

Český finanční a účetní časopis



Rok 2025

Ročník 20

Číslo 1

ISSN 1805-4838

Český finanční a účetní časopis je vědecký časopis
vydáváný Vysokou školou ekonomickou v Praze
v rámci Institucionální podpory na dlouhodobý koncepční rozvoj
financované Ministerstvem školství, mládeže a tělovýchovy České republiky.

Redakční rada:

Bohumil STÁDNÍK (Vysoká škola ekonomická v Praze) – předseda; David PROCHÁZKA (Vysoká škola ekonomická v Praze) – místopředseda; Eva DUCHÁČKOVÁ (Vysoká škola ekonomická v Praze); Renáta PAKŠIOVÁ (Ekonomická univerzita v Bratislavě); Pavel SVAČINA (Vysoká škola ekonomická v Praze); Jaroslav WAGNER (Vysoká škola ekonomická v Praze).

Ediční rada:

Petr MUSÍLEK (Vysoká škola ekonomická v Praze) – předseda; Romana ČIŽINSKÁ (ŠKODA AUTO Vysoká škola); Lilia DVOŘÁKOVÁ (Západočeská univerzita v Plzni); Zuzana JUHÁSZOVÁ (Ekonomická univerzita v Bratislavě); Bohumil KRÁL (Vysoká škola ekonomická v Praze); Martin MANDEL (Vysoká škola ekonomická v Praze); Petr MAREK (Vysoká škola ekonomická v Praze); Ladislav MEJZLÍK (Vysoká škola ekonomická v Praze); Libuše MÜLLEROVÁ (Vysoká škola ekonomická v Praze); Juraj NEMEC (Masarykova univerzita); Štěpán ONDER (Profi Credit Czech a.s.); Boris POPESKO (Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně); Jakub SEIDLER (Česká bankovní asociace); Daniel STAVÁREK (Slezská univerzita v Opavě); Martin ZRALÝ (České vysoké učení technické v Praze).

Technický redaktor:

Miroslav RADA

Kontaktní adresa:

Český finanční a účetní časopis
Vysoká škola ekonomická v Praze
nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3

E-mail: cfuc@vse.cz
Internet: <http://cfuc.vse.cz>

Tel.: +420 224 095 106
Fax: +420 224 095 109

Vydala Vysoká škola ekonomická v Praze
Nakladatelství Oeconomica v roce 2025

ISSN 1805-4838

© Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica – 2025

Obsah

STATI	4
Potřebují investiční produkty v režimu dlouhodobého investičního produktu regulaci vstupních poplatků? <i>Petr Pecina</i>	4
DISKUSE	27
Profesní kompetence a osobnostní předpoklady ESG auditorů <i>Veronika Popelková – Patrik Svoboda</i>	27
Porovnání výkonnosti českých aktivně spravovaných fondů s ETF <i>Martina Sobková</i>	44
The determinants of voluntary disclosure in IPO prospectuses: a systematic literature review <i>David Šimek</i>	66
Pokyny pro autory	119

Potřebují investiční produkty v režimu dlouhodobého investičního produktu regulaci vstupních poplatků?

*Petr Pecina**

Abstrakt:

Zásadní změny v daňových benefitech od r. 2024 vedou ke změně obchodních strategií firem distribuujících finanční produkty v režimu dlouhodobého investičního produktu. V odborné veřejnosti se nyní objevují návrhy na možnou regulaci vstupních poplatků placených u dlouhodobého investičního produktu. Příspěvek diskutuje možný vliv regulace ovlivňující výši provize za zprostředkování produktu na celkový objem prodeje produktu, který je zároveň státem podporován. Vlivem regulace penzijních produktů na fungování trhu s těmito produkty se v minulosti ve svých publikacích zabývali např. autoři Šindelář a Erben (2017) a dále Musílek (2018). Ve svém příspěvku se věnuji paradoxu regulace provizi u jinak státem podporovaných produktů a samoregulační funkci vstupních poplatků na nastavení výše provize. Úvodní část příspěvku je věnována porovnání produktů spoření na stáří z pohledu obchodní strategie distribučních společností. Následuje porovnání vlivu dvou základních forem vstupních poplatků. V závěrečné části jsou rozebírány další souvislosti možné regulace vstupních poplatků.

Klíčová slova: Dlouhodobý investiční produkt; Penzijní společnosti; Regulace a dohled.

JEL klasifikace: G20, G510.

1 Úvod

Od ledna 2024 se rozšířila oblast daňově zvýhodněných produktů, pomocí kterých mohou občané vytvářet úspory na období stáří, o novou formu spoření či investování – tzv. dlouhodobý investiční produkt (dále jen „DIP“). Nejedná se o nově vzniklý produkt, ale režim daňového zvýhodnění pro finanční produkty na zhodnocování úspor klientů na stáří, které splňují předem dané podmínky (definice nástrojů, do kterých může správce produktu alokovat prostředky klientů, minimální doba spoření a minimální věk klienta v okamžiku výběru úspor). DIP představuje nový finanční nástroj, který má za cíl podpořit občany v zabezpečení na stáří prostřednictvím investic s daňovou podporou. Jak vyplývá již z Koncepce rozvoje kapitálového trhu v ČR schváleného vládou ČR a dále ze zákona č. 462/2023 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s rozvojem finančního trhu

* Petr Pecina; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra bankovníctví a pojišťovnictví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <petr.pecina@vse.cz>.

Článek je zpracován jako výstup projektu Nové trendy a inovace na finančních a kapitálových trzích evidovaného Interní grantovou agenturou VŠE v Praze pod označením F1/47/2022.

a s podporou zajištění na stáří, DIP je součástí širší strategie rozvoje kapitálového trhu a podpory dlouhodobého spoření. DIP je upraven v zákoně č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu, ze kterého vyplývá mj., že poskytovatelé DIP musí být registrováni v seznamu poskytovatelů DIP, vedeném ČNB. Aktuálně ČNB eviduje 25 českých poskytovatelů DIP a čtyři zahraniční poskytovatele. Dále tento zákon upravuje, kdo může být poskytovatelem DIP, jaké jsou jeho povinnosti a jaké nástroje mohou tvořit majetek DIP.

Z nedávného průzkumu, který si nechala zpracovat Asociace pro kapitálový trh (AKAT), vyplývá, že účastníci penzijního spoření si do produktu uložili přibližně 6 % svých peněžních prostředků, přitom 65 % svých peněžních prostředků drží na běžných a spořicíh účtech. AKAT ve svých tiskových zprávách uvádí, že DIP se těší velké popularitě mezi investory. Dle údajů AKAT aktuálně zhodnocuje úspory v DIP ke konci 3. čtvrtletí 2024 78.680 investorů, přitom ke konci 1. čtvrtletí 2024 to bylo 22.445 investorů.

DIP je jedním z tzv. *produktů spoření na stáří*, které upravuje § 15a zákona č. 586/1992 Sb., o dani z příjmů. Cílem daňové podpory *produktů spoření na stáří* je jednoznačně zvýšení podílu soukromých úspor na budoucí udržitelnosti financování životní úrovně penzistů oproti současnému stavu. Neboť DIP není jeden konkrétní typ finančního produktu, výrazně se od r. 2024 rozšířila možnost vytváření úspor na penzi, což je jednoznačně pozitivní změna.

Penzijní, investiční a pojistné produkty prošly v evropském prostředí od roku 2013, kdy vstoupila v ČR v platnost důchodová reforma, zásadními úpravami, které byly realizované nejen prostřednictvím zákonů dané země, ale především prostřednictvím regulace v podobě evropských směrnic MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive), MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation), UCITS V (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), IDD (Insurance Distribution Directive) a regulace PRIIPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products). Celkově měly změny ve finančních produktech a regulace jejich distribuce zcela jistě pozitivní dopady na fungování trhu s těmito finančními produkty. Změna produktu III. pilíře důchodového zabezpečení v r. 2013 v ČR významně rozšířila možnost zhodnocení soukromých penzijních úspor a vedla k nárůstu průměrné roční výnosnosti ve vyvážených a dynamických účastnických fondech oproti zhodnocení v původním produktu penzijního připojištění se státním příspěvkem. Jak potvrzuje Papík (2017) na příkladu Slovenska, právě rozšíření možnosti alokace aktiv penzijních společností do rizikovějších cenných papírů je klíčovým faktorem k dlouhodobému růstu hodnoty jimi spravovaných portfolií. Kult, Skrabka (2021) pozitivně hodnotí zavedení standardizovaného dokumentu KID (Key Information Document) a domnívají se, že omezení provizí u produktu IŽP, který spadá do skupiny PRIIPs, bylo žádoucí, neboť profitabilita IŽP pro pojistitele a pojistníka je dosažena pouze v dlouhodobém horizontu a krátkodobě na uzavření produktu IŽP profitují pouze

zprostředkovatelé. V některých ohledech bývají však dopady regulace vyhodnoceny nejednoznačně. Frás, Pauch, Walczak, Bera (2024) se ve své práci zabývají analýzou vlivu regulace distribuce pojistných produktů pomocí směrnice IDD na evropský pojistný trh a ochranu spotřebitele. Dospívají k závěru, že směrnice sice zvýšila transparentnost činnosti pojišťovacích zprostředkovatelů a zlepšila standardy jejich obchodních praktik, přesto však distribuce pojistných produktů v EU zůstává i po implementaci IDD značně fragmentovaná (jednotlivé státy EU se podle autorů liší především distribučními kanály a požadavky na registraci zprostředkovatelů). Doporučují, aby budoucí regulace kladla mnohem větší důraz na zvýšení finančního vzdělání spotřebitelů než na uvalení dalších povinností na zprostředkovatele. Chorkowy, Bobrowka (2021) potvrzují na analýze III. pilíře penzijního zabezpečení v Polsku, že podíl III. pilíře na budoucí životní úrovni polských důchodců bude malý, pokud se nezvýší ekonomické znalosti a povědomí v oblasti investičních a penzijních produktů především u účastníků, kteří budou do dobrovolných penzijních programů vkládat své úspory dlouhodobě (tedy u mladých účastníků). Fang, Hope, Huang, Moldovan (2020) se ve své práci věnují směrnici MiFID II a shodují se, že přispěla ke zvýšení transparentnosti trhu s investičními produkty, i když vedla krátkodobě ke snížení likvidity evropského akciového trhu. Joenväärä, Kosowski (2020) ilustrují na příkladu hedge fondů, že fondy regulované směrnicí UCITS (určené primárně pro retailové investory) dosahují nižší výnosnosti než tradiční hedge fondy (určené pro kvalifikované investory). Autoři odhadují, že nepřímé náklady regulace UCITS se pohybují mezi 1,06 % a 4,05 % ročně. Závěry zmíněných autorů naznačují, že k regulaci finančních produktů je třeba přistupovat citlivě, nezaměřovat se pouze na povinnosti distributorů, ale věnovat pozornost i posílení schopnosti zákazníků orientovat se v nabídce finančních produktů, zároveň je vhodné objektivně vyhodnocovat dopady regulace. Domnívám se, že státem podporované finanční produkty, jejichž cílem je zvýšení objemu soukromých penzijních úspor, vyžadují v oblasti regulace zvýšenou opatrnost. Regulace především těchto finančních produktů by měla být zaměřena nejen na udržení dostatečně kvalitní činnosti finančních zprostředkovatelů, ale zároveň by měla pomoci přibližovat finanční produkty zákazníkovi (např. díky zavedení srozumitelných a jednoznačných pojmů a podmínek produktů). V ČR produkty spoření na stáří reprezentují tři rozdílné typy finančních produktů (penzijní, investiční a pojistné) se samostatnou regulací pro zprostředkovatele a s mnohdy nejasně použitými pojmy. Jako příklad je možné uvést název produktu doplňkové penzijní spoření, který není – jak upozorňuje Musílek (2012) – vhodně zvolen, neboť v produktu DPS jsou prostředky klientů umisťovány do nástrojů kolektivního investování. Název produktu DPS tedy naznačuje zajištění stabilního výnosu v podobě spoření, i když výnos v produktu DPS není zaručen.

Při tvorbě penzijních úspor a zajištění dostatečné životní úrovně budoucích penzistů je zásadním faktorem vnímání osobní zodpovědnosti každého produktivního

občana. V produktivním období života stráví občan v průměru přibližně 40 – 45 let, což by měla být dostatečná doba na vytvoření dostatečné výše úspor na postproduktivní období. Jak uvádí Sulka (2022), jedinci se špatnou sebekontrolou dosahují výrazně nižší míry úspor. Akhtar (2023) jako hlavní faktory ovlivňující ochotu spořit v penzijních programech uvádí věk, vzdělání, příjem, pracovní postavení, zdraví, politickou orientaci a přístup k finančním nástrojům a informacím. Jeho výzkum ukazuje, že významnou roli v motivaci jednotlivců tvořit si úspory v soukromých penzijních produktech hrají faktory vzdělání, příjem a pracovní postavení. Fadejeva, Tkacevs (2022) se věnovali studiu lotyšského penzijního systému a vlivu daňové podpory na tvorbu soukromých penzijních úspor. Zjistili, že vyšší daňová podpora nevede ke zvýšení celkových soukromých úspor. Nýbrž jen v rámci celkových úspor dochází k přeskupení z úspor bez daňové podpory k těm s daňovou podporou. Jejich práce však akcentuje důležitost státních podpor, bez které by se nerovnosti mezi důchodci nadále prohlubovaly. Marotta (2019) se ve svém článku věnuje distribuci penzijních produktů v Itálii prostřednictvím státní pošty a dokazuje, že způsob distribuce soukromých penzijních produktů má výrazný vliv na úspěšnost prodeje. Zajímavým závěrem z článku je např. skutečnost, že soukromé penzijní plány na podkladu pojistného produktu (s vyšší nákladovostí a nižšími výnosy) mohou být nakonec více prodáváným produktem než penzijní produkt na principu otevřených podílových fondů (s vyššími průměrnými výnosy), a to právě díky distribuci produktu prostřednictvím státní pošty. V českém prostředí jsme se s distribucí penzijních produktů v prostorách České pošty mohly rovněž setkat. Od r. 2013 byly produkty II. a III. pilíře nabízeny i na pobočkách České pošty. I přesto ale o úspěšné distribuci penzijních produktů mluvit nemůžeme. Autoři Reuter, Chalmers (2012) analyzují vliv provizí finančních poradců na prodej penzijních produktů. Autoři dochází k závěru, že systém odměn ovlivňuje objem prodaných smluv. Ve svých doporučeních uvádí, že je vhodné volit spíše provize vyplácené z objemu spravovaných aktiv než provize za prodej konkrétního produktu. Hinz (2019) zkoumá faktory (mj. i vliv veřejných pobídek v podobě daňových úlev) ovlivňující ochotu klientů vytvářet úspory v soukromých penzijních produktech. Ve svém článku zdůrazňuje, že větší dopad na ochotu spořit v penzijních produktech může mít negativní motivace v podobě snižujícího se státního důchodu než pozitivní motivace v podobě daňových úlev.

Ze závěrů uvedených zahraničních autorů vyplývá, že podoba distribuce soukromých penzijních produktů může zásadním způsobem ovlivnit objem prodaných produktů, a tedy i celkovou výši soukromých penzijních úspor, což je i tématem tohoto příspěvku. V následující kapitole proto vliv distribuce penzijních produktů budu blíže analyzovat v kontextu českého prostředí. V kapitole 3 navíc zohledním možný negativní vliv regulace provizí za zprostředkování finančních produktů na objem prodaných produktů.

Poskytovatelé DIP zcela očekávatelně spatřují v daňové podpoře nový obchodní potenciál. Aktuálně se tedy z obchodního hlediska nabízejí tři hlavní skupiny penzijních produktů:

- soukromé životní pojištění (typicky se jedná o investiční životní pojištění – dále jen „IŽP“),
- doplňkové penzijní spoření (dále jen „DPS“),
- dlouhodobý investiční produkt (DIP) – nejčastěji ve formě pravidelné investice do nástrojů kolektivního investování.

Cílem tohoto příspěvku je analýza příčin nízkého zájmu o státem podporované penzijní produkty v českém prostředí nikoliv z pohledu motivace zákazníka (poptávková strana), ale z hlediska omezení a regulace na straně distribuce (nabídková strana) se zaměřením na nově podporovaný dlouhodobý investiční produkt. Ve svém příspěvku zodpovím otázku, zda je výše jednorázově předpláceného vstupního poplatku u DIP v podobě pravidelné investice do nástrojů kolektivního investování relativně vysoká (v porovnání s pravidelně placeným vstupním poplatkem) a zda by bylo vhodné výši vstupního poplatku z důvodu ochrany zákazníků regulovat, nebo zda naopak převažují důvody pro nezasahování do výše vstupního poplatku. V první části příspěvku se budu věnovat porovnání tří produktů spoření na stáří z pohledu faktorů na straně distribuce a v další části porovnáím dvě formy placení vstupního poplatku u DIP a určím srovnatelnou výši vstupního poplatku pro obě formy. Ve své analýze se budu opírat o veřejně dostupný sazebník vybraného poskytovatele DIP a rovněž o vlastní osobní znalost neveřejných obchodních kontraktů, na základě kterých je určena výše provize za zprostředkování finančních produktů, vycházející z mé dlouholeté praxe vázaného zástupce pro oblast všech tří typů produktů spoření na stáří (pojistné, investiční a penzijní produkty) a přístupu do neveřejné databáze obchodních kontraktů nezávislých zprostředkovatelských firem. Pro účely tohoto článku budu nadále v textu uvažovat DIP pouze v podobě pravidelné investice do nástrojů kolektivního investování. Své hodnocení produktů na stáří porovnáím s hodnocením šesti expertů z finančních institucí, profesních organizací a akademického prostředí, které jsem oslovil za účelem zajištění objektivitu hodnocení daných produktů.

2 Produkty spoření na stáří z pohledu distribuce

V této části budou diskutovány produkty spoření na stáří z obchodního hlediska. Cílem této kapitoly je identifikovat slabé a silné stránky tří hlavních produktů spoření na penzi z hlediska obchodního potenciálu daného produktu. Obchodní potenciál každého produktu bude hodnocen ze tří následujících hledisek:

- (1) vhodnost produktu pro spoření na penzi,
- (2) administrativní náročnost distribuce z důvodu regulace a
- (3) výška provize pro poskytovatele produktu.

Pro každé hledisko je stanovena hodnota od 1 (nejméně vhodný, nejméně náročný, nejnižší), po 3 (nejvíce vhodný, nejvíce náročný, nejvyšší). Hodnocení bylo provedeno šesti vybranými hodnotiteli, které jsem za tímto účelem oslovil. Hodnotitelé byli vybráni z odborníků, kteří mají teoretické znalosti či profesní zkušenosti s produkty spoření na stáří. Hodnotitelé 1 a 2 jsou zástupci akademické a profesní organizace, hodnotitelé 3, 4 a 5 jsou pracovníci vybraných finančních institucí, které poskytují některý (či více) produktů spoření na stáří. Hodnotitel 6 je zástupce samostatného zprostředkovatele (distributora) v oblasti pojistných a penzijních produktů. V Tab. 1–6 jsou uvedeny odpovědi těchto šesti hodnotitelů tří produktů spoření na stáří.

Tab. 1 Hodnotitel 1 – akademický pracovník

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	3	1	1
DIP	3	2	2

Tab. 2 Hodnotitel 2 – řídící pracovník profesní organizace

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	2	2
DPS	3	2	2
DIP	3	2	2

Hodnotitel 2 doplnil své hodnocení o komentář: „Ohledně poplatků u DIP záleží, co je podkladovým aktivem. DIP nemá vlastní poplatek, poplatek se týká podkladového aktiva. Záleží také, do čeho investuje DPS. Takže na tuto otázku je odpověď case by case, proto jsem dala střední hodnotu.“

Tab. 3 Hodnotitel 3 – vedoucí oddělení externích sítí pojišťovací společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	2	2	1
DIP	3	2	2

Tab. 4 Hodnotitel 4 – vedoucí oddělení externích sítí investiční společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	2	3
DPS	3	2	2
DIP	3	2	3

Tab. 5 Hodnotitel 5 – řídící pracovník oddělení externích sítí pojišťovací společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	3	2	1
DIP	3	2	2

Hodnotitel 5 doplnil své hodnocení o komentář: „I u IŽP je možné nalézt produkty s velmi nízkou poplatkovou zátěží za investiční složku. V případě DIP lze najít produkty s velmi rozdílnou poplatkovou strukturou. DPS je z tohoto pohledu asi nejvíce předvídatelný produkt.“

Tab. 6 Hodnotitel 6 – řídící pracovník distribuční společnosti

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1	3	3
DPS	1	2	1
DIP	3	2	2

Hodnotitel 6 doplnil své hodnocení o komentář: „Dlouhodobě se domnívám, že IŽP bude v důsledku tlaku regulátora ukončeno, což je dobře, neboť spořit si na důchod s pojišťovnou nedává smysl. Na druhou stranu je potřeba rozšířit povědomí o DIP mezi zaměstnavatele, neboť vnímám, že zaměstnavatelé – zejména velké korporace – jsou poněkud rigidní vůči tomuto produktu. Může to být způsobeno náročností zavedení nového poskytovatele daňově zvýhodněného produktu do firemních systémů. Nicméně DIP, jako produkt na spoření na penzi, je krok správným směrem.“

Mezi hodnotiteli je možné vyzorovat mírné odchylky v hodnocení některých produktů. Tyto odlišnosti mohou být v případě zástupců finančních institucí ovlivněny vlastní praktickou zkušeností každého hodnotitele s konkrétními produkty podle toho, které konkrétní produkty daná instituce uvádí na trh či distribuuje. Instituce hodnotitele 3 poskytuje z produktů spoření na stáří produkt IŽP. Instituce hodnotitele 4 poskytuje produkt DIP a v rámci finanční skupiny ještě DPS. V případě instituce hodnotitele 5 se jedná o poskytovatele produktu IŽP a v rámci finanční skupiny i DPS. Hodnotitel 6 reprezentuje instituci, která distribuuje produkty IŽP a DPS. V tab. č. 7 uvádím souhrnné hodnocení všech šesti externích hodnotitelů vypočtené aritmetických průměrem poskytnutých hodnocení. Z tabulky č. 7 vyplývá největší shoda u produktu IŽP jakožto nejméně vhodného produktu pro spoření na penzi a zároveň produktu s nejvyšší úrovní provize za jeho zprostředkování. Zároveň se hodnotitelé absolutně shodli, že nejvíce vhodným produktem spoření na stáří je DIP. Vysoká úroveň shody je i u nízké úrovně provize v případě DPS.

Tab. 7 Souhrnné zprůměrované hodnocení všech šesti externích hodnotitelů

Produkt	(1) vhodnost produktu pro spoření na penzi	(2) administrativní náročnost z důvodu regulace	(3) výška provize
IŽP	1,00	2,67	2,83
DPS	2,50	1,83	1,33
DIP	3,00	2,00	2,17

V následující části porovnám hodnocení externích hodnotitelů s vlastním hodnocením produktů spoření na stáří.

2.1 IŽP

IŽP hodnotím rovněž jako externí hodnotitelé jako nejméně vhodný produkt spoření na penzi, a to především z důvodu malého výběru nabízených investičních nástrojů, nízké transparentnosti produktu pro klienta a nejvyšší úrovně klientských poplatků. Z pohledu regulace jsem názoru, že se jedná o nejvíce regulovaný produkt, neboť zprostředkovatel při prodeji produktu poskytuje klientovi radu, což obnáší náročnější administrativní proces nejen při prvotním prodeji produktu, ale i při jeho budoucí změně (tzv. podstatná změna produktu); navíc kontroly distribučních společností ze strany regulátora jsou často zaměřeny právě na produkty IŽP. Provize za zprostředkování IŽP jsou regulovány tzv. stornoobdobím v délce 5 let. I když samotná výše provize není omezena a dosahuje nejvyšší úrovně ze tří hodnocených produktů při srovnatelné délce trvání smlouvy a investované částce, pro výše uvedené důvody není produkt IŽP aktuálně obchodně využíván jako preferovaný produkt spoření na stáří.

2.2 DPS

Produkt DPS kombinuje výhody v podobě státního příspěvku a daňových úlev, je konstruován jako účelový produkt spoření na penzi nejen v období kumulace úspor, ale i v období výplaty renty díky definici výplatních schémat. Oproti DIP poskytuje produkt DPS omezenější nabídku investičních strategií (u jedné penzijní společnosti přibližně čtyři investiční strategie) a na konci spoření je produkt DPS zatížen daní z výnosu v případě jednorázové výplaty naspořených prostředků. Z pohledu regulace je produkt DPS srovnatelný s DIP – administrativní proces představuje vyplnění investičního dotazníku (test přiměřenosti, test vhodnosti a určení investičního profilu), záznamu z jednání a sjednání smlouvy o DPS. Oproti IŽP a DIP jsou u produktu DPS přísně regulované provize. Nejenže jsou regulované maximální výše poplatků za správu účastnických fondů, které si mohou účtovat penzijní společnosti, zároveň je omezená maximální výše provize za prodej produktu DPS, a to na relativně nízké úrovni. Maximální výše provize je zákonem č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření stanovena na 7 % průměrné mzdy

v ekonomice za 1. – 3. čtvrtletí předcházejícího kalendářního roku. Penzijní společnosti se snaží motivovat k prodeji DPS tím, že vyplácí často maximální výši provize i pro nízké příspěvky účastníků, ale i tak považují omezení výše provize za hlavní faktor snížení prodeje penzijních produktů za posledních 10 let.

2.3 DIP

Oproti DPS nezískává klient v produktu DIP státní příspěvek, ale rovnou má nárok na daňový odpočet až do souhrnného limitu 48 000 Kč ročně. Nabídka investičních nástrojů, do kterých může klient investovat, je oproti IŽP a DPS velmi široká, zároveň DIP je z diskutovaných produktů nejvíce flexibilní. Administrativní náročnost při sjednání smlouvy je srovnatelná s produktem DPS. Provize za uzavření produktu není v tuto chvíli nijak regulována a je přímo ovlivněna výší vstupního poplatku, který přímo hradí klient při uzavření smlouvy. Jak uvádím v následujícím odstavci, za zprostředkování DIP je při srovnatelných parametrech smlouvy vyplácena provize přibližně poloviční ve srovnání s IŽP.

Z hodnocení externích hodnotitelů a mého vlastního hodnocení bych vnímal zásadní rozdíl pouze v hodnocení vhodnosti produktu DPS u hodnotitele 6, který považuje produkt DPS za stejně nevhodný pro spoření na penzi jako produkt IŽP. Produkt DPS z hlediska vhodnosti spoření na penzi považuji jako výrazně vhodnější než IŽP. Dále bych se v parametru výšky provize neshodoval s hodnocením hodnotitele 2 a hodnotitele 4. Výška provize v případě produktu DPS a IŽP se určuje z výše placeného měsíčního příspěvku, resp. ročního pojistného, u DIP je provize ovlivněna výškou vstupního poplatku, který sice transparentně platí klient při uzavření smlouvy, ale jeho výše se liší dle sazebníku jednotlivých poskytovatelů. Vyjdeme-li z modelové situace: výše investované částky 1 000 Kč, doba spoření 30 let, pak standardní výše zprostředkovatelské provize, která je určena obchodními kontrakty¹ mezi poskytovatelem produktu a distribuční společností (samostatným zprostředkovatelem), se pohybuje přibližně na těchto hodnotách: IŽP 24 000 Kč, DPS 2 500 Kč, DIP 12 000 Kč. Základnou pro určení provize je v případě IŽP roční pojistné, u DPS měsíční příspěvek účastníka a v případě DIP je to klientem placený vstupní poplatek. Výška provize je u srovnatelného nastavení smlouvy u produktů IŽP a DIP výrazně vyšší než u produktu DPS. Nicméně celkové zprůměrované hodnocení všech šesti hodnotitelů (tab. 7) se s mým vlastním hodnocením produktů téměř plně shoduje. S externími hodnotiteli se shodují i v hodnocení DIP, který dle mého názoru v současné podobě představuje jakýsi kompromis mezi potřebami klienta, regulačními požadavky a obchodním zájmem distribučních společností. Za současného stavu na trhu je výše provize za zprostředkování DIP dostatečná, aby

¹ Autorovi článku jsou z titulu jeho povolání známy aktuální verze obchodních kontraktů, které určují výše zprostředkovatelských provizí všech tří analyzovaných produktů. Tyto kontrakty jsou neveřejné, avšak výše provizí uvedené v této kapitole jsou v souladu s těmito smluvními ujednáními a odpovídají jejich parametrům.

motivovala k aktivnímu nabízení produktu ze strany zprostředkovatelů, a zároveň je charakter produktu vhodný pro vytváření úspor na stáří. Některé distribuční společnosti v prodeji DIP proto začaly spatřovat významný obchodní potenciál a nabízí DIP jako pravidelnou investici s jednorázově předpláceným vstupním poplatkem, který při době spoření několika desítek let může dosahovat výše i několika desítek tis. Kč². Na tuto skutečnost upozornila ČNB, která vydala 25.6.2024 na svých webových stránkách varování pro investory ohledně nákladů a poplatků v souvislosti s investováním. Nabízí se proto otázka, zda výška vstupních poplatků (a tedy i zároveň provizí) u investičních produktů distribuovaných v režimu DIP nevyžaduje regulační omezení.

3 Negativní dopady regulace provizí na prodej penzijních produktů v ČR

Autoři Šindelář a Erben (2017) a dále Musílek (2018) ve svých příspěvcích upozorňují na skutečnost, že regulace provizí za prodej produktu DPS způsobila velmi slabé prodeje tohoto produktu. Produkt DPS funguje od roku 2013, kdy vstoupila v platnost regulace nejen maximální výše poplatků za správu účastnických fondů, ale i maximální výše provizí za prodej produktu DPS.

Do konce roku 2012 fungoval produkt penzijního připojištění se státním příspěvkem (PPSP), který byl od r. 2013 převeden do tzv. transformovaných fondů (TF). Ke konci 4. kvartálu 2013 zhodnocovalo v PPSP své prostředky 5 150 415 účastníků. Ke konci 2. kvartálu 2024 zhodnocuje celkově v penzijních produktech (DPS + PPSP) již jen 4 122 895 účastníků, z toho 2 211 422 v produktu DPS a 1 911 473 v produktu TF (dříve PPSP). Během více než deseti let od důchodové reformy došlo k poklesu účastníků v penzijních produktech o 1 027 520 osob, což odpovídá poklesu o pětinu.

Cílem aktuálních změn ve státní podpoře penzijních produktů (zavedení režimu DIP, zvýšení daňových odpočtů a úprava výše státních příspěvků u produktu DPS) je jednoznačně zvýšení měsíčního příspěvku účastníků soukromých penzijních plánů. Zároveň by však měla být cílem i změna trendu v počtu uzavřených penzijních smluv. Zde by rozšíření nabídky o DIP mohlo pomoci. Na druhou stranu nedošlo ke zrušení či alespoň zmírnění zbytečného omezení maximální výše provizí u produktu DPS, a naopak se nyní začíná debatovat o možné regulaci vstupních poplatků u DIP. S ohledem na to, že výše vstupních poplatků přímo ovlivňuje pobídky zprostředkovatelů, je třeba mít na zřeteli praktickou zkušenost zásahu do provizí u produktu DPS. A pokud je tedy cílem státu zvýšit počet prodaných produktů spoření na stáří, je třeba dbát v tomto směru vysoké míry obezřetnosti.

² Např. zvýhodněný vstupní poplatek vybrané IS u investice 4 000 Kč měsíčně po dobu 30 let do dynamických investičních nástrojů dosahuje výše 3,6 % z celkové plánované investované částky, což představuje jednorázově placený vstupní poplatek ve výši 51 840 Kč.

4 Vliv předplácených vstupních poplatků na konečnou výši úspor

Klient si při pořizování investičních produktů na trhu vybírá ze dvou hlavních variant splacení vstupního poplatku:

- předplácený vstupní poplatek na začátku investování
- pravidelně placený vstupní poplatek z každého pravidelného vkladu

Předplácený vstupní poplatek je určen na začátku investování sazebníkem investiční společnosti jako procento z celkové plánované investované částky. Oproti pravidelně placenému vstupnímu poplatku je sazba předpláceného poplatku na začátku investování v sazebnících poskytovatelů investičních produktů nižší. Předplácený vstupní poplatek je vyjádřen jednorázovou částkou, která je splacena na začátku investování. Neboť se u dlouhodobé investice často jedná o relativně vysoký poplatek, poskytovatelé investičních produktů umožňují investorovi rozložit tento poplatek do prvních vkladů. Klient si tedy u předpláceného poplatku může vybrat variantu plného splacení poplatku na začátku investování (a to buď jednorázovým vkladem; nebo postupně, kdy jsou všechny vklady klienta nejprve použity na splacení vstupního poplatku a až následně dochází k investování) – nebo alternativně může investor zvolit i tzv. běžnou variantu úhrady vstupního poplatku, kdy se vstupní poplatek platí rovněž na začátku investování, nikoliv však jednorázovou úhradou, ale předem stanoveným procentuálním poměrem z prvních vkladů investora. Tato varianta umožňuje investorovi určité procento měsíčního vkladu (obvykle 20 – 30 % z měsíční úložky) investovat v době, kdy se ještě hradí vstupní poplatek. Procentuálně větší část měsíčního vkladu se používá na splacení poplatku. Cílem této varianty je nezatížit klienta na začátku investování jednorázovou úhradou vstupního poplatku a umožnit mu zároveň část vkládaných prostředků již investovat. Poskytovatelé investičních produktů nabízejí investorům různé procentuální poměry běžné varianty splacení vstupního poplatku.

V praxi je rovněž možné se setkat se situací, kdy se prodej investičního produktu realizuje bez vstupního poplatku, příp. se sníženým vstupním poplatkem. V takovém případě si buď klient vybírá investiční produkt sám a není mu poskytnuta služba investičního poradenství, anebo je produkt nabízen se službou investičního poradenství se slevou na vstupním poplatku, která může být i ve výši 100 %. V takovýchto případech investiční zprostředkovatelé pracují podle jednoho z následujících dvou modelů: (1) honorované investiční poradenství (bez výplaty provize za zprostředkování produktu, vstupní poplatek není uplatňován): investiční poradce uzavírá s klientem samostatnou smlouvu, kterou je upravena odměna pro investičního poradce, (2) investiční poradenství s výplatou provize – investiční poradce se vzdává části nebo celé provize při uzavření smlouvy, která se u investičních produktů určuje právě ze vstupního poplatku (na vstupní poplatek je poskytnuta sleva, která může být až 100 %); investiční poradce v tomto obchodním modelu staví svoji obchodní strategii spíše než na počáteční provizi na budoucím

příjmu z manažerských poplatků, které vyplácí poskytovatelé investičních produktů postupně podle objemu spravovaných prostředků.

Z nabízených modelů je jednoznačně nejméně nákladovou variantou pro klienta pořízení investičního produktu bez vstupního poplatku a s minimální výší manažerských poplatků (tedy obvykle s pasivní investiční strategií). V takovém případě ale produkt není investičním zprostředkovatelem aktivně nabízen a klient si konkrétní investiční strategii v DIP volí podle svého uvážení. Prodej produktu je v takovém případě zaměřen na užší okruh klientů, kteří si sami získají potřebné informace k finančnímu rozhodnutí a nevyužívají finančních a investičních poradců.

Předmětem tohoto článku je však diskutovat právě vliv vstupního poplatku jakožto klíčového faktoru ovlivňujícího úspěšnost prodeje DIP, a to především z následujících důvodů:

- Provizní obchodní model zůstává v českém prostředí stále čteně se vyskytujícím obchodním modelem investičních zprostředkovatelů.
- Výše provize může být spojena s nekalým obchodním jednáním a bývá stále častěji předmětem regulace v různé podobě (jako v případě DPS, ale i v případě životního pojištění) – v případě DIP bylo zatím řešeno v podobě již zmíněného upozornění ze strany ČNB.
- Provize však zároveň motivuje k aktivnímu prodeji produktu, což v případě DIP pomáhá vytvářet soukromé penzijní úspory.
- Vstupní poplatek je přímo placený klientem (a přímo úměrně ovlivňuje výšku provize investičního poradce).
- Klient má při uzavírání DIP možnost volby buď jednorázově předpláceného vstupního poplatku, nebo poplatku placeného z každé měsíční úložky a v obou případech má možnost využít služby investičního poradenství.
- Rozhodnutí klienta o způsobu placení vstupního poplatku tedy ovlivňuje výšku a způsob vyplacení provize.

Neboť alternativní (tzv. běžná) varianta splácení předpláceného vstupního poplatku nemá jednotný procentuální poměr úhrady vstupního poplatku a zároveň se jedná o variantu, kdy je vstupní poplatek (stanovený stejným výpočtem) hrazený na začátku investice, budeme se v dalších kapitolách věnovat vlivu dvou hlavních výše popsaných variant placení vstupních poplatků na konečnou výši úspor (tedy jednorázově předplácený vstupní poplatek a pravidelně placený vstupní poplatek). Určíme ekvivalentní sazbu jednorázově předpláceného vstupního poplatku sazbě vstupního poplatku placeného z každé měsíční úložky a zároveň ekvivalentní sazbu pravidelně placeného poplatku sazbě poplatku placeného jednorázově.

Při analýze jsem vyšel z produktové nabídky konkrétní investiční společnosti (dále „IS“), která nabízí produkt DIP, prostřednictvím kterého je možné investovat do široké nabídky otevřených podílových fondů (aktuálně více než 1,2 tis.), poplatková struktura je transparentně uvedena na webových stránkách společnosti a zároveň

u této IS mám k dispozici konkrétní návrhy modelace vlivu vstupních poplatků na výnosnost portfolia klienta zpracované v kalkulátoru určeném pro vázané zástupce.

4.1 Příklad 1 – vstupní poplatek jednorázově předplácený

Vstupní data:

výše měsíčního vkladu: 4 000 Kč

doba investování: 30 let

celková investovaná částka: 1 440 000 Kč

sazba poplatku dle sazebníku pro dynamické investiční strategie: 3,6 %

absolutní výše vstupního poplatku: 51 840 Kč (jednorázově)

celková vložená částka: 1 491 840 Kč

předpokládané průměrné roční zhodnocení: 7 % p.a.

Modelace vybrané IS uvádí pro daný příklad budoucí hodnotu portfolia na konci investování za uvedeného předpokládaného zhodnocení ve výši: 4 704 233 Kč.

Budoucí hodnotu jsem verifikoval pomocí vzorce střadatele:

$$FV = a \frac{(1 + i)^n - 1}{i}, \quad (1)$$

kde FV je budoucí hodnota investice, a je pravidelně investovaná částka, i označuje průměrné zhodnocení a n je doba investice.

Pro verifikaci jsem použil hodnotu střadatele jak při použití ročních hodnot, tak při úpravě na měsíční hodnoty.

Hodnota střadatele na roční bázi: 94,460786

Hodnota střadatele na měsíční bázi: 1219,970995

Verifikovaná budoucí hodnota pro hodnoty na roční bázi: 4 534 118 Kč

Verifikovaná budoucí hodnota pro hodnoty na měsíční bázi: 4 879 813 Kč

Střední hodnota verifikovaných budoucích hodnot: 4 706 966 Kč

Modelovaná hodnota portfolia dle IS se pohybuje přibližně na úrovni střední hodnoty obou verifikovaných budoucích hodnot.

4.2 Příklad 2 – vstupní poplatek pravidelně placený

Vstupní data:

výše měsíčního vkladu: 4 190 Kč (4 000 Kč investice + 190 Kč poplatek)

doba investování: 30 let

celková investovaná částka: 1 440 000 Kč

sazba poplatku dle sazebníku pro dynamické investiční strategie: 5 %

absolutní výše vstupního poplatku: 190 Kč (měsíčně)

celková výše vstupních poplatků: 68 400 Kč

celková vložená částka: 1 508 400 Kč

předpokládané průměrné roční zhodnocení: 7 % p.a.

Modelovaná budoucí hodnota dle IS: 4 693 037 Kč

Verifikovaná budoucí hodnota je stejná jako v příkladě 1. Vzhledem k tomu, že modelované budoucí hodnoty dle IS jsou v obou případech rovněž srovnatelné, dají se modely budoucích hodnot považovat za spolehlivé.

Prvotní interpretace obou příkladů by mohla svádět k závěru, že jednorázově předplácený poplatek je výhodnější, neboť klient zaplatil pro dosažení srovnatelné budoucí hodnoty celkově menší částku (o 16 560 Kč). Hlavní argumenty proti jednorázově předpláceným poplatkům jsou především dva: (1) relativně vysoký jednorázový vklad na začátku investování a z toho vyplývající (2) omezení flexibility smlouvy v budoucnu. Dá se totiž předpokládat, že klient, který zaplatí jednorázově 51 840 Kč za třicetiletou smlouvu, bude mnohem méně ochotný tuto smlouvu rušit. Z obchodních podmínek investičních společností totiž vyplývá, že jednorázově zaplacený vstupní poplatek se při přerušení investování nevrací. Je však třeba zohlednit budoucí hodnotu obou forem placení vstupních poplatků.

Dá se předpokládat, že rozhodování klientů o volbě konkrétního produktu nebude v praxi postaveno pouze na konstrukci vstupního poplatku. Při rozhodování investora budou hrát svoji roli zcela jistě faktory jako jsou očekávaný výnos, riziko, likvidita. Oproti tradičním modelům rozhodování investorů (např. Moderní teorie portfolia, Model oceňování kapitálových aktiv), které jsou ze své podstaty spíše statické modely, se pro účely dlouhodobého pravidelného investování hodí spíše modely dynamické, a to především modely životního cyklu (Lifecycling investing). V rámci dynamických modelů rozhodování investorů poskytují zajímavé náměty k investičnímu rozhodování Ayress, Nalebuff (2008). Tradiční modely životního cyklu doporučují mladým investorům držet akcie a postupně snižovat riziko přesunem do dluhopisů, jak se blíží důchod. Autoři však argumentují, že mladí investoři nemají dostatečný kapitál na efektivní zhodnocení akciového trhu. Navrhují proto použití pákového efektu v mládí, aby investoři mohli využít dlouhodobého růstu akciového trhu. Kombinace pákového efektu v rané fázi života a konzervativnější strategie později může minimalizovat riziko tzv. špatného důchodu (retirement shortfall). Použitím pákového efektu v mládí lze lépe využít historicky vysoké výnosy akciových trhů, což snižuje pravděpodobnost, že investor nebude mít dostatečné prostředky v důchodu. Den Haan, Chan, van der Schans, Oosterlee (2020) ve svém článku navrhuje a testuje tzv. pravidlové strategie pro dynamické investování životního cyklu. Pravidla v jejich modelu představují klíčové faktory jako je věk investora, rizikový profil, investiční horizont a ekonomická situace. Strategie se přizpůsobuje změnám trhu (např. zvýšení volatility) nebo změnám v životní situaci investora, která má vliv na očekávané výnosy a riziko. Autoři při testování pravidlové strategie dokázali, že dokáží překonat tradiční metody v podobě např. lineárního snižování rizika. Černý, Melicherčík (2018) se zabývají optimalizací investičních strategií během životního cyklu investora, zejména v kontextu tzv. stochastického lifestyleingu. Autoři ve svém

článku vycházejí z optimalizačních modelů a stochastických výpočtů, které zahrnují nejistoty na finančních trzích i individuální potřeby investora.

Uvedené modely rozhodování investora by se daly vhodně aplikovat právě na investiční strategie pro zhodnocení úspor na období penze. Aktuálně je nabídka produktových strategií v rámci DIP postavena především na (1) modelech životního cyklu s lineárním snižováním rizika (obvykle deset let před koncem investování), (2) široké nabídce (aktivně řízených) otevřených podílových fondů, kde je volba konkrétních fondů ponechána na klientovi, (3) nabídce pasivních strategií (indexové fondy, ETF). Právě investiční nástroje využívané v rámci DIP by s těmito modely mohly pracovat mnohem flexibilněji než penzijní společnosti u produktu DPS, kde je stále nabídka nástrojů výrazně omezenější. Bude proto zajímavé sledovat, pokud budou prodeje DIP růst, další vývoj produktové nabídky využívané právě pro DIP. Z aktuální nabídky investičních nástrojů využívaných pro DIP vyplývá, že se investor rozhoduje především mezi nízkonákladovými nástroji (ETF, indexové fondy), anebo využije nabídky investičního poradce, který pracuje podle některého z výše uvedených modelů (provizně placené poradenství, nebo honorované poradenství). Předmětem další kapitoly proto bude bližší porovnání obou forem vstupních poplatků a určení porovnatelné sazby pro obě formy.

4.3 Porovnání obou forem placení vstupních poplatků – určení ekvivalentních sazeb vstupních poplatků

Vydeme ze skutečnosti, že se klient v Příkladu 1 může rozhodnout vstupní poplatek nepředplácet jednorázově a ušetřenou částku 51 840 Kč uložit se stejným předpokládaným výnosem (7 %) na 30 let. Budoucí hodnota jednorázově zaplaceného poplatku v tomto případě je 394 619 Kč.

Porovnejme nyní budoucí hodnotu jednorázově placeného poplatku z Příkladu 1 s budoucí hodnotou pravidelně placených poplatků z Příkladu 2. Zde můžeme použít opět hodnotu střadatele uvedeného výše (pro správnost porovnání budoucích hodnot využijeme hodnotu střadatele vypočteného z veličin určených na roční bázi) 94,460786. Budoucí hodnota pravidelně předpláceného poplatku tedy je 215 730 Kč.

Z porovnání budoucích hodnot obou forem vstupních poplatků vyplývá, že klientovi se vyplatí zvolit spíše pravidelně placený vstupní poplatek. Budoucí hodnotu jednorázově placeného poplatku vyjádříme nyní ekvivalentní sazbou pravidelně placeného poplatku po celou dobu spoření pomocí následujícího vzorce.

$$s_{j,e} = \frac{FV_p \frac{1}{(1+i)^N}}{\sum_{n=1}^N a} \quad (2)$$

kde $s_{j,e}$ označuje ekvivalentní sazbu jednorázově placeného poplatku, FV_p je budoucí hodnota pravidelně placených poplatků, i je úroková sazba (resp.

očekávané průměrné zhodnocení), N je doba pravidelné investice a a je výška pravidelné investice.

Výsledná hodnota ekvivalentní sazby jednorázově placeného poplatku budoucí hodnotě pravidelně placeného poplatku je 1,96 % (z celkové plánované investované částky).

A zároveň budoucí hodnotu pravidelně placeného poplatku vyjádříme ekvivalentní sazbou jednorázově placeného vstupního poplatku pomocí vzorce

$$s_{p,e} = \frac{FV_j \frac{i}{(1+i)^N - 1}}{a}, \quad (3)$$

kde $s_{p,e}$ označuje ekvivalentní sazbu pravidelně placeného poplatku, FV_j je budoucí hodnota jednorázově placeného poplatku, i je úroková sazba (resp. očekávané průměrné zhodnocení), N je doba pravidelné investice a a je výška pravidelné investice.

Ekvivalentní měsíční výše postupně spláceného poplatku v našem příkladě odpovídá částce 348 Kč, což představuje ekvivalentní sazbu 8,7 % z pravidelně investované částky.

5 Diskuze

Od r. 2013, kdy došlo k regulaci provizí u produktu DPS, celkový počet aktivních smluv penzijních produktů klesá. I když se zároveň od r. 2013 zcela zásadně změnil charakter penzijního produktu dobrovolného III. pilíře penzijního zabezpečení – oproti původnímu produktu penzijního připojištění (dnes transformovaný fond) v nově zavedeném produktu DPS došlo ke zrušení dvou zásadních výhod penzijního připojištění, tj. garance nezáporného zhodnocení a výsluhové penze – produkt DPS na rozdíl od penzijního připojištění přinesl klientům dlouhodobě výrazně vyšší zhodnocení ve vyvážených a dynamických účastnických fondech. Dle údajů Asociace penzijních společností ČR transformované fondy zhodnotily od r. 2013 prostředky klientů ve výši pouze 1,13 % p.a., vyvážené účastnické fondy za stejné období 3,35 % p.a. a dynamické účastnické fondy 5,61 % p.a. I přestože ve stejném období bylo možné nalézt ve srovnatelných investičních nástrojích (kolektivního investování) výkonnější produkty, souhlasím s autory Šindelář, Erben (2017) a Musílek (2018), že regulace provizí u produktu DPS vedla k výraznému propadu aktivních účastníků penzijních produktů. I samotný rozsah poklesu účastníků (o více než 20 % za 10 let) naznačuje na systémový problém, kterým může být právě výrazné omezení na straně distribuce produktu, což by potvrzoval i fakt diskutovaný v kapitole 2, že v porovnání s podobnými finančními produkty je provize za prodej produktu DPS nesrovnatelně nízká.

Zákon č. 170/2018 Sb. o distribuci pojištění a zajištění a stanovisko ČNB definovaly výrazně přísnější požadavky na zprostředkovatele při prodeji rezervotvorného životního pojištění na rozdíl od rizikového životního pojištění. Zpřísnění regulace prodeje IŽP a výrazně přísnější kontroly ze strany ČNB zaměřené právě na zprostředkování IŽP vedly k postupnému nahrazení IŽP produktem rizikového životního pojištění. Praxe ukazuje, že ani relativně vysoká provize nemusí vést k vyšším prodejům, pokud je zároveň prodej produktu spojen s vysokou mírou regulace a obavou z kontroly ze strany ČNB – jako je tomu v případě IŽP. I když bychom mohli považovat všechny tři produkty spoření na stáří za substituční, v důsledku přísné regulace je produkt IŽP stále méně nabízen pro účely zhodnocení úspor na postproduktivní období. Od poslední regulace trhu životního pojištění došlo k zásadním produktovým změnám právě u IŽP, kdy pojistitelé umožňují v rámci produktu IŽP mít „spořicí“ složku nulovou s možností jejího případného budoucího aktivování. Fakticky je tedy možné prostřednictvím rezervotvorného pojištění nevytvářet žádnou budoucí kapitálovou hodnotu, ale i tak využívat daňové odpočty na riziko úmrtí z jakékoliv příčiny. Je tedy otázkou, zda má i nadále být rezervotvorné životní pojištění (resp. soukromé životní pojištění dle §15 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů) součástí daňově zvýhodněných produktů (tedy produktů spoření na stáří).

Jednoznačně správným krokem byla úprava zákona o DPS spočívající v rozšíření investičních strategií v rámci DPS o alternativní účastnický fond (hlava VI, zákona č. 427/2011 Sb., o doplňkovém penzijním spoření), který nejenže umožňuje penzijním společností nabídnout klientům zajímavější investiční strategie s vyšším potenciálním zhodnocením, ale zároveň přináší penzijním společností příležitost získat výrazně vyšší úplatu jak za obhospodařování majetku, tak za zhodnocení majetku (konkrétně 2,5krát vyšší než v dynamických účastnických fondech). Dá se proto předpokládat, že této příležitosti penzijní společnosti využijí a rozšíří nabídku účastnických fondů. Překvapivé však je, že novela zákona o doplňkovém penzijním připojištění sice u alternativního účastnického fondu uděluje výjimku na úplatu dle § 60 zákona o DPS za obhospodařování, resp. zhodnocení majetku pro penzijní společnost, ale již neuděluje výjimku na úplatu dle § 63 stejného zákona za nabízení a zprostředkování DPS. Alternativní účastnický fond sice představuje zajímavější investiční příležitost pro účastníky DPS a zároveň přináší výrazné zvýšení poplatků za správu fondu pro penzijní společnost, přesto však zákon neumožňuje navýšení provizí pro zprostředkovatele za nabízení DPS s alokací prostředků právě do alternativního účastnického fondu.

Celkově se tedy na českém trhu s penzijními produkty potvrzují závěry uvedené ve zmíněných zahraničních publikacích, a sice, že úspěšnost prodeje penzijních produktů je ovlivněna faktory na straně distribuce penzijních produktů: vlivem provizních schémata (Reuter a Chalmers 2012), nebo samotným charakterem distribučního kanálu (Marotta 2019). Aktuální nastavení provizních schémata tří

hlavních produktů spoření na stáří jsou odlišná nejen z pohledu jejich výše (v případě DPS násobně nižší než u IŽP), ale i z hlediska způsobu jejího určení (z přímo placeného vstupního poplatku klientem u DIP, nebo naopak skrytého v poplatech penzijní společnosti u DPS). Vývoj regulace a distribuce produktů DPS a IŽP v posledních letech potvrzují závěry autorů Šindeláře a Erbeny (2017), že rozsah regulace má zásadní efekt na rozhodování distribučních firem (tedy na nabídkovou stranu penzijních produktů). V diskuzi o možné regulaci vstupních poplatků v případě DIP je proto třeba mít na paměti, že v konečném důsledku ovlivní počet prodaných produktů a celkovou výši penzijních úspor.

6 Závěr

Cílem článku bylo analyzovat důsledky omezení výše vstupních poplatků u finančních produktů v režimu DIP a zodpovědět otázku, zda je regulace výše vstupních poplatků u DIP potřebná.

Z výpočtů uvedených v kapitole 4 vyplývá, že jednorázově placený vstupní poplatek na celou dobu spoření je i s tzv. zvýhodněnou sazbou 3,6 % stále relativně vysoký. Při zohlednění časové hodnoty peněz totiž představuje ekvivalent sazby pravidelně placeného poplatku ve výši 8,7 % z pravidelné investice. Rizika a nevýhody spojené s předplácenými poplatky uvedené ve varování ČNB jsou zcela jistě pro klienty relevantní. Zároveň je třeba vzít v úvahu, že vstupní poplatek je transparentně uveden ve smlouvě a je klientem placen přímo na rozdíl od poplatků v rámci produktu DPS, či dokonce IŽP, kde jsou navíc výrazně vyšší. Tato vlastnost DIP je značnou klientskou výhodou. Klient je totiž již před samotným uzavřením smlouvy konfrontován s nákladovostí produktu, což ho navádí k otázkám, jakou službu za daný poplatek získává a jaké jsou možné alternativy.

Neboť provize poskytovateli DIP je přímo závislá na výši vstupního poplatku, měla by případná regulace výše vstupního poplatku přímý dopad na ochotu poskytovatelů DIP aktivně nabízet. Jak se potvrdilo v případě regulace provizí u produktu DPS, výrazné omezení provizí může mít za následek omezení prodeje finančního produktu, který je paradoxně zároveň státem podporován. Opakování této chyby v případě DIP by rovněž mohlo mít za následek nedostatečné vytváření soukromých úspor v penzijních produktech. Naopak se místo úvah nad omezováním poplatků nabízí opačná cesta v podobě posílení nabídky alternativního produktu. Rozšíření okruhu penzijních produktů k takovému kroku přímo svádí.

Dá se totiž předpokládat, že zrušení omezení provizí u produktu DPS by vyrovnalo aktuální tržní nerovnováhu s DIP a tržními silami by vedlo poskytovatele DIP k nastavení systému vstupních poplatků směrem výhodnějším pro klienta, a to buď snížením sazeb předplácených poplatků nebo zvýšenou tendencí volit postupně placené verze poplatků. I přestože spatřuji aktuální výši sazeb jednorázově placených vstupních poplatků jako relativně vysokou, domnívám se, že výrazně převažují důvody proti regulaci jejich výše.

Literatura

- AKAT [Asociace pro kapitálový trh ČR] (2024, 3. dubna). *Tisková zpráva AKAT – 3.4.2024*. <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality/tiskov225-zpr225va-akat-zajisten205-na-duchod-cel221ch-42-cechu-ho-neres205>
- AKAT [Asociace pro kapitálový trh ČR] (2024, 15. října). *Tisková zpráva AKAT – 15.10.2024*. <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Tiskova-zprava-AKAT/tiskov225-zpr225va-do-dlouhodob201ho-investicn205ho-produktu-m193-za-prvn205ch-9-mes205cu-jeho-existence-zainvestov193no-uz-pres-78-tis205c-cechu-zust193vaj205-jeste-3-mes205ce-pro-vyuzit205-letosn205-danov201-v221hody>
- Akhtar, M. W. (2023). *Behavioral issues in retirement savings*. École Universitaire de Management – École Doctorale des Sciences Économiques, Juridiques, Politiques et de Gestion Clermont Recherche Management (CleRMa).
- APS ČR [Asociace penzijních společností ČR] (2013). *Čtvrtletní výsledky*. <https://www.apscr.cz/ctvrtletni-vysledky-2013/>
- APS ČR [Asociace penzijních společností ČR] (2024). *Čtvrtletní výsledky*. <https://www.apscr.cz/ctvrtletni-vysledky-2024/>
- Ayres, I., & Nalebuff, B. J. (2008). *Life-cycle investing and leverage: Buying stock on margin can reduce retirement risk*. Yale University.
- Černý, A., & Melicherčík, I. (2019). *Optimal life-cycle consumption and investment decisions under age-dependent risk preferences*. Cass Business School, City, University of London & Comenius University Bratislava.
- ČNB [Česká národní banka] (2024a). *Požadavky, cíle a potřeby zákazníka, rada podle ZDPZ*. <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2019-23/>
- ČNB [Česká národní banka] (2024b). *Varování České národní banky pro retailové investory ohledně nákladů a poplatků v souvislosti s investováním*. <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/vykon-dohledu/upozorneni-pro-verejnost/Varovani-Ceske-narodni-banky-pro-retailove-investory-ohledne-nakladu-anbspoplatku-vnbspsouvislosti-snbspinvestovanim/>
- Den Haan, T. R. B., Chau, K. W., van der Schanz, M., & Oosterlee, C. W. (2020). *Rule-based strategies for dynamic life cycle investment*. Delft University of Technology, Centrum for Mathematics and Computer Science, University of Groningen & Ortec Finance.
- Fadejeva, L., & Tkacevs, O. (2022). The effectiveness of tax incentives to encourage private savings. *Baltic Journal of Economics*, 22(2), 110–125. <https://doi.org/10.1080/1406099X.2022.2109555>

Pecina, P.: *Potřebují investiční produkty v režimu dlouhodobého investičního produktu regulaci...*

Fang, B., Hope, O.-K., Huang, Z., & Moldovan, R. (2020). The effects of MiFID II on sell-side analysts, buy-side analysts, and firms. *Review of Accounting Studies*, 25, 855–902. <https://doi.org/10.1007/s11142-020-09545-w>

Fras, M., Pauch, D., Walczak, D., & Bera, A. (2024). Determinants of the behaviour of entities on the insurance market in the light of changes introduced by the IDD directive. *Journal of Consumer Policy*, 47, 533–566. <https://doi.org/10.1007/s10603-024-09572-z>

Hinz, R. (2019). *Voluntary retirement savings: Motivations, incentives and design*. World Bank.

Chorkowy, B., & Bobrowska, A. (2021). Influence of Pillar 3 of pension system on retirement pensions level in Poland: Will voluntary part of system enable decent life in old age? *European Research Studies Journal*, 24(1), 975–988. <https://doi.org/10.35808/ersj/2083>

Joenväärä, J., & Kosowski, R. (2020). The effect of regulatory constraints on fund performance: New evidence from UCITS hedge funds. *Review of Finance*, 25(1), 189–233. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa017>

Kult, A., & Skrabka, J. (2021). European protection of retail investors in insurance-based investment products: Product interventions under PRIIPs. *International Investment Law Journal*, 1(2).

Marotta, G. (2019). *Behind the success of dominated personal pension plans: Sales force and financial literacy factors*. Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3468241>

MF ČR [Ministerstvo financí ČR] (2012). *Základní ukazatele vývoje penzijního připojištění a doplňkového penzijního spoření – k 31. 12. 2012*. <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/soukrome-penzijni-systemy/iii-pilir-doplňkove-penzijni-sporeni-a-p/vyvoj-penzijniho-pri-10411>

MF ČR [Ministerstvo financí ČR] (2024). *Základní ukazatele vývoje penzijního připojištění a doplňkového penzijního spoření – k 30. 6. 2024*. <https://www.mfcr.cz/cs/financni-trh/soukrome-penzijni-systemy/iii-pilir-doplňkove-penzijni-sporeni-a-p/vyvoj-penzijniho-pri-56841>

Musílek, P. (2012). Penzijní versus účastnické fondy. *Český finanční a účetní časopis*, 7(3), 6–17. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.14>

Musílek, P. (2018). Regulace a dohled distribuce finančních produktů. *Český finanční a účetní časopis*, 13(3), 79–88. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.518>

Papík, M. (2017). Composition of equity and mixed pension funds in Slovakia. *Oeconomia Copernicana*, 8(1), 51–64. <https://doi.org/10.24136/oc.v8i1.4>

Reuter, J., & Chalmers, J. (2012). *What is the impact of financial advisors on retirement portfolio choices and outcomes?* Boston College & NBER; University of Oregon. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1785833>

Sulka, T. (2022). *Planning and saving for retirement*. Heinrich Heine University Düsseldorf – Duesseldorf Institute for Competition Economics (DICE).

Šindelář, J. (2015). Trh životního pojištění: jaké dopady by přinesla regulace provizí za zprostředkování?. USF ČR. <http://www.usfcr.cz/wp-content/usf-publikace/brozura-dopad-regulace-11-2015.pdf>

Šindelář, J., & Erben, M. (2017). Problémy v distribuci finančních produktů: selhání trhu anebo regulace? *Český finanční a účetní časopis*, 12(3), 5–17. <https://doi.org/10.18267/j.cfuc.498>

Zákon č. 170/2018 Sb. o distribuci pojištění a zajištění.

Zákon č. 256/2004 Sb. o podnikání na kapitálovém trhu.

Zákon č. 427/2011 Sb. o doplňkovém penzijním spoření.

Zákon č. 462/2023 Sb., kterým se mění některé zákony v souvislosti s rozvojem finančního trhu a s podporou zajištění na stáří.

Zákon č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů.

Do investment products under the tax regime of the long-term investment product need regulation of entry fees?

Petr Pecina

Abstract:

Significant changes in tax benefits starting in 2024 are driving shifts in the business strategies of companies distributing products under the tax regime of the long-term investment product. In the professional community, proposals are emerging for the potential regulation of entry fees for long-term investment products. This paper discusses the possible impact of regulating intermediary commissions on the overall sales volume of these state-supported products. The impact of pension product regulation on the functioning of the market for these products has been addressed in past publications by authors such as Šindelář and Erben (2017), as well as Musílek (2018). In this paper, I focus on the paradox of commission regulation for otherwise state-supported products and the self-regulating function of entry fees in determining commission levels. The introductory section compares retirement savings products from the perspective of the business strategies of distribution companies. This is followed by a comparison of the effects of two basic forms of entry fees. The final section explores additional implications of potential entry fee regulation.

Keywords: Active management; Passive management; ETF; Funds; Investments; Asset performance.

JEL Classification: G20, G510.

Profesní kompetence a osobnostní předpoklady ESG auditorů

*Veronika Popelková – Patrik Svoboda**

Abstrakt:

Článek se zaměřuje na nové požadavky kladené na ESG auditory v návaznosti na implementaci směrnice o podávání zpráv podniků o udržitelnosti (CSRD). Prostřednictvím analýzy legislativních dokumentů, etických standardů a odborné literatury definuje klíčové profesní kompetence a osobnostní předpoklady, které jsou pro výkon této nové role nezbytné. Výsledkem je Matice profesních kompetencí ESG auditorů, která nabízí systematický přehled potřebných znalostí, dovedností a vlastností. Tento nástroj podporuje přípravu auditorů na specifické požadavky ESG ověřování a přispívá k širšímu pochopení vzdělávacích a profesních potřeb v této oblasti. Článek zároveň otevírá diskuzi o praktických aplikacích a výzvách souvisejících s ověřováním zpráv o udržitelnosti v kontextu evropské legislativy.

Klíčová slova: ESG ověření; Environmentální, Sociální a podnikové řízení (ESG); Dovednosti ESG auditorů.

JEL klasifikace: J24, M14, M40.

1 Úvod

Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2022/2464 ze dne 14. prosince 2022, kterou se mění nařízení (EU) č. 537/2014, směrnice 2004/109/ES, směrnice 2006/43/ES a směrnice 2013/34/EU, pokud jde o podávání zpráv podniků o udržitelnosti (dále jen Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD), zavedla povinnost externího ověření Zpráv o udržitelnosti. Tyto Zprávy o udržitelnosti, zvané také ESG zprávy, obsahují informace o životním prostředí (E – Environment), o sociálních aspektech (S – Social) a také o způsobech řízení a chování managementu (G – Government). V České republice, obdobně jako ve většině dalších zemí Evropské Unie, jsou ověřením ESG zpráv pověřeni statutární auditori. Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/34/EU, kterou rovněž změnila směrnice CSRD, v článku 34 umožňuje členským státům, aby legislativně určily i jiné nezávislé poskytovatele ověřovacích služeb, kteří budou ověřovat ESG zprávy, pokud se na ně vztahují požadavky, které jsou shodné s požadavky stanovenými ve směrnici 2006/43/ES. Jedná se zejména o požadavky na odbornou přípravu a zkoušku v oblasti ESG reportingu a jeho ověřování, kontinuální profesní vzdělávání, systémy zajištění kvality, etické požadavky nebo vyšetřování a sankce.

* Veronika Popelková; Masarykova Univerzita, Ekonomicko-správní fakulta, Lipová 507/41a, Pisárky, Brno, <476057@muni.cz>.

Patrik Svoboda; Provozně ekonomická fakulta Mendelovy univerzity v Brně, Zemědělská 1665, 613 00 Brno-sever-Černá Pole, <ucpatrik@mendelu.cz>.

V praxi by těmito nezávislími poskytovateli ověřovacích služeb mohli být auditoři řízení, kvality či systémů environmentu podle norem ISO, kteří mají zkušenosti s ověřováním nastavení firemních procesů v oblastech, jenz se prolínají s ESG problematikou. Příkladem je USA, kde se ověřováním ESG zpráv zabývá např. ERM Certification and Verification Services nebo Apex Companies, LLC. Dokonce dle průzkumu Bakarich, Baranek a O'Brien (2023) tyto dvě společnosti v USA mají vyšší podíl na ověřování ESG zpráv než auditorské společnosti z Big 4. Tento model však ministerstvo financí nepreferovalo a pro ověřování ESG zpráv v České republice jsou oprávněni pouze statutární auditoři, kteří mají oprávnění od Komory auditorů České republiky (KAČR). Důvodem je především skutečnost, že KAČR je samosprávná organizace, kde mají auditoři povinné členství a musejí dodržovat její vnitřní předpisy, má zavedeny systémy, struktury a pravidla pro dohled kvality, uplatňování kárných opatření, kontinuálního profesního vzdělávání, vedení veřejného rejstříku svých členů, vedení auditorských spisů, etický kodex, pravidla pro vydávání auditorských oprávnění, volené orgány a veřejný dohled nad KAČR vykonává Rada pro veřejný dohled nad auditem. Předpokládá se tedy, že statutární auditoři mají vysoký potenciál dodržet požadavky směrnice 2006/43/ES. Novela Zákona o auditorech č. 93/2009 Sb. s účinností od 1. ledna 2024 transponovala směrnici CSRD do českého právního řádu a zavedla v této souvislosti podmínky dodatečného vzdělávání v oblasti udržitelnosti a také povinnost řízené praxe v této oblasti pro uchazeče o vydání auditorského oprávnění.

ESG zprávy jsou dle směrnice CSRD součástí výročních zpráv společností, které mají povinnost ESG zprávy sestavovat. Dle časové osy implementace této směrnice do první vlny spadají subjekty, které měly již v minulosti povinnost reportovat nefinanční informace dle směrnice NFRD (Non-Financial Reporting Directive) z roku 2014. Jedná se o velké účetní jednotky a skupiny účetních jednotek, které jsou subjekty veřejného zájmu (tj. společnost, jejíž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na evropském regulovaném trhu, dále pak banky, pojišťovny, spořitelní a úvěrová družstva nebo penzijní společnosti), jejichž průměrný přepočtený počet zaměstnanců k rozvahovému dni překročí počet 500. Tyto účetní jednotky a skupiny jednotek mají povinný ESG reporting od roku 2024. V průběhu roku 2025 budou ověřovány první Zprávy o udržitelnosti za rok 2024. V druhé vlně implementace budou velké účetní jednotky a skupiny, které již nereportovaly v první vlně. Jedná se o evropské podniky a skupiny, které překračují 2 ze 3 kritérií velikosti: 25 mil. EUR celková aktiva, 50 mil. EUR čistý obrát nebo průměrný počet 250 zaměstnanců v průběhu vykazovaného období. Tyto jednotky budou poprvé reportovat za rok 2025. V třetí vlně implementace budou malé a střední jednotky, které jsou emitenty cenných papírů, a malé a nekomplexní úvěrové instituce a kaptivní pojišťovny. Tyto jednotky budou poprvé reportovat za rok 2026. Poslední skupinou budou podniky ze třetích zemí, které mají v Evropské unii dceřinou

společnost nebo organizační složku po překročení kritérií obratu. ESG reporting bude pro tyto podniky povinný poprvé za rok 2028.

Z časové osy implementace směrnice CSRD je patrné, že ESG reporting a jeho ověření bude závazný pro stále vyšší počet subjektů. Na úrovni Evropské Unie se odhaduje, že směrnici CSRD bude podléhat přibližně 49 tisíc subjektů (EY, 2024). Pro statutární auditory, kteří budou mít oprávnění ověřovat Zprávy o udržitelnosti, bude ESG velkou výzvou a také příležitostí pro získání nových zakázek. Auditóři, kteří budou chtít tyto zprávy ověřovat, musejí získat potřebné znalosti vykazovacích ESRS standardů (European Sustainability Reporting Standards), ověřovacích standardů (ISAE 3000, ISAE 3410 a ISSA 5000, který bude účinný od 15. prosince 2026), analýzy udržitelnosti a náležité péče v oblasti udržitelnosti, které ukládá evropská legislativa. Pokud však ESG auditóři chtějí být v tomto oboru konkurenceschopní, musejí disponovat také určitými soft skills a technologickými dovednostmi v oblasti udržitelnosti.

Hlavním přínosem tohoto článku je vytvoření systematického přehledu požadavků, který může sloužit jako základ pro rozvoj vzdělávacích programů, podporu profesní přípravy auditorů a další výzkum v oblasti ESG reportování a jeho ověření. Článek přispívá k vědecké diskuzi o adaptaci auditorské profese na nové regulační požadavky a poskytuje podněty pro legislativní i institucionální zlepšení.

2 Přehled literatury

Redman a Wiek (2021) se ve svém článku zaměřili na kompetence, které jsou zásadní pro dosažení udržitelných změn ve společnosti. Autoři definovali klíčové kompetence, které by jednotlivci a společnosti měli rozvíjet, aby čelili novým výzvám spojených s udržitelností. Jedná se o schopnost transformace, která zahrnuje kritické myšlení a reflexi, systémové myšlení pro pochopení komplexnosti udržitelnosti a schopnosti plánovat a realizovat udržitelné projekty. Další kompetencí, kterou autoři zdůrazňují je interdisciplinární spolupráce napříč sektory, schopnost řídit konflikty a nalézat kompromisy. Mezi klíčové kompetence také zahrnuli etické a hodnotové rámce ve vztahu k dlouhodobé udržitelnosti a zodpovědnosti k budoucím generacím a schopnost inovace a tvořivosti při hledání ekologických a sociálních řešení. Redman a Wiek (2021) v této souvislosti zdůraznili také důležitost vzdělávání a výcviku, které jednotlivcům umožní rozvíjet tyto kompetence.

Publikace od Alm, Melén a Aggestam-Pontoppidan (2021) se zabývala rozvojem kompetencí souvisejících s Cíli udržitelného rozvoje (SDGs) v rámci vysokoškolského vzdělávání. Autoři zdůrazňují především interdisciplinární přístup. Tím, že studenti propojují znalosti z různých disciplín, lépe porozumí složitosti globálních výzev a budou schopni nacházet inovativní řešení. Autoři také kladou důraz na to, aby vysokoškolské vzdělávací programy šly nad rámec pouhého předávání znalostí a zaměřily se na rozvoj konkrétních kompetencí, jako je kritické

myšlení, systémové myšlení, etické rozhodování a schopnost inovovat v kontextu udržitelnosti.

Al-Hazaima et al. (2022) se ve své publikaci zaměřuje na integraci výuky udržitelnosti do učebních osnov účetnictví na vysokých školách v Jordánsku. Cílem bylo analyzovat vnímání pěti klíčových skupin zainteresovaných stran ohledně začlenění udržitelnosti do účetních osnov. Klíčové skupiny zahrnovaly vysokoškolské pedagogy v oblasti účetnictví, studenty účetnictví, profesionální účetní v průmyslu, vládní zaměstnance a zástupce účetních profesních sdružení. Data byla získána pomocí dotazníkového šetření vyvinutého na základě literatury. Výzkumníci oslovili celkem 702 respondentů pomocí kombinace pohodlného výběru a metody „snowballing“. Výsledky odhalily významné rozdíly mezi jednotlivými skupinami respondentů, zejména co se týče vnímání a podpory výuky udržitelnosti. Největší podporu poskytovali vládní zaměstnanci a vysokoškolští pedagogové.

Evans (2019) zdůrazňuje potřebu vyvinout vzdělávací programy, které studentům pomohou osvojit si klíčové kompetence v oblasti udržitelnosti. Dle Evanse by klíčovými kompetencemi v oblasti udržitelnosti měly být nejen technické dovednosti a znalosti o environmentálních problémech, ale i systémové myšlení, interpersonální dovednosti, schopnost kritického myšlení a rozvoj etického uvědomění.

Simmons (2024) rovněž zdůrazňuje potřebu zahrnout problematiku ESG do výuky účetnictví. V článku navrhuje různé přístupy k integraci ESG do výuky, včetně použití případových studií, projektového učení a interdisciplinárního přístupu. Simmons vidí jako hlavní výzvy při implementaci ESG do výuky: nedostatek materiálů a příkladů, nedostatečné školení pedagogů a rozdílné názory na to, jak by mělo být ESG učeno.

IFAC (The International Federation of Accountants) vydala v lednu 2024 literární přehled nazvaný: „A Literature Review of Competencies, Educational Strategies, and Challenges for Sustainability Reporting and Assurance“. Tato studie mapuje klíčové kompetence účetních a auditorů v oblasti ESG reportingu a jeho ověřování prostřednictvím rešerše literatury v posledních pěti letech – od roku 2019. Reaguje tak na rostoucí poptávku po vykazování a ověřování těchto informací. Výsledkem této studie byla definice 5 klíčových kompetencí pro ESG reporting a jeho ověřování: systémové myšlení, interpersonální dovednosti, kritické myšlení a schopnost vyřešit problém, adaptace a flexibilita a technologická schopnost.

Směrnice pro auditování systémů managementu (ČSN EN ISO 19011) se v kapitole 7 zabývá kompetencemi a hodnocením auditorů. Kompetence pro auditování systémů managementu dle norem ISO, uvedené v této směrnici, se vzhledem k charakteru ověřovaných dat mohou stát inspirací také pro profesní kompetence ESG auditorů. Směrnice definuje jako hlavní osobnostní předpoklady auditorů etické

chování, otevřenou mysl, diplomaticklost, všímavost, vnímavost, schopnost se rychle přizpůsobit různým situacím (univerzálnost), rozhodnost, samostatnost, schopnost jednat statečně (odpovědně), otevřenost ke zlepšování, ohleduplnost ke kultuře auditovaného nebo schopnost spolupráce s pracovníky auditovaného subjektu a členy auditního týmu.

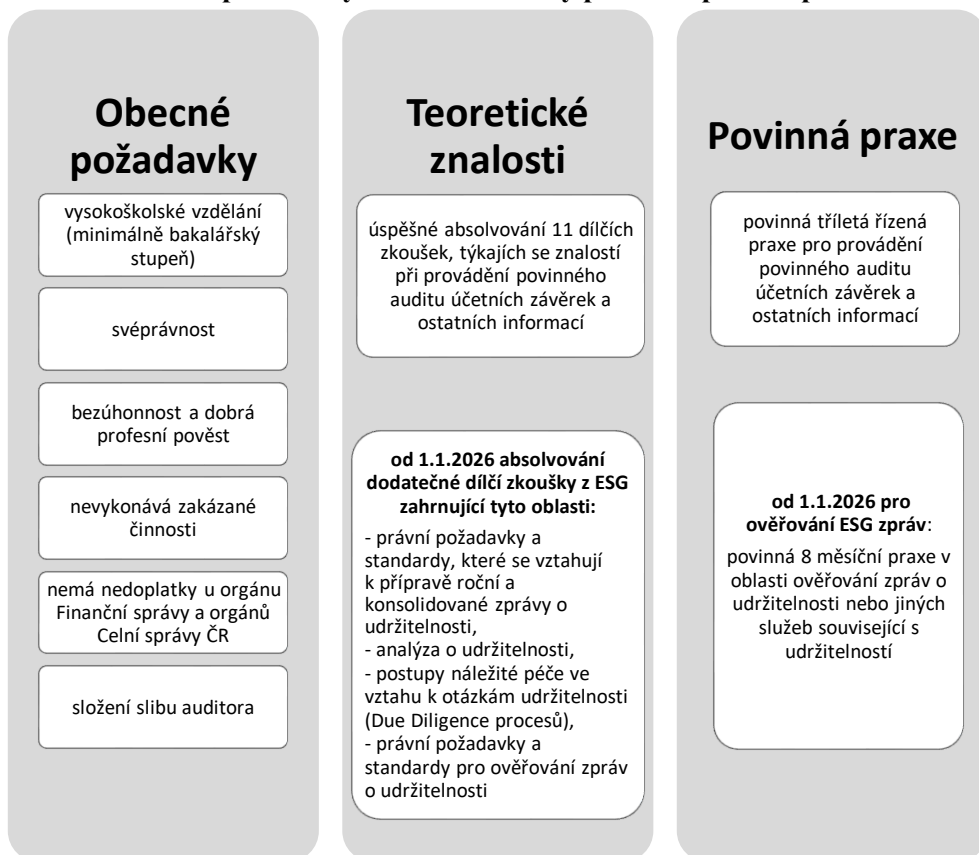
Provedená literární rešerše obsahuje publikace, které zdůrazňují potřebu zahrnout problematiku ESG do učebních osnov na vysokých školách a také rozvíjet klíčové kompetence v oblasti udržitelnosti (Simmons, 2024; Redman a Wiek, 2021; Al-Hazaima et al., 2022 nebo Evans, 2019). Další skupina publikací definuje klíčové kompetence spojené s udržitelností obecně pro jednotlivce, společnost, případně pro studenty vysokých škol, tyto publikace však nedefinují konkrétní technologické a osobnostní dovednosti potřebné pro ESG auditory (Redman a Wiek, 2021; Alm, Melén a Aggestam-Pontoppidan, 2021 nebo Evans, 2019). Přehledová studie IFAC (2024) a také Směrnice pro auditování systémů managementu (ČSN EN ISO 19011) definují obecné požadavky na auditory, tyto požadavky však nejsou provázány s evropskou a potažmo českou legislativou. Na základě této výzkumné mezery naše publikace představuje ucelený přehled požadavků na ESG auditory, který obsahuje zákonné požadavky na ESG auditory, technologické dovednosti, etické požadavky a soft skills.

3 Zákonné požadavky na ESG auditory před vstupem do profese v České republice

Zákonné požadavky na ESG auditory jsou definované směrnicí Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek. Jak již bylo řečeno v úvodu, směrnice byla v roce 2022 novelizována CSRD směrnicí a zavedla podrobnější požadavky týkající se oblastí vzdělávání a povinné praxe pro uchazeče o auditorské oprávnění týkající se ověřování zpráv o udržitelnosti. Novela českého zákona o auditorech účinná od 1. ledna 2024 zavádí tyto požadavky evropské směrnice do českého právního řádu.

Následující schéma uvádí přehled jednotlivých požadavků na ESG auditory před vstupem do profese, které směrnice, potažmo český zákon o auditorech vyžaduje. Jedná se soubor požadavků, které musí plnit uchazeč o vydání auditorského oprávnění, pokud chce zprávy o udržitelnosti ověřovat.

Obr. 1: Zákonné požadavky na ESG auditory před vstupem do profese



Zdroj: Vlastní zpracování dle Zákona auditorech a směrnice Evropského parlamentu a Rady 2013/34/EU.

První část schématu shrnuje obecné požadavky pro uchazeče o vydání auditorského oprávnění, které jsou uvedeny v Zákoně o auditorech v § 4.

Zákon o auditorech v § 4 uvádí také požadavek, že uchazeč o vydání auditorského oprávnění musí úspěšně složit auditorskou zkoušku. Zároveň tento zákon definuje oblasti, které jsou auditorskou zkouškou prověřovány:

- všeobecná účetní teorie a zásady,
- právní předpisy a standardy vztahující se k sestavení účetní závěrky a konsolidované účetní závěrky,
- mezinárodní účetní standardy, mezinárodní standardy účetního výkaznictví a související interpretace, novely těchto standardů a souvisejících interpretací vydané nebo přijaté Radou pro mezinárodní účetní standardy,
- finanční analýza,

- manažerské účetnictví,
- řízení rizik a vnitřní kontrola,
- provádění auditu a profesní znalosti,
- právní předpisy a profesní standardy vztahující se k povinnému auditu a statutárním auditorům,
- mezinárodní auditorské standardy vydané Radou pro mezinárodní auditorské a ověřovací standardy a auditorské standardy vydané KAČR,
- profesní etika a nezávislost,
- správa a řízení obchodních korporací,
- informační a komunikační systémy,
- podniková ekonomika a všeobecná a finanční ekonomie,
- matematika a statistika,
- základní zásady finančního řízení,
- občanské a obchodní právo,
- finanční právo,
- insolvenční právo a
- pracovní právo a právo sociálního zabezpečení.

Auditorská zkouška je písemná a skládá se z celkem 11 dílčích písemných částí, které jsou rozděleny do tří modulů. Následující tabulka uvádí přehled dílčích částí auditorské zkoušky dle zkušebního řádu KAČR. Dílčí část auditorské zkoušky z vyššího modulu navazuje na znalosti z dílčích částí modulů nižších. Uchazeč o vykonání auditorské zkoušky má na její absolvování stanovenou lhůtu pěti let od vykonání první dílčí části auditorské zkoušky.

Tab. 1 Přehled dílčích auditorských zkoušek v České republice

Modul 1	Modul 2	Modul 3
Finanční účetnictví	Auditing I.	Účetnictví a audit neziskových organizací a finančních institucí
Manažerské účetnictví	Informační technologie a statistika	Konsolidovaná účetní závěrka a její audit
Podnikové finance	Auditing II.	Účetnictví a audit komplexních transakcí
Zdanění		
Právo v podnikání		

Zdroj: Vlastní zpracování dle zkušebního řádu KAČR.

Auditoři, kteří získají auditorské oprávnění po 1. lednu 2026 budou mít již povinnou praxi v oblasti ESG v délce 8 měsíců a budou mít povinnost absolvovat dílčí auditorskou zkoušku z ESG v rámci zkouškového systému před vstupem do profese.

Novelizovaná směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES v článku 8 uvádí oblasti, ve kterých musí mít statutární auditor dostatečné teoretické znalosti, aby mohl být schválen k ověřování zpráv o udržitelnosti. Jedná se o tyto okruhy znalostí:

- právní požadavky a standardy, které se vztahují k přípravě roční a konsolidované zprávy o udržitelnosti,
- analýza o udržitelnosti,
- postupy náležité péče ve vztahu k otázkám udržitelnosti (Due Diligence procesů),
- právní požadavky a standardy pro ověřování zpráv o udržitelnosti.

Po přijetí CSRD směrnice se Komora auditorů České republiky (dále jen KAČR) začala věnovat přípravě vzdělávání pro auditory před vstupem do profese, kontinuálního profesního vzdělávání, vnitřních předpisů a metodik v oblasti udržitelnosti, aby auditři mohli zprávy o udržitelnosti ověřovat. V této souvislosti také Výbor pro regulaci a rozvoj profese na KAČR zřídil v roce 2023 podvýbor pro ESG. Tento podvýbor se skládá z 6 členů (zástupců z BIG 4 a další velké auditorské společnosti). V současné době jsou na webových stránkách KAČR v metodické sekci zveřejněny metodické pomůcky, které se týkají problematiky ESG a související legislativy. Pro členy KAČR bylo na podzim roku 2023 také zveřejněno online školení základů ESG, které se týká základního přestavení problematiky ESG zahrnující vysvětlení pojmu ESG, přehled legislativy vztahující se k udržitelnosti (CSRD směrnice, ESRS standardy, EU Taxonomie, nařízení SFDR) a uvedení hlavních povinností, které z nich vyplývají.

Dne 26. ledna 2024 se konal informační webinář pro členy Komory, který měl za cíl informovat stávající auditry a uchazeče o vydání auditorského oprávnění o započatém kontinuálním profesním vzdělávání (KPV), které se týká ESG. Toto vzdělání je označeno jako prioritní vzdělávací téma. V rámci tohoto tématu musejí stávající auditři splnit 40 h KPV během let 2024 až 2025. Po splnění 40 h KPV mohou požádat o vydání dodatku k auditorskému oprávnění k ověřování Zpráv o udržitelnosti (ESG zpráv).

Na informačním webináři byly představeny jednotlivé vzdělávací moduly. Školení k úvodu do problematiky ESG a související legislativy bylo označeno jako Modul 0. Dále byly představeny Moduly 1 až 4, které se týkají ESRS standardů a Modul 5, který zahrnuje EU Taxonomii. Tyto vzdělávací moduly jsou vypsány v prvním pololetí roku 2024. V květnu 2024 byl také vypsán Modul 6 týkající se standardu ISAE 3000, jenž se bude používat pro ověřování informací o udržitelnosti do doby přijetí nových ověřovacích standardů, které se budou týkat pouze ověřování ESG zpráv, konkrétně navrhovaný standard ISSA 5000 upravující ověřovací zakázky v oblasti udržitelnosti. Standard ISSA 5000 bude předmětem vzdělávacího Modulu 7. Spuštění tohoto vzdělávacího modulu se očekávalo na podzim roku 2024.

Vzhledem k pozdějšímu schválení návrhu standardu a zveřejnění finální verze až 12. listopadu 2024, bude tento modul zahájen až v roce 2025. Poslední Modul 8 byl představen jako „Znalosti a zkušenosti z první vlny implementace směrnice CSRD“. Tento modul má být spuštěn na podzim roku 2025.

Tab. 2 Přehled ESG modulů v rámci KPV na KAČR

Modul	Téma	Způsob ověření znalostí	Termín spuštění
0	Úvod nefinančního reportingu	komentovaná přednáška	podzim 2023
1	CSRD, ESRS 1 a 2	kontrolní test	leden 2024
2	ESRS E1	kontrolní test	leden 2024
3	ESRS E2 – E5	kontrolní test	leden 2024
4	ESRS S – S4 a G1	kontrolní test	leden 2024
5	EU Taxonomie	kontrolní test	únor 2024
6	Přístup k ověřování zpráv o udržitelnosti dle ISAE 3000	případové studie	květen 2024
7	ISSA 5000	připravuje se	2025
8	Znalosti a zkušenosti z první vlny implementace	připravuje se	podzim 2025

Zdroj: Vlastní zpracování na základě informačního webináře KAČR konaného dne 26.1.2024 a zveřejněných termínů školení a kurzů na webových stránkách KAČR.

Zákon o auditorech v § 4 uvádí požadavek tříleté řízené odborné praxe v rozsahu nejméně 35 hodin týdně nebo po dobu ekvivalentní době tří let, pokud uchazeč o auditorské oprávnění měl kratší pracovní úvazek. Řízenou praxi mohou vykonávat asistenti auditorů, kteří mají pracovní úvazek u auditorské společnosti nebo jsou zaměstnání u OSVČ auditora. Tuto praxi vykonávají pod vedením odpovědného auditora, který má dle vnitřní směrnice pro odbornou praxi asistentů auditora auditorské oprávnění alespoň tři roky. Cílem praxe je připravit uchazeče o vydání auditorského oprávnění na výkon profese auditora a získání potřebných znalostí a dovedností. Směrnice pro odbornou praxi také definuje činnosti, které musí uchazeč při své praxi vykonávat. Vykonávané činnosti pak dokládá v přehledu praxe, který je součástí žádosti o vydání auditorského oprávnění.

Novelizovaná směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES v článku 10 uvádí, že statutární auditor musí absolvovat alespoň 8 měsíců odborné praxe v oblasti ověřování ročních a konsolidovaných zpráv o udržitelnosti nebo jiných služeb související s udržitelností. Směrnice CSRD obsahuje přechodná ustanovení, která mají umožnit auditorům, kteří získali auditorské oprávnění před 1. lednem

2026, aby se na ně nevztahovaly požadavky složení dílčí auditorské zkoušky a povinné praxe v oblasti udržitelnosti. Právo ověřovat zprávy o udržitelnosti bude však mít pouze auditor, který tyto podmínky splní. Splnění těchto podmínek je zapisováno do veřejného rejstříku auditorů. Uchazeči o vydání auditorského oprávnění budou mít po 1. lednu 2026 již povinnost absolvovat povinnou praxi 8 měsíců v rámci ověřování ESG nebo jiných souvisejících služeb. Znamená to tedy, že po tomto datu budou moci uchazečům potvrdit řízenou praxi pouze odpovědní auditori, kteří mají oprávnění ověřovat zprávy o udržitelnosti.

4 Požadavky na ESG auditory explicitně dané předpisy a etickým kodexem

Předchozí kapitola definovala požadavky na ESG auditory před vstupem do profese, které vyplývají ze zákona o auditorech a evropské směrnice 2006/43/ES o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek v aktuálním znění. Po vstupu auditorů do této profese musí být dodržovány další požadavky, které vyplývají ze směrnice a zákona. Jedná se především o dodržování mezinárodního Etického kodexu pro auditory a účetní odborníky a kontinuálního profesního vzdělávání, které zvyšuje jejich odborné znalosti a dovednosti. Cílem této kapitoly je definovat osobnostní předpoklady a profesní dovednosti, které se váží k profesi ESG auditora. Některé jsou dány výše uvedenými předpisy a Etickým kodexem, které musejí být auditory dodržovány. Další předpoklady a dovednosti explicitně definované nejsou, ale jsou pro výkon této pozice žádoucí. Byla provedena rešerše dostupné literatury a následující text prezentuje tyto poznatky.

Evropská směrnice 2006/43/ES a zákon o auditorech definuje následující osobnostní předpoklady a požadavky na ESG auditory:

- profesní etika (dodržování Etického kodexu);
- nezávislost a nestrannost;
- objektivita;
- profesní skepticismus (kritické myšlení);
- důvěrnost a profesní tajemství (mlčenlivost).

Mezinárodní etický kodex pro auditory a účetní odborníky, vydávaný Radou pro mezinárodní etické standardy účetních (IESBA – International Ethics Standards Board for Accountants), rozvádí v oddílu 110 pět základních etických principů:

„Integrita – jednat ve všech profesních a obchodních vztazích poctivě a čestně.“

„Nestrannost – uplatňovat odborný úsudek a neohrozit ho předpojatostí, střetem zájmů nebo kvůli nepatřičnému vlivu jiných fyzických osob, organizací nebo technologií či jiných faktorů nebo kvůli nepatřičnému spoléhání na jiné fyzické osoby, organizace nebo technologie.“

„Odborná způsobilost a řádná péče – osvojit si a udržovat odborné znalosti a dovednosti na takové úrovni, aby služby, které auditor poskytuje klientovi nebo

zaměstnavateli, byly odborně způsobilé a odpovídaly současným odborným a profesním standardům a příslušné legislativě, jednat svědomitě a v souladu s příslušnými odbornými a profesními standardy.“

„Mlčenlivost – zachovávat důvěrný charakter informací získaných v rámci profesních a obchodních vztahů.“

„Profesionální jednání – dodržovat příslušné právní předpisy, chovat se při výkonu veškerých odborných činností a ve všech obchodních vztazích v souladu s profesní povinností jednat ve veřejném zájmu a vyhýbat se každému jednání, o němž auditor/účetní odborník ví nebo by měl vědět, že by mohlo diskreditovat auditorskou profesi.“

Rada IESBA v lednu 2024 zveřejnila návrh Mezinárodních etických standardů pro ověřování udržitelnosti: „International Ethics Standards for Sustainability Assurance (including International Independence Standards) and Other Revisions to the Code Relating to Sustainability Assurance and Reporting.“ (dále jen IESSA) Lhůta pro veřejnou konzultaci IESSA byla stanovena do 10. května 2024. Cílem těchto standardů je definovat etické principy a vzorce chování v rámci ověřování udržitelnosti pro ESG auditory a také pro účetní, kteří se zabývají ESG reportingem.

Cílem IESSA je dle důvodové zprávy omezit tzv. greenwashing (zkreslené vykazování informací o udržitelnosti) a dodržováním etických principů při ověřování udržitelnosti zvýšit úroveň těchto auditů a tím i kvalitu vykazovaných informací o udržitelnosti a posílit důvěru Stakeholderů v tyto informace. Tyto standardy vycházejí z Etického kodexu. IESSA v sekci 5110 definuje tyto hlavní etické principy pro ESG auditory:

„Integrita – být přímočarý a čestný ve všech profesních a obchodních vztazích.“

„Objektivita – vykonávat profesní úsudek bez předsudků, střetu zájmů nebo neoprávněného vlivu jednotlivců, organizací, technologií nebo jiných faktorů.“

„Profesní způsobilost a řádná péče – dosáhnout a udržovat profesní znalosti a dovednosti na úrovni nezbytné k ujištění, že uživatel informací o udržitelnosti získá profesionální služby, založené na současných technických a profesních standardech a relevantní legislativě; a jednat pečlivě a v souladu s příslušnými technickými a profesními standardy.“

„Důvěrnost – respektovat důvěrnost informací získaných v důsledku profesních a obchodních vztahů.“

„Profesionální chování – dodržovat relevantní zákony a předpisy; chovat se způsobem, který je v souladu s jednáním v obecném zájmu ve všech profesních činnostech a obchodních vztazích týkajících se uživatelů informací o udržitelnosti; a vyvarovat se jakékoli činnosti, o které ESG auditor ví nebo by měl vědět, že by mohla ovlivnit veřejnou důvěru v informace o udržitelnosti, které jsou předmětem ověření.“

Hlavní principy IESSA nejsou významně odlišné od hlavních principů Etického kodexu. Návrh IESSA má rovněž podobnou strukturu jako Etický kodex. Na začátku definuje výše uvedené etické principy, následuje představení koncepčního rámce a nakonec rozvádí konkrétní praktické aplikace.

5 Data a metodologie

Na základě obsahové analýzy dostupných zdrojů literatury, které se týkají kompetencí a dovedností spojených s udržitelností, byla sestavena Matice profesních kompetencí a osobnostních předpokladů ESG auditorů. Cílem této obsahové analýzy bylo najít odpověď na výzkumnou otázku: „Jaké jsou profesní kompetence a osobnostní předpoklady ESG auditorů?“ Matice obsahuje požadavky, které jsou dané legislativou nebo etickým kodexem a také soft skills pro ESG auditory, které byly definované na základě dostupné literatury. Tyto dovednosti budou v další fázi výzkumu ověřeny prostřednictvím dotazníkového šetření mezi statutárními auditory.

Výchozími daty pro zpracování matice se staly tyto zdroje:

- Článek 8 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES.
- § 4 Zákona o auditorech ve znění platném od 1.1.2024.
- Přehled ESG modulů v rámci KPV (Kontinuálního profesního vzdělávání auditorů) na Komoře auditorů České republiky.
- Mezinárodní etický kodex pro auditory a účetní odborníky (International Code of Ethics for Professional Accountants) a návrh Mezinárodních etických standardů pro ověřování udržitelnosti (International Ethics Standards Board for Accountants).
- ČSN EN ISO 19011 – Směrnice pro auditování systémů managementu.
- Studie IFAC (2024): A Literature Review of Competencies, Educational Strategies, and Challenges for Sustainability Reporting and Assurance.

6 Matice profesních kompetencí a osobnostních předpokladů ESG auditorů

První skupinu dovedností tvoří zákonné požadavky na ESG auditory před vstupem do profese, které jsou povinné na úrovni České republiky. Jedná se o obecné požadavky, požadavky na teoretické znalosti a odbornou řízenou praxi. Tyto požadavky na statutární auditory vycházejí ze Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2006/43/ES o povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek, které byly do českého právního řádu transponovány zákonem o auditorech. Je tedy možné tyto požadavky ve velké míře zobecnit také pro ostatní státy Evropské unie. Další skupinu požadavků tvoří etické principy pro ESG auditory a také potřebné soft skills.

Tab. 3 Matice profesních kompetencí a osobnostních předpokladů

Matice profesních kompetencí a osobnostních předpokladů pro výkon profese ESG auditora		
1. Zákonné požadavky na ESG auditory před vstupem do profese pro Českou republiku		
A. Obecné požadavky	B. Teoretické znalosti	C. Odborná řízená praxe
1.A.1. Vysokoškolské vzdělání (min. bakalářské) 1.A.2. Svěprávnost 1.A.3. Bezúhonnost a dobrá profesní pověst 1.A.4. Nevykonává zakázané činnosti mající znaky podnikání 1.A.5. Nemá evidován nedoplatek u finanční a celní správy	1.B.1. Všeobecná účetní teorie a zásady 1.B.2. Právní požadavky a standardy vztahující se k přípravě roční a konsolidované účetní závěrky 1.B.3. Mezinárodní účetní standardy 1.B.4. Finanční analýza 1.B.5. Manažerské účetnictví 1.B.6. Řízení rizik a vnitřní kontrola 1.B.7. Provádění auditu a profesní znalosti 1.B.8. Právní požadavky a profesní standardy vztahující se k povinnému auditu a statutárním auditorům 1.B.9. Informační a komunikační systémy 1.B.10. Podniková ekonomika a všeobecná a finanční ekonomie 1.B.11. Matematika a statistika 1.B.12. Základní zásady finančního řízení 1.B.13. Správa a řízení obchodních korporací 1.B.14. Občanské a obchodní právo 1.B.15. Finanční právo 1.B.16. Insolvenční právo 1.B.17. Pracovní právo a právo sociálního zabezpečení 1.B.18. Právní požadavky a standardy vztahující se k přípravě roční a konsolidované zprávy o udržitelnosti 1.B.19. Analýza udržitelnosti 1.B.20. Postupy náležité péče ve vztahu k otázkám udržitelnosti 1.B.21. Právní požadavky a standardy pro ověřování zpráv o udržitelnosti	1.C.1. Tři letá řízená praxe pod vedením odpovědného auditora v oblasti auditu a jiných činností 1.C.2. z toho 8 měsíční praxe v oblasti ověřování zpráv o udržitelnosti nebo jiných souvisejících služeb
2. Etické principy pro ESG auditory		
2. 1. Integrita 2.2. Nestrannost a objektivita 2.3. Profesní způsobilost a řádná péče 2.4. Mlčenlivost a důvěrnost 2.5. Profesionální chování		
3. Soft skills pro ESG auditory		
3.1. Systémové myšlení 3.2. Kritické myšlení a schopnost vyřešit problém 3.3. Adaptace a flexibilita 3.4. Technologická schopnost 3.5. Interpersonální dovednosti 3.6. Univerzálnost 3.7. Houževnatost 3.8. Schopnost jednat statečně	3.9. Rozhodnost 3.10. Samostatnost 3.11. Otevřenost ke zlepšování 3.12. Ohleduplnost ke kultuře 3.13. Diplomatičnost 3.14. Otevřená mysl 3.15. Vnímavost 3.16. Všímatost	

Zdroj: Vlastní zpracování.

7 Závěr

Albuquerque a Gomes dos Santos (2024) v souvislosti s přijetím nových reportingových ESRS standardů definovali ve své přehledové studii výzkumnou mezeru v oblasti vzdělávání souvisejícím s účetními vědami a udržitelností. Autoři také spatřují mezeru v geografické a tematické oblasti. Tato publikace tak přináší nové teoretické a praktické poznatky ve vzdělávání ESG auditorů na příkladu České republiky v kontextu evropské legislativy a přispívá k literatuře z této výzkumné oblasti.

Cílem tohoto příspěvku je definovat klíčové kompetence a osobnostní předpoklady ESG auditorů. Výsledkem je sestavená Matice profesních kompetencí a osobnostních předpokladů ESG auditorů.

Vzhledem ke skutečnosti, že ESG auditor je v současné době zcela novou profesí a budoucí ESG auditori se nyní nachází ve vzdělávacím procesu, který by jim měl umožnit získat potřebné dovednosti a znalosti, a také v dalším období budou teprve získávat první praktické zkušenosti s ověřováním ESG zpráv, domníváme se, že tento ucelený přehled kompetencí a osobnostních předpokladů může být přínosem pro samotné auditory a také pro profesní komory auditorů jednotlivých členských států EU a další vzdělávací instituce, které zabezpečují vzdělávání a další rozvoj ESG auditorů. Tato Matice se také stala významným podkladem pro další výzkum v této oblasti. Autoři prostřednictvím výzkumného šetření provedeného mezi statutárními auditory od května do července 2024 ověřili definovanou Matici profesních kompetencí a osobnostních předpokladů. Výsledky tohoto šetření budou odborné veřejnosti zveřejněny v rámci samostatné publikace autorů tohoto příspěvku.

Literatura

Albuquerque, F., & dos Santos, P. G. (2024). A systematic literature review on the role played by sustainability matters in the educational environment. *Cogent Education*, 11(1), 1–16. <https://doi.org/10.1080/2331186X.2024.2436295>

Al-Hazaima, H., Abu-Maizer, A., Al-Mamari, R., Al-Salem, M., & Al-Sinawi, M. (2022). Dataset for integration of sustainability education into the accounting curricula of tertiary education institutions in Jordan. *Data in Brief*, 42, Article 108224. <https://doi.org/10.1016/j.dib.2022.108224>

Alm, K., Melén, M., & Pontoppidan, C. A. (2021). Advancing SDG competencies in higher education: Exploring an interdisciplinary pedagogical approach. *International Journal of Sustainability in Higher Education*, 22(6), 1450–1466. <https://doi.org/10.1108/IJSHE-10-2020-0417>

Bakarich, K. M., Baranek, D., & O'Brien, P. E. (2023). The current state and future implications of environmental, social, and governance assurance. *Current Issues in Auditing*, 17(1), A1–A21. <https://doi.org/10.2308/CIIA-2022-012>

ČSN EN ISO 19011:2019. (2019). *Směrnice pro auditování systémů managementu*. Praha: Úřad pro technickou normalizaci, metrologii a státní zkušebnictví.

Evans, T. L. (2019). Competencies and pedagogies for sustainability education: A roadmap for sustainability studies program development in colleges and universities. *Sustainability*, 11(19), Article 5526. <https://doi.org/10.3390/su11195526>

EY Česká republika. (2024). Směrnice EU o zprávách o udržitelnosti 2024. *EY.com*. https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/cs_cz/topics/sustainability/ey-smernice-eu-o-zpravach-o-udrizitelnosti-2024.pdf

IFAC. (2024). A literature review of competencies, educational strategies, and challenges for sustainability reporting and assurance. *International Federation of Accountants*. <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/education/publications/educating-accountants-sustainable-future>

Informační webinář PVT1 – ESG. (2024, 26. ledna). *Komora auditorů České republiky*.

International Ethics Standards Board for Accountants. (2023). *Proposed International Ethics Standards for Sustainability Assurance, Including International Independence Standards*. <https://www.ethicsboard.org/publications/proposed-international-ethics-standards-sustainability-assurance-including-international>

Komora auditorů České republiky. (2024). Komora auditorů České republiky. <https://www.kacr.cz/>

Redman, A., & Wiek, A. (2021). Competencies for advancing transformations towards sustainability. *Frontiers in Education*, 6, Article 785163. <https://doi.org/10.3389/educ.2021.785163>

Simmons, V., Gill, R., & Baumann, M. (2024). Integrating ESG into the accounting curriculum: Insights from accounting educators. *Issues in Accounting Education*, 39(2), 85–106. <https://doi.org/10.2308/ISSUES-2022-080>

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2006/43/ES (2006). O povinném auditu ročních a konsolidovaných účetních závěrek. *Úřední věstník Evropské unie*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006L0043>

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2013/34/EU (2013). O ročních účetních závěrkách..., zrušuje směrnici 78/660/EHS a 83/349/EHS. *Úřední věstník Evropské unie*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034>

Popelková, V., Svoboda, P.: *Profesní kompetence a osobnostní předpoklady ESG auditorů*.

Směrnice Evropského parlamentu a Rady (EU) 2022/2464 (2022). O změně nařízení 537/2014, směrnic 2004/109/ES, 2006/43/ES a 2013/34/EU – reporting o udržitelnosti. *Úřední věstník Evropské unie*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2464>

Zákon č. 93/2009 Sb. (2009). O auditorech, ve znění pozdějších předpisů. *Sbírka zákonů České republiky*. <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/2009-93>

Zkušební řád KAČR. (2024). Komora auditorů ČR. <https://kacr.cz/zkusebni-rad-komory-auditoru-cr#>

Professional competencies and personal prerequisites of ESG auditors

Veronika Popelková – Patrik Svoboda

Abstract:

The article focuses on the new requirements for ESG auditors following the implementation of the Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Through an analysis of legislative documents, ethical standards, and professional literature, it defines the key professional competencies and personal attributes essential for fulfilling this new role. The outcome is a Matrix of Professional Competencies for ESG Auditors, providing a systematic overview of the necessary knowledge, skills, and qualities. This tool supports the preparation of auditors for the specific demands of ESG assurance and contributes to a broader understanding of educational and professional needs in this field. Additionally, the article opens a discussion on practical applications and challenges related to sustainability report assurance within the context of European legislation.

Keywords: ESG Assurance; Environmental, Social, and Governance (ESG); ESG Auditor Skills.

JEL Classification: J24, M14, M40.

Porovnání výkonnosti českých aktivně spravovaných fondů s ETF

*Martina Sobková**

Abstrakt:

Článek se zaměřuje na porovnání výkonnosti tuzemských aktivně spravovaných fondů s ETF, neboli Exchange traded funds, což jsou fondy, které se obchodují na burze a zpravidla si kladou za cíl sledovat vybraný index. Článek porovnává aktivně spravované fondy a ETF jak z pohledu výnosu, tak i volatility. Sleduje průměrný výnos, Sharpe ratio, Betu, Jensen alfu a Treynor ratio. Cílem tohoto článku je podrobně analyzovat a empiricky zhodnotit, zda aktivně spravované investiční fondy, které jsou řízeny portfolio manažery s cílem dosáhnout nadprůměrných výnosů, dokáží v dlouhodobém horizontu překonat výnosnost pasivně spravovaných fondů, tedy indexových fondů a ETF, které sledují vývoj určitého trhu nebo sektoru bez aktivního zásahu manažerů. Důraz bude kladen na empirická pozorování, tedy skutečné historické výsledky, namísto teoretických úvah, aby bylo možné co nejobektivněji posoudit, zda aktivní správa přináší investorovi vyšší přidanou hodnotu oproti pasivnímu investování, které se spoléhá na dlouhodobý růst trhu.

Klíčová slova: Aktivní správa; Pasivní správa; ETF; Fondy; Investice; Výkonnost aktiv.

JEL klasifikace: G11, G23, C58.

1 Úvod

Z výroční zprávy Asociace pro kapitálový trh (AKAT ČR, 2022) vyplývá, že objem zainvestovaných prostředků do podílových fondů v roce 2021 překročil 700 miliard korun, přičemž ještě před pěti lety – tedy v roce 2016 to bylo cca 430 milionů korun. Zároveň poměrně raketově rostl od té doby zájem o akciové fondy. Zatímco v roce 2016 činil objem zainvestovaných prostředků do těchto fondů 81 miliard korun a do fondů smíšených 157 miliard, o pět let později bylo do akciových fondů zainvestováno 194 miliard a do smíšených 287 miliard. Ačkoliv jsou tedy smíšené fondy stále ty nejpobulárnější, akciové fondy za poslední roky rostou větším tempem (nárůst o 139 procent vs 83 procent).

Stále pobulárnější jsou i ETF (Exchange Trade Funds), což jsou fondy, jejichž podíly jsou obchodovány na burze podobně jako akcie. ETF obvykle sledují výkonnost konkrétního indexu, komodity, dluhopisů nebo koše aktiv. Investoři

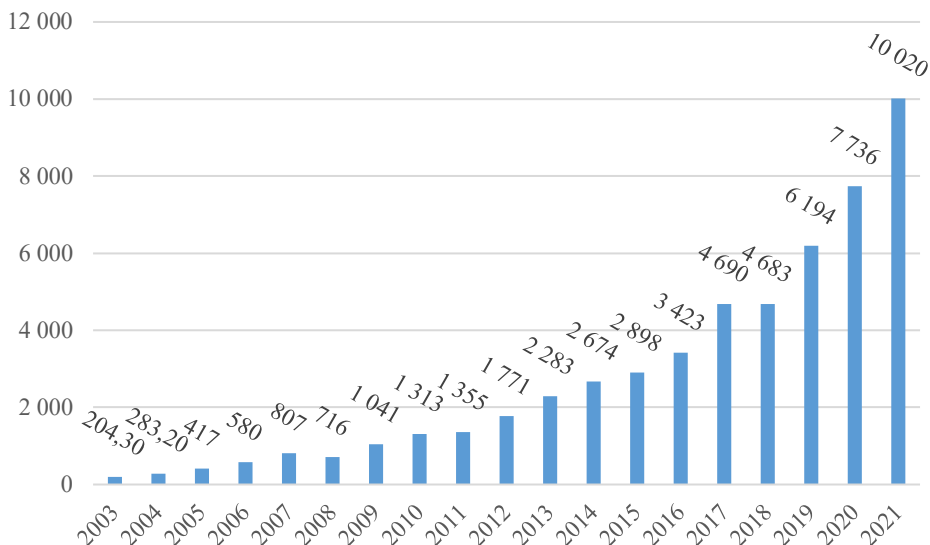
* Martina Sobková; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra bankovníctví a pojišťovníctví, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <somb08@vse.cz>.

Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

mohou nakupovat a prodávat podíly ETF během obchodních hodin na burze za aktuální tržní cenu.

Hodnota ETF ve světě pak během posledních let vzrostla téměř trojnásobně, jak ukazuje Obr. 1.

Obr. 1 Hodnota prostředků investovaných do ETF (v mld. USD)



Zdroj: Vlastní zpracování, Statista (2022).

Právě ETF jsou tím nástrojem, který umožnil investorů, již od 90. let (Simpson, 2022) kopírovat do značné míry index, bez nadměrné námahy, a hlavně za minimální poplatky ve srovnání s poplatky aktivních správců. I když, jak ukazuje studie Morninagstar (Johnson, 2022a), i ty v posledních letech klesají poměrně dramaticky a v případě amerických akciových fondů se mohou pohybovat kolem jednoho procenta, což je ale stále mnohem více než v případě pasivně spravovaných fondů, kde se průměrná nákladovost pohybuje pod půl procentem¹. V České republice se průměrná nákladovost fondů pohybuje nad 2 procenty, konkrétně 2,1 procenta (Čermák, 2019). Toto číslo částečně potvrzují i aktuální hodnoty z Consequ (2022), kde průměrný poplatek za správu na 57 akciových fondech vychází 1,98 procenta.

I proto v současné době probíhá intenzivní akademická diskuse o efektivitě investic prostřednictvím aktivně spravovaných fondů ve srovnání s pasivními investičními nástroji, jako jsou ETF. Tato problematika je klíčová pro dlouhodobé investory,

¹ Zde je důležité vzít v potaz skutečnost, že poplatky se liší i dle typu fondu. Nejvyšší jsou u komoditních, a naopak nejnižší u dluhopisových.

kteří hledají optimální strategie pro zhodnocení svých prostředků s cílem zajistit si dostatečné finanční zabezpečení ve stáří. V této studii se zaměříme na komparativní analýzu výkonnosti dvaceti vybraných ETF a tuzemských investičních fondů, abychom empiricky posoudili, který z těchto přístupů nabízí vyšší efektivitu zhodnocení investic.

2 ETF v českém a evropském právu

V České republice ani Evropě nejsou ETF nijak regulovány. Nicméně dle vyjádření České národní banky (Česká národní banka, 2010) z pohledu směrnice 85/611/EHS (UCITS) lze ETF považovat za subjekty kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, které jsou obvykle založeny jako otevřené podílové fondy. Výbor evropských orgánů dohledu nad kapitálovým trhem (CESR) ve svém materiálu z roku 2009 řadí ETF mezi fondy kolektivního investování a, pokud jsou založeny podle směrnice UCITS, posuzuje cenné papíry jimi vydané jako tzv. jednoduché (non-complex) nástroje podle směrnice 2004/39/ES (MiFID). Z pohledu českého práva ETF naplňují znaky definice podílového fondu podle § 6 odst. 2 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování. Cenné papíry vydané ETF lze zařadit mezi cenné papíry kolektivního investování podle § 3 odst. 1 zákona o podnikání na kapitálovém trhu (ZPKT). Pokud jsou tyto ETF založeny podle směrnice UCITS, jsou považovány za jednoduché investiční nástroje podle § 15k odst. 2 ZPKT. Naopak cenné papíry vydané ETF, které nejsou založeny podle směrnice UCITS, včetně pákových a inverzních ETF, jsou považovány za komplexní investiční nástroje. Při jejich nabízení je obchodník s cennými papíry povinen provádět tzv. test přiměřenosti podle § 15i odst. 1 a násl. ZPKT.

Dále ČNB ve svém stanovisku z července 2023 (Česká národní banka, 2023) uvádí, že označení investičního fondu zkratkou ETF je povoleno pouze tehdy, pokud fond splňuje definici ETF podle § 50f odst. 3 písm. b) ZPKT. To znamená, že alespoň jeden druh jím vydávaných cenných papírů kolektivního investování je obchodován průběžně během obchodního dne v alespoň jednom obchodním systému s alespoň jedním tvůrcem trhu, který zajišťuje, aby se cena těchto cenných papírů významně nelišila od jejich aktuální hodnoty. V ostatních případech je používání zkratky ETF v názvu fondu nepřípustné.

3 Předchozí studie

Již dřívější studie, které měřily výkonnost portfolio manažerů, ukazují, že velká část portfolio manažerů nedokáže překonávat index. Gruber (1996) sledoval přímo Jensen alfu vybraných 270 amerických podílových fondů v letech 1985–1994 vůči indexu S&P 500. V rámci své práce se zaměřuje jak na měsíční výkonnost, tak na roční, přičemž v obou případech vychází, že nadvýnos i alfa jsou negativní. V rámci závěrů pak poukazuje na fakt, že aktivně řízené fondy mají vyšší poplatky, což snižuje jejich celkovou výkonnost, zároveň ukazuje, že i když většina aktivních

fondů zaostává za indexy, existují některé fondy s konzistentně lepší výkonností, což vysvětluje, proč investoři stále do aktivně spravovaných fondů investují.

K podobným závěrům dospěl také Rodríguez (2016), který sledoval nadvynos společensky odpovědných a konvenčních podílových fondů od roku 1995 do roku 2005 nad indexem DSI 400, který slouží právě jako benchmark sociálního portfolia. Z jeho pozorování pak vyplývá, že aktivní správa nepřináší dostatečně vysokou přidanou hodnotu, a naopak nadvynos je opět negativní.

Trochu jiný přístup pak zaujal Shluka (2004), který sledoval nadvynos amerických aktivně spravovaných (pravidelně rebalancovaných) podílových fondů vůči stejnému složení fondů bez aktivní správy (nerebalancované portfolio). Z jeho pozorování vyplývá, že čím delší období fond funguje (testoval pouze nadvynos od 1–6 měsíců), tím je nadvynos a tudíž i přidaná hodnota aktivní správy portfolio manažera nižší. Důvodem je také to, že průměrně generované nadvynosy nejsou dostatečně vysoké, aby pokryly náklady na aktivní obchodování, díky tomu průměrný fond nedokázal systematicky překonávat pasivní benchmarky.

V tomto směru k odlišným závěrům naopak dospěl Greenhill (2014), který pracoval s fondy Fidelity. Z jeho pozorování vyplývá, že zatímco na jedno, tří a pětiletém horizontu nedokázaly aktivně spravované fondy porazit index, tak na pětiletém horizontu se jim to povedlo s průměrem zhodnocení 21 procent vs. index cca 18 procent. Pozitivně pro aktivní správu hovoří také studie Changa a Lewellena (2014). Ti sledovali přínos aktivního rebalancování a časování nákupů amerických fondů v letech 1971–1979. Z jejich pozorování vyplývá, že časováním trhu jsou portfolio manažeři schopni vylepšit alfu, která je ve finále pozitivní. Nicméně, pouze velmi málo správců fondů bylo schopno systematicky předvídat vývoj trhu a přizpůsobit své investiční strategie tak, aby generovali nadvynosy. Díky tomu market timing strategie většinou nefungovaly. Autoři potvrzují tak závěr mnoha jiných studií, že většina aktivně řízených fondů má horší nebo srovnatelné výsledky s pasivními indexovými fondy, zejména po zohlednění nákladů.

Přímo výkonnost pasivně spravovaných fondů vůči aktivně spravovaným porovnával také Harper, Madura a Schnusenberg (2004). Ti se zaměřili na celkem 14 zemí – Austrálii, Rakousko, Francii, Hong Kong, Německo, Itálii, Japonsko, Malajsi, Mexiko, Singapur, Španělsko, Švýcarsko, Velkou Británii a Spojené státy. V těch potom porovnávali jak výnosy, tak i alfu. Z porovnání výnosů vyšlo, že pouze 8 aktivně spravovaných fondů z 29 mělo vyšší výnos než pasivně spravované fondy, zároveň pouze 7 fondů dokázalo svým Sharpe ratio překonat ETF a pouze 5 fondů mělo pozitivní alfu, přičemž 4 z nich pocházely z USA. Na velmi krátkých datech (pouze v průběhu roku 2008) pak pozorovali horší alfu u aktivně spravovaných ETF vůči jejich pasivním protějškům Gerasimos a Rompotis (2009)

Pakliže bychom chtěli vidět aktuálnější data, můžeme se podívat na studii Morningstar (Johnson, 2022b), kterou firma publikovala na konci roku 2021. Právě

ta mapuje nadvynos aktivně spravovaných fondů vůči jejich pasivním konkurentům. Z distribuce nadvynosů je jasně pozorovatelná šikmost s dlouhým ocasem směrem k negativním nadvynosům. Jinak řečeno, většina fondů přináší záporný, popřípadě nulový nadvynos. Zajímavým zjištěním, ke kterému Morningstar přišla je skutečnost, že právě pozitivní či negativní nadvynos mnohdy souvisí s poplatkovou politikou. Fondy, u kterých jsou vysoké poplatky, mají zpravidla nadvynos negativní, zatímco fondy s nižšími poplatky mohou generovat nadvynos spíše pozitivní.

K podobným výsledkům došel i Ennis (2024), který ukazuje, že ukazuje, že průměrná aktivně řízená strategie po započtení poplatků a obchodních nákladů nedokáže dlouhodobě překonat pasivní indexy. Nicméně z jeho pozorování vyplývá, že aktivní správa přináší lepší výsledky v krátkodobých krizových obdobích. V obdobích vysoké volatility tedy mohou někteří aktivní správci dosahovat nadvynosů, ale většina z nich není schopna konzistentně překonávat trh.

Levy a Roll (2024) pak ve své knize ukazují na fakt, že 2 % aktivně spravovaných podílových fondů nedosahuje výkonnosti indexu S&P 500. Navíc stálost výkonnosti fondů v čase je velmi slabá, což ztěžuje předpověď toho, které aktivní fondy budou v budoucnu překonávat index. Jejich studie pak potvrzuje, že většina aktivně řízených fondů zaostává za pasivními investičními strategiemi, zejména po odečtení poplatků za správu.

4 Metodologie

Výzkum porovnává výkonnost 20 ETF s 20 tuzemskými akciovými fondy. Data aktivně spravovaných fondů jsou stažena z databáze bank (v případě fondů KB, Amundi, ČSOB, KBC či CPR) a investiční společnosti Conseq (v případě ostatních fondů). Data ETF jsou z portálu Yahoo finance a Investing.com. Data referenčních indexů jsou také z portálu Investing.com. Data bezrizikové míry, pro kterou je v článku použita hodnota výnosu desetiletých státních dluhopisů, jsou čerpána z České národní banky.

Jelikož výchozí data českých fondů měly jiné obchodní dny ve srovnání s ETF a referenčními indexy, jsou veškerá data normalizována a převedena na měsíční hodnoty skrze aritmetický průměr hodnot. Zároveň, jsou data ve studii normalizována skrze převod na procentuální změny.

Měnové rozdíly jsou ošetřeny skrze převod ETF do měny aktivně spravovaného fondu k čemuž je využit opět kurz České národní banky pro daný den.

Poplatky jsou automaticky započítávány do NAV (Net Asset Value) fondu i kurzu ETF. Proto s nimi studie bokem nepočítá. Studie také nekalkuluje s poplatky za nákup/prodej, popřípadě spreadem. Pro celkový obrázek jsou tyto údaje bezpředmětné, a to ze dvou důvodů:

Procentuální cena za nákup podílových listů závisí mnohdy na marketingové akci, popřípadě vůli prodejce, kdy obchodník může klientovi nabídnout vyšší či nižší provizi.

V případě ETF se pak liší spread a stejně tak i poplatek broker od brokera.

Co se časového hlediska týče, pro výzkum byla použita maximální období dle existence aktivně spravovaných fondů², přičemž ETF byly vybírány tak, aby tematicky a složením vždy seděly k danému aktivně spravovanému fondu. Tudíž, nedochází ke srovnání takových fondů, které by k sobě tematicky a složením neseseděly, což by mohlo mít ve finále negativní vliv na celkové zkoumání.

V rámci pozorování pak studie měří průměrný volatilitu, roční výnos, Sharpeho míru, Alfu, Betu a Treynor ratio.

Volatilita: udává nám míru kolísání ceny aktiva v čase. Jedná se o statistické měřítko, které ukazuje, jak výrazně se cena aktiva odchyluje od své průměrné hodnoty, a je často používána jako indikátor rizika. Volatilita je v rámci zkoumání počítána na měsíčních hodnotách a následně anualizovaná.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (R_i - \bar{R})^2}$$

Kde:

- σ = volatilita (směrodatná odchylka výnosů),
- N = počet období (např. počet dní, měsíců, let),
- R_i = výnos aktiva v období i ,
- $\bar{R}$ = průměrný výnos za celé období.

Průměrný roční výnos: Průměrný výnos je počítán na měsíční bázi, který je následně anualizován. Proto výchozí tabulka s výsledky ukazuje již anualizovaná data.

$$\text{Průměrný výnos} = \frac{\text{součet jednotlivých měsíčních výnosů}}{\text{počet období}}$$

Sharpeho míra: Sharpeho míra je počítána na měsíční bázi, která je následně anualizována, proto v tabulce jsou opět již anualizovaná data. Ukazatel nám pak říká, jaký je poměr nadvýnosu aktiva nad bezrizikovou investicí vůči jeho volatilitě. Čím vyšší je toto, tím je aktivum efektivnější. Sharpeho míra je potom klíčovým ukazatelem pro porovnání fondů a strategií, protože ukazuje, zda výnosy odpovídají podstoupenému riziku.

² Některé fondy byly na trhu teprve 5 let, jiné 10, proto pro každý fond bylo použito maximální období.

$$Sharpe = \frac{Rp - Rf}{Stp}$$

Kde:

Rp = průměrný výnos portfolia,

Rf = průměrný výnos bezrizikové investice,

Stp = volatilita (směrodatná odchylka) portfolia.

Beta: Beta udává závislost aktiva vůči vybranému benchmarku. V podstatě ukazuje, jak citlivě se aktivum pohybuje v reakci na změny trhu.

$$Bp = \frac{COV(Rm; Rb)}{\sigma^2}; \sigma^2 = \text{rozptyl výnosu trhu}$$

Jensen alfa: Model pro výpočet Jensen alfy vychází z výše zmiňované bety. A říká, do jaké míry dokáže portfolio manažer porážet trh, přičemž bere v potaz jak nadvýnos, tak právě i volatilitu. A právě pozitivní či negativní alfa svědčí o tom, zda portfolio manažer odvádí či neodvádí dobrou práci. Čím větší alfa, tím je manažer efektivnější.

$$Rp = \alpha + \beta * Rm + \varepsilon (\text{nesystematické riziko})$$

Treynor ratio: Treynor ratio udává poměr rozdílu nadvýnosu aktiva (vůči bezrizikové investici) a betě aktiva, kterou zde můžeme považovat jako systémové riziko neboli riziko spojené s celým trhem. Opět, čím vyšší míra ukazatele je, tím efektivnější je také portfolio manažer.

$$Treynor\ ratio = \frac{(Rp - Rf)}{\beta p}$$

5 Empirické pozorování

Výzkum porovnával celkem 20 aktivně spravovaných fondů s 20 adekvátními (stejně sektorově a regionálně zaměřenými) ETF, které jsou nabízeny českým investorům. Výzkum pak sledoval fondy celkem ve 2 obdobích:

1. **Období dle maximální životnosti fondů** – dlouhé období – v rámci tohoto pozorování byly fondy sledovány v různých časových horizontech od založení fondu, které trvaly minimálně 5 let.
2. **Období pandemie covid – krátké období** – v rámci tohoto období byly fondy pozorovány od začátku roku 2020 do konce roku 2022.

5.1 Dlouhé období

Z výzkumu je na první pohled patrné, že většina aktivně spravovaných fondů, nedokáže dlouhodobě překonávat ETF. Pouze v 8 případech z 20 (tedy jen ve 40 procentech), dokázali portfolio manažeri překonat v rámci poměru výkonnosti a volatility (Sharpe ratio) ETF. Zároveň, těchto 7 případů se zpravidla týká fondů,

které nejsou mainstreamového zaměření – myšleno USA či svět. Jedná se o fondy, které investují buď to do aktiv v méně atraktivních zemích, jako je Japonsko (Amundi funds Equity Japan Target, BGF Japan Flexible Equity), či Německo (Allianz German Equity) anebo jsou úzce zaměřeny jako třeba AI, ekologii či vodu (Generali fond živé planety, BNP Paribas Aqua RH Hedged, Allianz Global Artificial Intelligence). Výjimkou byl pouze BGF US Basic Value, který dokázal v daném období překonat ishares Core S&P 500 a Partners 7 Stars OPF.

Zároveň pouze v 5 případech (25 procentech) pozorování prokázalo lepší alfu (Allianz Global Artificial Intelligence, Generali fond živé planety, Generali Fond Farmacie Biotechnologie, BNP Paribas Aqua RH Hedged, Partners 7 Stars OPF). Co se ETF týče, ty měly také zpravidla téměř nulovou alfu, ale není se čemu divit, jelikož ty zpravidla kopírují vybraný index. Ostatní aktivně spravované fondy měly spíše negativní alfu, což poukazuje na skutečnost, že aktivní správa nejen že měla téměř nulový dopad na výkonnost, ale spíše ji v dlouhodobém horizontu snížila.

Výzkum zároveň prokázal u aktivně spravovaných fondů, že většina z nich – celkem 14 (70 procent) – má nižší Betu ve srovnání s ETF. Právě to ukazuje na skutečnost, že portfolio manažeři dokáží lépe řídit tržní riziko a zároveň aktivně spravované fondy jsou méně citlivé na pohyb trhu jako takového. Na druhou stranu jsou tyto fondy konzervativnější, na což ukazuje jak fakt, že pouze v 7 případech (35 procentech) dokázaly aktivně spravované fondy svojí výnosností překonat pasivně spravované fondy, tak i skutečnost, že celkem 12 aktivně spravovaných fondů (60 procent) vykazovalo v dlouhém období nižší volatilitu ve srovnání s ETF.

Výše zmíněné poznatky pak vedou k závěru, že pakliže seřadíme všech 20 fondů dle Sharpe ratio, pak v dlouhodobém horizontu si lépe vedou ETF, přičemž mezi prvními 8 fondy je pouze 1 aktivně spravovaný. Zároveň z pozorování vyplývá, že zpravidla se lépe daří fondům, které se zaměřují na Ameriku či svět – přičemž americké akcie tvoří přibližně 70 procent MSCI World indexu – než těm, které investují do jiných regionů.

V neposlední řadě je třeba brát v úvahu – zejména pak v dlouhodobém horizontu – vliv nákladovosti fondů a poplatků za správu. Ty jsou totiž u aktivně spravovaných fondů v průměru 7x vyšší³, než u pasivně spravovaných ETF, což se v dlouhodobém horizontu zásadně propíše právě do výkonnosti fondu jako takového, k čemuž došla i spousta dalších studií⁴, že právě díky vysokým poplatkům nejsou v dlouhodobém horizontu aktivně spravované fondy schopny překonat ETF.

5.2 Krátké období

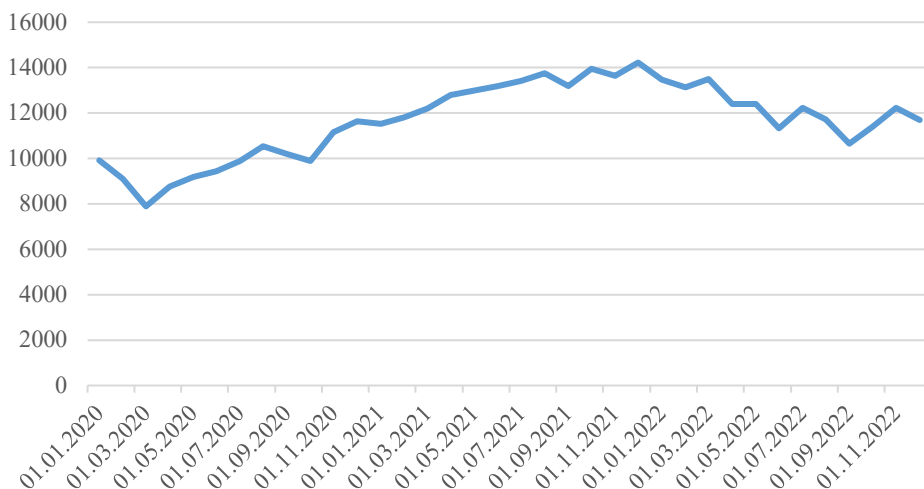
V krátkém období, tedy od začátku roku 2020, do konce roku 2022 ukazuje pozorování odlišný vývoj ve srovnání s obdobím dlouhým. Zároveň období roku

³ Medián poměrů nákladovosti aktivně spravovaných fondů vůči pasivně spravovaným.

⁴ Viz. kapitola Předchozí studie.

2020–2022 bylo specifické, jelikož na konci roku 2019 propukla pandemie COVID 19. V reakci na ni se trhy krátce na to propadly a poté pokračovaly v růstu, aby se na konci roku 2021 se opět otočily, jak ukazuje Obr. 2 (MSCI, 2025).

Obr. 2 MSCI World index 1/2020–12/2022



Zdroj: Vlastní zpracování, MSCI (2025).

Nicméně právě díky této specifčnosti, je období mezi roky 2020 a 2022 tím, kdy by aktivně spravované fondy měly překonávat pasivně spravované ETF. To pozorování skutečně potvrzuje. V krátkém období mělo vyšší Sharpe ratio hned 12 fondů (60 procent) a alfu 10 fondů (50 procent). Hůře si opět ve srovnání s ETF vedly především ty aktivně spravované fondy, které se zaměřovaly buď to na světové akcie, kde MSCI World nabízí lepší alternativu, anebo ty, které se soustředěly na Ameriku, kde je naopak alternativou S&P 500. Z pozorování pak tedy můžeme konstatovat, že pakliže investoři chtějí investovat do lokálních akcií, či sektorových, můžou být aktivně spravované fondy lepší volbou, jelikož právě v těchto oblastech dokáží portfolio manažeři překonávat ETF.

Co se týče Bety, tedy vztahu k tržnímu riziku, ukazuje pozorování podobný vztah, jako v dlouhém období, avšak Treynor ratio, tedy poměr výnosu vůči Betě je v krátkém období vyšší u 13 fondů (65 procent), přičemž v dlouhém období to bylo pouze u 9 fondů (45 procent). Právě tento jev je možné připisovat schopnosti portfolio manažerů reagovat lépe na tržní propady a krize. Dokonce v případě některých aktivně spravovaných fondů pak můžeme pozorovat, že jejich anualizovaný výnos byl v krátkém krizovém období vyšší než v případě dlouhého období. Jednalo se o Amundi MSCI North America, BGF US Basic Value a BNP Paribas Aqua RH Hedged. U ETF si v krátkém období vedl lépe jen jeden fond – iShares MSCI Global Impact.

Dalším faktorem, který má vliv na lepší výkonnost aktivně spravovaných fondů v krátkém období, je ale také skutečnost, že vyšší poplatky a provize se propíší zejména v dlouhém období, přičemž v krátkém období může být rozdíl v jejich výši pouze marginální proměnnou, tudíž se tolik nepropíší do celkové výkonnosti fondu.

6 Závěr

Jak ukazují pozorování, diskuse nad tím, zda aktivně spravované fondy dokážou překonat index či ETF je zcela legitimní. Zejména pak proto, že v dlouhodobém horizontu dělá každé procento výnosu výrazný rozdíl. Empirické pozorování nám ukázalo, že mnoho podílových fondů nabízených v České republice není schopno v dlouhodobém horizontu překonávat pasivně spravované fondy. Vliv na to pak bude mít jak rozhodování portfolio manažerů, tak i poplatková politika fondů, která se projevuje právě zejména v dlouhém období. To koneckonců ukazuje i pozorování, že v krátkém, i když krizovém období, dokážou aktivně spravované fondy ETF překonat. Aktivně spravované fondy pak prokázaly lepší výkonnost také v případě zaměření se na specifické regiony či sektory.

Mimo to nám pozorování také ukázalo, že aktivně spravované fondy jsou zpravidla méně citlivé vůči trhu, jinak řečeno, reagují méně na pohyby trhu. Na druhou stranu tento benefit není vykoupen adekvátně vyšším výnosem, díky čemuž zejména v dlouhém období vykazuje méně než polovina aktivně spravovaných fondů lepší Treynor ratio ve srovnání s pasivními ETF

Pro investora, který ale investuje dlouhodobě, je dle pozorování vybrat kvalitní (tedy takový, který překoná ETF) aktivně spravovaný fond, poměrně náročná věc a ve finále pro nezkušeného (ale i zkušeného) investora se může jednat doslova o loterii. Dokazuje to fakt, že dlouhodobě lepší alfu mělo pouze 5 aktivně spravovaných fondů ve srovnání s ETF a to zejména v případě regionálních investic, které ale, jak ukázalo pozorování jsou samy o sobě méně efektivní než investice zaměřující se na světové, nebo americké akcie.

V neposlední řadě, je třeba brát v potaz fakt, že i když se takovému investorovi podaří vybrat správný fond, jeho celá výkonnost bude pevně spojena s jedním člověkem – portfolio manažerem, což je další rizikový faktor v rámci investičního procesu, jelikož s jakoukoliv změnou, která bude souviset s portfolio manažerem, přichází také změna s kvalitou správy investovaných prostředků, jinak řečeno investor se navíc, ve srovnání s pasivní správou, vystavuje operačnímu riziku v podobě portfolio manažera.

Nakonec je třeba položit si otázku, zda je dané pozorování a veškerá další podobná legitimní. A to z jednoho důvodu. V rámci pozorování byly vybírány ETF a aktivně spravované fondy tak, aby k sobě tematicky (sektorově, regionálně) seděly. Ale je otázkou, proč by investor měl vůbec do daného fondu investovat a nešel by rovnou

po alternativě, která z dlouhodobého hlediska je nejefektivnější (Portfoliovisualizer, 2023) a tou je investice do amerických indexů, popřípadě do MSCI World indexu, kde jasně dominují ETF, což koneckonců ukázalo také pozorování, ze kterého vyplývá, že nejlépe si, co se Sharpeho míry týče, dlouhodobě vedl SPDR S&P 500 ETF se Sharpeho poměrem 0,7621.

Literatura

AKAT ČR. (2022, březen 1). *Investice do fondů v České republice se blíží 1 bilionu korun*. <https://www.akatcr.cz/Dokumenty/Aktuality>

Chang, E. C., & Lewellen, W. G. (1984). Market timing and mutual fund performance. *Journal of Business*. <https://doi.org/10.1086/296146>

Čermák, P. (2019, duben 2). *Jak drahé jsou české akciové podílové fondy?* <http://investicedoakcii.cz/jak-drahe-jsou-ceske-akciov-podilove-fondy/>

Česká národní banka. (2010). *Pod jaký investiční nástroj lze podřadit cenné papíry vydané tzv. Exchange Traded Funds (ETF)?* <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2010-05>

Česká národní banka. (2023). *K používání zkratky ETF v označení investičního fondu*. <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/legislativni-zakladna/stanoviska-k-regulaci-financniho-trhu/RS2023-11>

Conseq. (2022, květen 19). *Přehled fondů*. <https://www.conseq.cz/investice/prehled-fondu>

Ennis, R. (2024). *Are institutional investors meeting their goals? Spotlight on earnings objectives*.

Greenhill, T. (2014). *Honor thesis: Active vs. passive portfolio management*. Bryant University.

Gruber, M. J. (1996). Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds. *The Journal of Finance*, 51(3), 783–810. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb02716.x>

Harper, J. T., Madura, J., & Schnusenberg, O. (2006). Performance comparison between exchange-traded funds and closed-end country funds. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 16, 104–122. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2005.11.002>

Johnson, B. (2022a, únor 23). *Actively managed funds continue to underperform*. <https://www.morningstar.com/articles/1080782/actively-managed-funds-continue-to-underperform>

- Johnson, B. (2022b, srpen 24). *How low can fund fees go?* <https://www.morningstar.com/articles/1055229/how-low-can-fund-fees-go>
- Levy, M., & Roll, R. (2024). Active versus passive investment. In *Active versus passive investment* (pp. 79–95). <https://doi.org/10.1007/978-3-031-69759-3>
- Madura, J., & Rompotis, G. G. (2009). Active vs. passive management: New evidence from exchange traded funds. *National and Kapodistrian University of Athens*.
- MSCI. (2025). *MSCI World Index*. <https://www.msci.com/indexes/index/990100>
- Portfoliovisualizer. (2023). *Portfolio optimization*. <https://www.portfoliovisualizer.com/optimize-portfolio#analysisResults>
- Rodríguez, J. (2010). The performance of socially responsible mutual funds: A volatility-match approach. *Review of Accounting & Finance*, 9(2), 180–188. <https://doi.org/10.1108/14757701011051462>
- Shluka, R. (2004). The value of active portfolio management. *Journal of Economics and Business*, 56, 331–346. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2004.03.002>
- Simpson, S. D. (2022, leden 1). *A brief history of exchange-traded funds*. <https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/12/brief-history-exchange-traded-funds.asp>
- Statista. (2022, březen 18). *Development of assets of global exchange traded funds (ETFs) from 2003 to 2021*. <https://www.statista.com/statistics/224579/worldwide-etf-assets-under-management-since-1997/>

Přílohy

Tab. 1 Výkonnost aktivně spravovaných fondů a ETF v dlouhém období

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
1	V/2018 – VII/2023	Podílový fond	Allianz Best styles US Equity (USD)	14,05%	10,20%	0,5179	−0,0010	0,969	0,079
		ETF	SPD S&P 500 ETF	14,37%	11,52%	0,5900	0,0000	1,001	0,09
		Index	S&P 500						
2	VI/2018 – VII/2023	Podílový fond	Allianz Global Artificial Intelligence (USD)	24,98%	14,98%	0,4740	−0,0060	1,049	0,075
		ETF	iShares Robotics and Artificial Intelligence Multisector ETF	22,57%	10,14%	0,3316	−0,0080	1,174	0,109
		Index	MSCI World Technology						
3	X/2012 – VII/2023	Podílový fond	Allianz German Equity (EUR)	14,67%	7,61%	0,3773	−0,0010	0,945	0,061
		ETF	iShares MSCI Germany ETF	14,83%	4,83%	0,1960	−0,0030	0,992	0,03
		Index	Dax Performance Index						
4	VI/2014 – I/2023	Podílový fond	Amundi CR All Star Selection (CZK)	10,31%	3,52%	0,1800	−0,0020	0,815	0,023
		ETF	iShares MSCI World	12,30%	7,01%	0,4210	0,0000	1,008	0,053
		Index	MSCI World						

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
5	II/2007 – I/2023	Podílový fond	Amundi Funds Equity Japan target (EUR)	15,23%	2,65%	0,0017	−0,0010	0,804	0,001
		ETF	iShares MSCI Japan	13,91%	2,01%	−0,0390	−0,0010	0,67	−0,008
		Index	Nikkei 225						
6	XII/2009 – I/2023	Podílový fond	Amundi Funds Pioneer US Equity Research Value (USD)	12,51%	8,84%	0,5140	0,0000	0,983	0,069
		ETF	iShares S&P 500 value ETF	11,83%	8,88%	0,5466	0,0000	0,98	0,069
		Index	Russel 1000 Value						
7	XII/2017 – I/2023	Podílový fond	CPR Global Disruptive Opportunities (CZK)	19,13%	7,42%	0,2600	−0,0030	0,808	0,064
		ETF	iShares US Technology ETF	20,73%	17,25%	0,6776	0,0020	1,027	0,149
		Index	Nasdaq 100						
8	X/2013 – I/2023	Podílový fond	KB Správa aktiv 5D - Dividendová (třída D CZK)	9,45%	2,54%	0,0950	−0,0010	0,627	0,015
		ETF	SPDR S&P Global Dividend Aristocrats UCITS ETF	13,86%	6,13%	0,3140	0,0020	0,449	0,1
		Index	MSCI World						

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
9	IX/2014 – I/2023	Podílový fond	Amundi MSCI North America (CZK)	12,59%	8,20%	0,5019	0,0000	0,777	0,085
		ETF	SPDR S&P 500 ETF Trust	12,83%	10,17%	0,6328	0,0000	1	0,086
		Index	S&P 500						
10	I/2005 – VII/2023	Podílový fond	BGF World Gold (USD)	28,80%	6,26%	0,1255	−0,0070	1,644	0,021
		ETF	SPDR Gold Shares ETF	13,21%	9,08%	0,4541	0,0000	1,002	0,063
		Index	Gold - spot						
11	II/2007 – VII/2023	Podílový fond	BGF Japan Flexible Equity (EUR)	14,34%	2,93%	0,0241	−0,0010	0,675	0,005
		ETF	iShares MSCI Japan ETF	13,91%	2,01%	−0,0402	−0,0010	0,673	−0,008
		Index	Nikkei 225						
12	V/2000 – VII/2023	Podílový fond	BGF US Basic Value	14,07%	6,39%	0,2109	0,0000	0,991	0,031
		ETF	iShares core S&P 500 ETF	13,12%	6,13%	0,2070	0,0000	1,003	0,028
		Index	S&P 500						
13	I/2012 – VII/2023	Podílový fond	ČSOB Akciový (CZK)	11,29%	8,74%	0,5766	0,0000	0,84	0,08
		ETF	iShares MSCI World ETF	11,35%	9,68%	0,6502	0,0000	0,99	0,08
		Index	MSCI World						

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
14	VI/2018 – VII/2023	Podílový fond	Generali Fond živé planety (CZK)	12,22%	8,66%	0,5137	0,0030	0,567	0,116
		ETF	iShares MSCI Global Impact ETF	15,08%	7,42%	0,3394	0,0000	0,902	0,059
		Index	MSCI World						
15	X/2010 – VII/2023	Podílový fond	Generali Fond Farmacie Biotechnologie (CZK)	9,88%	8,89%	0,6557	0,0030	0,55	0,124
		ETF	VanEck Biotech ETF	18,79%	16,91%	0,7267	0,0050	1,042	0,142
		Index	MSCI World						
16	II/2017 – VII/2023	Podílový fond	BNP Paribas Aqua RH Hedged (CZK)	14,72%	11,74%	0,6108	0,0040	1,088	0,087
		ETF	Invesco S&P Global Water Index ETF	13,25%	7,18%	0,3612	0,0010	0,993	0,05
		Index	MSCI World						
17	I/2012 – VII/2023	Podílový fond	KBC Equity World Fund (EUR)	11,83%	8,69%	0,5465	−0,0010	0,991	0,068
		ETF	iShares MSCI World ETF	11,68%	10,39%	0,6869	0,0000	0,993	0,085
		Index	MSCI World						
18	X/2028 – VII/2023	Podílový fond	Partners 7 Stars OPF (CZK)	8,42%	6,18%	0,4599	0,0010	0,629	0,064
		ETF	iShares MSCI World	11,85%	7,49%	0,4310	0,0000	1,006	0,056
		Index	MSCI World						

Sobková, M.: *Porovnání výkonnosti českých aktivně spravovaných fondů s ETF.*

No.	Období	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
19	I/2015 – VII/2023	Podílový fond	UNIQA Small Cap Portfolio (CZK)	12,68%	3,27%	0,1120	−0,0010	0,863	0,017
		ETF	SPDR MSCI Small Cap ETF	14,37%	7,06%	0,3505	0,0010	0,995	0,053
		Index	MSCI World small cap						
20	I/2012 – VII/2023	Podílový fond	UNIQA Selection Global Equity (CZK)	10,28%	8,07%	0,5726	0,0000	0,899	0,068
		ETF	iShares MSCI World	11,35%	9,68%	0,6502	0,0000	0,995	0,078
		Index	MSCI World						

Tab. 2 Výkonnost aktivně spravovaných fondů a ETF v krátkém období (1/1/2020 – 31/12/2022)

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
1	Podílový fond	Allianz Best styles US Equity (USD)	16,57%	8,39%	0,3390	−0,0001	0,972	0,061
	ETF	SPD S&P 500 ETF	16,94%	8,73%	0,3510	0,0000	1,001	0,062
	Index	S&P 500						
2	Podílový fond	Allianz Global Artificial Intelligence (USD)	28,67%	11,94%	0,1000	−0,0060	−0,0033	0,084
	ETF	iShares Robotics and Artificial Intelligence Multisector ETF	25,47%	2,92%	0,0100	−0,0080	−0,0088	0,01
	Index	MSCI World Technology						
3	Podílový fond	Allianz German Equity (EUR)	20,61%	0,22%	−0,1310	−0,0035	0,9738	−0,028
	ETF	iShares MSCI Germany ETF	20,14%	−1,29%	−0,2100	−0,0048	0,9927	−0,043
	Index	Dax Performance Index						
4	Podílový fond	Amundi CR All Star Selection (CZK)	12,31%	2,47%	−0,0010	−0,0017	0,8209	0
	ETF	iShares MSCI World	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0029	0,031
	Index	MSCI World						
5	Podílový fond	Amundi Funds Equity Japan target (EUR)	13,66%	0,68%	−0,0380	−0,0012	0,8220	−0,022
	ETF	iShares MSCI Japan	14,55%	−0,21%	−0,1830	−0,0016	0,6879	−0,039
	Index	Nikkei 225						

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
6	Podílový fond	Amundi Funds Pioneer US Equity Research Value (USD)	16,91%	7,53%	0,0820	0,0014	0,9579	0,053
	ETF	iShares S&P 500 value ETF	16,53%	6,02%	0,0600	0,0003	0,9471	0,037
	Index	Russel 1000 Value						
7	Podílový fond	CPR Global Disruptive Opportunities (CZK)	22,17%	4,35%	0,0810	-0,0040	0,8060	0,023
	ETF	iShares US Technology ETF	24,23%	15,68%	0,5040	0,0089	0,9195	0,144
	Index	Nasdaq 100						
8	Podílový fond	KB Správa aktiv 5D - Dividendová (třída D CZK)	11,85%	1,97%	-0,0430	-0,0012	0,5628	-0,009
	ETF	SPDR S&P Global Dividend Aristocrats UCITS ETF	15,91%	-0,41%	-0,1800	-0,0022	0,3832	-0,075
	Index	MSCI World						
9	Podílový fond	Amundi MSCI North America (CZK)	17,52%	9,29%	0,3740	0,0011	0,9339	0,074
	ETF	SPDR S&P 500 ETF Trust	15,39%	8,38%	0,3710	0,0000	0,9339	0,06
	Index	S&P 500						
10	Podílový fond	BGF World Gold (USD)	28,30%	4,43%	0,0670	-0,0085	2,0575	0,009
	ETF	SPDR Gold Shares ETF	11,37%	6,86%	0,3700	-0,0004	1,0053	0,044
	Index	Gold - spot						

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
11	Podílový fond	BGF Japan Flexible Equity (EUR)	14,71%	2,75%	0,0180	−0,0025	0,7383	0,004
	ETF	iShares MSCI Japan ETF	14,55%	−0,21%	−0,1830	−0,0051	0,7640	−0,035
	Index	Nikkei 225						
12	Podílový fond	BGF US Basic Value	10,95%	7,59%	0,3740	−0,0007	0,9725	0,044
	ETF	iShares core S&P 500 ETF	12,69%	3,72%	0,0340	0,0000	0,9991	0,004
	Index	S&P 500						
13	Podílový fond	ČSOB Akciový (CZK)	16,85%	5,68%	0,1800	0,0001	0,9892	0,03
	ETF	iShares MSCI World ETF	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0091	0,03
	Index	MSCI World						
14	Podílový fond	Generali Fond živé planety (CZK)	17,28%	11,50%	0,4910	0,0045	0,6448	0,14
	ETF	iShares MSCI Global Impact ETF	19,02%	12,16%	0,4770	0,0033	0,8772	0,11
	Index	MSCI World						
15	Podílový fond	Generali Fond Farmacie Biotechnologie (CZK)	11,70%	7,59%	0,4170	0,0035	0,5835	0,087
	ETF	VanEck Biotech ETF	21,37%	7,60%	0,2290	0,0021	0,8910	0,057
	Index	MSCI World						

No.	Aktivum		Volatilita	Průměrný roční výnos	Sharpeho míra	Alfa	Beta	Treynor ratio
16	Podílový fond	BNP Paribas Aqua RH Hedged (CZK)	19,05%	12,38%	0,4870	0,0045	1,1634	0,085
	ETF	Invesco S&P Global Water Index ETF	17%	7,11%	0,2670	0,0010	1,0362	0,045
	Index	MSCI World						
17	Podílový fond	KBC Equity World Fund (EUR)	16,29%	5,64%	0,1870	-0,0015	0,9846	0,032
	ETF	iShares MSCI World ETF	16,42%	7,69%	0,3030	0,0000	1,0019	0,052
	Index	MSCI World						
18	Podílový fond	Partners 7 Stars OPF (CZK)	10,45%	6,17%	0,3400	0,0022	0,6169	0,06
	ETF	iShares MSCI World	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0091	0,031
	Index	MSCI World						
19	Podílový fond	UNIQA Small Cap Portfolio (CZK)	16,88%	2,12%	-0,0210	-0,0014	0,9090	-0,004
	ETF	SPDR MSCI Small Cap ETF	18,36%	5,58%	0,1630	0,0011	0,9960	0,031
	Index	MSCI World small cap						
20	Podílový fond	UNIQA Selection Global Equity (CZK)	13,36%	4,01%	0,1110	-0,0008	0,9109	0,017
	ETF	iShares MSCI World	14,78%	5,60%	0,2030	0,0000	1,0091	0,031
	Index	MSCI World						

Comparison of the performance of Czech actively managed funds with ETFs

Martina Sobková

Abstract:

The article focuses on comparing the performance of domestic actively managed funds with ETFs, or Exchange Traded Funds, which are traded on stock exchanges and generally aim to track a selected index. It compares actively managed funds and ETFs from both a return and volatility perspective. Key indicators analyzed include average return, Sharpe ratio, Beta, Jensen's alpha, and Treynor ratio. The objective of this article is to conduct a detailed analysis and empirical evaluation of whether actively managed investment funds—managed by portfolio managers with the goal of achieving above-average returns—can outperform passively managed funds in the long run. These passive funds, such as index funds and ETFs, track the performance of a specific market or sector without active intervention from fund managers. The emphasis is placed on empirical observations, i.e., actual historical results, rather than theoretical considerations, to provide an objective assessment of whether active management delivers higher added value for investors compared to passive investing, which relies on long-term market growth.

Keywords: Active management; Passive management; ETF; Funds; Investments; Asset performance.

JEL Classification: G11, G23, C58.

The determinants of voluntary disclosure in IPO prospectuses: a systematic literature review

*David Šimek**

Abstract:

The objective of this paper is to examine the factors influencing voluntary disclosures during the Initial Public Offering (IPO) process. Through a systematic review of the literature, the paper identifies and analyses the theoretical frameworks that underpin disclosure practices, including the constraints that may limit such disclosures. Based on an examination of 330 research papers obtained from the Scopus database, the findings indicate that the dominant theoretical perspectives in this field are the signalling theory and the proprietary costs theory. By integrating insights from competing theoretical frameworks, this review offers a comprehensive understanding of the determinants driving the decision-making process undertaken by management to reveal private information in IPO prospectuses.

Klíčová slova: Information; Accounting; IPO; Methodology; Theoretical framework; Signalling theory; Proprietary cost; Voluntary disclosure.

JEL klasifikace: M40, M41, M42, M48.

1 Introduction

The decision to go public through an initial public offering (IPO) represents a important moment for any firm, as it signals the transition to greater public scrutiny and the demands of shareholder accountability. The IPO process includes several phases that critically determine the ultimate success. One of the most challenging issues is to determine the optimal level of voluntary disclosure in the IPO prospectus. The IPO prospectus is a document that serves as the firm's primary communication tool with potential investors. The content of the prospectus is regulated, but it may also contain additional information beyond the required minimum.

While mandatory disclosures aim to meet regulatory requirements, voluntary disclosures can offer insights into the firm's strategy, risk profile, and long-term value creation potential in a more detail and from the management perspective, having private information about true financial performance of the company.

* David Šimek; Prague University of Economics and Business, Faculty of Finance and Accounting, Department of Financial Accounting and Auditing, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <simd16@vse.cz>.

The article has been prepared under financial support of research projects IP100040.

However, the decision to disclose additional information is far from straightforward, as it involves a delicate balance between attracting investors, maintaining competitive advantage by reducing the information asymmetry, and mitigating litigation risks (Hughes & Thakor, 1992; Hensler, 1995) and proprietary costs (Guo et al., 2004; Boone et al., 2016).

The main purpose of this paper is to systematically review literature focusing on the determinants of voluntary disclosures in IPO prospectuses. Given the complexity of managerial decision-making regarding whether and to what extent private information should be disclosed voluntarily—and the resulting mixed empirical findings (Verrecchia, 1990; Leuz & Verrecchia, 2000; Bertomeu et al., 2021)—this paper aims to systematically examine the theoretical frameworks and methodologies predominantly applied in the context of IPO disclosures.

To achieve this objective, this paper systematically reviews 330 prior studies (retrieved from the Scopus database). This paper contributes to literature by categorizing the theoretical frameworks and their power in explaining variations in voluntary disclosure practices around the IPOs. The knowledge of different theoretical frameworks applied by prior studies may help not only to explain (partially) conflicting empirical results, but it may also contribute to developing more robust framework underpinning future research in this area. The paper is organised as follows: In the subsequent chapter, an exposition of the initial public offering (IPO) process, along with an exploration of the function of the prospectus and various regulatory frameworks, is provided. The third chapter delineates the methodologies and the data employed in the research, offering a comprehensive account of the analytical techniques utilized to evaluate the practices of voluntary disclosure. Chapter four will elucidate the research findings, emphasizing data synthesis and the foundational theoretical framework present in the examined literature. An appendix containing a table summarizing the results (author, year, theoretical framework, overview, methods employed) is appended in a separate document. Additionally, section four encompasses the methodological approaches utilized in the analyzed literature. The conclusion will encapsulate the principal insights derived from the research and propose prospective avenues for further investigation in this domain.

2 Background of IPO process, the role of prospectus and regulation approaches

The Initial Public Offering (IPO) process is a complex and multifaceted journey that transforms a private company into a publicly traded entity. This process involves several critical steps, each requiring careful planning and execution.

One of the first and most crucial decisions is the selection of underwriters, typically investment banks, who will guide the company through the IPO process and help

market the shares to potential investors. These underwriters play a pivotal role in determining the initial offering price and structuring the deal. Following the selection of underwriters, a comprehensive due diligence process is undertaken.

This involves a thorough examination of the company's financial records, business operations, management team, and market position. The due diligence process serves to verify the company's claims and identify any potential risks or issues that may affect the IPO's success.

Determining the offering price is another critical step in the IPO process. This involves a delicate balance between maximizing the capital raised for the company and ensuring an attractive entry point for investors. Factors such as market conditions, company valuation, and investor demand all play a role in setting the final offering price.

The prospectus, a comprehensive document filed with regulatory authorities, is a cornerstone of the IPO process. This document provides potential investors with detailed information about the company, including its business model, financial statements, growth strategies, and potential risks.

The prospectus serves as a crucial tool for investors to make informed decisions about participating in the IPO. Regulatory approaches to IPOs can vary significantly between countries, reflecting differences in financial markets, legal systems, and investor protection philosophies.

However, most regulatory frameworks share common elements, such as strict disclosure requirements and oversight by financial authorities. These measures are designed to protect investors by ensuring transparency and maintaining the integrity of financial markets.

In many jurisdictions, companies are required to file extensive documentation with regulatory bodies, such as the Securities and Exchange Commission (SEC) in the United States. These filings are subject to rigorous review and may require multiple rounds of revisions before approval is granted.

The regulatory process also typically includes a "quiet period" during which the company's promotional activities are restricted to prevent undue influence on potential investors.

During the initial public offering (IPO) process, organizations encounter a complex array of legal, financial, and regulatory challenges. Addressing these issues typically necessitates the specialized expertise of various professionals, including legal counsel, accountants, and financial advisors, collaborating with underwriters.

The collective efforts of these specialists are instrumental in ensuring compliance with regulatory requirements and maximizing the probability of a successful transition to public trading.

The initial public offering (IPO) is a significant milestone that demands careful preparation, professional advice, and compliance with legal standards. Successfully completing this process can enable businesses to tap into capital markets and explore new avenues for expansion, while simultaneously providing investors with the opportunity to share in the company's potential future achievements.

Voluntary disclosure in the context of Initial Public Offerings (IPOs) is a critical area of study, intersecting with theories such as information asymmetry, signaling, proprietary cost, and disclosure theory. These theories help explain the strategic decisions firms make regarding the information they disclose to potential investors. The selected papers provide insights into these theories and their application in the IPO process.

The primary concepts discussed in the chosen studies on voluntary disclosure in Initial Public Offerings (IPOs) include:

1. **Information Asymmetry Theory:** This theory examines the gap in information between company insiders and outside investors. It suggests that firms might choose to share more information to reduce this gap and thus attract investors.
2. **Signaling Theory:** According to this theory, companies use voluntary disclosures as signals to convey positive information about their quality or value. It helps differentiate high-quality firms from those perceived as lower quality by potential investors.
3. **Proprietary Cost Theory:** This theory evaluates the costs involved in disclosing sensitive or competitive information. It argues that companies consider the benefits of disclosure against the potential costs of exposing proprietary information to competitors.
4. **Disclosure Theory:** This theory looks into the reasons, methods, and effects of voluntary information disclosure. It examines how companies decide what information to disclose and how these disclosures affect investor perceptions and market results. Together, these theories explain why companies choose to voluntarily disclose certain information during the IPO process, considering the possible advantages and disadvantages of such disclosures.

3 Methodology

3.1 Method

This paper applies a systematic literature review approach to address the main goal of the paper.

The objective of this systematic literature review is to synthesize insights regarding the theoretical frameworks and methodologies employed in the existing literature pertaining to Initial Public Offerings (IPOs) and their connection to voluntary disclosure.

The structured methodological strategy that was carefully implemented for the exhaustive collection of relevant literature mandated the accurate input of the defined keywords “ipo AND disclosure” into the widely consulted Scopus database, a process which, unencumbered by any supplementary limitations or restrictions, culminated in the acquisition of a noteworthy total of 330 scholarly articles.

Following this initial retrieval, I systematically established a set of rigorous criteria that would govern the inclusion and exclusion of articles, ensuring that only the most relevant materials would be considered. To streamline this process, I systematically organized a specific set of six keywords, which functioned as guiding parameters for the selection of articles considered relevant to my research focus. In conjunction with this, I concurrently delineated a separate set of seven keywords that were specifically designed to inform the exclusion of articles, thus ensuring that only the most relevant studies remained in consideration.

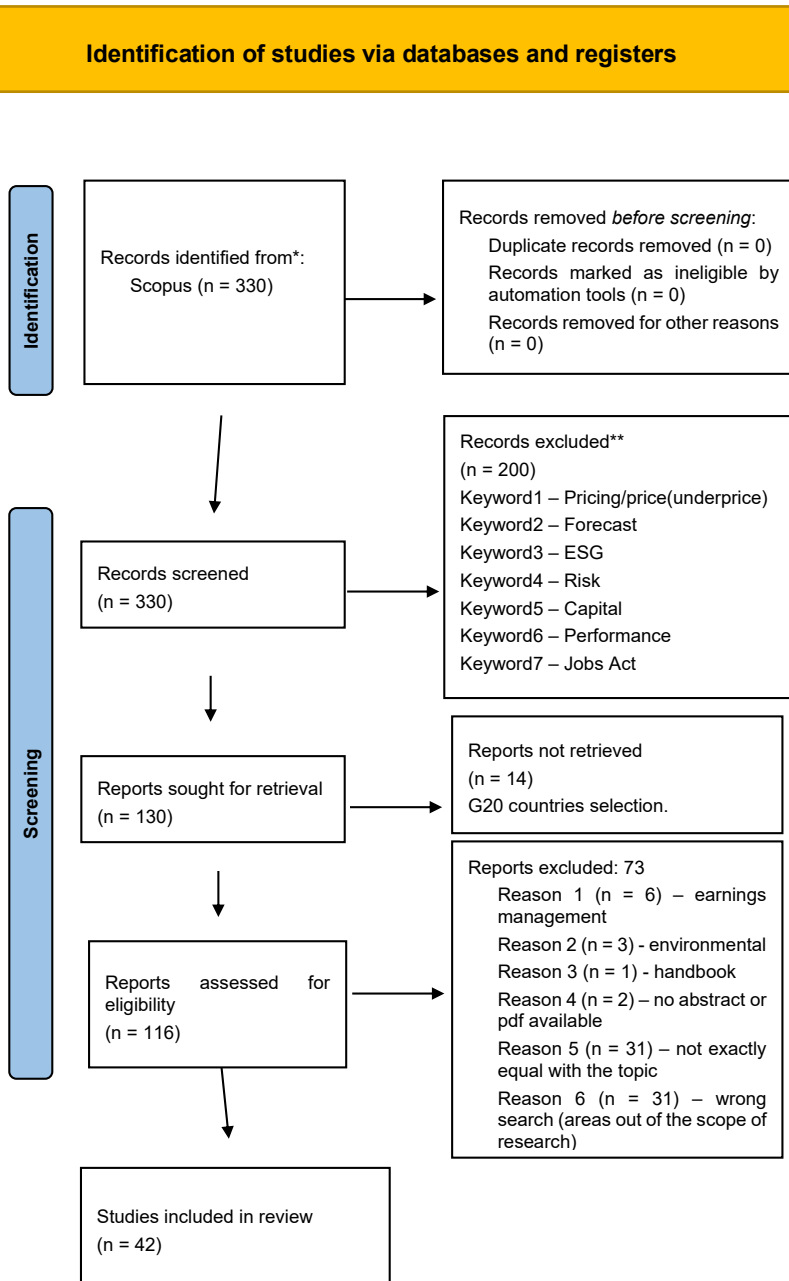
In the event that these exclusionary keywords were identified within the abstracts of the articles that had initially met the inclusion criteria, those articles were subsequently excluded from any further consideration in the analysis.

The exclusion methodology that I diligently applied was then extended to encompass the remaining articles that had not been excluded in the initial phase, with particular attention being paid to the geographical focus of the articles, ultimately resulting in the exclusion of any articles that did not pertain specifically to the G20 nations.

This meticulous process culminated in a final selection of 116 articles, from which I proceeded to execute further exclusions based on a clearly defined set of specific criteria—these criteria included, but were not limited to, the categorization of earnings management, the presence of an environmental emphasis, the classification of the work as a handbook, the absence of either an abstract or a PDF version, misalignment with the overall focus of my research paper, or the coverage of topics that were entirely outside the purview of the intended research objectives.

Upon the completion of these exclusions, I successfully arrived at a final dataset comprising 42 articles, for which I undertook an in-depth analysis of the various theoretical frameworks and methodologies that were employed across the selected studies. The theoretical frameworks and methodologies showcased considerable variability throughout the articles; however, it is noteworthy that signaling and proprietary cost theories consistently emerged as the predominant framework underpinning the majority of the research findings.

Fig. 1 PRISMA 2020 flow diagram for new systematic reviews which included searches of databases and registers only



Source: Page MJ, et al., BMJ 2021;372:n71. doi: 10.1136/bmj.n71.

3.2 Data

The systematic literature review methodology employed in this article emphasizes transparency, reproducibility, and a structured approach to synthesizing research.

This methodology mitigates bias by explicitly stating the values and assumptions underlying a review, thereby enhancing the legitimacy and authority of the resultant evidence.

The process involves developing a comprehensive search strategy that incorporates keywords and search terms derived from a scoping study, literature, and discussions within the review team.

The search strategy is sufficiently detailed, and the article draws from diverse studies across the world to ensure replicability.

The Prisma protocol is adapted to the nature of the study, documenting all steps taken in the data-extraction process, potentially utilizing double extraction processes for accuracy, and including details such as the information source, study characteristics, and methodological quality.

4 Results and discussion

4.1 Data synthesis

The ambitious undertaking of condensing and synthesizing a total of 42 research-oriented articles, each of which is not to be disregarded or excluded from thorough consideration due to their relevance, necessitates the establishment of a meticulously articulated delineation of the theoretical framework upon which the present academic paper is fundamentally constructed, in conjunction with an exhaustive elucidation of the diverse methodologies that were systematically employed throughout the entirety of the research process; moreover, this comprehensive and detailed summary will also provide a holistic overview of the significant and pertinent details that are encapsulated within the document itself, thereby facilitating a more nuanced and profound understanding of the intricate subject matter that is presented within the confines of this scholarly work.

Below is a table containing the individual theories that appear in the sample of 42 papers and how many times. It cannot be said that each article is primarily based on one theory, rather the opposite, the articles are usually written in such a way that they draw on and use several different theories simultaneously.

Tab. 1 Number of theory occurrences in the selected papers

Theoretical framework concept	Number of occurrences
Disclosure and Information Asymmetry Theory	6
Disclosure and Transparency Theory	1
disclosure theory	3
dynamic timing game theory	1
efficient market hypothesis	1
entrepreneurial identity	1
information asymmetry	5
information dispersal	1
investor sentiment	1
legitimacy theory	1
proprietary cost theory	2
Prospect theory, Disclosure and Information Asymmetry Theory	1
signaling theory	6
theory of corporate social responsibility	1
various theoretical perspectives	1
business model concept, proprietary cost theory	1
Disclosure and Information Asymmetry Theory, Proprietary cost theory	4
Litigation risk and signaling theory, proprietary cost theory	1
theory of relative bargaining power, proprietary cost theory	1
Disclosure and Signaling Theory	1
signaling theory, proprietary cost theory	1
trade-off theory, proprietary cost theory	1
Number of articles	42

The table relating to the following section (as appendix) offers a thorough overview, encapsulating the theoretical frameworks and diverse methodologies that have been utilized across a carefully curated selection of forty-two scholarly articles, each of which effectively summarizes and synthesizes the existing body of knowledge evident within the literature intricately related to the phenomenon of voluntary disclosure in the context of initial public offerings (IPOs).

4.2 Underlying theoretical frameworks in analysed literature

The paper of Allee et al. (2021) discusses how early guidance can alleviate information asymmetry, aligning with signaling theory principles. Firms that provide early guidance enhance their reputation as “policy guiders,” signaling reliability to investors. The credibility of initial guidance is crucial, as it influences future guidance decisions, reflecting signaling dynamics. Early guidance initiation may signal a commitment to transparency, affecting future disclosure behavior.

Alidarous (2024) asserts that the adoption of International Financial Reporting Standards (IFRS) enhances transparency, thereby reducing information asymmetry and signaling financial health to investors. The study demonstrates that IFRS adoption significantly decreases initial public offering (IPO) withdrawal rates,

indicating stronger market conditions. In terms of reducing information asymmetry, Blankespoor et al. (2023) emphasize that a primary function of disclosure during IPO roadshows is to mitigate information asymmetry between managers and potential investors. By presenting summaries of firm performance and investment opportunities, managers aim to provide investors with a clearer understanding of the firm's prospects, which is essential for informed investment decisions. According to Cotter et al. (2011), managers furnish additional information to investors to assist them in making investment decisions. Signaling theory posits that managers who anticipate a high level of future growth communicate this to investors. Studies such as Kanagaretnam et al. (2007) or J. Mitchell et al. (2006) corroborate the predictions of signaling theory, suggesting that a high-quality firm will not hesitate to inform the market about its quality.

On the one hand, it may seem that a manager's desire is to disclose as much quality information as possible so that the company's prospectus will influence investors' decision making, but some managers may think in terms of “the less I disclose, the less competitors will know”.

Roadshow is a prerequisite of IPO filing and is broadly connected to press releases during the pre-IPO process. Dambra et al. (2024) examine voluntary pre-prospectus disclosures and their impact on investor awareness prior to IPO filings. It identifies three measures of voluntary disclosure: press releases, product/service announcements, and conference attendance. The research shows that while direct associations between pre-prospectus voluntary disclosures and IPO pricing are limited, there are significant indirect effects through filing-period information acquisition by prospective investors and media coverage. This finding is consistent with the theoretical framework that emphasizes the role of investor awareness in influencing firm valuation.

Alon & Elango (2018) add that signaling theory examines factors influencing franchisors' decisions to go public, emphasizing observable signals of success. Effective signaling requires companies to afford the costs associated with the signals they emit. Manzi et al. (2024) say that effective signals must be observable, costly to imitate, and relevant to decision-making.

Kumar et al. (2016) discuss the cost of acquiring information, which relates to proprietary cost theory in IPO contexts. High information acquisition costs lead to less disclosure by IPO firms. The model predicts a negative relation between IPO underpricing and the cost of acquiring information. Managers disclose more when the cost of information acquisition is lower, impacting investment efficiency. According to Cotter et al. (2011) proprietary cost theory is one of the theories connected with voluntary disclosure. Proprietary costs provide an incentive for managers not to disclose some information voluntarily (Healy & Palepu, 2001). This

theory argues that managers may be reluctant to disclose more information if they believe it contain proprietary information which can be harmful to their firm (Dye, 1985; Verrecchia, 1983, 1990). Cheng et al. (2025) adds that proprietary costs significantly influence firms' disclosure decisions, particularly in competitive industries. Firms may limit voluntary disclosures due to the high costs associated with public communication. Proprietary costs can reduce firms' incentives to disclose information, especially under competitive pressures.

A pressure on money exists. The pressure is influencing all parties co-operating on the issuance of the prospectus. How much cost am I willing to give stands in a position against How big competitive advantage am I willing to offer to my competitors?

Loughran & Ritter (2002) in their research focused on a prospect theory model that focuses on the covariance of the money left on the table and wealth changes and explain the effect by saying that most IPOs leave relatively little money on the table. The IPOs where a lot of money is left on the table are generally those where the offer price and market price are higher than had originally been anticipated. Thus the minority of issuers losing wealth via leaving large amounts of money on the table are generally simultaneously discovering they are wealthier than they expected to be. By integrating the loss with the gain, they are left happy, even though they have just been victimized. They say that leaving money on the table is an indirect form of underwriter compensation, because investors are willing to offer *quid pro quo*s to underwriters to gain favourable allocations on hot deals.

In their previous research analysing role of agency problems and information asymmetry between management and investors in explaining IPOs long-run underperformance, Loughran & Ritter (1997) argue, that through the level and type of information disclosed to investors, the managers influence investor's expectations about future performance. From the perspective of litigation risk and proprietary cost, Yost (2023) suggests that litigation-related disclosures may impose proprietary costs, influencing public listing decisions and his paper indicates that litigation risk is a relevant factor in the context of public firm disclosures.

The paper of Bochkay et al. (2018) studies voluntary management disclosures of going concern uncertainties by IPO issuers in their prospectuses. It finds that 6.4% of prospectuses mention "going concern" uncertainties. The presence of disclosures correlates with risk factors and agency motivations

Study of Kaplan et al. (2020) refers to decreasing of litigation risk by adding appropriate going concern disclosure and investigates how audit reports impact information uncertainty and litigation risks for financially stressed IPO firms. Auditors may reduce litigation risks by issuing going concern audit reports (GCARs) for IPO firms. Hartnett (2006) implies that litigation risk could be a factor

that affects how auditors and managers approach financial disclosures, particularly in the context of initial public offerings (IPOs).

In the area of accounting disclosures, such as audited financial statements, prospectuses, or even for non-financial disclosures, much research (Amir & Lev, 1996; Black, 1998; Brown et al., 1999; Collins et al., 1997; Hand, 2005) has been devoted to refuting and confirming hypotheses in the area of measuring the usefulness of financial reporting – so-called value relevance. As a result, these quantitative studies examine how the market price of a stock responds to certain disclosed information about companies.

IPO firms with higher litigation risk are more likely to disclose internal control weaknesses (ICWs) and remediation plans. The study finds a significant association between litigation risk and proactive disclosure of ICWs at $p < 0.01$. Firms with greater litigation risk are more likely to have disclosures compared to those without such risk. The research indicates that litigation risk influences the decision-making of IPO firms regarding ICW disclosures (Basu et al., 2018).

Esmer et al. (2023) identifies nonshareholder litigation risk as a specific proprietary disclosure cost related to IPO registration filings. It suggests that proprietary disclosure costs can vary over time, impacting firms' disclosure decisions. His research extends existing literature by demonstrating how disclosure delays can benefit firms facing time-varying proprietary costs. Ertimur et al. (2014) adds that the effect of delayed disclosures is stronger in firms with high uncertainty and low litigation risk.

Pre-IPO shareholders tend to underreport the number of pre-IPO shares to be sold in the original prospectus. Instead, they communicate the true number of shares in subsequent, less visible prospectus amendments. This suggests that the omission is not voluntary but rather a strategic decision to delay full disclosure (Jones & Wallace, 2005).

Firms face high potential costs of disclosing proprietary information to rivals, impacting their IPO strategies. The results of Boone et al. (2016) study suggest that proprietary information provides competitive advantages, influencing firms' disclosure decisions and capital raising strategies.

The process of going public is demanding and expensive (Kooli & Suret, 2003) and all the parties involved are certainly aware of this, but at the end of the day there is only one most important document – the prospectus. The perception of the decision making of the various entities, the shooting arguments as to why something is more or less important and whether or not it should be included, or if it must be included, is sometimes almost humorous to watch.

Khan & bin Zakaria (2020) comment that by analyzing the standard of disclosure required in IPO prospectuses, the study contributes to the theory that adequate

disclosure is crucial for investor decision-making. It suggests that when investors have access to relevant information, they can better anticipate corporate strategies and outcomes, thereby enhancing market efficiency.

Cazavan-Jeny & Jeanjean (2007) suggest that lower litigation risks could lead to a high level of disclosure in IPO prospectuses.

In general, there are motivations for voluntary disclosures, e.g., to reduce information asymmetry and agency/bonding costs, or to signal above-average performance (signalling theory). On the other hand, there are proprietary costs, which reduce these motivations, and thus in practice it is about finding an optimum (but which tends to be suboptimal, i.e. not the best solution but the second best solution), and also litigation costs, which refer to voluntary disclosure of something that subsequently turns out to be false.

Cho et al. (2024) indicate that additional information in prospectuses can positively influence investor demand. The study highlights a trade-off between the costs and benefits of longer corporate reports, suggesting potential advantages of voluntary disclosures.

The literature provides insights on how management decides on disclosing the issue motive, forecasts, use-of-proceeds, and the intellectual capital information. The motives play a role. Singh & Van der Zahn (2008) say in their study that deficient and inconsistent intellectual capital reporting is escalating information asymmetry between informed and uninformed investors. During the IPO informed investors due to this asymmetry extract higher abnormal returns. In their study they investigate the association between intellectual capital disclosure levels in prospectuses of 444 IPOs listing on the Singapore Stock Exchange between 1997 and 2006, three potential explanatory determinants (motives) exist: 1) ownership retention; 2) proprietary costs; 3) corporate governance structure.

How management makes decisions in the area of the disclosure prospectus when entering the stock exchange? What types of information have they decided to disclose through the prospectus and whether they are useful, e.g. which signals do they send?

It's revealing the role of individual determinants and factors such as proprietary costs or the role played by the government, regulatory authorities or market's role itself. Lowry et al. (2020) say that the regulator's role is crucial in reducing information asymmetry, aligning with signaling theory principles. His findings suggest that SEC interventions can mitigate biased disclosures, supporting the signaling theory framework. Overall, the SEC's active involvement signals the importance of transparency in the IPO process.

Chen et al. (2022) suggest that regulatory actions, such as the disclosure of outstanding comments by the CSRC, can influence the information available to

investors. These comments are not voluntarily disclosed by the companies but are instead mandated by the regulatory body, indicating that regulation plays a significant role in shaping the information landscape for IPOs.

Hand (2005) in his study on the venture capital market, examines the value relevance of financial statement data and nonfinancial statement information within and across the pre-IPO venture capital and post-IPO public equity markets. His results show that financial statements are, on average, value-relevant in the venture capital market, despite the fact, that such markets are different from the public market in numerous economically significant ways. It says that as firms mature, the value relevance of their financial statements reliably increases, while the value relevance of nonfinancial statement data reliably decreases. He provides evidence that this divergence occurs because as firms mature, the importance of assets-in-place increases relative to that of investment opportunities, and financial statement data are better than nonfinancial information at reflecting the value stemming from assets-in-place. The only exception to these patterns occurs at the IPO, where the value relevance of financial statement data and nonfinancial statement information reverse in importance. This "sawtooth" in the maturity trends in value relevance appears to occur because the marginal investor in an IPO is markedly less sophisticated than either venture capital investors in the pre-IPO venture capital market, or investors in seasoned post-IPO firms.

Value relevance is undoubtedly an important indicator that influences quantitative research not only in the area of IPO disclosure. But from my perspective, the answer that such quantitative research gives us is "on average". If we advise a company owner at the time of going public that disclosure of certain information has, according to research, an "on average" chance of increasing the market value of the stock, he will be as hesitant as he was before the question of whether or not to disclose the information. Beside the reliability of the financial statements, De Franco points out another factor – comparability. Based on his study, investors, regulators, academics, and researchers all emphasize the importance of financial statement comparability. However, an empirical construct of comparability is typically not specified. In addition, little evidence exists on the benefits of comparability to users. His study attempts to fill these gaps by developing a measure of financial statement comparability. Empirically, this measure is positively related to analyst following and forecast accuracy, and negatively related to analysts' dispersion in earnings forecasts. The results suggest that financial statement comparability lowers the cost of acquiring information, and increases the overall quantity and quality of information available to analysts about the firm (De Franco et al., 2011).

Raykov underlines the importance of the individual financial statements and the accounting information as a whole hoping that these highlights would assist the

future understanding of the need for the accounting records and their development and structuring taking into account the needs of key management personnel. In his research he tries to draw attention to the need for accounting (financial reporting) in light of the objective requirement to acknowledge it as part of the general business management of an entity. In recent years, views on financial reporting are only limited to its significance for tax purposes and its statutory application taking into account the fact that entities are required to keep accounting records regardless of whether they are aware of the opportunity to generate analytical data on their financial position without any additional costs for understanding the statements (Raykov, 2019).

There is little room for movement here. If we go public, we have to publish a prospectus. The prospectus must contain certain mandatory information. The prospectus is the exit document by which companies prove the fact that they deserve to go public. But what about the information that we, as a company management, do not have to include in the prospectus but can? What is the role of voluntary disclosures? Why do firms voluntarily disclose? What are the incentives of the people who decide what to disclose? Which are relevant voluntary disclosure information to be revealed in the prospectus when entering the IPO? And finally which information is useful to be included in the prospectus?

Hope (2003) highlights that not all forms of disclosure are equally valuable to analysts. It emphasizes that note disclosures, which include detailed information beyond the basic financial statements, are more positively associated with analyst following than the comprehensiveness of the basic financial statements. Voluntary disclosures can lower the cost of information acquisition for analysts, potentially increasing the supply of analyst services. However, they can also level the playing field among analysts, reducing any one analyst's competitive advantage and possibly lessening incentives to cover the firm.

Voluntary disclosure, while beneficial in many ways, also comes with several limitations, particularly in the context of intangibles and IPO prospectuses as discussed in the paper of Cordazzo (2007). The paper highlights that IPO disclosures might not be exhaustive of the intangibles disclosure provided by Italian companies. This is because such disclosures are produced on a voluntary basis, which means companies may choose not to disclose all relevant information.

Based on a claim of Kothari et al. (2009), managers of firms with poor performance have incentives not to report their bad news.

Depoers & Jeanjean (2012) investigate the frequency of financial disclosure behaviour. They find that competitor's concentration and behaviour is able to explain the disclosure and non-disclosure of financial information. Suijs (2005) shows theoretically that a firm's propensity to disclose bad news is increasing if it finds that the proprietary costs are higher than the disclosure costs. Proprietary costs

can be divided into two types internal costs which include the costs of preparing and disclosing information; and external costs result from a consequence of competitor's action to use the information disclosed for their own advantage (Prencipe, 2004). Hence, firms have an incentive to voluntarily disclose certain information if: a) they seek some benefits from this disclosure such as reduction in the cost of equity capital (Botosan, 1997; Botosan & Plumlee, 2002) or debt capital (Sengupta, 1998), and the benefits of this disclosure exceeds its costs; or b) the disclosure of this information does not harm the firm's share value, and in turn can facilitate a reduction in information asymmetry problems.

Cotter et al. (2011) add that incentives to disclose, or not to disclose, emanate from the costs and benefits associated with both signalling and proprietary costs theories and not only with these. The potential for undervaluation provides an incentive to signal good news to investors, while potential legal and reputation costs provide incentives not to withhold bad news from this group.

The manager prefers to take the route of informing the potential investors and thereby giving them a kind of signal that it is transparent and not hiding anything from them, but from my point of view this signal is more likely to be given to the advisers and auditors with whom the information in the prospectus is consulted before publication. The bank also has an important say, because as the provider of the debt it can certainly have conditions on what information should be included in the prospectus. The signal that the company may be exposed to certain reputational or legal risks is therefore very important, as non-disclosure could have an impact not only on the bank's financing but also on the movement of market value. The relationship between rule of law and regulatory quality with IPO prospectus length is consistently strong. This indicates that firms in countries with higher rule of law and regulatory quality tend to provide more detailed disclosures in their IPO documents (Hearn, 2013).

On the other hand, based on (Cotter et al., 2011) research of costs and benefits of proprietary costs theory, it aims to economic consequences of disclosing information that is commercially sensitive.

Commercially sensitive information is linked to the issue of a company's reputation. Managers of a company going public must keep this warning beacon on at all times. However, a good manager sees this positively and should strive to make the prospectus so “sexy” that positive information about the company goes “viral.” On the other hand, some managers may perceive the economic consequences with a degree of fear and therefore fear media publicity because of the effect it may have on the loss of employees or the decrease in revenue from the loss of business partners. Cotter et al. (2011) say that in all cases, these costs will be borne by company management either directly or indirectly, this providing an incentive to disclose.

Regardless of whether to choose to disclose negative information, we are still sending signals about a certain quality of the company because we are building more trust in the readers who read the prospectus and make decisions based on this information. By increasing this quality through disclosure, we are also telling to our competitors, our employees and our business partners how fair, transparent and therefore valuable a company we are if we judge value on the basis of these indicators.

4.3 Methodology approaches in analysed literature

The approach of Meluzin et al. (2018) offers the advantage of obtaining specific insights directly from the target group, providing a more nuanced understanding of the factors influencing companies' decisions to stay private. However, a limitation of using surveys is that they measure beliefs rather than actual actions by managers, which can lead to discrepancies between reported intentions and real-world behavior.

The methodology of Aghamolla & Guttman (2021) captures the strategic interactions between firms, allowing for the emergence of pioneer firms and the observation of sequential clustering and IPO droughts. One advantage of this approach is its ability to provide novel insights into the timing and volume of IPOs. Several studies also investigate how different financial mechanisms and regulatory environments affect investor decisions and market behavior. This includes examining the effects of disclosure on investor information and the implications of underpricing in IPOs (Pawliczek et al., 2024; Shi et al., 2013). Wyatt, (2014) comments that the findings on underpricing may not apply universally across different firm sizes. Westfall & Myring (2022) add that underwriters do not view voluntary internal control weakness disclosures negatively, which can influence IPO pricing strategies.

Both case study methodology and content analysis involve qualitative analysis of data. These approaches are used to gain deeper insights into specific phenomena, such as disclosure practices and corporate social responsibility language, by examining textual data and specific cases (Meluzin et al., 2018; Qiu et al., 2023).

Across the methodologies, there is a reliance on statistical methods to analyze data, whether it be through regression analysis or the statistical examination of survey data. This ensures that the findings are robust and grounded in empirical evidence (Pencle & Mălăescu, 2016; Wang & Iqbal, 2006). To ensure the robustness of the findings of Yost (2023) and Yu et al. (2024), the studies utilize the bootstrap method. This statistical technique allows for estimating the distribution of a statistic by resampling with replacement, providing more reliable inference.

The studies of Hanley & Hoberg (2010), Pawliczek et al. (2024), Pencle & Mălăescu, (2016) or Yu et al. (2024) use a word content analysis. It can be used to

decompose IPO prospectus information into standard and informative components. Hanley & Hoberg (2010) point as a limit of using this method that document similarity cannot separate standard and informative content types for deeper analysis. A specific type of methodology approach employs the paper of Boulton & Shank (2024) where they use an empirical approach to analyze IPOs, identifying company, country, and IPO year through specific subscripts. The research utilizes regression models to assess the interaction of democracy measures with the Global Terrorism Index (GTI).

The authors like BC & Liu (2022) used a manual collection of data on non-gaap measures disclosures from the final registration statements of high-tech IPOs filed with the SEC. This manual collection process is labor-intensive and ensures accuracy in identifying NGMs, which adds originality to the methodology.

Studies of Hickman (2020) and McGuinness (2014) consider the role of information asymmetry in influencing corporate behavior, particularly in the context of CSR reporting. This involves examining how differences in information availability between private and public firms affect their disclosure practices.

The research paper of Tranfield et al. (2003) discusses the importance of qualitative research methods, including interviews, in exploring subjective meanings that individuals attribute to their experiences and interventions. It emphasizes that qualitative studies often rely on in-depth interviews to gather substantive themes from participants' perspectives. It is noted that the data analyzed in qualitative research is likely to be derived from findings of studies, which may include insights gained from interviews. The paper highlights the role of theory in informing the interpretation of data collected through interviews, suggesting that interviews can provide rich qualitative insights that contribute to the overall understanding of the research topic.

There might be some limitations for the outputs of used methodological method, but every method's usage has its benefits and limits. In terms of using a small sample or "it's too subjective" because it relies too much on the researcher's often unsystematic views about what is significant and important, and also upon the close personal relationships that the researcher frequently strikes up with the people studied. The answer for that is that, although we can not make empirical generalizations about entire populations from a single case study, this is not the purpose of qualitative case study research (Bell et al., 2019).

By this research, aspects of the literature theories in the process of the IPO and its findings might help in generalization in the upcoming research.

The findings of qualitative research are used to make theoretical generalizations. It is 'the cogency of the theoretical reasoning' (J. C. Mitchell, 1983), rather than statistical criteria, that is decisive in considering the generalizability of the findings of qualitative research (Bell et al., 2019).

The combination of different methods is not less naturalistic and accepts the study from different perspectives which helps its transparency. One of the disadvantages of interviews is a certain “reactive effect”, which they write about (Bell et al., 2019). They say that the deliberately constructed nature of the qualitative interview means that the language participants use is likely influenced by their awareness of being studied and it may cause them a self-censor their language use and produce accounts that they think are likely to be more acceptable to outsiders, including the researcher. In this research interviews I do not emphasize on the importance of the research to prevent this self-censorship.

Qualitative interview may of course provide limited insights into social interactions and behaviours, but comparing with quantitative studies, it's the main advantage to be able to observe the sample's behaviour when answering. Counting the possibilities of today's world of abilities to record and transcribe the answers, it prevents this possible disadvantage from arising. Bell et al. (2019) say that this structure disadvantage may discourage the interviewer from exploring issues that arise unexpectedly. Ditton (1977) in his research illustrates the importance of flexibility.

Positive aspects of interviews performed are the longitudinal effects. These effects can contribute to later researchers to build a study with a solid base having in the interviews performed. As Bell et al. (2019) write, while other qualitative methods such as participant observation are inherently longitudinal in character, because the observer is present in a social setting for a period of time, there are often limits to the amount of time that researchers can spend doing fieldwork away from their normal routines. Following up interviewees on several occasions is likely to be easier than returning to research site on a regular basis.

Interview method also enables to be less constrained in a sample selection process of the people interviewed because as my intentions are to firstly select a prospectus (as a sample), secondly to ask the person responsible for the prospectus to be interviewed. By this process it's easier to forego the bias that the selection of specific people could bring.

Howard et al. (2021) comment the use of interviews was integral to the research methodology, providing valuable qualitative data to support the study's conclusions. Bagnoli & Redigolo (2016) used a method that was combined with quantitative content analysis to assess the level of business model disclosure, highlighting the significance of the interview method in understanding the companies' strategies.

One of the main benefits of this methodological aspect used is the fact that this form brings the knowledge of specific people who directly participated in the process of entering the stock market and the primary subscription of shares. This is not a form of quantitative study that explains various forms of association, statistical

regression, etc., but the conclusions of this qualitative study just open the door for the implementation of these quantitative studies.

Pettigrew (1985) highlights the “real-time” data collection in his research conducted on Imperial Chemical Industries between 1975–1983. Adding of a form of a retrospective interview enriches his research.

In the interviews it's important to focus on whether these determinants play a role in the disclosure decisions and analysing the answers in the level to confirm these literature review findings. The determinants are related with the level of information disclosed in the prospectus in terms of proprietary costs' role. If the company does not provide information, is it caused by the proprietary costs or are there any threads the management sees in litigation costs?

By conducting this literature review, it contributes to a better knowledge of the relevant theories connected with the IPO process and provide a starting point for upcoming research.

Additionally, the research incorporates analysis of relevant contemporary literature in economics, management and accounting.

5 Conclusions

The article systematically reviews literature to explore the determinants of voluntary disclosures in IPO prospectuses, focusing on several key theoretical frameworks. These frameworks provide insights into the motivations and strategies behind disclosure practices during the IPO process.

Signaling theory posits that Initial Public Offering (IPO) disclosures, particularly voluntary forward-looking information, function as signals to reduce ex-ante uncertainty and mitigate underpricing. This encompasses both quantitative and qualitative components, such as management discussion.

Agency theory proposes that disclosures mediate conflicts of interest between issuers and investors by revealing private information, thereby influencing pricing dynamics and strategic adjustments.

Proprietary cost theory: This theory is also highlighted as a dominant framework in the literature, emphasizing the balance companies must strike between transparency and protecting sensitive information that could be advantageous to competitors

Litigation risk theory, another crucial perspective, is examined to understand how the threat of legal action shapes disclosure practices. This theory posits that companies may engage in more comprehensive voluntary disclosures to mitigate the risk of future lawsuits from investors who might claim they were inadequately informed about material information at the time of the IPO.

These theories highlight the complex interplay between information asymmetry, strategic decision-making, and legal considerations in the IPO process. The

disclosure strategies adopted by firms not only aim to bridge the information gap between issuers and investors but also serve as a protective mechanism against potential legal challenges. This dual purpose of disclosure underscores the delicate balance that companies must strike between transparency and risk management during the IPO journey.

This systematic literature review focuses on articles addressing IPO prospectuses and provides insights into voluntary disclosure in relation to individual theories and methodologies and its application during IPO prospectus disclosure.

The methodologies used in the literature review include a systematic analysis of 330 articles from the Scopus database. This comprehensive approach categorizes the literature into individual groups, providing a strong basis for understanding the application of these theoretical frameworks in the IPO disclosure process.

The objective of the intended follow-up research to this literature review is to elucidate how management determines which information to include voluntarily in IPO prospectuses and to identify the motivations, incentives, and decision-making processes underlying voluntary information disclosures.

This comprehensive literature review examines the complex domain of voluntary disclosure in Initial Public Offering (IPO) prospectuses, offering a thorough analysis of the factors that influence companies' disclosure practices during this critical phase of going public.

The review explores and analyzes several key theoretical frameworks, with a particular emphasis on Signaling theory, Proprietary cost theory, Agency Theory and Litigation Risk Theory, to elucidate the underlying mechanisms driving voluntary disclosure decisions. The literature review also explores other relevant theories and empirical studies that contribute to our understanding of voluntary disclosure in IPO contexts.

By synthesizing findings from various studies and theoretical frameworks, this review aims to provide a nuanced understanding of the complex decision-making process that management undergoes when determining the extent and nature of voluntary disclosures in IPO prospectuses. It examines the various motivations and incentives that drive these decisions, including the desire to reduce information asymmetry, build investor confidence, comply with regulatory expectations, and manage litigation risks.

Furthermore, the review explores how these disclosure practices may vary across different IPO environments.

The review not only consolidates existing knowledge but also identifies gaps in the current understanding of voluntary disclosure in IPO contexts. It sets the stage for future research directions, potentially including empirical studies to test the relative importance of different factors in disclosure decisions, cross-cultural comparisons,

or investigations into the long-term impacts of IPO disclosure strategies on company performance and investor relations.

In conclusion, this literature review provides a solid foundation for researchers, practitioners, and policymakers interested in understanding the complex dynamics of voluntary disclosure in IPO prospectuses. It offers valuable insights into the theoretical underpinnings, practical considerations, and potential implications of disclosure practices, paving the way for further advancements in this important area of corporate finance and information transparency.

References

- Aghamolla, C., & Guttman, I. (2021). Strategic timing of IPOs and disclosure: A dynamic model of multiple firms. *Accounting Review*, 96(3), 27–57. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0537>
- Alidarous, M. (2024). What effect does the mandatory adoption of IFRS have on the decision to withdraw an IPO? *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*. <https://doi.org/10.1080/16081625.2024.2387577>
- Allee, K. D., Christensen, T. E., Graden, B. S., & Merkley, K. J. (2021). The genesis of voluntary disclosure: An analysis of firms' first earnings guidance. *Management Science*, 67(3), 1914–1938. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2019.3514>
- Alon, I., & Elango, B. (2018). Franchising and initial public offering: A signaling perspective. *International Journal of Retail and Distribution Management*, 46(11–12), 1193–1208. <https://doi.org/10.1108/IJRDM-10-2017-0240>
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1–3), 3–30. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2)
- Bagnoli, C., & Redigolo, G. (2016). Business model in IPO prospectuses: Insights from Italian Innovation Companies. *Journal of Management and Governance*, 20(2), 261–294. <https://doi.org/10.1007/s10997-015-9325-1>
- Basu, S., Krishnan, J., Lee, J. E., & Zhang, Y. (2018). Economic determinants and consequences of the proactive disclosure of internal control weaknesses and remediation progress in IPOs. *Auditing*, 37(4), 1–24. <https://doi.org/10.2308/AJPT-51876>
- BC, B., & Liu, B. (2022). Non-GAAP measure disclosure and insider trading incentives in high-tech IPO firms. *Accounting Research Journal*, 35(4), 526–542. <https://doi.org/10.1108/ARJ-01-2021-0016>
- Bell, E., Bryman, A., & Harley, B. (2019). *Business research methods* (Fifth edition). Oxford University Press.

- Black, E. L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4(1), 40.
- Blankespoor, E., Hendricks, B. E., & Miller, G. S. (2023). The Pitch: Managers' Disclosure Choice during Initial Public Offering Roadshows. *Accounting Review*, 98(2), 1–29. <https://doi.org/10.2308/TAR-2020-0133>
- Bochkay, K., Chychyla, R., Sankaraguruswamy, S., & Willenborg, M. (2018). Management disclosures of going concern uncertainties: The case of initial public offerings. *Accounting Review*, 93(6), 29–59. <https://doi.org/10.2308/accr-52027>
- Boone, A. L., Floros, I. V., & Johnson, S. A. (2016). Redacting proprietary information at the initial public offering. *Journal of Financial Economics*, 120(1), 102–123. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.016>
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 72(3), 323.
- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21–40. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00037>
- Boulton, T. J., & Shank, C. A. (2024). Terror threat and investor sentiment: International evidence. *Global Finance Journal*, 59. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100921>
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R-Squared in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83–115. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(99\)00023-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(99)00023-3)
- Cazavan-Jeny, A., & Jeanjean, T. (2007). Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses: An empirical analysis. *Review of Accounting and Finance*, 6(2), 131–149. <https://doi.org/10.1108/14757700710750810>
- Chen, X., Wang, J., & Wu, X. (2022). Do the outstanding comments of regulatory reviewers for approved IPOs serve as a valuation signal for investors? *China Journal of Accounting Studies*, 10(2), 147–173. <https://doi.org/10.1080/21697213.2022.2091063>
- Cheng, M., Zhang, Y., & Zhao, M. (2025). The role of equity underwriters in shaping corporate disclosure: The role of equity underwriters in shaping corporate disclosure: M. Cheng et al. *Review of Accounting Studies*, 30(1), 247–286. <https://doi.org/10.1007/s11142-023-09817-1>

- Cho, M., Choi, S., Kim, S., & Lee, W.-J. (2024). Length of IPO Prospectus and Individual Investors' Demand for IPO Shares. *Accounting Horizons*, 38(4), 71–83. <https://doi.org/10.2308/HORIZONS-2021-024>
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 39–67. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Cordazzo, M. (2007). Intangibles and Italian IPO prospectuses: A disclosure analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 8(2), 288–305. <https://doi.org/10.1108/14691930710742853>
- Cotter, J., Lokman, N., & Najah, M. M. (2011). Voluntary disclosure research: Which theory is relevant? *Journal of Theoretical Accounting Research*, 6(2), 77–95.
- Dambra, M., Schonberger, B., & Wasley, C. (2024). Creating visibility: Voluntary disclosure by private firms pursuing an initial public offering. *Review of Accounting Studies*, 29(3), 2468–2517. <https://doi.org/10.1007/s11142-023-09763-y>
- De Franco, G., Kothari, S. p., & Verdi, R. S. (2011). The Benefits of Financial Statement Comparability. *Journal of Accounting Research (John Wiley & Sons, Inc.)*, 49(4), 895–931. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00415.x>
- Depoers, F., & Jeanjean, T. (2012). Determinants of Quantitative Information Withholding in Annual Reports. *European Accounting Review*, 21(1), 115–151. <https://doi.org/10.1080/09638180.2010.493669>
- Ditton, J. R. (1977). *Part-Time Crime: An Ethnography of Fiddling and Pilferage* (1st ed. 1977). Palgrave Macmillan UK. <https://doi.org/10.1007/978-1-349-03205-1>
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of Nonproprietary Information. *Journal of Accounting Research (Wiley-Blackwell)*, 23(1), 123–145. <https://doi.org/10.2307/2490910>
- Ertimur, Y., Sletten, E., & Sunder, J. (2014). Large shareholders and disclosure strategies: Evidence from IPO lockup expirations. *Journal of Accounting and Economics*, 58(1), 79–95. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.06.002>
- Esmer, B., Ozel, N. B., & Sridharan, S. A. (2023). Disclosure and Lawsuits Ahead of Initial Public Offerings. *Accounting Review*, 98(2), 123–147. <https://doi.org/10.2308/TAR-2020-0587>

- Hand, J. R. M. (2005). The Value Relevance of Financial Statements in the Venture Capital Market. *Accounting Review*, 80(2), 613–648. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.613>
- Hanley, K. W., & Hoberg, G. (2010). The Information Content of IPO Prospectuses. *Review of Financial Studies*, 23(7), 2821–2864. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq024>
- Hartnett, N. (2006). Management disclosure bias and audit services. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 26(4), 369–390. <https://doi.org/10.1007/s11156-006-7438-y>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hearn, B. (2013). The institutional determinants of IPO firm prospectus length in a developing context: A research note. *Research in International Business and Finance*, 27(1), 52–65. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2012.06.001>
- Hickman, L. E. (2020). Information asymmetry in CSR reporting: Publicly-traded versus privately-held firms. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1), 207–232. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2018-0333>
- Hope, O.-K. (2003). Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 10(2), 117–141. <https://doi.org/10.1080/16081625.2003.10510622>
- Howard, M. D., Kolb, J., & Sy, V. A. (2021). Entrepreneurial identity and strategic disclosure: Founder CEOs and new venture media strategy. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 15(1), 3–27. <https://doi.org/10.1002/sej.1372>
- Jones, D. A., & Wallace, W. A. (2005). Existing Disclosure Challenges of IPO Allocations: A Research Report. *Research in Accounting Regulation*, 18(C), 107–126. [https://doi.org/10.1016/S1052-0457\(05\)18005-9](https://doi.org/10.1016/S1052-0457(05)18005-9)
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Whalen, D. J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting & Public Policy*, 26(4), 497–522. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2007.05.003>
- Kaplan, S. E., Taylor, G. K., & Williams, D. D. (2020). The effects of the type and content of audit reports for financially stressed initial public offerings on information uncertainty. *Auditing*, 39(1), 125–150. <https://doi.org/10.2308/ajpt-52561>

- Khan, M. A., & bin Zakaria, M. R. (2020). An analysis on the legal framework for disclosure in prospectus and the standard of disclosure in determining takeovers and mergers activities post IPO. *International Journal of Business & Society*, 21, 19–31.
- Kooli, M., & Suret, J.-M. (2003). HOW COST-EFFECTIVE ARE Canadian IPO Markets? *Canadian Investment Review*, 16(4), 20.
- Kothari, S. P., Wysocki, P. D., & Shu, S. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research (Wiley-Blackwell)*, 47(1), 241–276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- Kumar, P., Langberg, N., & Sivaramakrishnan, K. (2016). Voluntary Disclosure with Informed Trading in the IPO Market. *Journal of Accounting Research*, 54(5), 1365–1394. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12133>
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1997). The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings. *Journal of Finance*, 52(5), 1823–1850. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02743.x>
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs? *Review of Financial Studies*, 15(2), 413–443. <https://doi.org/10.1093/rfs/15.2.413>
- Lowry, M., Michaely, R., & Volkova, E. (2020). Information revealed through the regulatory process: Interactions between the sec and companies ahead of their IPO. *Review of Financial Studies*, 33(12), 5510–5554. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa007>
- Manzi, M. A., Sanseverino, A., Carbone, E., & Kunz, A. (2024). What use of proceeds do family IPOs signal? The influence of family generational stage and family CEO. *Journal of Family Business Management*. <https://doi.org/10.1108/JFBM-07-2024-0159>
- McGuinness, P. B. (2014). IPO firm value and its connection with cornerstone and wider signalling effects. *Pacific Basin Finance Journal*, 27(1), 138–162. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.02.003>
- Meluzin, T., Zinecker, M., Balcerzak, A. P., & Pietrzak, M. B. (2018). Why Do Companies Stay Private? Determinants for IPO Candidates to Consider in Poland and the Czech Republic. *Eastern European Economics*, 56(6), 471–503. <https://doi.org/10.1080/00128775.2018.1496795>
- Meluzin, T., Zinecker, M., Balcerzak, A. P., & Pietrzak, M. B. (2018). Why Do Companies Stay Private? Determinants for IPO Candidates to Consider in Poland

- and the Czech Republic. *Eastern European Economics*, 56(6), 471–503. <https://doi.org/10.1080/00128775.2018.1496795>
- Mitchell, J. C. (1983). Case and Situation Analysis. *The Sociological Review*, 31(2), 187–211. <https://doi.org/10.1111/j.1467-954X.1983.tb00387.x>
- Mitchell, J., Izan, H. Y., & Lim, R. (2006). Australian On-Market Buy-Backs: An Examination of Valuation Issues. *Multinational Finance Journal*, 10(1–2), 43–79. <https://doi.org/10.17578/10-1/2-2>
- Pawliczek, A., Skinner, A. N., & Zechman, S. L. C. (2024). Signing Blank Checks: The Roles of Disclosure and Reputation in the Face of Limited Information. *Accounting Review*, 99(2), 395–419. <https://doi.org/10.2308/TAR-2021-0631>
- Pencle, N., & Mălăescu, I. (2016). What's in the words? Development and validation of a multidimensional dictionary for csr and application using prospectuses. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 13(2), 109–127. <https://doi.org/10.2308/jeta-51615>
- Pettigrew, A. M. (with Imperial Chemical Industries). (1985). *The awakening giant: Continuity and change in imperial chemical industries*. Blackwell.
- Prencipe, A. (2004). Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: Evidence from Italian listed companies. *European Accounting Review*, 13(2), 319–340. <https://doi.org/10.1080/0963818042000204742>
- Qiu, Y., Magnan, M., & Zhang, S. (2023). Competitive threat and strategic disclosure during the IPO quiet period. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 60(1), 375–416. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01098-0>
- Raykov, P. (2019). Analytical Aspects of Financial Statements. *IDES*, 1, 1–10.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review*, 73(4), 459.
- Shi, C., Pukthuanthong, K., & Walker, T. (2013). Does disclosure regulation work? Evidence from international ipo markets. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 356–387. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01158.x>
- Singh, I., & Van der Zahn, J.-L. W. M. (2008). Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting & Business Research (Wolters Kluwer UK)*, 38(5), 409–431. <https://doi.org/10.1080/00014788.2008.9665774>
- Suijs, J. (2005). Voluntary Disclosure of Bad News. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7/8), 1423–1435. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00634.x>

Tranfield, D., Denyer, D., & Smart, P. (2003). Towards a Methodology for Developing Evidence-Informed Management Knowledge by Means of Systematic Review. *British Journal of Management*, 14(3), 207–222. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00375>

Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting & Economics*, 5(3), 179–194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

Verrecchia, R. E. (1990). Endogenous Proprietary Costs Through Firm Interdependence. *Journal of Accounting & Economics*, 12(1–3), 245–250. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90049-A](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90049-A)

Wang, K., & Iqbal, Z. (2006). Auditor choice, retained ownership, and earnings disclosure for IPO firms: Further evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 2(3), 220–240. <https://doi.org/10.1108/17439130610676484>

Westfall, T. J., & Myring, M. (2022). Are voluntary internal control weakness disclosures in initial public offerings associated with managerial ability and subsequent financial reporting quality? *Advances in Accounting*, 59, 100617. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2022.100617>

Wyatt, A. (2014). Is there useful information in the “use of proceeds” disclosures in IPO prospectuses? *Accounting and Finance*, 54(2), 625–667. <https://doi.org/10.1111/acfi.12013>

Yost, B. P. (2023). Do tax-based proprietary costs discourage public listing? *Journal of Accounting and Economics*, 75(2–3). <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101553>

Yu, X., Tsang, A., Wu, Y., & Leng, Z. (2024). Stock exchange oversight and investor quotes: Evidence from initial public offering comment letters in China. *British Accounting Review*, 56(5). <https://doi.org/10.1016/j.bar.2024.101361>

APPENDIX 1:

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Stock exchange oversight and investor quotes: Evidence from initial public offering comment letters in China	- The paper investigates the role of comment letters in the IPO process on China's STAR Market, focusing on their impact on regulatory oversight and information disclosure. - It categorizes comment letter questions into two types: those related to regulatory oversight pressure and those aimed at improving factual disclosure. - The study finds that increased comment letter questions enhance the quality of information disclosed by firms, which in turn influences institutional investors' willingness to participate in IPOs. - The findings support the notion that effective comment letters can reduce information asymmetry and promote market confidence.	- The study employs a two-stage regression model to address endogeneity concerns in the analysis of IPO review intensity and investor behavior . - It utilizes instrumental variable approaches to mitigate biases from unobserved variables affecting the regression results . - The research classifies comment letters by function and content using latent Dirichlet allocation (LDA) to analyze their impact on investor decision-making . - Data is manually collected from issuance announcements and sourced from the WIND or Choice database for empirical analysis . - The study investigates the relationship between IPO review intensity and institutional investors' quotes through statistical analysis of comment letter data .	The theoretical foundation of the article revolves around the role of comment letters in improving information disclosure and exerting regulatory oversight, which in turn influences institutional investor behavior during the IPO process.
Do tax-based proprietary costs discourage public listing?	- The paper investigates the impact of tax-related disclosures, specifically FIN 48, on firms' decisions to go public or private, focusing on tax aggressive firms. - It finds that the enactment of FIN 48 led to increased scrutiny from the IRS, which firms anticipated would affect their public listing decisions. - The study utilizes an extended sample of IPO filings from 2004Q3 to 2012Q2 to analyze the relationship between tax aggressiveness and IPO activity. - The findings suggest that tax-based proprietary	- The paper employs entropy balancing to reweight control firms to match treatment firms, as detailed in Table OA1. - It analyzes the impact of FIN 48 disclosures on tax-aggressive firms' propensity to go private. - Control variables include firm size, book-to-market value, return on assets, leverage, liquidity, and more. - The study investigates the influence of tax-based proprietary costs on public firms' decisions to go private. - The research utilizes a comparative analysis of	The theoretical framework used in this paper is based on the idea that public disclosures can give rise to tax-based proprietary costs, where the tax authority uses the information to determine where to allocate enforcement resources and/or aid in negotiations with taxpayers.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
	costs discourage public listings, particularly for firms with substantial foreign operations.	mean values before and after applying entropy balancing.	
Is there useful information in the 'use of proceeds' disclosures in IPO prospectuses?	- The study investigates the relevance of 'use of proceeds' disclosures in IPO prospectuses, categorizing them by purpose (growth, production, financing) and amount committed. - It finds that these disclosures provide incremental information for predicting IPO underpricing, firm survival, and investors' evaluations of prospects and risks. - The research highlights that firm size and growth objectives at the listing date influence early operating performance, with varying impacts across different disclosure categories over time. - Overall, the findings suggest that detailed 'use of proceeds' disclosures enhance the understanding of IPO outcomes.	- The paper employs a binary Gompit regression to analyze IPO survival based on 'use of proceeds' disclosures. - It develops a classification of 'use of proceeds' disclosures to capture information on purpose and asset commitment. - The study examines correlations between 'use of proceeds' categories and independent variables, including firm age and offer amount. - Regression diagnostics and influence statistics are used to identify and remove outliers from the data. - The analysis tests the incremental information provided by 'use of proceeds' disclosures relative to other available information.	The theoretical framework used in this paper is based on information asymmetry and the signaling role of the "use of proceeds" disclosure in IPO prospectuses.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Are voluntary internal control weakness disclosures in initial public offerings associated with managerial ability and subsequent financial reporting quality?	- The study investigates the determinants and implications of voluntary internal control weakness (ICW) disclosures by initial public offering (IPO) registrants. - It finds that such disclosures are linked to increased management credibility, particularly when a new CEO is hired, leading to higher IPO offer prices. - However, registrants that disclose ICWs may face adverse SOX 404 auditor opinions and negative market reactions if subsequent material weaknesses arise. - Overall, the research highlights the complex relationship between voluntary disclosures, financial reporting quality, and investor perceptions in the IPO context.	- The paper employs seemingly unrelated estimation (SUEST) to analyze three groups of financial reporting quality. - SUEST allows for cross-testing hypotheses without assuming equal residual variance among groups. - The analysis includes testing the significance of control variables across multiple degrading financial reporting quality groups. - Descriptive statistics are used to assess the relationship between various factors and IPO offer prices. - The paper also discusses voluntary internal control weaknesses (ICW) disclosures and their implications for financial reporting.	The theoretical framework used in this paper is based on disclosure credibility and management's incentives to build credibility with investors and underwriters. The paper draws on theories and concepts from prior literature on disclosure credibility, information asymmetry, and agency costs to explain IPO management's incentives to voluntarily disclose internal control weaknesses.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Auditor choice, retained ownership, and earnings disclosure for IPO firms: Further evidence	- The research investigates the signaling mechanisms in Initial Public Offerings (IPOs), focusing on retained ownership, auditor choice, and earnings forecasts, using a less restrictive sample and additional empirical tests. - It finds that auditor reputation and retained ownership are not substitutes; as firm risk increases, entrepreneurs tend to retain higher ownership to signal firm value. - The study concludes that positive earnings disclosure before an IPO does not significantly relate to retained ownership. - The findings are particularly relevant for firms planning to go public, emphasizing the evaluation of information systems for signaling firm value.	- The study employs single equations as the baseline approach for estimating three models related to IPO signaling mechanisms . - Rank regression is utilized to analyze the influences of firm risks on auditor choice, audit fee, and retained ownership . - General least squares regressions are run on ranked variables to test the impact of firm risk . - Simultaneous equations are applied to examine the joint determination of retained ownership, audit fee, and auditor demand . - The research relaxes sample restrictions to include firms with one year of pre-IPO earnings data for broader representation . - The study also incorporates a larger sample of IPOs from 1998 to 2004 to enhance generalizability .	The key theoretical framework used in this paper is the signaling theory of information asymmetry in the IPO market, as outlined in the work of Leland and Pyle (1977), Hughes (1986), and Datar et al. (1991). The article is based on the theory that IPO signaling mechanisms, such as retained ownership, auditor choice, and earnings disclosure, are jointly determined and not isolated. This means that these signals are interrelated and collectively provide information about a firm's risk and value in a way that minimizes the overall cost of signaling.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Does disclosure regulation work? Evidence from international ipo markets	- The study investigates the relationship between mandatory disclosure regulation and IPO underpricing using a sample of 6,025 IPOs from 34 countries between 1995 and 2002. - It finds a significant negative association, indicating that stricter disclosure requirements reduce information asymmetry and consequently lower IPO underpricing. - The effect of disclosure regulation is moderated by the level of capital market integration, with less pronounced impacts in more integrated markets. - The findings highlight the importance of mandatory disclosure as a corporate governance mechanism in primary markets.	- The paper employs a two-stage least squares regression to control for endogenous listing decisions. - It uses weighted least squares regression to address unbalanced sample distribution across countries. - The study categorizes bookbuilding IPOs based on underwriter engagement and investor targeting. - A multinomial logit regression is utilized for analyzing firm choices among pricing methods. - Sensitivity checks are conducted to ensure robustness against omitted variable bias and model specifications. - The analysis includes a unique international IPO sample from 34 countries over a period from 1995 to 2002.	The article is based on theories related to information asymmetry in IPO markets. It posits that the degree of underpricing in IPOs is positively associated with the extent of information asymmetry. This means that when there is more uncertainty or lack of information about a company, the initial offering price tends to be lower to attract investors.
Competitive threat and strategic disclosure during the IPO quiet period	- The study examines rival firms' disclosure behavior during an IPO candidate's quiet period, revealing strategic communication to preempt competition. - Identified rivals disclose more positive information during the quiet period, reversing their tone afterward. - This behavior is driven by concerns over product market competition, impacting the IPO candidate negatively while benefiting rivals. - The findings suggest that quiet period regulations can be exploited by rivals to influence market dynamics. - The research contributes to understanding how rivals strategically adjust disclosures in response to IPOs.	- The study examines press releases issued by identified rivals to assess voluntary disclosure behavior during the IPO quiet period. - It analyzes the tone of disclosures, focusing on positive information released by rivals. - The research employs a regression model to analyze changes in disclosure tone related to industry competition and macroeconomic factors. - Descriptive statistics are provided for disclosure variables, aggregating article-level measures at the firm-day level. - The study utilizes data from the Hoberg-Phillips Data Library to measure product market fluidity.	The theoretical framework used in this paper is the strategic disclosure literature, which examines how firms alter their disclosure behavior to gain strategic benefits and negatively affect their competitors.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
What's in the words? Development and validation of a multidimensional dictionary for csr and application using prospectuses	- The paper develops a content analytic dictionary for corporate social responsibility (CSR) using computer-aided text analysis (CATA) - It validates the dictionary in the context of U.S. IPOs from 2011 to 2013 - The research identifies four dimensions of CSR that predict IPO size and underpricing - It emphasizes the importance of CSR disclosures for stakeholders and corporate performance - The findings contribute to understanding CSR's role in financial contexts and corporate reporting	- The paper develops a content analytic dictionary using computer-aided text analysis (CATA) to measure CSR dimensions - CAT Scanner software is utilized for content analysis, allowing customization of dictionaries - The methodology includes generating inductive wordlists and cleaning text files for better data validity - The CSR dictionary is applied to IPO prospectuses over three years to predict IPO pricing components - The research validates the dictionary in the context of U.S. IPOs from 2011 to 2013	The research is informed by stakeholder theory, which suggests that firms disclose CSR information to meet the expectations of various stakeholders, thereby enhancing their legitimacy and reputation in the market
Signing Blank Checks: The Roles of Disclosure and Reputation in the Face of Limited Information	- The paper examines how disclosure and manager reputation influence capital raised in SPACs with no commercial substance - It finds that disclosure remains valuable to investors despite high uncertainty - Manager reputation, particularly celebrity status, positively impacts capital raised - The study highlights the limited nature of S-1 disclosures in SPACs compared to traditional IPOs - Overall, the findings suggest that both disclosure and reputation are crucial for investment decisions in SPACs	- The paper employs textual analysis to capture underlying content in SPAC disclosures - It examines SPAC IPOs from 2019 to 2021, analyzing 414 parseable S-1s - The study assesses the specificity of disclosures, measuring named entities in S-1 filings - It compares SPAC and traditional IPO S-1s to identify differences in disclosure practices - The research investigates the influence of manager reputation on capital raised in SPACs	The paper does not appear to use a specific theoretical framework, but rather takes an empirical approach to examining the role of disclosure and manager reputation in SPAC IPOs, which are a unique setting compared to traditional IPOs.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Why Do Companies Stay Private? Determinants for IPO Candidates to Consider in Poland and the Czech Republic	- The paper surveys CFOs in the Czech Republic and Poland regarding their reluctance to pursue IPOs .- Key reasons against IPOs include information disclosure and loss of control .- Czech CFOs prioritize IPO-related time and costs as major obstacles .- Polish CFOs are more opportunistic about IPO timing compared to their Czech counterparts .- Internal financing is preferred over external equity due to satisfaction with available funds .	- The study employs a comparative analysis of scientific literature and primary data collection through an original survey . - Primary data was gathered via a survey targeting CFOs in the Czech Republic and Poland . - Statistical methods were utilized to analyze the collected data . - Surveys measure beliefs of managers, although they may not reflect actual actions . - The sample consisted of 65 completed surveys from CFOs at nonpublic companies . - The research methodology is grounded in corporate finance-oriented academic literature .	One of the key theoretical frameworks discussed is the trade-off theory. This theory suggests that going public is a strategic tool to achieve an optimal capital structure and lower the cost of capital when a company reaches a certain point in its life cycle
IPO firm value and its connection with cornerstone and wider signalling effects	- The study investigates cornerstone investor agreements in Hong Kong IPOs and their impact on initial IPO value . - Cornerstone investments are linked to higher market-to-book and Tobin's Q multiples during the first 30 days of listing . - Stronger post-listing earnings growth is observed in cornerstone-invested entities . - The research highlights the dual-tranche structure of IPOs and its effects on retail investor allocations . - Findings suggest that cornerstone agreements serve as significant signals of IPO value .	- The study employs Least Squares regression to analyze market-to-book and Tobin's Q multiples based on IPO pricing . - It examines cornerstone investor agreements and their impact on IPO value in the Hong Kong market . - The research investigates the dual-tranche allocation mechanism mandated by HKEx for IPOs . - The paper assesses the relationship between retail investor allocations and valuation multiples . - It analyzes the effects of international investor participation and voluntary secondary offers on firm value .	The paper is based on signaling theory, which posits that cornerstone investor agreements serve as important signals of IPO value, influencing perceptions of the issuer's intrinsic value in the market.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
What use of proceeds do family IPOs signal? The influence of family generational stage and family CEO	- The study investigates the relationship between family generational stage and IPO proceeds disclosure in family businesses (FBs) . - It highlights the moderating role of the family CEO in this relationship . - Findings indicate that later generational stages positively influence investment disclosures while negatively affecting recapitalization and general corporate purposes . - The research contributes to understanding FBs' signaling strategies during IPO preparations . - It provides practical insights for family entrepreneurs on effective communication strategies for IPOs .	- The study analyzed family IPOs on the Milan Stock Exchange from 2000-2020, using a hand-collected dataset from IPO prospectuses . - Data retrieval focused on the intended use of IPO proceeds, financial, and governance information from 380 firms . - The sample was narrowed to 288 IPOs after excluding financial firms and those with missing data . - Family businesses were classified based on family ownership and board involvement criteria . - The intended use of IPO proceeds was categorized into general corporate purposes, investment, and debt repayment . - Logit regression was employed to test the hypotheses regarding the intended use of IPO proceeds .	The article is primarily based on signalling theory. This theory is used to explore how family businesses (FBs) communicate their intentions and characteristics to the market, particularly during the Initial Public Offering (IPO) process
Information revealed through the regulatory process: Interactions between the sec and companies ahead of their IPO	- The paper analyzes SEC communications with firms before IPOs using LDA and KL divergence techniques . - It finds that SEC concerns align with their mandate, prompting increased prospectus disclosures . - Revenue recognition emerges as the primary concern, linked to negative post-IPO outcomes . - The regulator's role enhances transparency but causes delays in the IPO process . - The study contributes to the literature on regulatory impact and information disclosure .	- The paper employs machine learning algorithms to identify topics and their economic meanings . - It utilizes two distinct sets of LDA analyses combined with Kullback-Leibler divergence . - The methodology ensures objectivity in categorizing SEC letters without human input . - The analysis focuses on the SEC's stated mandate regarding prospectus disclosures . - The approach is applicable to various financial documents with standard structures .	The key theoretical elements are theories of information asymmetry and uncertainty in IPOs, the article is based on the theory that regulatory intervention, particularly by the SEC, plays a crucial role in the information production process during a company's IPO. This theory suggests that more regulatory intervention leads to more accurate and less biased information being disclosed by firms,

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
			countering the tendency of companies to present an overly positive picture in the absence of external monitoring.
Voluntary Disclosure with Informed Trading in the IPO Market	- The paper examines voluntary disclosure and capital investment in IPOs with informed and uninformed investors . - Disclosure is more forthcoming when a greater fraction of investors is informed . - Managers disclose more information when the likelihood of information events is higher . - The study highlights a tradeoff between strategic nondisclosure and higher issue prices . - Investment efficiency is lower when more investors are informed . - The findings contribute to understanding the dynamics of corporate disclosures and market behavior .	- The paper develops a disclosure equilibrium model considering both informed and uninformed investors in IPOs . - It analyzes the tradeoff between voluntary disclosures and strategic non-disclosure by managers . - The study examines how the mass of informed investors affects disclosure and investment efficiency . - The model allows for both exogenous and endogenous determination of informed investors through costly information acquisition . - The paper utilizes theoretical frameworks to explore the implications of information asymmetry in IPO settings .	The article is based on theories related to voluntary disclosure and informed trading in the context of Initial Public Offerings (IPOs). It explores how informed managers and investors interact in the IPO market, particularly focusing on the effects of voluntary disclosure by managers who have private information about their firms' economic prospects

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
An analysis on the legal framework for disclosure in prospectus and the standard of disclosure in determining takeovers and mergers activities post IPO	- The paper investigates the information needed by investors to predict takeovers and mergers post-initial public offering (IPO) . - It analyzes the legal framework and disclosure requirements in Malaysia's capital market . - The study emphasizes the importance of adequate disclosure for informed investment decisions . - It concludes that current regulations provide certainty for investors regarding future takeovers and mergers .	- The paper analyzes the Malaysian capital market laws and regulations regarding disclosure requirements for IPOs . - It investigates the relevant information needed for predicting takeovers and mergers post-IPO . - The study evaluates the standard of disclosure required in IPO prospectuses . - It examines the capital market regulations to ensure investor protection and informed decision-making . - The research discusses the guidelines for electronic prospectus offerings and investor safeguards .	The article is grounded in the theory that effective disclosure in IPO prospectuses is essential for market transparency and investor decision-making, particularly concerning future corporate activities like takeovers and mergers.
The effects of the type and content of audit reports for financially stressed initial public offerings on information uncertainty	- The paper investigates the informativeness of audit reports for financially stressed firms, focusing on different report types and disclosures . - It finds that hybrid audit reports and going concern audit reports reduce information uncertainty in the market . - The authors argue that current audit opinions may lack sufficient variation to convey useful information . - The study highlights the significance of explanatory language in audit reports and its impact on financial statement restatements . - Overall, the research emphasizes the need for more informative audit reports to better serve financial statement users .	- The paper employs propensity score matching (PSM) to create a subsample of firms for analysis . - Robustness checks were conducted by altering the sample and redefining variables . - The study examines the association between audit report types and information uncertainty in distressed IPOs . - The sample selection includes distressed IPOs from the 2014-2017 period, highlighting trends in audit reports .	The article is grounded in the theory that audit report types and their content play a crucial role in shaping market perceptions and reducing information uncertainty for financially stressed IPO firms.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Existing Disclosure Challenges of IPO Allocations: A Research Report	- The paper examines disclosure practices related to preferential share allocations during IPOs, particularly "friends and family shares" . - It highlights the lack of transparency in current disclosure practices regarding IPO allocations . - The research indicates that existing regulations do not adequately reveal the extent of preferential allocations . - The study suggests that political visibility and privacy concerns hinder full disclosure practices .	- The paper investigates disclosure practices related to preferential share allocations during IPOs through systematic inquiry and analysis of existing regulations . - It explores the transparency of "friends and family shares" using public information and regulatory frameworks . - The research examines the nature of conflicts of interest in IPO share allotments through newspaper accounts and legal allegations . - The study suggests potential improvements in disclosure practices and regulatory policies to enhance transparency in IPO allocations .	The article is primarily based on the theory of disclosure and transparency in financial markets. It investigates whether current disclosure practices make the IPO process, particularly involving "friends and family shares," transparent. This theoretical framework is crucial for understanding how information asymmetry can affect market fairness and investor trust
Length of IPO Prospectus and Individual Investors' Demand for IPO Shares	- The study examines the impact of IPO prospectus length on individual investors' demand for stocks . - It highlights a regulatory change requiring additional disclosures in prospectuses . - Findings suggest longer prospectuses can increase investor demand by providing more information . - The research indicates a trade-off between the costs and benefits of lengthy reports . - Overall, longer reports may enhance investor participation rather than discourage it .	- The study analyzes IPO prospectuses filed in the Data Analysis, Retrieval, and Transfer System (DART) and the DataGuide database . - It disaggregates prospectus length into subsections to assess regulatory changes' effects . - The research employs cross-sectional tests to evaluate the impact on hard-to-value firms . - Oversubscription rates serve as a proxy for individual investors' demand for IPO stocks . - The study compares descriptive statistics of variables across preregulation and postregulation periods . - The analysis includes a review of the regulatory change requiring additional disclosures in IPO prospectuses .	The article is based on the theory that lengthy corporate reports, while often considered difficult to process, can actually be beneficial if they contain additional valuable information. This is particularly relevant in the context of IPO prospectuses, where the scarcity of other public information sources makes the prospectus a critical document for investors

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
The role of equity underwriters in shaping corporate disclosure	- The paper examines the impact of Lehman Brothers' collapse on client disclosures and market liquidity . - Increased voluntary disclosures by Lehman clients mitigated adverse liquidity effects post-collapse . - Clients with stronger ties to Lehman showed more significant disclosure increases . - The study highlights the informational role of equity underwriters beyond the IPO period .	- The paper employs an entropy balancing method to ensure similar firm characteristics between Lehman and non-Lehman clients. - It utilizes fixed effects to control for unobserved firm characteristics and time effects. - The study generates indicator variables to analyze clients' abnormal returns following Lehman's collapse. - Regression models are applied using weights from the entropy balancing procedure. - The research examines the relationship strength between client firms and Lehman using various proxies. - The paper analyzes voluntary disclosures of Lehman clients relative to other underwriters.	The article is based on the theory that equity underwriters play a significant informational role in shaping corporate disclosures.
Do the outstanding comments of regulatory reviewers for approved IPOs serve as a valuation signal for investors?	- The paper examines the impact of outstanding comments on IPO companies' long-term stock performance, revealing negative valuation signals .- - Approved IPO companies with outstanding comments perform significantly worse than those without, both pre- and post-listing .- - Investors, especially institutions, react negatively to outstanding comments around the listing date .- - The study suggests improved IPO disclosures by regulators to enhance investor protection and information transparency .	- The paper employs an empirical model to analyze insider trading and excess returns from IPOs . - It uses the natural logarithm of patent applications to measure post-IPO innovation performance . - The study examines the impact of outstanding comments on post-IPO performance through regression analysis . - Data collection includes hand-collected hearing questions and outstanding comments from the CSRC website . - The research also analyzes the proportion of shares sold by executives post-IPO .	The article explores the theory that outstanding comments from regulatory reviewers on approved IPOs may serve as valuation signals for investors.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Entrepreneurial identity and strategic disclosure: Founder CEOs and new venture media strategy	- The paper explores the impact of founder CEOs on firm media strategy and IPO outcomes. - It utilizes natural language processing to analyze 76,883 press releases from 2,276 firms. - Findings indicate that positive media messaging by founder CEOs enhances IPO likelihood. - The research contributes to understanding the role of leadership in strategic communication.	- The paper employs natural language processing and textual analysis on 76,883 press releases from 2,276 US VC-backed firms . - Generalized linear models with a negative binomial distribution were used to predict press releases and positive terms . - Instrumental variable analysis was conducted using the "ivreg2" command in Stata for efficient coefficient estimates . - The study utilized survival analysis in combination with panel data to model the effects of founder CEOs on media strategy . - Control variables included negative terms, cumulative patents, and cumulative forward citations to account for firm characteristics .	The article builds on the concepts of entrepreneurial identity and strategic disclosure. It explores how founder CEOs influence media strategy and how this impacts the likelihood of a new venture achieving an IPO. The paper addresses the challenge of information asymmetry faced by entrepreneurial firms. It discusses various strategies to resolve this asymmetry, such as aligning with prominent venture capital investors, having prestigious board members, and leveraging the legitimacy of the top management team.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Analyst following and the influence of disclosure components, IPOs and ownership concentration	- The paper investigates factors influencing analyst following using an international sample, highlighting the importance of firm disclosure . - Analyst following is more strongly associated with note disclosure than basic financial statements . - The study finds greater analyst following in active IPO markets, indicating potential for future revenues . - It also reveals a negative relationship between analyst following and firm ownership concentration, altering the agency problem dynamics . - Overall, the research emphasizes the varying significance of different disclosure types for analysts .	- The paper employs a multi-country sample to analyze variations in analyst following . - It utilizes simultaneous estimation of analyst following and disclosure levels using 3SLS . - The study tests hypotheses through benchmark tests, including various models . - The research includes control variables such as firm size and industry membership . - Empirical results are presented in sections dedicated to the analysis of the data . - The paper discusses the economic significance of results while acknowledging the endogenous nature of disclosures . - The methodology includes one-sided and two-sided p-values for statistical testing . - The study reviews prior research to contextualize its findings on analyst following .	The article is based on the theory of information dispersal, which suggests that firms with wider analyst following are more valuable because investors rely on brokers to learn about investment options.
Information asymmetry in CSR reporting: publicly-traded versus privately-held firms	- The paper investigates motivations behind CSR report publication, focusing on information asymmetry between firms and owners .- Public firms are more likely to publish CSR reports than private firms, indicating a significant difference in reporting behavior .- The study finds that public firms follow GRI guidelines more frequently, enhancing report quality for investors .- Private firms facing greater information asymmetry behave similarly to public firms in CSR reporting .- The findings are relevant for private firm managers considering IPOs, highlighting CSR's role in investor communication .	- The study uses a natural experiment contrasting CSR reporting of private and public firms to assess information asymmetry's impact . - Logistic regression models the likelihood of firms publishing CSR reports based on various influencing characteristics . - Firms were matched based on SIC codes, with revenues as a secondary criterion for matching . - The analysis includes controls for customer importance, employee importance, and environmental sensitivity . - Firm visibility and size are also included as variables in the regression analysis . - The dependent variable indicates whether a firm published a CSR report during 2013-2014 . - The study examines report quality through adherence to GRI guidelines .	The article discusses how legitimacy theory is used to understand the motivations behind CSR reporting. Stakeholder theory is also a significant part of the article's framework. It posits that firms engage in CSR reporting to address the interests and expectations of various stakeholder groups, including employees, communities, and environmental stakeholders.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
The institutional determinants of IPO firm prospectus length in a developing context: A research note	- The study examines the impact of institutional quality on IPO firm disclosure using World Bank Governance indices . - It finds that regulatory quality and rule of law enhance disclosure in IPO prospectuses . - Founder-led firms and those in extractive and technology sectors disclose more information . - Conversely, firms with significant foreign partnerships tend to disclose less, indicating apathy towards domestic investors .	- The study employs cross-sectional pooled ordinary least squares regression using an unbalanced dataset to analyze IPO prospectus length . - Seven regression models are tested, starting with controls and adding World Bank Governance measures sequentially . - Fixed effects are applied to account for latent country differences, omitting Mauritius and Mozambique from the sample . - The final model relates IPO prospectus length to the natural logarithm of its length, including industry controls . - Economic determinants include firm age, revenues, and return on assets, while ownership controls consider pre-IPO shareholding percentages . - The use of pooled cross-section data mitigates specification bias from dummy variable selection . - The study focuses on the impact of institutional quality on IPO disclosure using World Bank Governance indices .	The article integrates various theoretical perspectives from cultural, institutional, and comparative accounting literature to analyze the determinants of IPO firm prospectus length in a developing context.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Management disclosure bias and audit services	- The paper examines bias in management disclosures of earnings forecasts and historic earnings data in Australian prospectuses . - It analyzes the association between forecast bias and audit services, focusing on audit firm size and engagement level . - Findings indicate no overall overestimation bias, but underestimation was noted in management and naïve forecasts . - A significant association was found between forecast bias and audit firm size across all forecast models . - The study suggests that lower auditor expertise correlates with more extreme forecast overestimation and error size .	- The study employs multiple regression analyses to examine determinants of disclosure biases in management forecasts and historic data . - Four hypotheses are formulated regarding management earnings forecasts and normalised historic data in IPO prospectuses . - The research analyzes the association between forecast bias and audit firm size . - Various control variables are included to enhance the regression analyses . - The paper contrasts its findings with existing literature to assess generalizability .	The article is based on the theory that auditing can limit positive bias in management reporting. This theory suggests that auditing adds credibility to management's assertions and can mitigate the bias in management disclosures
The information content of IPO prospectuses	- The paper analyzes IPO prospectus content, distinguishing between standard and informative components . - Greater informative content leads to more accurate offer prices and reduced underpricing . - High-reputation underwriters enhance prospectus informativeness, substituting for costly bookbuilding . - The study explores the trade-off between premarket analysis and bookbuilding information gathering . - Unique underwriter content improves pricing accuracy, particularly for reputable underwriters .	- The paper employs a word content analysis to decompose IPO prospectus information into standard and informative components . - A three-pronged approach is used for sample and word vector construction, ensuring high accuracy . - The algorithm for reading prospectuses is developed using PERL and APL, focusing on the main document . - The study restricts the sample to IPOs issued after August 1, 1996, for data estimation . - Dummy variables are included to assess content similarity between concurrent IPOs in the same industry .	The article utilizes the "theory of relative bargaining power," which suggests that more powerful issuers can successfully persuade underwriters to expend more effort in the premarket, even if the underwriting fees are not sufficient to compensate them

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Disclosure and Lawsuits Ahead of Initial Public Offerings	- The study examines IPO registration disclosures and their impact on nonshareholder litigation risk . - Confidential filings under the JOBS Act significantly reduce litigation risk compared to public filings . - Firms filing confidentially do not experience increased litigation risk during the registration period . - The findings suggest unintended benefits of confidential filings, particularly against business-initiated and potentially meritless lawsuits .	- The paper employs a difference-in-differences analysis to control for economic conditions across treatment and control groups . - It includes various control variables such as Size, Ln(Age), and ROA to mitigate imbalances . - The study uses hand-collected data on lawsuits initiated against IPO firms to assess litigation risk . - Robustness checks are conducted by matching firms based on their IPO filing conditions before and after the JOBS Act . - The analysis examines the impact of the JOBS Act provisions, including confidential filing and testing-the-waters, on litigation risk . - The methodology includes statistical tests to confirm the significance of findings related to litigation risk .	The paper examines the relationship between IPO registration disclosures and nonshareholder litigation risk. It theorizes that public disclosure of registration statements can increase litigation risk, as it exposes firms to potential lawsuits from nonshareholders, such as business competitors or partners
Large shareholders and disclosure strategies: Evidence from IPO lockup expirations	- The paper examines how large shareholders' selling incentives influence voluntary disclosures by managers . - Managers tend to delay bad news disclosures to benefit influential shareholders . - The effect of selling incentives is stronger in firms with high uncertainty and low litigation risk . - The findings suggest that managers do not gain from delaying bad news disclosures . - The study contributes to understanding selective disclosure policies favoring pre-IPO shareholders .	- The paper studies voluntary disclosures around IPO lockup expirations to analyze large shareholders' selling incentives. - It compares stock returns of firms with and without forecasts during the lockup expiration quarter. - The research identifies how disclosure strategies are influenced by the incentives of influential shareholders. - The study examines the effects of information asymmetry on disclosure choices in newly-public firms. - It utilizes findings from previous literature to complement its analysis of disclosure mechanisms.	The article builds on the theory that large shareholders' short-term selling incentives can shape firms' disclosure strategies, particularly in the context of IPO lockup expirations, to align with their financial interests.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Creating visibility: voluntary disclosure by private firms pursuing an initial public offering	- The paper investigates voluntary disclosures by private firms before IPOs and their impact on investor awareness and visibility . - It finds that pre-prospectus disclosures enhance information acquisition via the SEC's EDGAR website and media coverage . - The study highlights the 2005 Securities Offering Reform's role in liberalizing disclosure regulations, amplifying firms' visibility . - Results indicate significant indirect effects of disclosures on IPO pricing through increased investor awareness . - Overall, the findings suggest that voluntary disclosures benefit issuers by improving firm valuations without creating hype .	- The paper employs ordinary least squares (OLS) regression to analyze pre-prospectus voluntary disclosure activities . - It measures proprietary costs using indicators for redacted sections in S-1 prospectuses . - Media coverage is quantified through the natural log of articles during the IPO filing period . - The study utilizes entropy balancing to equalize means between disclosing and non-disclosing firms . - It includes control variables such as venture capital backing and auditor type in the regression models . - The research examines the impact of the JOBS Act on voluntary disclosures and IPO pricing .	The article is based on the theoretical framework developed by Merton in "The Journal of Finance" (1987). Merton's theory suggests that for investors to process substantive information about a firm and its value, they must first be aware of the firm's existence. This awareness is crucial for investors to decide whether to incur the costs of acquiring and processing detailed information about the firm
Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses: An empirical analysis	- The paper examines how forecast information is disclosed in IPO prospectuses in France, focusing on detail levels and their implications . - It finds a negative association between forecast error and the level of detail in disclosures, suggesting more detail leads to smaller errors . - The research highlights the importance of detailed forecasts in reducing information asymmetry and improving market efficiency . - Limitations include potential omitted variables affecting forecast errors and the self-selection bias in firms disclosing detailed forecasts .	- The paper investigates the determinants and consequences of varying levels of detail in forecast disclosures using a sample of 82 IPOs on Euronext Paris . - Methodology includes a probit model to explain the choice of forecast detail based on firm age and forecast horizon . - A Heckman two-stage self-selection procedure is employed to test for reverse causality . - The study also conducts robustness checks to validate the findings regarding forecast errors and disclosure detail . - The research discusses omitted variables that may influence forecast errors and disclosure levels .	The article is primarily based on agency and signaling theories. These theories are used to explore the determinants of the level of detail in forecast disclosures in IPO prospectuses. Signaling theory suggests that older firms, which have more control over their market, are in a better position to provide reliable forecasts. This leads them to supply more detailed forecasts to differentiate themselves

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
			from other firms entering the stock market.
Terror threat and investor sentiment: International evidence	- The paper examines terrorism's impact on initial public offerings (IPOs) and investor sentiment globally . - It finds that higher Global Terrorism Index scores correlate with lower first-day returns . - Strong democratic principles and high-quality governance can mitigate terrorism's negative effects on investor sentiment . - The research emphasizes the need for transparent disclosures to support capital markets amid terrorism threats .	- The paper employs an empirical approach to analyze IPOs, identifying company, country, and IPO year through specific subsamples . - An instrumental variable analysis is conducted to establish a causal relationship between terror threat and underpricing . - The study examines the impact of democracy and governance on investor sentiment and IPO returns . - The research utilizes regression models to assess the interaction of democracy measures with the Global Terrorism Index (GTI) . - The paper also addresses endogeneity concerns through instrumental variable analysis . - The abstract highlights the examination of terrorism's impact on IPOs, emphasizing investor sentiment .	The article does not explicitly name a specific theory but is based on the broader theoretical framework that terrorism impacts investor sentiment, which in turn affects financial market behaviors such as IPO underpricing.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Redacting proprietary information at the initial public offering	- Nearly 40% of IPO firms redact information to shield proprietary data from competitors . - Redacting firms experience greater underpricing but mitigate wealth transfers by selling less at IPO . - These firms raise more equity in later offerings and delay insider selling . - The information environment reflects more private data initially, but differences lessen by the fourth year . - The study highlights tradeoffs between protecting proprietary information and meeting capital and liquidity needs .	- The paper employs a probit regression model to examine the determinants of redaction decisions at IPOs . - Treatment regressions are used to control for self-selection of redaction in tests of underpricing and equity financing . - A bias-corrected nearest-neighbor matching approach is utilized as a robustness check . - The study specifies the decision to redact as an endogenous treatment variable and estimates its effect on underpricing . - The analysis includes year and industry fixed effects to account for variations in the data . - The paper also discusses the challenges of endogeneity in modeling IPO decisions . - The authors match redacting and non-redacting firms based on observed underpricing .	The article is based on the theory that proprietary information can enhance a firm's value by creating competitive advantages. This is achieved through increased cash flows, either by generating greater revenues or reducing expenses. The theory suggests that firms with valuable proprietary information are more likely to redact information at the IPO to maintain these advantages. The paper discusses the theory that redacting proprietary information at the IPO leads to greater information asymmetries. This asymmetry can result in significant underpricing of the IPO, as investors have less information to accurately price the securities. The theory posits that firms are willing to accept this underpricing to protect valuable information from competitors.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Management disclosures of going concern uncertainties: The case of initial public offerings	- The paper studies voluntary management disclosures of going concern (GC) uncertainties by IPO issuers .- It finds that GC disclosures are associated with downward IPO price revisions and lower initial returns .- The presence of GC disclosures relates negatively to financial incentives to withhold bad news .- The study highlights the importance of agency and risk motivations in disclosure decisions .	- The paper employs propensity score matching (PSM) to control for observable differences between issuers with and without GC disclosures . - It utilizes regression analysis to estimate pricing effects associated with the GCDisclosure variable . - The study conducts a Regression Equation Specification Error Test (RESET) to check for omitted variables in the regression models . - Fixed effects for industry and IPO year are specified in the estimations to account for variability . - The analysis includes structural equation modeling using ordinary least squares (OLS) regressions . - The paper examines the relationship between management GC disclosures and IPO price formation through various statistical methods .	The article is based on the theory that voluntary management disclosures of going concern (GC) uncertainties have significant information content, particularly in the context of initial public offerings (IPOs). This theory suggests that such disclosures can influence the pricing of IPOs by affecting the price revision and initial returns
The Pitch: Managers' Disclosure Choice during Initial Public Offerings Roadshows	- The paper examines firm disclosure choices during IPO roadshow presentations to assess their informativeness for attracting investors . - It highlights the contrast between mandated SEC filings and voluntary management summaries in roadshows . - Findings indicate that roadshow language predicts future accounting performance, unlike the language used in SEC filings . - The study contributes to understanding how managers select and present information in flexible disclosure settings .	- The paper examines firm disclosure choices during IPO roadshow presentations to assess informativeness . - Machine learning is utilized to classify roadshow sentences into five major topics . - The study compares language used in roadshows versus SEC filings, noting significant differences . - Statistical analysis is performed to evaluate the predictive ability of roadshow language on future accounting performance .	These theoretical underpinnings provide a framework for understanding the strategic choices managers make during IPO roadshows and the potential impact of these choices on investor perceptions and firm valuation.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Non-GAAP measure disclosure and insider trading incentives in high-tech IPO firms	- The paper investigates NGM disclosures by high-tech IPO firms and their impact on insider trading and stock performance before lock-up expiration . - Findings indicate that executives with NGM disclosures are more likely to sell shares at lock-up expiration . - The study highlights the negative association between NGM disclosures and post-lockup stock performance, suggesting managerial optimism may not materialize . - It emphasizes the need for investors to approach NGM disclosures cautiously due to potential misleading signals .	- The authors perform ordinary least squares and logit regressions using financial statement data and hand-collected data on NGM disclosures . - They manually collect information on NGM disclosures from SEC filings, specifically S-1/A filings . - The study controls for various variables affecting NGM reporting, including special items and financial performance metrics . - Year and industry fixed effects are included in the model to account for variations in NGM disclosures . - The dependent variable, SELL, indicates insider selling activity post-lock-up expiration .	The article posits that high-tech firms have greater information asymmetry between principals (investors) and agents (managers). This asymmetry can lead to opportunistic behavior by managers, who might use NGM reporting to manipulate investors' perceptions of firm value for personal gain, such as meeting analyst forecasts before selling their shares. The paper also touches on signaling theory, where managers of high-tech IPO firms might use NGMs in their prospectus as a signal to future shareholders.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Economic determinants and consequences of the proactive disclosure of internal control weaknesses and remediation progress in IPOs	- The study investigates why some IPO firms disclose internal control weaknesses (ICWs) despite being exempt from certain regulations .- It finds that proactive disclosure of ICWs is associated with lower IPO underpricing .- The research suggests that such disclosures reduce information asymmetry between informed and uninformed investors .- Additionally, the paper highlights that proactive disclosures can increase IPO proceeds and reduce the cost of capital .- The findings indicate that early compliance with ICW disclosure requirements benefits IPO firms economically .	- The paper employs the Heckman two-stage method to control for selectivity bias in its analysis . - Propensity Score Matching (PSM) is also utilized to estimate propensity scores for disclosures . - A logit model is used to estimate the probability of internal control weaknesses (ICWs) . - The study analyzes a sample of 826 IPO firms, focusing on proactive disclosures of ICWs . - Regression analysis is conducted to assess the impact of ICWs on IPO underpricing . - The research includes a subset of firms that reported ineffective internal controls post-IPO .	The theoretical framework used in this paper is based on the literature on voluntary disclosure and the role of litigation risk in disclosure decisions. The paper draws on theories and concepts related to how firms may voluntarily disclose information, such as internal control weaknesses, in order to reduce potential litigation risk, especially in the context of IPOs where firms face higher litigation exposure
Business model in IPO prospectuses: insights from Italian Innovation Companies	- The paper examines voluntary disclosure choices of three Italian manufacturing companies in IPO prospectuses related to their business models . - It explores how innovation types influence disclosure levels and the associated proprietary costs . - A content analysis using T-LAB software measures the level of disclosure and identifies strategic concepts . - The study finds that technology-push and design-driven innovations correlate with lower disclosure of intangible resources . - Methodological limitations are noted, suggesting future research should include a broader sample for generalization .	- The paper employs an interview-based method, conducting 30 interviews with top management to understand business models and disclosure choices . - Content analysis is utilized to assess the level of disclosure in IPO prospectuses using T-LAB software for text analysis . - The interviews are recorded, transcribed, and analyzed for depth and detail, allowing for subjective interpretations . - The study combines qualitative insights from interviews with quantitative data from content analysis to explore disclosure strategies .	The theoretical framework used in this paper is based on the concept of the "business model" and how different types of innovation (market-pull, design-driven, and technology-push) underlying a company's business model can influence the voluntary disclosure choices made in an IPO prospectus.

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Franchising and initial public offering: a signaling perspective	- The paper examines factors influencing franchisors' decisions to go public using signaling theory . - Key factors include time to franchise, international operations, and franchise association affiliation . - The study analyzes a sample of 2,134 franchisors from the US . - Findings suggest that signaling theory enhances understanding of franchising success . - The research highlights the importance of voluntary disclosures for public listing .	- The study utilized binomial logistic regression models to analyze the data . - Control variables included Number of Units, Royalty Rate, Franchise Fee, and Total Investment . - Year dummy variables were created to account for year-to-year variations . - The sample consisted of 2,134 franchisors from a survey by Entrepreneur magazine . - The research focused on franchisors' signals through voluntary disclosures affecting public listing .	The article is primarily based on signaling theory. This theory is used to examine the factors associated with franchisors going public. It suggests that listing on the stock market serves as a signal that the business concept has reached a certain level of acceptance and success
The genesis of voluntary disclosure: An analysis of firms' first earnings guidance	- The paper investigates firms' decisions to initiate earnings guidance post-IPO, termed "early guidance" . - Almost 60% of firms provide early guidance within the first year . - Liquidity incentives from venture capital or private equity influence early guidance decisions . - Higher IPO information quality correlates with a greater likelihood of providing early guidance . - Early guidance significantly impacts future disclosure choices and regular guidance policies . - Initial guidance credibility is lower than subsequent guidance, influenced by guidance history and accuracy .	- The paper manually examines public press releases to identify firms' first earnings guidance disclosures post-IPO . - It collects earnings guidance observations to ensure accuracy, aggregating data from various financial databases . - The sample selection includes IPO firms from January 2001 to December 2010, focusing on those listed on major US stock exchanges . - The study analyzes the market response to first guidance disclosures using market-adjusted returns as the dependent variable . - It verifies initial guidance instances through Factiva and CIG databases, ensuring comprehensive data collection . - The research assesses the relationship between IPO information quality and the likelihood of providing early guidance .	The article is based on the theory that managers' decisions to provide early earnings guidance after an IPO are influenced by cost-benefit trade-offs. This decision is crucial for reducing information asymmetry between the firm and its investors. For the guidance to be effective, investors must trust that the information accurately reflects the managers' beliefs

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
What effect does the mandatory adoption of IFRS have on the decision to withdraw an IPO?	- The paper examines how mandating IFRS affects IPO withdrawal rates globally from 1995 to 2019, analyzing over 33,000 IPOs . - It finds that IFRS adoption reduces information asymmetry, enhancing transparency and investor trust, which lowers IPO withdrawal risks . - The research contributes to understanding the intersection of IFRS and IPO literature, providing insights for investors and policymakers . - The findings suggest that improved financial reporting quality under IFRS positively impacts market efficiency and IPO decisions . - Overall, the study highlights the significant implications of IFRS for capital markets and economic growth .	- The study employs a probit regression analysis to assess the impact of IFRS on IPO withdrawal rates . - A dataset of over 33,000 IPOs from 1995 to 2019 is analyzed . - The research includes various criteria such as accounting ratios and market-specific characteristics . - A dummy variable is incorporated into the econometric model to estimate probabilities . - The study excludes certain financial instruments like mutual funds and real estate investment trusts . - Data sources include stock exchanges, Bloomberg, and Thomson Reuters . - The research builds on previous studies regarding IPOs and IFRS mandates . - The methodology addresses information asymmetry and enhances investor trust .	The article is primarily based on the Efficient Market Hypothesis (EMH). The EMH suggests that markets are efficient and incorporate all relevant information, which is a key consideration in the study of IPO withdrawals in the context of IFRS adoption.
Strategic timing of IPOs and disclosure: A dynamic model of multiple firms	- The paper studies a dynamic timing game among firms deciding when to go public amid information externalities . - It characterizes a unique symmetric threshold equilibrium for IPO timing based on firms' idiosyncratic types . - The findings reveal implications for IPO timing variation, clustering, and volume fluctuations over time . - The analysis highlights how industry characteristics and investor sentiment uncertainty affect IPO decisions .	- The paper studies a dynamic timing game among firms regarding IPO decisions influenced by information externalities . - It characterizes a unique symmetric threshold equilibrium for IPO timing . - The analysis includes the effect of investor sentiment on IPO pricing, modeled as a stochastic, mean-reverting process . - The paper employs comparative statics to explore the relationship between mean-reversion rates and IPO thresholds . - It utilizes proofs and lemmas to establish properties of the real option value related to IPO delays .	The article is based on a dynamic timing game theory involving multiple firms. This theory examines how firms decide when to go public, considering the presence of information externalities. Each firm's decision is influenced by its privately observed idiosyncratic type and the level of investor sentiment, which follows a stochastic, mean-reverting process

Šimek, D.: *The determinants of voluntary disclosure in IPO prospectuses: a systematic literature review.*

Title	Overview	Methods Used	Theoretical framework
Intangibles and Italian IPO prospectuses: A disclosure analysis	- The paper investigates intangibles disclosure in Italian IPO prospectuses and its correlation with firm-specific variables . - It finds that intangibles information is increasing in Italian IPOs . - Firm size and pre-IPO managerial ownership are associated with intangibles disclosure . - The study highlights the importance of intangibles disclosure in capital markets assessment of firm value . - The research indicates that IPO disclosure may not be exhaustive due to its voluntary nature .	- The paper employs an empirical analysis to investigate intangibles disclosure in Italian IPO prospectuses . - A regression model is used to examine the association between intangibles disclosure and firm-specific variables . - The methodology is detailed in Section 3 of the paper . - The analysis focuses on IPO prospectuses issued in Italy from 1999 to 2002 . - The study ranks companies based on two frameworks for content analysis .	The article is grounded in theories related to financial disclosure, the role of intangibles in modern economies, and the impact of firm-specific characteristics on disclosure practices.

Pokyny pro autory

- 1. Druhy příspěvků.** Autoři mohou zasílat redakční radě časopisu *Český finanční a účetní časopis* (dále jen časopis) nabídky svých příspěvků

- a) do rubriky *Stati*,
- b) do rubriky *Diskuse*,
- c) do rubriky *Informace*,
- d) a do rubriky *Recenze*.

Příspěvky se zasílají průběžně prostřednictvím on-line redakčního systému na adrese <http://cfuc.vse.cz/>. Příspěvky zaslané do rubriky *Stati* a do rubriky *Diskuse* podléhají oponentnímu řízení.

- 2. Licenční dohoda.** Podmínkou pro uveřejnění příspěvku v časopise je autorem (autorským kolektivem) uzavřená licenční dohoda, v níž autor (autorský kolektiv) poskytuje nabyvateli (tj. Vysoké škole ekonomické v Praze) bezplatně právo uveřejnit příspěvek v tištěné i elektronické podobě časopisu a současně dále prohlašuje, že příspěvek vytvořil samostatnou vlastní tvůrčí činností a neexistují k tomuto dílu autorská práva jiných osob, a že příspěvek je původní a dosud nebyl veřejně publikován (s výjimkou příspěvků, které byly dosud uveřejněné pouze ve vědeckých sbornících nebo ve sbornících z konferencí a byly upraveny).

- 3. Oponentní řízení.** Oponenty vybírá redakční rada časopisu mezi veřejně uznávanými odborníky, u nichž lze očekávat, že zpracují oponentský posudek s náležitou odbornou odpovědností.

Oponentský posudek musí obsahovat připomínky a poznámky oponenta, stručné zhodnocení přínosu článku a závěrečný výrok v podobě *doporučuji bez připomínek*, nebo *doporučuji s připomínkami, jejichž zapracování ponechávám na vůli autora*, nebo *doporučuji s připomínkami, jejichž zapracováním podmiňuji toto doporučení*, popř. *nedoporučuji*.

- 4. Výběr příspěvků** provádí redakční rada na základě oponentního řízení. Na uveřejnění článku neexistuje právní nárok. Za uveřejnění článku v časopisu se nevyžadují žádné poplatky.

- 5. Forma příspěvku.** Každý zaslaný příspěvek musí splňovat následující formální náležitosti. Příspěvky

- a) se zasílají v elektronické podobě a musí být vytvořeny v jednom souboru formátu MS Word,
- b) musí být vytvořeny podle Vzorového příspěvku,
- c) musí být zpracovány v souladu s platnými pravidly pravopisu českého příp. slovenského jazyka.