. Důvody spatřuji především v tradici, kterou společnost Fortuna v České republice má. Je to původní česká společnost, která byla jednou z prvních porevolučních akciových společností v tehdejší Československu vůbec. Na polském trhu společnost nemá tak silnou pozici, jako v České republice.

Pražská burza cenných papírů a varšavská burza cenných papírů se od sebe podstatně liší. Zatímco pražská burza obchodovala ke dni 30. 4. 2012 na hlavním trhu s 14 akciemi, na varšavské burze se v roce 2012 obchodovalo na hlavním trhu se 428 akciemi. PSE disponuje jediným indexem, a to indexem PX, WSE disponuje hned několika indexy, z nichž nejvýznamnější je index WIG20, který soustřeďuje 20 největších titulů na hlavním trhu burzy. Pokud by se česká firma rozhodla vstoupit na burzu, doporučil bych jí vstoupit na tu varšavskou.

Vzhledem k počtu primárních úpisů je jednou z nejaktivnějších nejen v regionu, ale i v Evropě. V červnu roku 2012 dokonce zavedla vlastní index pro tituly ze střední a východní Evropy zvaný WIG-CEE. Index tvoří 25 středo- a východoevropských společností upsaných ve Varšavě. Více než polovinu indexu tvoří šestice velkých firem z energetického sektoru. [28]

Pokud by chtěly na burzu vstoupit malé podniky, většinou se poohlédnou po zahraničních burzách. Nejčastěji vstupují na vedlejší trh varšavské burzy NewConnect. Na české burze je momentálně 27 druhů akcií, většinou však jde o velké firmy. Vydání cenných papírů na pražské burze je vhodné především pro podniky s akciovým kapitálem převyšujícím 100 milionů eur, tedy asi 2,4 miliardy korun. Jedině tak se vyplatí náklady na vydání akcií. Malým firmám brání ve vstupu na burzu především vysoké náklady na administrativu. To by se však mělo změnit. Pražská burza totiž začátkem června roku 2012 otevřela trh Start pro malé a střední firmy. Malé firmy tedy mají možnost dojít si pro peníze i na pražskou burzu. Burza tímto projektem zareagovala na situaci, kdy banky výrazně omezily přísun peněz do malých a středních podniků. Podmínky vstupu na tento trh jsou nastaveny tak, aby byly pro emitenty administrativně co nejjednodušší. Nejsou stanoveny ani žádné požadavky na délku existence firmy či její tržní kapitalizaci. Na projektu pracovaly společně Burza cenných papírů Praha, česká Raiffeisenbank a makléřská společnost Cyrrus. Takový trh přispěje k rozvoji kapitálového trhu a české ekonomice. A malé podniky by již nemusely vstupovat na NewConnect varšavské burzy. Ten se mj. v poslední době dostal do problémů kvůli velkému růstu. S některými akcemi se téměř neobchoduje. Na burzu se totiž dostaly některé firmy, které jsou až příliš malé a zároveň nemají šanci na další růst. Investory láká k nákupu akcií malých firem především růstový potenciál, nikoliv dividendy jako u velkých firem. Vytvoření trhu Start pro malé a střední podniky na Burze cenných papírů Praha by tedy mělo konkurovat varšavskému NewConnectu. Takový trh by však měl být lépe veden. Požadavky pro vstup na NewConnect jsou totiž příliš měkké. [5]

Závěr

Diplomová práce se zabývá vstupem akciové společnosti na burzu cenných papírů, a to konkrétně skupiny Fortuna Entertainment Group, N. V.

V teoretické části jsou podrobně rozepsány základní segmenty trhu s cennými papíry. Dále jsou zde rozebrány druhy cenných papírů, přičemž největší prostor je věnován akciím. U nich jsou určeny metody ohodnocování akcií a popsány vybrané akciové indexy. Závěr teoretické části je věnován postupným krokům primární emise akcií. Praktická část práce ve svém úvodu charakterizuje skupinu Fortuna Entertainment Group N. V., na kterou navazuje samotné IPO společnosti. Práce dále vyhodnocuje vývoj kurzu akcie společnosti s vybranými veličinami a porovnává kurzy a počty uzavřených obchodů na pražské a varšavské burze cenných papírů.

Údaje a zdroje, z kterých bylo čerpáno, pochází z výročních zpráv, veřejných dokumentů, internetových zdrojů a softwaru STATISTICA. IPO společnosti Fortuna Entertainment Group, N. V. proběhlo úspěšně, včas a jeho načasování bylo správné. Společnost v dané době prokazovala růstový potenciál a její kurz od začátku obchodování na pražské burze neustále rostl, až se zastavil na hodnotě 137,1 Kč na akcii ke dni 30. 5. 2011. Do dne 19. 6. 2012 tento kurz nebyl překonán. Velmi podobný vývoj kurzu byl zaznamenán i na varšavské burze cenných papírů.

Vstup akciové společnosti na burzu by nemělo být rozhodnutím učiněným ze dne na den. Společnost by měla velmi pečlivě zvážit všechny klady a zápory se vstupem na burzu spojené. Dále by měla zvážit výši nákladů na kapitál a své IPO vhodně načasovat. Nejlepším okamžikem vstupu na burzu je období největšího růstu firmy. V této době porostou akcie společnosti nejvíce. Pokud firma toto období prováhá a na burzu vstoupí až v určité fázi zralosti, mohou ceny akcií na burze klesat hned od prvního dne obchodování. Tento scénář můžeme v současné době pozorovat například u akcií Facebooku.

Společnostem, které chtějí vstoupit na burzu cenných papírů, bych v současné chvíli doporučil vstoupit na tu varšavskou. Ať už by se jednalo o velkou nebo malou firmu. Malému podniku bych doporučil vstoupit na vedlejší trh NewConnect. Varšavská burza je v současné době největší, nejlikvidnější a nejprestižnější burzou v regionu střední a východní Evropy. Zajímavé však bude sledovat vývoj na pražské burze, a to v souvislosti se zavedením trhu Start pro malé firmy. Pokud by se tento projekt Burzy cenných papírů Praha poučil z některých chyb NewConnectu souvisejících s příliš

měkkými požadavky pro vstup na tento trh, mohl by pomoci k rozvoji kapitálového trhu v České republice.

Diplomová práce poslouží čtenářům, kteří mají zájem studovat kapitálové trhy, zaobírat se problematikou vstupu akciové společnosti na burzu a v neposlední řadě i trochu pomoci těm, kteří již některou firmu vlastní a uvažují nad tím, že se svou firmou vstoupí na kapitálový trh.

Podmínky vstupu akciové společnosti Fortuna Entertainment Group N. V. byly v diplomové práci určeny, stejně tak byl zhodnocen vývoj jejího kurzu od počátku obchodování. Jsem názoru, že stanovený hlavní cíl diplomové práce byl splněn.

Seznam literatury

- [1] About WSE. *Warsaw Stock Exchange* [online]. © 2010 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: http://www.gpw.pl/o_spolce_en
- [2] Akcie. *Burza cenných papírů Praha* [online]. 1998-2012 [cit. 2012-05-02]. Dostupné z: <http://www.bcpcz.cz/dokument.aspx?k=Akcie>
- [3] Book Building. *INVESTOPEDIA* [online]. © 2012 [cit. 2012-05-03]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/terms/b/bookbuilding.asp#axzz1q7J9dMZn>
- [4] CIPROVSKÝ, Tomáš. Emise akcií v podmínkách ČR: Public Offerings in the Circumstances of the CR. Brno, 2008. Dostupné z: http://is.muni.cz/th/40709/esf_m/?lang=en;id=149114. Diplomová práce. Masarykova univerzita. Vedoucí práce Petr Červinek
- [5] Česká burza chystá trh pro malé firmy. *Hospodářské noviny* [online]. 30. 4. 2012 [cit. 2012-06-05]. Dostupné z: <http://hn.ihned.cz/c1-55650210-ceska-burza-chysta-trh-pro-male-firmy>
- [6] Dluhopisy. *Burza cenných papírů Praha* [online]. 1998-2012 [cit. 2012-03-12]. Dostupné z WWW: < <http://www.bcpcz.cz/Obchodovani/Dluhopisy/> >
- [7] DUSPIVA, Pavel a Liběna TETŘEVOVÁ. *Kapitálové trhy: pro kombinovanou formu studia*. Vyd. 3., upr. a dopl. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2006. ISBN 80-7194-896-9.
- [8] Forwardy. *Penize.cz* [online]. © 2000 - 2012 [cit. 2012-05-02]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/15935-forwardy>
- [9] HOLUB, Petr. *Investování do akciových indexů*. Ostrava, 2007. Dostupné z: <http://issuu.com/mediacio/docs/investment>. Diplomová práce. Newport University. Vedoucí práce Viktorie Janečková.
- [10] K čemu slouží fundamentální analýza. *Akcie.cz* [online]. © 2009 [cit. 2012-05-03]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/radce-investora/investice-zaklady/fundamentalni-analyza/>
- [11] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9
- [12] KUBANOVÁ, Jana. *Statistické metody pro ekonomickou a technickou praxi*. Vyd. 3., dopl. Bratislava: Statis, 2008. ISBN 978-80-85659-47-4.
- [13] LIŠKA, Václav a Jan GAZDA. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. Vyd. 1. Praha: HZ Editio, 2001. ISBN 80-86009-36-X.
- [14] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. ISBN 978-80-86929-70-5

- [15] O Fortuně: Dceřiné společnosti. *FORTUNA* [online]. 2011 [cit. 2012-05-03]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/cz/o_fortuna_group/dcerine_spolecnosti/index.html
- [16] O Fortuně: Historie. *FORTUNA* [online]. 2011 [cit. 2012-05-03]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/cz/o_fortuna_group/historie/index.html
- [17] O Fortuně: Strategie a hodnoty. *FORTUNA* [online]. 2011 [cit. 2012-05-03]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/cz/o_fortuna_group/strategie_a_hodnoty/index.html
- [18] Objemy obchodů členů burzy. *Burza cenných papírů Praha* [online]. 1998-2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Objemy-Obchodu-Clenu>
- [19] Orgány a struktura burzy. *Burza cenných papírů Praha* [online]. 1998-2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy-Struktura>
- [20] PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. 2. dopl. vyd. Praha: Professional Publishing, 2005. ISBN 80-86419-87-8.
- [21] Profil burzy. *Burza cenných papírů Praha* [online]. 1998-2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/dokument.aspx?k=Profil-Burzy>
- [22] Prospekt emitenta. *FORTUNA* [online]. 2011 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/public/d9/31/fb/222279_245040_Prospectus_EN.pdf
- [23] Společnost Fortuna spouští on-line sázky v Polsku. *FORTUNA* [online]. 2011 [cit. 2012-05-03]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/cz/media/tiskove_zpravy/cz-media-tiskove_zpravy-spolecnost_fortuna_spousti_on_line_sazky.html
- [24] Swapy. *Peníze.cz* [online]. © 2000 - 2012 [cit. 2012-05-02]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/15938-swapy>
- [25] Teorie efektivních trhů. *Peníze.cz* [online]. © 2000 - 2012 [cit. 2012-05-02]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/15956-teorie-efektivnich-trhu>
- [26] Tisková zpráva. *FORTUNA*: Oznámení záměru vstupu na burzu [online]. 29. 10. 2010 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: http://www.fortunagroup.cz/public/41/16/70/222287_244925_TZ_Fortuna_ITF_290910_CZ.pdf
- [27] Varšavská burza: Kvantita boří kvalitu. *PATRIA ONLINE* [online]. 14.2.2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2009009/sef-varsavske-burzy-o-ipo-2012-bude-rokem-uklidu-quantita-bori-kvalitu.html>
- [28] Varšavská burza láká na středoevropský index. *E15.cz* [online]. 1.6.2012 [cit. 2012-06-05]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/burzy-a-trhy/zahranicni-akcie/varsavska-burza-laka-na-stredoevropsky-index-770702>

- [29] Výpis z obchodního rejstříku: Burza cenných papírů Praha, a.s. Obchodní rejstřík a Sběrka listin [online]. © 2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a21119&typ=actual&klic=bbZD5s2cTtp5GRktnpNLeQ%3d%3d>
- [30] Výpis z obchodního rejstříku: FORTUNA GAME a.s.. *Obchodní rejstřík a Sběrka listin* [online]. © 2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a20297&typ=actual&klic=SGtEbOiWJdE57jKUbs8WWA%3d%3d>
- [31] Výpis z obchodního rejstříku: FORTUNA sázky a.s. *Obchodní rejstřík a Sběrka listin* [online]. © 2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-vypis?subjektId=isor%3a100105243&typ=actual&klic=neHY2x7M3BCRstnC618pAw%3d%3d>
- [32] Základní informace o varšavské burze. *Patria Direct* [online]. © 2012 [cit. 2012-05-08]. Dostupné z: <https://www.patria-direct.cz/Dokumenty/WarsawStockExchange.pdf>
- [33] Zákon o cenných papírech. *Businesscenter.cz* [online]. © 1998 - 2012 [cit. 2012-05-02]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/cenne-papiry/cast1.aspx>
- [34] Zákon o podnikání na kapitálovém trhu. *Businesscenter.cz* [online]. © 1998 - 2012 [cit. 2012-05-02]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/podnikani-na-kapitalovem-trhu/cast2.aspx>

Seznam příloh

Příloha A- Výpis z obchodního rejstříku společnosti FORTUNA sázky, a.s.

Příloha B- Výpis z obchodního rejstříku společnosti FORTUNA GAME, a.s.

Příloha C- Výpis z obchodního rejstříku společnosti Burza cenných papírů Praha, a.s.

Příloha D- Zkrácená časová řada vstupních dat pro analýzu

Výpis z obchodního rejstříku společnosti FORTUNA sázky, a.s.

Tento výpis z obchodního rejstříku elektronicky podepsal "MĚSTSKÝ SOUD V PRAZE [IČ 00215660]" dne 5.6.2012 v 20:23:45. EPVid:t7k4u4gaqgd9ndelr

V ý p i s

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 14936

Datum zápisu: 15.ledna 2009

Obchodní firma: FORTUNA sázky a.s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Vodičkova 699/30, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 285 08 815

Právní forma: Akciová společnost

Předmět podnikání:

- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3
živnostenského zákona

Statutární orgán - představenstvo:

předseda představenstva: Ing. Martin Todt, dat.nar. 08.05.1958
Praha 8, Bohnice, Feřtekova 557/18, PSČ 181 00
den vzniku funkce: 15.března 2010
den vzniku členství v představenstvu: 15.ledna 2009

člen představenstva: Michal Hanák, dat.nar. 19.05.1971
Cerhovice, Třenice, K Hoře 86, PSČ 267 61
den vzniku členství v představenstvu: 26.května 2011

člen představenstva: Ing. Radim Haluza, dat.nar. 04.10.1974
Praha 2, Vinohrady, Vinohradská 1596/29, PSČ 120 00
den vzniku členství v představenstvu: 31.prosince 2011

Za představenstvo jedná navenek jménem společnosti předseda
představenstva a jeden člen představenstva.

Dozorčí rada:

člen dozorčí rady: František Macháček, dat.nar. 20.09.1950
Pardubice, Smilova 1994, PSČ 530 02
den vzniku členství v dozorčí radě: 15.ledna 2009

člen dozorčí rady: Ivo Zajíc, dat.nar. 25.08.1970
Blansko, Dvorská 1875/94, PSČ 678 01
den vzniku členství v dozorčí radě: 15.ledna 2009

člen dozorčí rady: Dana Procházková, dat.nar. 24.11.1956
Ostrava, U oblouku 501/6, PSČ 708 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 15.ledna 2009

Jediný akcionář:

oddíl B, vložka 14936

FORTUNA GAME a.s.

Praha 1, Nové Město, Vodičkova 699/30, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 430 03 575

Akcie:

1 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě
10 000 000,- Kč

Základní kapitál: 10 000 000,- Kč

Splaceno: 100 %

----- Správnost tohoto výpisu se potvrzuje -----

Městský soud v Praze

Výpis z obchodního rejstříku společnosti FORTUNA GAME, a.s.

Tento výpis z obchodního rejstříku elektronicky podepsal "MĚSTSKÝ SOUD V PRAZE [IČ 00215660]" dne 5.6.2012 v 20:36:41. EPVid:t7k4qu06hl6c2qg9kn

V ý p i s

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 944

Datum zápisu: 3.října 1991

Obchodní firma: FORTUNA GAME a.s.

Sídlo: Praha 1, Nové Město, Vodičkova 699/30, PSČ 110 00

Identifikační číslo: 430 03 575

Právní forma: Akciová společnost

Předmět podnikání:

- provádění staveb, jejich změn a odstraňování
- výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Předmět činnosti:

- provozování loterií a jiných podobných her podle ustanovení § 2 písm. h) zákona č. 202/1990 Sb., o loteriích a jiných podobných hrách, ve znění pozdějších předpisů ("kursově sázky")
- provozování hry Internetová kursová sázka dle ustanovení § 50 odst. 3 zákona č. 202/1990 Sb.

Statutární orgán - představenstvo:

předseda představenstva: Ing. Martin Todt, dat.nar. 08.05.1958
Praha 8, Bohnice, Feřtekova 557/18, PSČ 181 00
den vzniku funkce: 15.března 2010
den vzniku členství v představenstvu: 3.února 2009

člen představenstva: Michal Hanák, dat.nar. 19.05.1971
Beroun, Beroun-Centrum, Husovo náměstí 68, PSČ 266 01
den vzniku členství v představenstvu: 4.března 2010

člen představenstva: Ing. Radim Haluza, dat.nar. 04.10.1974
Praha 2, Vinohrady, Vinohradská 1596/29, PSČ 120 00
den vzniku členství v představenstvu: 31.prosince 2011

člen představenstva: Ing. Michal Vepřek, dat.nar. 07.03.1983
Šumperk, Italská 3000/10, PSČ 787 01
den vzniku členství v představenstvu: 22.března 2012

Za představenstvo jednájí navenek jménem společnosti vždy dva členové představenstva.

Dozorčí rada:

člen dozorčí rady: Dana Procházková, dat.nar. 24.11.1956

Ostrava, U oblouku 501/6, PSČ 708 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 29.října 2009

člen dozorčí rady: Dejan Kostić, dat.nar. 28.03.1972
Praha 4, Ke Schodům 1060/26, PSČ 143 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 5.dubna 2011

člen dozorčí rady: Ing. Václav Brož, dat.nar. 13.12.1974
Havlíčkův Brod, Žižkov II 1270, PSČ 580 01
den vzniku členství v dozorčí radě: 31.prosince 2011

Jediný akcionář:

ALICELA a.s.
Praha 10, Na Výsluní 201/13, PSČ 100 00
Identifikační číslo: 271 70 047

Akcie:

1 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě
10 000 000,- Kč

9 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě
10 000 000,- Kč

Základní kapitál: 100 000 000,- Kč
Splaceno: 100%

Ostatní skutečnosti:

- Údaje o zřízení:

Akciová společnost byla založena jednorázově zakladatelskou smlouvou dle ustan. § 25 z. o akciových společnostech.

Zakladatelé v zakladatelské smlouvě jmenovali členy představenstva, dozorčí rady a schválili stanovy. Ze 100 % upsaného základního kapitálu bylo splaceno 100 %.

- Akciový kapitál: Zapisuje se usnesení valné hromady akciové společnosti ze dne 14.12.1991 o zvýšení základního kapitálu. Kapitál bude zvýšen na 1.000.000,- Kčs.

- Na nástupnickou společnost FORTUNA GAME a.s. přešly odštěpované části jmění rozdělované společnosti FORTUNA sázková kancelář a.s., IČ 004 18 382, se sídlem Praha 1, Vodičkova 30, PSČ 110 00, zapsané v obchodním rejstříku v Praze, oddíl B vložka 60, definované projekty rozdělení odštěpením sloučením schválenými dne 24.6.2009 a dne 14.12.2009.

- Na nástupnickou společnost FORTUNA GAME a.s. přešla odštěpovaná část jmění rozdělované společnosti FORTUNA sázková kancelář a.s., se sídlem Praha 1, Vodičkova 30, PSČ 110 00, identifikační číslo 004 18 382, zapsané v obchodním rejstříku vedeném Městským soudem v Praze, oddíl B, vložka 60, definovaná projektem rozdělení odštěpením sloučením, schváleným dne 5.12.2011.

----- Správnost tohoto výpisu se potvrzuje -----

Městský soud v Praze

Výpis z obchodního rejstříku společnosti Burza cenných papírů Praha, a.s.

Tento výpis z obchodního rejstříku elektronicky podepsal "MĚSTSKÝ SOUD V PRAZE [IČ 00215660]" dne 5.6.2012 v 20:43:35. EPVid:t7k4p8dpqso0k2sdei

V ý p i s

z obchodního rejstříku, vedeného
Městským soudem v Praze
oddíl B, vložka 1773

Datum zápisu: 24.listopadu 1992

Obchodní firma: Burza cenných papírů Praha, a.s.

Sídlo: Praha 1, Rybná 14/682

Identifikační číslo: 471 15 629

Právní forma: Akciová společnost

Předmět podnikání:

- organizovat v souladu s obecně právními předpisy, Burzovním řádem a Burzovními pravidly na určeném místě a ve stanovenou dobu prostřednictvím oprávněných osob poptávku a nabídku registrovaných cenných papírů, investičních instrumentů, které nejsou cennými papíry, popř. jiných instrumentů kapitálového trhu v rozsahu povolení vydaného Komisí pro cenné papíry, které se vztahuje na následující instrumenty kapitálového trhu, a to včetně

a) opce ve smyslu ustanovení § 8a odst. 1 písm. g) zákona o cenných papírech, jejichž hodnota je odvozena od hodnoty kurzového indexu složeného z akcií registrovaných na veřejném trhu v České republice, z nichž žádná nemá v tomto indexu váhu větší než 35 %

b) futures ve smyslu ustanovení § 8a odst. 1 písm. d) zákona o cenných papírech, jejichž hodnota je odvozena od hodnoty kurzového indexu složeného z akcií registrovaných na veřejném trhu v České republice, z nichž žádná nemá v tomto indexu váhu větší než 35 %

c) futures ve smyslu ustanovení § 8a odst.1 písm.d) zákona o cenných papírech, jejichž hodnota je odvozena od hodnoty úrokové míry běžně používané na finančním trhu v České republice

d) futures ve smyslu ustanovení §8a odst. 1 písm. d) zákona o cenných papírech, jejichž hodnota je odvozena od hodnoty koše alespoň 2 státních dluhopisů ve smyslu ustanovení § 18 odst.1 zákona č. 530/1990 SB., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů, registrovaných na veřejném trhu v České republice.

e) investiční certifikáty ve smyslu § 3 odst. 2 písm. d) zákona o podnikání na kapitálovém trhu,

f) opční listy, jiné tuzemské cenné papíry, se kterými může být spojeno podobné právo a zahraniční cenné papíry nesoucí obdobná práva (warranty) ve smyslu § 3 odst. 2 písm. c) nebo d) a ! 3 odst. 3 písm. a) zákona o podnikání na kapitálovém trhu,

- g) futures ve smyslu § 3 odst. 3 písm. b) nebo e) zákona o podnikání na kapitálovém trhu, kde podkladovým aktivem je
1. akcie přijatá k obchodování na organizovaném trhu v zemi EU nebo OECD
 2. index akciových trhů zemí EU nebo OECD, včetně indexů zahrnujících akcie z více zemí a koše takových indexů,
 3. měna země EU nebo OECD,
 4. úroková sazba měny země EU nebo OECD,
 5. cena a/nebo výnos státního dluhopisu vydaného státem EU nebo OECD denominovaného v měně státu EU nebo OECD, včetně koše takových dluhopisů,
 6. cena emisní povolenky stanovená organizovaným trhem se sídlem v zemi EU nebo OECD,
 7. cena komodity stanovená organizovaným trhem se sídlem v zemi EU nebo OECD
- zajišťovat publikování výsledků burzovních obchodů
 - poskytování služeb spočívajících v poskytování informací, a to i informací týkajících se cenných papírů, které nebyly přijaty k obchodování na veřejném trhu, za podmínek stanovených Zákonem č. 214/1992 Sb. o burze cenných papírů, ve znění pozdějších předpisů ("ZCBP"), v rozsahu povolení vydaného Komisí a je-li jejich poskytování upraveno v burzovním řádu
 - provádět poradenskou, osvětovou a další činnost související s předmětem podnikání burzy
 - výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona

Statutární orgán - burzovní komora:

předseda burzovní komory: Petr Koblic, dat.nar. 22.02.1971
Praha 7, Bubeneč, Ověnecká 104/37, PSČ 170 00
den vzniku funkce: 8.srpna 2007
den vzniku členství v představenstvu: 25.června 2007

místopředseda burzovní komory: Michael Buhl, dat.nar. 18.02.1959
Videň, Felix-Mottl-Strasse 29A, 1190
Rakouská republika
den vzniku funkce: 16.prosince 2008
den vzniku členství v představenstvu: 8.prosince 2008

místopředseda burzovní komory: Hannes Takacs, dat.nar. 20.11.1964
Videň, Hertha Firnberg Str. 9/Top 229, 1100
Rakouská republika
den vzniku funkce: 16.prosince 2008
den vzniku členství v představenstvu: 8.prosince 2008

člen burzovní komory: Dr. Ludwig Niessen, dat.nar. 19.10.1957
1230 Wien, Willergasse 22/7
Rakouská republika
den vzniku funkce: 28.května 2009

člen burzovní komory: Ing. Helena Čacká, dat.nar. 25.01.1956
Bořanovice, Pakoměřice, V Álejičkách 82, okres Praha-východ,
PSČ 250 65
den vzniku funkce: 28.května 2009

člen burzovní komory: Ing. David Kučera, dat.nar. 29.09.1968
Praha 6, K Horoměřicům 1183, PSČ 160 00
den vzniku funkce: 1.července 2009

Způsob jednání jménem společnosti :
Společnost zastupují a podepisují vždy společně alespoň dva členové burzovní komory. A to předseda a jeden další člen, nebo místopředseda a jeden další člen.

Dozorčí rada:

člen dozorčí rady: Ing. Jan Vedral, dat.nar. 13.03.1967
Praha 1, Revoluční 1403/28, PSČ 110 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 27.dubna 2011

člen dozorčí rady: Ing. Jan Sýkora, dat.nar. 18.01.1972
Praha 1, V Kolkovně 919/4, PSČ 110 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 20.dubna 2010

člen dozorčí rady: JUDr. Martin Roman, dat.nar. 29.10.1969
Praha 5, Velká Chuchle, U Bažantnice 484/43, PSČ 159 00
den vzniku členství v dozorčí radě: 10.června 2010

člen dozorčí rady: Ing. Jan Klenor, dat.nar. 09.02.1966
Prachatice, Zdíkov 148, PSČ 384 73
den vzniku funkce: 28.května 2009

člen dozorčí rady: Ing. Daniel Heler, dat.nar. 12.12.1960
Praha 6, Národní obrany 908/47, PSČ 160 00
den vzniku funkce: 28.května 2009

Akcie:

265 216 ks kmenové akcie na jméno v listinné podobě ve jmenovité hodnotě 1 000,- Kč

Základní kapitál: 265 216 000,- Kč
Splaceno: 100 %

Ostatní skutečnosti:

- Údaje o založení :

Akciová společnost byla založena zakladatelskou smlouvou ze dne 24.7.1992, byl pořízen notářský zápis osvědčující průběh schůze zakladatelů, byly přijaty stanovy, zvolena burzovní komora a dozorčí rada .

Předmětná společnost je právním nástupcem zájmového sdružení Burzy cenných papírů oddíl Po, vložka 145 zdejšího soudu . Povolení ke vzniku Burzy cenných papírů Praha, a.s. vydalo ministerstvo financí České republiky dne 16.10.1992 č.j. 102/58 294/92.

- Omezená převoditelnost akcií: Akcie burzy mohou být převedeny na

jiné osoby jen s předchozím souhlasem burzovní komory. K platnosti tohoto souhlasu se vyžaduje dvoutřetinová většina

přítomných členů burzovní komory. Převod akcií provedený bez předchozího souhlasu burzovní komory bude vůči burze neúčinný a nebude zapsán do seznamu akcionářů.

- Burza cenných papírů Praha, a.s. je právním nástupcem zrušené obchodní společnosti Burzovní dům, s.r.o., IČ 25 06 25 57, se sídlem Praha 1, Rybná 14.

----- Správnost tohoto výpisu se potvrzuje -----

Městský soud v Praze

Zkrácená časová řada vstupních dat pro analýzu

Datum	Čtvrtletí	Zavírací kurz Fortuna (PSE)	Počet obchodů na PSE (ks)	Index PX (PSE)	CZK/EUR	Zavírací kurz Fortuna v PLN (WSE)	CZK/PLN	Zavírací kurz Fortuna v CZK (WSE)	Počet obchodů na WSE (ks)
4.11.2010	4Q	102,50	87 674	1173,60	24,405	16,44	6,265	103,00	33505
5.11.2010	4Q	102,10	14 000	1166,20	24,585	16,3	6,279	102,35	51071
8.11.2010	4Q	101,20	47 590	1164,10	24,580	16	6,272	100,35	73666
9.11.2010	4Q	102,00	163 112	1172,00	24,585	16,15	6,271	101,28	3562
10.11.2010	4Q	101,00	489 161	1157,40	24,615	16,14	6,337	102,28	39814
11.11.2010	4Q	98,50	408 642	1140,60	24,635	15,4	6,264	96,47	91600
12.11.2010	4Q	96,90	476 734	1155,60	24,630	15,5	6,270	97,19	99680
15.11.2010	4Q	96,57	65 353	1147,10	24,625	15,65	6,266	98,06	8569
16.11.2010	4Q	97,40	125 159	1143,50	24,610	15,65	6,251	97,83	36644
18.11.2010	4Q	96,51	50 112	1150,90	24,650	15,52	6,260	97,16	38773
19.11.2010	4Q	97,00	11 300	1147,10	24,715	15,05	6,282	94,54	8405
22.11.2010	4Q	94,98	16 000	1141,50	24,695	15,01	6,277	94,22	424
23.11.2010	4Q	90,97	124 139	1122,00	24,690	14,40	6,244	89,91	2836
24.11.2010	4Q	86,99	364 139	1125,50	24,690	14,00	6,212	86,97	32843
25.11.2010	4Q	88,10	74 000	1132,20	24,725	14,50	6,214	90,10	4364
26.11.2010	4Q	88,00	54 000	1126,50	24,735	14,50	6,143	89,07	3548
29.11.2010	4Q	89,85	16 000	1119,00	24,760	14,13	6,118	86,45	3964
30.11.2010	4Q	93,44	98 500	1107,20	24,915	15,50	6,126	94,95	10924
1.12.2010	4Q	93,55	45 000	1148,50	24,955	15,34	6,206	95,20	9014
2.12.2010	4Q	94,25	20 000	1165,70	25,010	15,20	6,244	94,91	14614
3.12.2010	4Q	94,75	105 600	1166,00	25,020	15,09	6,263	94,51	824
6.12.2010	4Q	93,39	12 000	1175,00	25,040	15,08	6,230	93,95	3370
7.12.2010	4Q	94,30	124 406	1175,10	25,065	15,17	6,249	94,80	5603
8.12.2010	4Q	93,50	16 050	1165,90	25,090	15,30	6,175	94,48	18568
9.12.2010	4Q	94,37	8 000	1169,10	25,075	15,66	6,222	97,44	30656
.
.
14.3.2012	1Q	98,94	5900	999,60	24,615	16,69	5,928	98,94	3200
15.3.2012	1Q	98,40	4000	993,10	24,560	16,80	5,934	99,69	179
16.3.2012	1Q	98,80	1800	994,20	24,510	16,80	5,935	99,71	1400
19.3.2012	1Q	98,50	1150	998,90	24,530	16,55	5,948	98,44	11062
20.3.2012	1Q	98,35	12000	992,60	24,465	16,50	5,928	97,81	310286
21.3.2012	1Q	98,60	1740	991,80	24,625	16,38	5,930	97,13	2030
22.3.2012	1Q	98,60	16000	990,20	24,740	16,50	5,938	97,98	3044
23.3.2012	1Q	98,20	8000	988,00	24,725	16,50	5,929	97,83	537
26.3.2012	1Q	97,72	6000	987,50	24,635	16,60	5,953	98,82	6860
27.3.2012	1Q	98,42	9590	990,40	24,605	16,35	5,948	97,25	7931
28.3.2012	1Q	98,52	13500	987,10	24,605	16,36	5,920	96,85	4152
29.3.2012	1Q	98,59	5400	969,30	24,780	16,36	5,955	97,42	700
30.3.2012	1Q	98,82	1000	973,10	24,730	16,36	5,954	97,41	4

Zdroj: Vlastní zpracování (data převzata z <http://cnb.cz> a <http://penize.cz>)