

Masarykova univerzita
Ekonomicko-správní fakulta
Studijní obor: Regionální rozvoj a správa



RIZIKOVÝ KAPITÁL JAKO NÁSTROJ PRO ROZVOJ MALÉHO A STŘEDNÍHO PODNIKÁNÍ

Venture capital as a tool for development of small and
medium-sized enterprises

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce:
Ing. Viktorie Klímová, Ph.D.

Autor:
Štěpán ŠMEJKAL

Brno, duben 2009

Jméno a příjmení autora: Štěpán Šmejkal
Název diplomové práce: Rizikový kapitál jako nástroj pro rozvoj malého a středního podnikání
Název práce v angličtině: Venture capital as a tool for development of small and medium-sized enterprises
Katedra: regionální rozvoj a správa
Vedoucí diplomové práce: Ing. Viktorie Klímová, Ph.D.
Rok obhajoby: 2009

Anotace

Předmětem diplomové práce „Rizikový kapitál jako nástroj pro rozvoj malého a středního podnikání“ je analýza využívání venture kapitálu a jeho ekonomického významu. Tato práce popisuje odvětví soukromého kapitálu a vysvětluje, proč je toto odvětví důležité pro rozvoj malého a středního podnikání a čím se liší od ostatních druhů financování. První část je zaměřena na vysvětlení principu investování soukromého kapitálu. V druhé části se zabývám vývojem evropského trhu soukromého kapitálu a popisuji faktory ovlivňující investování venture kapitálu. V poslední části je pak analyzován vývoj odvětví soukromého kapitálu v vybraných zemích střední a východní Evropy.

Annotation

The goal of the submitted thesis “Venture capital as a tool for development of small and medium-sized enterprises” is to analyze exploitation of venture capital and its economic importance. This thesis describes the private equity industry and explains why private equity is important for development of small and medium-sized enterprises and how it is different from other types of financing. The first part is concentrated on explanation of principles of private equity investing. In the second part I am concerned with the stature of European private equity industry and describe factors which affect investing of venture capital. In the final part is analyzed stature of private equity industry in selected countries of Central and Eastern Europe.

Klíčová slova

Soukromý kapitál, rizikový a rozvojový kapitál, investice, upsaný kapitál, desinvestice, výnosnost kapitálu

Keywords

Private equity, venture capital, investment, fundraising, disinvestment, return on capital

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci Rizikový kapitál jako nástroj pro rozvoj malého a středního podnikání vypracoval samostatně pod vedením Ing. Viktorie Klímové, Ph.D. a uvedl v ní všechny použité literární a jiné odborné zdroje v souladu s právními předpisy, vnitřními předpisy Masarykovy univerzity a vnitřními akty řízení Masarykovy univerzity a Ekonomicko-správní fakulty MU.

V Brně dne 2. května 2009

vlastnoruční podpis autora

Poděkování

Na tomto místě bych rád poděkoval Ing. Viktorie Klímové, Ph.D. za cenné připomínky a odborné rady, kterými přispěla k vypracování této diplomové práce.

OBSAH

ÚVOD.....	8
1 ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA VENTURE KAPITÁLU.....	10
1.1 Soukromý kapitál.....	10
1.1.1 Vymezení pojmu venture kapitál.....	13
1.2 Subjekty působící na trhu soukromého kapitálu.....	13
1.2.1 Investoři soukromého kapitálu.....	15
1.3 Private equity business model.....	16
1.4 Typy investic soukromého kapitálu.....	18
1.4.1 Typy investic soukromého kapitálu dle stádia vývoje v době vstupu investora.....	18
1.4.2 Další možná rozdělení.....	23
1.5 Výhody a nevýhody financování soukromým kapitálem.....	23
1.6 Postup při realizaci investice.....	26
1.6.1 Předinvestiční fáze.....	27
1.6.2 Dohoda o investici a investiční fáze.....	29
1.6.3 Zhodnocení investice.....	31
2 TRH PRIVATE EQUITY INVESTIC V EVROPĚ.....	34
2.1 Vznik a vývoj odvětví soukromého kapitálu.....	35
2.2 Aktuální vývoj na trhu.....	36
2.2.1 Fondy a upsaný kapitál.....	39
2.2.2 Investice.....	41
2.2.3 Desinvestice.....	43
2.2.4 Vliv krize na evropský soukromý kapitál.....	45
2.3 Evropské regiony z hlediska soukromého kapitálu.....	47
2.4 Ekonomický význam private equity.....	50
2.5 Evropský trh venture kapitálu.....	51
2.5.1 Aktuální vývoj evropského venture kapitálu.....	52
2.5.2 Identifikace faktorů formujících venture kapitál v Evropě.....	54
2.5.3 Evropský VC – shrnutí hlavních zjištění.....	58
3 SOUKROMÝ KAPITÁL V ZEMÍCH STŘEDOVÝCHODNÍ EVROPY.....	60
3.1 Charakter soukromého kapitálu a vývoj odvětví.....	61
3.2 Trh private equity ve vybraných zemích.....	66
3.2.1 Polsko.....	67
3.2.2 Maďarsko.....	68
3.2.3 Česká republika.....	70
ZÁVĚR.....	74
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	78
SEZNAM ZKRATEK.....	80
SEZNAM GRAFŮ.....	80
SEZNAM TABULEK.....	81
SEZNAM OBRÁZKŮ.....	81

ÚVOD

Vývoj ekonomiky v posledních desetiletích s sebou přináší neustálou snahu o zavádění nových myšlenek, výrobků či technologií na trh. Možnosti moderní vědy se neustále rozšiřují a tím umožňují vzniknout novým segmentům trhu a rozšiřování těch stávajících. Proti tomu stojí člověk jako spotřebitel, který si zvykl na neustály přísun novinek a vylepšení. Mnoho inovativních myšlenek či nových výrobků však nevznikají za podmínek, které by sami o sobě zajišťovaly jejich zdárný přechod z oblasti vývoje do tržního prostředí. Nejen tyto okolnosti tak daly vzniknout specifické formě financování rozvoje společností, které se snaží o komerční využití nových poznatků. Vzniklo financování venture kapitálem.

Slovo venture může v překladu znamenat slovo riskovat, nebo také riskantní či odvážný podnik. Venture kapitál se u nás už běžně používá bez překladu, nebo bývá spojován s pojmem rizikový kapitál. Označuje kapitál investovaný do projektů nebo společností v ranných fázích vývoje. Další vývoj těchto společností je spojen s rizikem, že se na trhu neprosadí. Proto je tedy tento kapitál označován jako kapitál rizikový. Protože bývá pojmem venture kapitál označován i kapitál investovaný do společností s určitou historií, které potřebují financovat svůj další rozvoj, používáme pro pojem venture kapitál také termín rozvojový kapitál.

Společnosti, do kterých je investován rizikový nebo rozvojový kapitál, mají často potenciál značně posílit svou pozici na trhu. Většinou to jsou malé a střední společnosti (dále jen MSP) pohybující se na pomezí výzkumu a vývoje a komerčním využitím výsledků výzkumu, nebo společnosti přinášející na trh novou technologii, myšlenku či jedinečné know how. Značný potenciál těchto společností slibuje do budoucna vysokou ziskovost, pokud tyto společnosti překonají rizika spojená se vstupem na trh a svým vlastním rozvojem.

Dle údajů Evropské komise¹ je hlavním cílem MSP růst jejich podnikání. Rizikový a rozvojový kapitál může být nejvhodnější právě pro některé z MSP, které potřebují prostředky k nastartování svého podnikání nebo k dalšímu rozvoji. Pro některé z těchto společností a jejich rozvoj nejsou vhodné tradiční nástroje financování. Proto je venture kapitál řazen mezi alternativní nebo doplňkové zdroje financování MSP. Právě MSP odpovídají většinou i preferencím fondů rizikového kapitálu na investici. V roce 2006 mělo více než 89% společností, do kterých byl v Evropě investován soukromý kapitál, méně než 500 zaměstnanců a více než 70% z nich mělo méně než 100 zaměstnanců².

Rizikový a rozvojový kapitál je financování formou kapitálové účasti investora na společnosti. Tato forma investování je označována jako private equity, tedy investování soukromého kapitálu. Protože je v praxi obtížné rozlišovat mezi investicemi, které spadají čistě do kategorie venture kapitál a investicemi, které již naplňují znaky ostatních typů investic ze skupiny private equity, a protože si je použití venture kapitálu a private equity jako celku v mnoha ohledech podobné, věnuji se v této práci

¹ European Commission: European Observatory for European SMES's (2007)

² EVCA: Guide on Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs – An EVCA Special Paper (2007)

celé skupině soukromého kapitálu. Protože je však financování MSP nejvíce spojováno s venture kapitálem, kladu důraz na tuto formu soukromého kapitálu.

Cílem práce je analýza využívání rizikového kapitálu a jeho ekonomického významu. Jedním z hlavních úkolů je vysvětlení principu investování soukromého kapitálu a faktorů, které ho formují. V praktické části se zabývám vývojem investování soukromého kapitálu v Evropě, s důrazem kladeným na odvětví venture kapitálu a následným zaměřením na region středovýchodní Evropy. V první kapitole se zabývám vymezením základních pojmů, popisem hlavních subjektů na trhu a rozdělením investic soukromého kapitálu dle hlavních kritérií. Na to navazuji popisem možného průběhu procesu vstupu investora do cílové společnosti, jeho působení v ní a možnostmi výstupu investora ze společnosti. Ve druhé kapitole nabízím přehled základních charakteristik evropského trhu private equity. V této kapitole je věnován prostor i evropského trhu venture kapitálu a hlavním faktorům, které ho formují. V poslední kapitole se zabývám soukromým kapitálem na trzích středovýchodní Evropy. Kapitola popisuje základní trendy v odvětví soukromého kapitálu v tomto regionu. Samostatný pododdíl je věnován srovnání několika vybraných zemí z tohoto regionu z pohledu využívání soukromého kapitálu.

1 ZÁKLADNÍ CHARAKTERISTIKA VENTURE KAPITÁLU

Venture kapitál je soukromý kapitál investovaný do perspektivních podniků v počátečních fázích vývoje s vysokým potenciálem výrazného zhodnocení investice v průběhu několika let (Nývltová, R., Režňáková, M., 2007). Investor podstupuje značné riziko, že se podnik na trhu neprosadí a investice nebude úspěšná. Protože jsou investice v případě venture kapitálu umísťovány zpravidla do mladých společností, které disponují vysokým podílem nehmotného majetku, jako je know how a patenty, investice není zpravidla kryta hmotným majetkem. Proto výměnou za podstoupené riziko očekává investor výrazné zhodnocení své investice.

Cílem společností investujících venture kapitál je pomoci ostatním společnostem dosáhnout jejich cílů poskytováním financí, strategického poradenství a informací v kritických fázích vývoje společností. Jak uvádějí Dvořák s Procházkou (Dvořák, I., Procházka, P., 1998): „*Cílem investora rizikového kapitálu je umožnit perspektivním společnostem dneška stát se velkými společnostmi zítřka*“.

Investice probíhá formou navýšení základního jmění společnosti investorem, což je i charakteristickým rysem transakce označované jako vstup investora rizikového a rozvojového kapitálu do společnosti. Za poskytnutí potřebného kapitálu získává investor předem dohodnutý, obvykle menšinový, podíl na základním kapitálu společnosti. Z investorů se stávají akcionáři a návratnost jejich investic je závislá na růstu a ziskovosti podniku. Dochází tak k nutné vzájemné součinnosti investora a společnosti, do které je investováno, protože jen úspěch společnosti na trhu přinese i úspěšné zhodnocení investice.

Investor obvykle nezasahuje po dobu investice do každodenního řízení firmy. Podílí se však na strategickém řízení firmy a obvykle si vyjedná i právo veta v rozhodování o některých zásadních záležitostech. Společnosti investující soukromý kapitál podporují často cílové podniky i jinak, než jen poskytnutím finančních prostředků, aby potenciálně růstovým podnikům umožnily stát se významnými hráči na trhu. Jde pak především o poskytování strategického poradenství, informací a obchodních kontaktů zásadních pro další rozvoj podniku. Po dobu své přítomnosti ve společnosti investor vývoj společnosti zpravidla pečlivě monitoruje.

Motivací investora je během několika let svůj podíl ve firmě zhodnotit a následně podíl na společnosti se ziskem prodat. Obvykle po 3 až 5 letech hledá investor společně s vlastníky společnosti příležitost pro prodej svého podílu jinému fondu, větší společnosti z oboru nebo samotným vlastníkům nebo manažerům společnosti³. Dalším způsobem odchodu ze společnosti je primární emise akcií společnosti.

1.1 Soukromý kapitál

Venture kapitál svou charakteristikou spadá do skupiny investic označovaných jako private equity. Obecně se pojmu private equity, překládaného jako soukromý kapitál, používá v případě, kdy dochází

³ American Chamber of Commerce in the Czech Republic: Snadná cesta k rozvoji firmy (Venture kapitál v ČR)

k financování významných změn vlastnické struktury podniku. Vstup investora do společnosti probíhá formou kapitálové účasti na základním kapitálu společnosti. Klíčovým faktorem při vymezování investice soukromého kapitálu je omezená doba držby podílu ve financované společnosti. Po tuto dobu se investor snaží podporovat růst hodnoty této společnosti, tedy i růst hodnoty své investice.

Investice soukromého kapitálu můžeme identifikovat pomocí několika typických znaků⁴:

- investice většinou směřují do společností, které nejsou veřejně obchodovány
- investice v sobě zahrnuje aktivní roli investora v cílové společnosti po dobu investice
- investice probíhá přes určený investiční nástroj, zpravidla investiční fond
- smluví vztah mezi investory a cílovou společností
- investice má zpravidla středně až dlouhodobý charakter
- investice je směřována k odpovídajícímu zhodnocení formou prodeje podílu nebo vstupem na burzu

U termínu private equity se v literatuře setkáváme s několika interpretacemi. Termínu soukromý kapitál se používá především jako termínu zastřešujícího celou skupinu investic prováděných formou navýšení základního kapitálu společnosti investorem.

Dle české asociace soukromého kapitálu (Czech Venture Capital Association, dále jen CVCA) pojem private equity znamená „*střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků*“⁵. Vymezení pojmu private equity se dále komplikuje faktem, že pojmu private equity bývá používáno i jako ekvivalentu k pojmu venture kapitál. Jak CVCA dále uvádí, „*podle některých definic se pojem private equity týká pouze odkupů firem firemním (buy-out) nebo externím managementem (buy-in). V některých evropských zemích se pro všechny fáze tohoto typu investování používá pojem venture kapitál, který je v tomto případě synonymem private equity*“⁶.

S použitím pojmu private equity se mimo pojmu označující celou skupinu investic soukromého kapitálu můžeme setkat i v případě, kdy je ho užíváno jako označení investic pojících se především s manažerskými odkupy. V některých zemích se také nerozlišují mezi pojmy venture kapitál a private equity.

Investice soukromého kapitálu je možné charakterizovat pomocí několika kritérií, např. velikost investované částky a použití investovaného kapitálu. Dalšími charakteristickými rysy investice může být velikost nakupovaného podílu a míra podstupovaného rizika. Riziko je spojené s předpokládaným či investorem požadovaným výnosem a velikost nakupovaného podílu se zpravidla pojí s mírou účasti investora na společnosti. Většina z těchto kategorií se více či méně pojí se stádiem vývoje společnosti v době vstupu investora.

⁴ European Comission: Report of the Aternative Invesment Expert Group – Developing European Private Equity (2007)

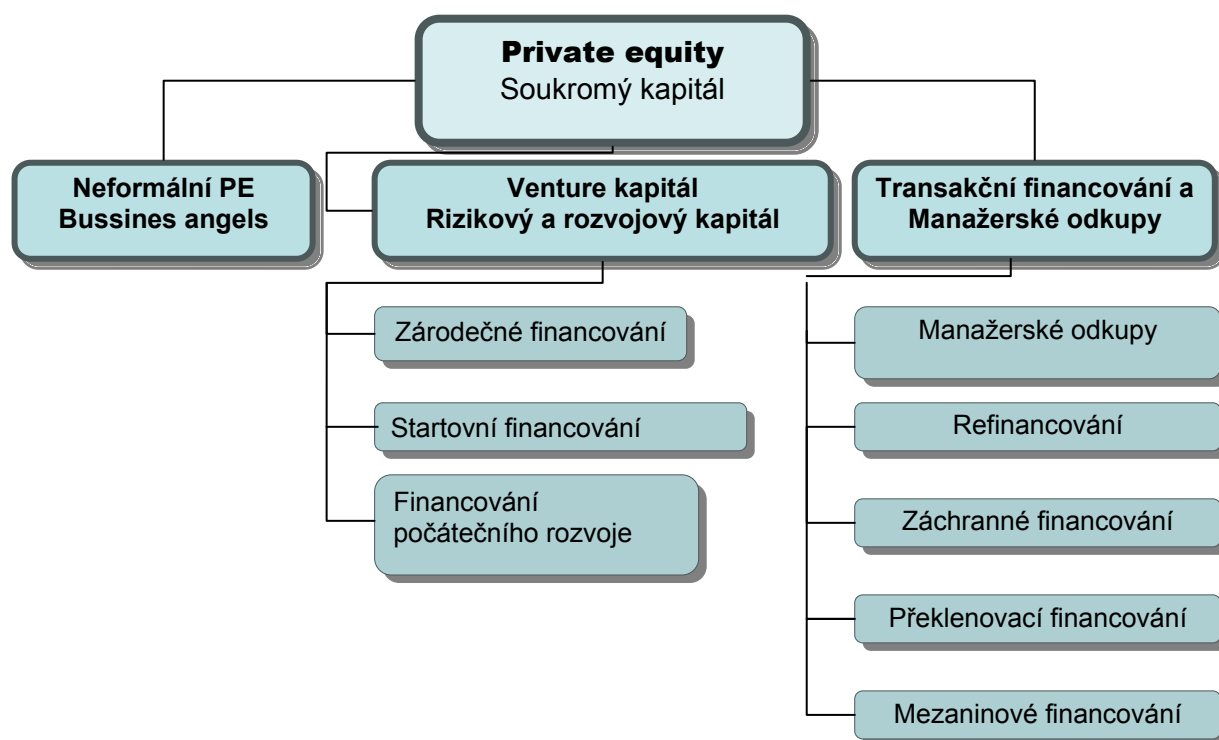
⁵ CVCA: Příručka k investování soukromého a venture kapitálu, 2007.

⁶ tamtéž

Pojmem private equity nebo soukromý kapitál v této práci označuji celou skupinu investic investovaných formou navýšení základního kapitálu za získání podílu na společnosti. Tento pojem tak slouží i jako pojem zastřešující ostatní typy soukromého kapitálu. Mimo business angels a venture kapitálu do soukromého kapitálu patří i mezaninové financování, záchranné a překlenovací financování, souhrnně označované jako transakční financování. Transakční financování spolu s manažerskými odkupy společně tvoří další podskupinu private equity.

V následujícím obrázku uvádím modifikované rozdělení private equity investic dle evropské asociace soukromého kapitálu (European Venture Capital Association, dále jen EVCA).

Obrázek 1 Vztah private equity a venture kapitálu



Zdroj: EVCA, Guide on Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs – An EVCA Special Paper (2007), modifikováno

Kromě investičních fondů vystupují na trhu soukromého kapitálu i soukromí investoři, často označovaní jako business angels. Business angels je specifická forma financování na bázi soukromých individuálních investorů, kteří nejsou formálně sdruženi do fondů. Business angels se mohou překrývat s investicemi venture kapitálu. Jejich společným znakem je specializace na počáteční fáze vývoje společností. Při použití pojmu business angels je pak většinou uvažován i předpoklad detailní znalosti trhu investorem a osobní aktivní účasti na chodu společnosti po kapitálovém vstupu do společnosti. Business angels většinou vstupují do společností přímo, oproti tomu venture kapitál používá pro vstup do společnosti investičních fondů. Investiční fondy reprezentující venture kapitál je více sdružených investorů, kteří pak mají vyšší kapitálovou sílu než business angels (Nývtová, R., Režňáková, M., 2007). Investiční private equity fondy většinou investují řádově vyšší částky než business angels. V odborné literatuře nepanuje shoda, zda business angels zahrnout do private equity kapitálu. Business angels jsou v literatuře označováni jako představitelé neformálního trhu private

equity kapitálu (Povaly, S.,2007). Další autority, např. EVCA, business angels do soukromého kapitálu nepočítají. V této práci business angels do venture kapitálu nezahnují.

1.1.1 Vymezení pojmu venture kapitál

Pojem venture kapitál není termínem s jasným a jednoznačným vymezením. Prostředí, ve kterém je tento termín nejčastěji používán, je možné označit za dynamické a neustále se vyvíjející. To se projevuje v terminologické nejasnosti, kdy termín venture kapitál znamená pro různé osoby různou věc (Dvořák, I., Procházka, P., 1998). V teorii i praxi se tak můžeme setkat s různými definicemi pojmu venture kapitál .

Definice dle OECD uvádí široké chápání pojmu venture kapitál jako „*formu investování kapitálu za účelem vytvoření nového podnikání nebo rozvoj nového produktu v existujícím podniku, často výměnou za podíl v něm*“ (Nývtová, R., Režňáková, M., 2007). Oproti tomu EVCA používá užší definice, kdy se za venture kapitál považuje pouze „*kapitál investovaný do zavedení společnosti na trh, do rané fáze vývoje nebo počátečního růstu společnosti*“⁷.

Značná nejednotnost v používání termínu venture kapitál je dána především odlišným chápáním tohoto pojmu na evropském kontinentě a ve Spojených státech amerických. Americká literatura zpravidla uvádí podrobnější segmentování trhu soukromého kapitálu a v případě venture kapitálu používá užší definice, kdy se za venture kapitál považuje jen kapitál investovaný do podniků v rané fázi vývoje nebo do expandujících podniků. Oproti tomu některé evropské země používají pojmu venture kapitál pro všechny investice prováděné formou kapitálové účasti investora na společnosti bez ohledu na fázi vstupu investora a použití kapitálu.

Nejdůležitějším hlediskem při vymezení termínu venture kapitálové investice oproti dalším typům investic, které uvádím níže, je stádium vývoje společnosti, ve kterém investor do společnosti vstupuje. Doba vstupu investora do společnosti se pojí i s následným použitím kapitálu ve společnosti. Pro potřeby této práce je za venture kapitál považován jen kapitál investovaný do počátečních fází rozvoje společnosti. Tento kapitál také nejlépe odpovídá pojmu používaného v českých podmínkách, tedy rizikový a rozvojový kapitál.

1.2 Subjekty působící na trhu soukromého kapitálu

Na trhu private equity figuruje mnoho rozličných subjektů, které se podílejí na procesu investování⁸. Tyto subjekty dohromady tvoří trh soukromého kapitálu, který je ovlivňován mnoha faktory. Vzájemná interakce těchto subjektů modeluje proces formování a investování soukromého kapitálu. Subjekty působící na tomto trhu můžeme rozdělit do několika skupin.

První skupinou subjektů jsou primární investoři, kteří vkládají prostředky do investičních fondů, ze kterých je poté financována investiční činnost. Tito investoři se aktivně nepodílejí na samotném

⁷ Guide on Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs, 2007, dále jen EVCA Guide

⁸ Pokud není uvedeno jinak, oddíl Subjekty působící na trhu soukromého kapitálu byl zpracován dle EVCA Guide a Dvořák, I., Procházka, P. (1998).

procesu investování. Patří mezi ně např. institucionální investoři, tedy banky, penzijní fondy nebo pojišťovací společnosti, dále domácnosti a soukromé osoby, fondy fondů nebo korporace. Osoba zakladatele nebo hlavního podílníka fondu ovlivňuje samotné fungování fondu, jeho preference na investici, míru rizika, kterou je ochoten podstoupit, výběr manažerské společnosti a další aspekty.

Druhou skupinu tvoří investiční nástroje, zpravidla investiční fondy, přes které jdou kapitálové toky od primárních investorů dál. Investiční fondy jsou účelově založenými společnostmi, do kterých se shromažďují finanční prostředky od primárních investorů. Investiční fondy jsou pojítkem mezi investory, kteří vkládají finanční prostředky, a cílovými společnostmi, do kterých jsou prostředky investovány. Proces vyjednávání s primárními investory o založení fondu, jeho zaměření a podmínkách fungování většinou vede subjekt označovaný jako promotér fondu. Ten také organizuje založení fondu a posléze se zpravidla podílí na řízení fondu. Samotní primární investoři, tedy podílníci fondu, se dále dělí z hlediska své pozice na zakládající a ostatní. Pozice podílníka fondu ovlivňuje jeho reálný vliv na rozhodování o strategii fondu.

Investiční fondy jsou v průběhu řízení investičních operací zastupovány manažerskou nebo správcovskou společností fondu. V anglosaských podmínkách je role manažerské společnosti často reprezentována osobou tzv. General partner, tedy vedoucím partnerem fondu. Manažerské společnosti posuzují investiční příležitosti, provádí výběr cílových společností, vedou jednání s těmito společnostmi, případně dosazují své lidi do cílových společností a provádí monitorování investice a správu celého portfolia investic. Konečné rozhodování o investicích však provádí investiční fond, zpravidla zastupovaný investičním výborem (tzv. Investor committee). Dalším úkolem manažerských společností je příprava odprodeje podílu investičního fondu na cílové společnosti. Všechny tyto činnosti jsou vymezeny ve smlouvě, kterou uzavírá investiční fond se správcovskou společností. V této smlouvě jsou vymezeny vzájemná práva a povinnosti a forma a podmínky odměňování manažerské společnosti za poskytované služby.

Manažerské společnosti poskytují v průběhu investování poradenství jak investičnímu fondu o výběru cílové společnosti a skladbě investičního portfolia, kdy je nejdůležitějším hlediskem poměr výnosu a podstupovaného rizika, tak i cílovým společností v oblasti rozvoje jejich podnikání. Investiční fond může manažerskou společnost najmout jako externí společnost, nebo si zakládá svou vlastní.

Cílové společnosti tvoří další skupinu subjektů. Liší se z hlediska odvětví, majetkové struktury, vlastnické struktury, velikosti obrátu či počtu zaměstnanců. Důležité je i místo podnikání společnosti. Cílové společnosti jsou oslovovány buď přímo manažerskými společnostmi, nebo naopak samy cílové společnosti vyhledávají investiční fondy.

Preference cílové společnosti se musí alespoň minimálně shodovat s preferencemi investičního fondu. Stále méně fondů soukromého kapitálu je možné označit za všeobecné. Jednotlivé fondy za zaměřují na různé cílové společnosti z hlediska odvětví, velikosti investice, fáze vývoje společnosti, formy investice či místa podnikání cílové společnosti. Proto na trhu fungují společnosti, které pomáhají cílovým společnostem s výběrem vhodných investičních fondů. Tyto společnosti jsou označovány jako tzv. facilitators (Povaly, S., 2007). Další skupinou subjektů jsou poradenské společnosti, které

asistují především v průběhu vyjednávání mezi investičním fondem a cílovou společností, ale i po vstupu investora do společnosti. Jsou to především právnické firmy zaměřující se na oblast M&A a ostatního transakčního poradenství a firmy poskytující daňové poradenství.

1.2.1 Investoři soukromého kapitálu

Existuje celá řada subjektů, kteří se zabývají investováním soukromého kapitálu⁹. Tyto subjekty můžeme členit podle struktury jejich managementu, podle vlastníků, a podle formy poskytování kapitálu. Zdroj kapitálů ovlivňuje strukturu celé investiční transakce i chování investora po vstupu do společnosti, protože jednotliví zakladatelé fondů sledují při umísťování svých investic rozličné cíle. Jako nejběžnější je uváděno následující rozdělení investorů.

Obchodní andělé (business angels). Jak bylo uvedeno dříve, tohoto pojmu se používá pro označení soukromých osob, které investují ze svého vlastního kapitálu. Business angels většinou investují své prostředky přímo do cílových společností. V případě, že se kvůli diverzifikaci rizika nebo kvůli rozsáhlosti investice sdružují do fondů, i business angels se stávají primárními investory soukromého kapitálu. Jsou pak spolu s dalšími osobami a domácnostmi označovány jako soukromí individuální investoři.

Nezávislí investoři (independent investors). Jsou ty investiční fondy, které vytvořily svůj kapitál z více než jednoho zdroje a ve kterých nemá žádný podílník větší než rozhodující podíl. Tento typ fondů je nejběžnější. Dle EVCA poskytují tyto fondy až dvě třetiny celkově investovaných prostředků (EVCA Guide, za rok 2006).

Závislí investoři (dependent investors, captive). Jsou fondy, do kterých jedna mateřská organizace dodá většinu kapitálu. Jsou pobočkami, divizemi nebo dceřinými společnostmi bank, jiných finančních institucí, penzijních fondů nebo např. průmyslových společností. Tzv. průmyslové fondy pak investují do odvětví relevantních jejich hlavní činnosti a snaží se např. identifikovat nové příležitosti na trhu nebo nové technologie. U bank a jiných finančních institucí může být důvodem k založení fondu rozdělení jejich hlavní funkce s rolí investora. Pro správce fondů odpadá hlavní starost ze získávání kapitálu. Naopak musí počítat se závislostí na hlavním akcionáři/vkladateli v rozhodování.

Částečně závislí investoři (semidependent investors, semi-captive). Jsou fondy, jejichž je kapitál je mimo kapitál vložený hlavním akcionářem částečně financován i třetími stranami.

Vládou podporované organizace (government supported organizations). Tyto fondy získávají kapitál buď přímo nebo nepřímo z vládních zdrojů.

Nejběžnější členění fondů v praxi je dle osoby primárního investora, tedy poskytovatele kapitálu, a dle zaměření fondu. Největšími primárními investory jsou banky, pojišťovací společnosti a penzijní fondy. Ti jsou souhrnně označovány jako institucionální investoři. Na trhu figurují i další subjekty,

⁹ Zpracováno dle Dvořák, I., Procházka, P., 1998 a EVCA Guide

např. fondy fondů nebo korporace. Zvláště v oblasti rizikového kapitálu zaměřeného na nové technologie působí jako primární investoři i akademické instituce. Zaměření fondu může být odvětvové, geograficky vymezené nebo na určitou fázi vývoje společností.

Část investic soukromého kapitálu je prováděna investory přímo. Zejména obchodní andělé a velcí institucionální investoři nemusí využívat při svém investování mezičlánek reprezentovaného investičním fondem. V ostatních aspektech jsou však tyto investice shodné s vymezením kategorie private equity.

Do rozhodování primárních investorů o investici vstupují mimo slibovaný výnos i riziko investice a likvidita investice. Investice rizikového a rozvojového kapitálu se jeví oproti dalším možnostem pro uložení volných prostředků jako nelikvidní. Výnosy a rizika se pojí s konkrétním typem investice soukromého kapitálu. Na soukromý kapitál je přitom z pohledu investora nutno pohlížet jen jako na jednu z možností uložení volného kapitálu do různých aktiv, např. akcií. Investice do fondů soukromého kapitálu jsou investory oblíbeny i pro nízkou korelaci jejich výnosnosti s vývojem na akciových trzích.

1.3 Private equity business model

Investování soukromého kapitálu je složitý systém procesů. Požadavky na kontrolu rizika při investování a rozdílné preference jednotlivých aktérů na trhu vyžaduje vysokou míru organizovanosti. Investiční fondy musí v řadě zemí splnit řadu podmínek vůči státním autoritám, týkajících se jejich vzniku i následné činnosti¹⁰. Poté, co je fond založen, začne sbírat kapitál ke své činnosti. Investiční fondy většinou fungují jako uzavřené. Kapitál upsaný investičními fondy je ve fondu vázán po určité období. Primární investor tak zpravidla nemůže vyvázat své finanční prostředky z fondu před určitým časovým limitem. To fondu zaručuje určitou finanční stabilitu v jeho podnikání.

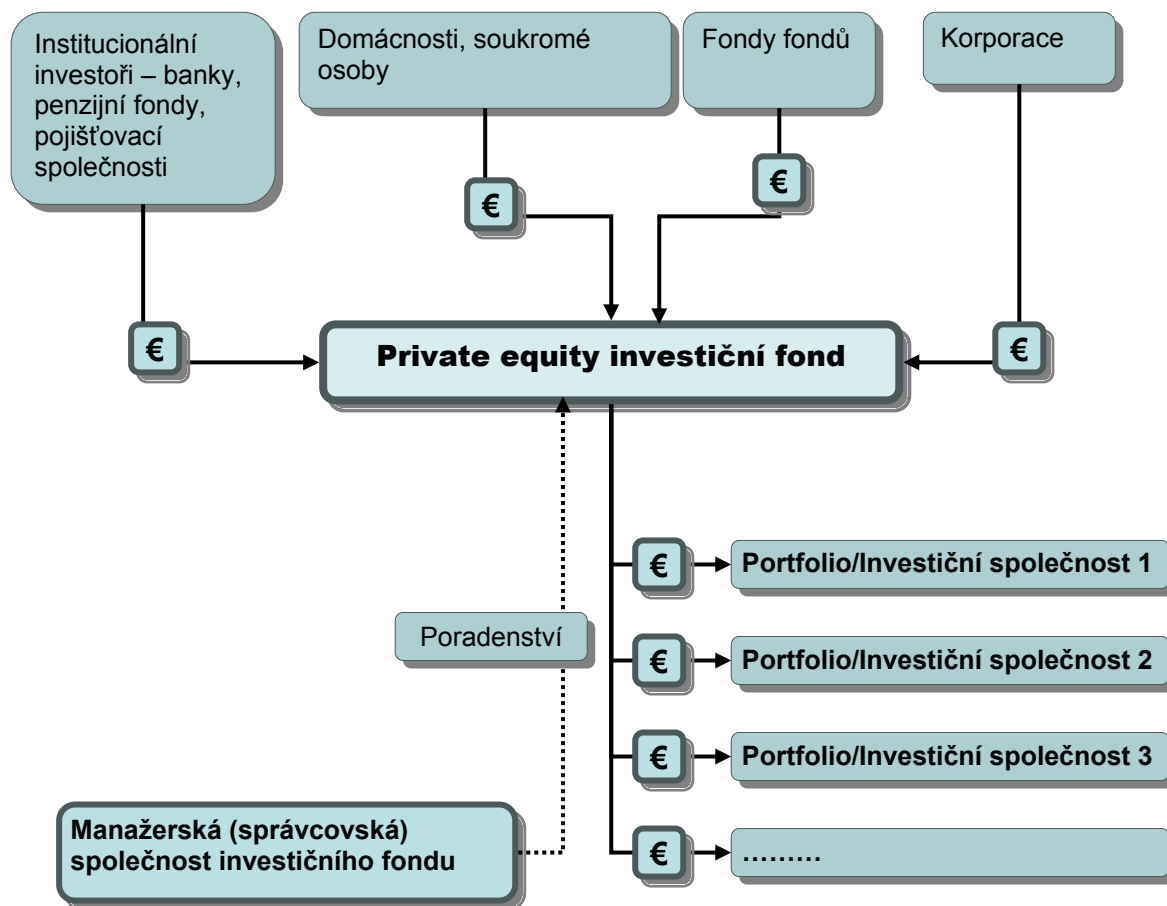
Po ukončení procesu upisování kapitálu začne fond, potažmo manažerská společnost, hledat vhodné investiční příležitosti a fond vstupuje do tzv. investiční fáze. V této fázi dochází k proinvestování většiny upsaného kapitálu. V praxi se pak může proces upisování z hlediska aktuálních potřeb na kapitál, tedy aktuálně schválených investic, opakovat. Celkově investovaná částka je tak od primárních investorů svolávána postupně. Primární investoři se takto brání situaci, aby jejich prostředky nebyly neúčelově drženy ve fondu v nelikvidní formě. Investice je většinou provedena do 5 let od založení fondu (platí u fondu s limitovanou dobou životnosti).

Investiční fond pak prostřednictvím správcovské společnosti řídí investiční operace. V této fázi dochází k růstu cílových společností, tedy zhodnocování provedených investic. Hlavním cílem obchodního modelu soukromého kapitálu je pomocí jasně vytyčeného plánu vybudovat hodnotnější podnik. Investoři v této fázi zavádí určité kroky, které pomáhají zvýšit výkonnost cílové společnosti a zefektivnit její fungování.

¹⁰ Pokud není uvedeno jinak, oddíl Private equity business model byl zpracován dle EVCA Guide a Dvořák, I., Procházka, P., 1998.

Proces vzniku a formování fondu je nastíněn v následujícím obrázku znázorňujícím obrázku. Je zde nastíněn tok peněz od primárních investorů směrem k cílovým společnostem a vzájemné vztahy mezi jednotlivými subjekty.

Obrázek 2 Vznik a formování investičního fondu



Zdroj: EVCA, *Guide on Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs – An EVCA Special Paper*, 2007.

Po ukončení jednotlivých investic fond začne připravovat strategii odchodu ze společnosti. V příhodné době pak realizuje tzv. exit z cílových společností a prodejem podílu nebo jiným způsobem zhodnocuje počáteční investici. Finanční prostředky se po odchodu investora ze společnosti vrací do investičního fondu. Ty jsou v závislosti na nastavení podmínek fondu pro rozdělování zhodnocených prostředků relokovány do další investice nebo zůstávají ve fondu. Většina fondů má instrument úpisu nebo překlenovacího investování. Proběhne-li uzavření investice do šesti měsíců od jejího zahájení, mohou být takto získané prostředky dále investovány. V případě, že finanční prostředky již nejsou použity na další investice, dochází k redistribuci finančních prostředků mezi původní investory investičního fondu.

Ze spravovaných finančních prostředků je odečteno zpravidla 1,5% až 2% jako poplatek správcovské společnosti (management fee/charge). Tento poplatek a další podmínky odměňování jsou dohodnuty již při zakládání fondu a jeho financování původními investory. Dalším výnosem správcovské společnosti investičního fondu je variabilní složka tvořená předem dohodnutým podílem z dosaženého

zhodnocení kapitálu (carried interest), která dosahuje zpravidla okolo 20% z výnosů fondu (Nývtová, R., Režňáková, M., 2007). Zpravidla jsou uspokojovány nejdříve nároky primárních investorů. Minimální míra zhodnocení investice požadovaná investory se nazývá hurdle. Teprve po uspokojení nároků primárních investorů jsou prostředky rozdělovány dále.

Legální rámec fungování investičních fondů se liší v každé zemi. Obecně se však společnosti dají rozdělit na dva druhy:

- s limitovanou dobou fungování, obvykle 10 let, po kterých je investiční fond rozpuštěn
- bez limitované doby fungování

Právním statutem investičních fondů je většinou tzv. Limited Partnership, který se nejvíce blíží v českém právu používané právní formě komanditní společnosti. Této právní formy je používáno především proto, že legislativa zpravidla nevymezuje striktně všechny oblasti fungování a umožňuje partnerům vymežit podmínky fungování společnosti ve společenské smlouvě. To vyhovuje právě investičním fondům, při jejichž zakládání a fungování je nutné vyhovět mnoha rozličným subjektům.

1.4 Typy investic soukromého kapitálu

Private equity zahrnuje různé typy financování. Možným dělením investic je dle velikosti investice nebo odvětvové orientace cílové společnosti. Investor v cílové společnosti může koupit majoritu nebo jen malou část společnosti. Typy private equity se dále liší podle rizika podstupovaného investorem a očekávaným zhodnocením investice. To úzce souvisí s tím, do kterého stádia rozvoje společnosti investor vstupuje¹¹.

1.4.1 Typy investic soukromého kapitálu dle stádia vývoje v době vstupu investora

Pokud investor vstupuje do společnosti v ranné fázi vývoje podniku, vývoj projektu je značně nejistý. Investor nemá možnost zhodnotit minulé úspěchy firmy a musí se opírat především o svou intuici a vlastní zkušenosti. Financování těchto podniků s sebou nese značné riziko, že podnik vstup na trh a následnou expanzi nezvládne a investor tím nedosáhne požadovaného zhodnocení investice. Investice do těchto společností vyžaduje delší dobu pro uzrání, tedy dobu, po kterou jsou finanční prostředky vázány v cílové společnosti. Před uplynutím této doby není pro investiční fond výhodné svůj podíl na cílové společnosti prodávat nebo se z účasti na společnosti vyvázat jiným způsobem.

Naopak pokud investor vstupuje do již zavedené společnosti, riziko je menší. Investor má možnost posoudit dosavadní historii společnosti a podrobit společnost pečlivému prozkoumání. Nižší rizikovost je ovšem obvykle vyvážena i nižší ziskovostí investice. Fáze vývoje společnosti v době vstupu investora určuje charakter investice i v dalších aspektech, jako je použití kapitálu. Toto kritérium je z hlediska posuzování typu investice jedno z nejdůležitějších. Jedno z možných rozdělení investic soukromého kapitálu je následující:

¹¹ Pokud není uvedeno jinak, byl tento oddíl zpracován dle Nývtová R., Režňáková, M. (2007) a Dvořák, I., Procházka, P. (1998).

Zárodečný kapitál (seed capital). Financování velmi ranných stádií podnikání, často před samotným vznikem společnosti. Typickým příkladem může být poskytnutí prostředků na vývoj prototypu výrobku nebo jeho patentovou ochranu. V tomto případě společnosti často úzce spolupracují s akademickou půdou. Další možností je financování testování výrobku nebo tržních průzkumů. Tento typ financování je relativně méně kapitálově náročný – pohybuje se v desítkách či stovkách tisíc EUR s exitem v horizontu 7 až 12 let. Tento typ investice je nejrizikovější. S tím souvisí i hodnota předpokládaného zhodnocení investice vyšším než 100%. Tento typ investice představuje z hlediska objemu investovaných prostředků marginální typ. V roce 2006 činily tyto investice 0,3% z celkově investovaného soukromého kapitálu (EVCA YEARBOOK 2007).

Startovní financování (start-up capital) . Finance jsou poskytovány v době, kdy je již produkt připravený pro vstup na trh. Většinou je financován jeho další rozvoj nebo marketing ve společnosti, která se nachází ve fázi založení nebo má za sebou jen krátkou historii, ovšem již s organizačním zabezpečením a vymezeným trhem. Doba návratnosti investice se pohybuje v horizontu 5 až 10 let. Stále se jedná o velmi rizikovou investici s vysokým předpokládaným zhodnocením. Průměrná velikost investice se v Evropě v posledních letech pohybuje okolo milionu EUR.

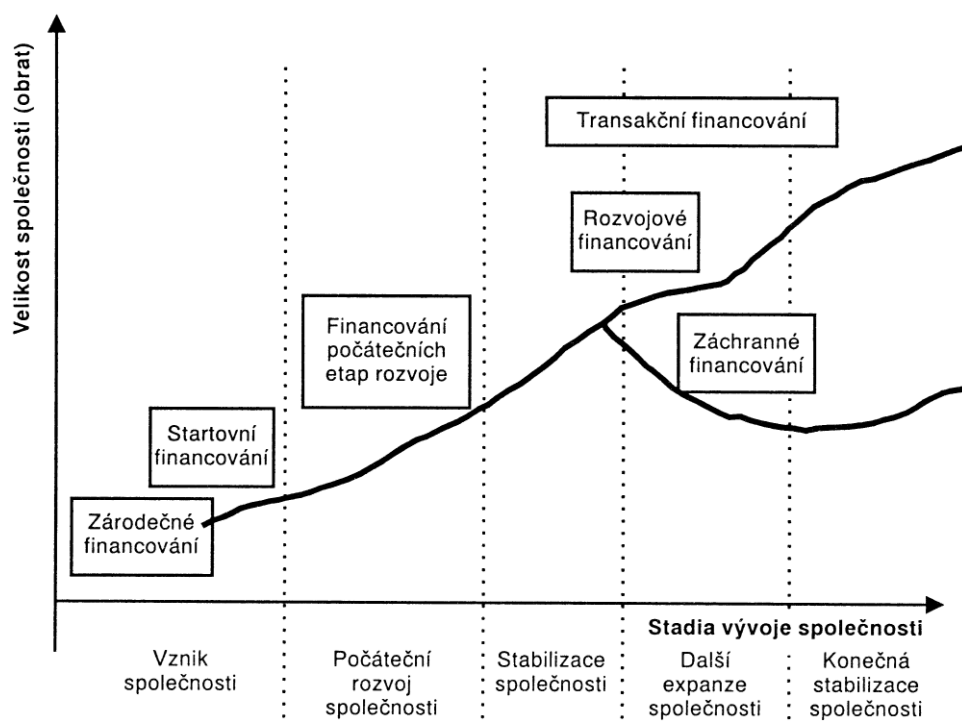
Financování počátečního rozvoje (early stage expansion capital) . Financování již funkčních, ale stále ještě malých, projektů/společností v počáteční fázi rozvoje. Vysoce riziková investice s předpokládaným zhodnocením ve výši 30% a průměrnou dobou investování 4 let do společností, které již dokončily vývoj, avšak stále ještě nevygenerovaly zisk, a pro zahájení komerční výroby a prodeje produktu potřebují další rozvojový kapitál, přičemž nemohou zpravidla financovat svůj rozvoj úvěrem, protože nemají čím ručit. Tento kapitál se zpravidla pohybuje v jednotkách milionů EUR.

Předchozí typy investic se dají souhrnně označit za venture kapitálové investice v nejčistší podobě, označované také jako early stage investice. Tyto investice jsou nejvíce rizikové, ale v případě úspěchu společnosti zpravidla přinášejí také největší zisk. Ve statistickém hodnocení trhu používaného EVCA je do venture kapitálu řazen i následující typ investic, tedy expansion kapitál. Není tedy rozlišováno mezi early stage expansion capital a expansion capital.

Rozvojové financování (expansion capital) . Kapitál poskytovaný pro růst a rozvoj již zavedených společností. Jedná se o financování zvyšování výrobních kapacit, další vývoj produktů, zvyšování pracovního kapitálu nebo útoku na geograficky vzdálenější trh. Tyto společnosti mají za sebou již určitou historii, jejich budoucí vývoj je tedy možné lépe předpovědět a proto je investování do jejich rozvoje považováno za méně rizikové než v předchozích případech startovního kapitálu. Průměrná velikost investice se pohybuje od 2 do 4 milionů EUR, průměrná doba investování je 3 roky. Minimální požadované zhodnocení se pohybuje na úrovni 30%.

Z následujícího obrázku je patrný vztah stádia vývoje společnosti a velikosti obrátu dosahovaného společností s používaným typem soukromého kapitálu.

Obrázek 3 Fáze vývoje společnosti v době vstupu investora



Zdroj: Dvořák, I., Procházka, P., 1998.

Následující tabulka uvádí jednotlivé typy investic soukromého kapitálu v Evropě a střední a východní Evropě (Central and Eastern Europe, dále jen CEE) za rok 2007.

tabulka 1 Typ investice dle fáze vstupu investora ve střední a východní Evropě ve srovnání s celou Evropou za rok 2007, v tis. EUR.

	Celkově CEE	% z celkových investic	Celkově Evropa	% z celkových investic
Seed	3 673	0,1	170 670	0,2
Start-up	24 198	0,8	2 287 142	3,2
Expansion	388 190	12,9	9 665 262	13,4
Rescue/Turnaround	6 088	0,2	150 049	0,2
Replacement Capital	263 933	8,8	3 048 462	4,2
Buyout	2 319 079	77,2	56 843 899	78,8
Celkem 2007	3 005 162	100	72 165 484	100
Celkem 2006	1 667 013		67 807 541	

Zdroj: PEREP Analytics na rok 2007. EVCA/Thompson Reuters/PWC za rok 2006. Převzato z EVCA: Central and Eastern Europe Statistics 2006, Special Paper, European Private Equity and Venture Capital Association, 2007.

Následující typy financování se dají souhrnně označit jako transakční financování. Mimo stadia vývoje společnosti rozhoduje o začlenění investic do jednotlivých typů i účel použití kapitálu. Následujícími třemi typy se v práci až na výjimky dále nezabývám a uvádím je jen jako možná použití soukromého kapitálu.

Záchranný kapitál (rescue/turnaround capital) . Finance vložené do reorganizace nebo záchrany společnosti. Často spojován s manažerským odkupem, protože se předpokládá, že nový management podnik opět nasměruje k pozitivnímu vývoji. Těmito typy investic se často zabývají specializované fondy. V případě správného zhodnocení situace nejde o zvlášť rizikovou investici. Turnouroundy jsou označovány operace, které mají zvrátit dosavadní vývoj v cílové společnosti, opět zpravidla návrat na růstovou dráhu.

Profinancování dluhů (debt replacement). Financování je používáno v případě, že společnost zatížena příliš vysokými náklady na cizí kapitál. Investor tyto náklady sníží svým vstupem do společnosti a za to v ní získává majetkový podíl. Společnost tím získává prostředky na financování dalšího rozvoje.

Náhradní financování (secondary purchase/replacement capital). Nákup minoritního podílu akcií společnosti, ve které již působí investor PE, jiným investorem PE. Použití získaného kapitálu se může lišit, zpravidla je však spojeno s debt replacement nebo přístupem dalšího investora k investici a kapitál je použit na další rozvoj společnosti.

Manažerské odkupy (buyout). Financování především vlastnických transakcí ve společnostech. Jedná se tedy např. o výkup podílů od neaktivních akcionářů nebo manažerské odkupy. Jedná se o objemově nejvýznamnější investice. V případě odkupu majetkového podílu současným managementem se jedná o management buy-out (MBO). Odkup externím managementem je označován jako management buy-in (MBI). Prostředky k odkupu jsou zpravidla získávány úvěrovým financováním doplňovaným malým objemem vlastního kapitálu poskytnutým fondem. Za použití relativně malého vlastního kapitálu je tak možné realizovat relativně objemné transakce. Tato operace se nazývá leveraged buy-out (LBO), resp. LBI.

Úvěry získané na činnost fondů jsou zpravidla spláceny společnostmi, do kterých fondy investují¹². Rizikovitost transakčních operací je nižší než u ostatních investic, což s sebou přináší i nižší výnosnost. Doba návratnosti investice bývá relativně krátká, zpravidla 2-3 roky. Podmínkou je také vysoká výnosnost podnikání společnosti, do které je investováno, protože cena odkupu je uhrazena z výnosů podniku.

Objem investic se v případě transakčního financování pohybuje od několika mil. EUR po desítky mil. EUR, přičemž průměrná velikost transakcí vykazuje vzrůstající tendenci. V posledních letech se objevily případy, kdy se fondy začali sdružovat za účelem realizace objemnějších investic. V tomto případě jsou schopny investorské fondy operující v západní Evropě poskytnout kapitál ve stovkách milionů EUR, v USA pak ještě o řád vyšší¹³.

¹² Tyto operace jsou zpravidla označovány jako tzv. finanční asistence. V některých zemích nejsou tyto operace povoleny.

¹³ EVCA Guide

Jak uvádí webové stránky společnosti Penta Investment¹⁴: „Buy-out fondy zpravidla investují do vyspělejších společností s vypracovanými podnikatelskými plány s cílem financovat jejich expanze, konsolidace, turnaroundy a prodeje anebo spin-outy¹⁵ divizí či dceřiných společností. Financování expanze prostřednictvím vícenásobných akvizic se často označuje jako strategie „buy and build“. Investiční styly buy-out fondů jsou velmi rozmanité; od strategie růstu ke strategii maximalizace hodnoty, od rané fáze životního cyklu firmy po pozdní.“

Další používané termíny. Mimo uvedených termínů se můžeme v praxi setkat ještě s termínem mezzanine financování, což je kombinace kapitálové účasti investora na společnosti a úvěru. Jde o dočasné financování akvizic předtím, než je transakce profinancována jiným způsobem (Dvořák, I., Procházka, P., 1998).

Uvedené rozdělení private equity investic není univerzální. Jak bylo uvedeno dříve, literatura není jednotná ani v základním vymezení pojmů týkajících se trhu private equity. Tato nejednotnost se projevuje i v rozdělení jednotlivých typů investic soukromého kapitálu.

Dalším používaným rozdělením založeným na fázích životního cyklu podniku (Pratt, S., 1981, převzato z Povaly, S., 2007) je rozdělení jednotlivých investic mimo seed a start-up financování na first-stage, second-stage a third-stage dle jednotlivých fází vývoje společnosti a s tím spojených potřeb na kapitál. Cyklus je uzavírán tzv. bridge financing, které má umožnit společnosti vstup na burzu. Toto rozdělení odkazuje na způsob segmentování trhu používaný především na americkém trhu.

Shrnutí. Investiční fondy se zpravidla zaměřují na rozličné typy aktivit, zabývají se poskytováním rozvojového kapitálu, startovního kapitálu nebo transakčního financování. V následující tabulce uvádím shrnutí jednotlivých typů investic a jejich hlavních znaků.

tabulka 2 Typy investic soukromého kapitálu

Investice	Věk sp. (roky)	Další krok společnosti	Použití kapitálu
Seed	1 až 2	Rozvoj a dokončení podnikatelského záměru	Dokončení výzkumu Rozvoj podnikatelského plánu
Start-up	2 až 3	Komercializace produktu	Příprava produkce pro trh Příprava marketingové strategie
Expansion/ Development	3 až 5	Expanze společnosti	Financování kapacitního růstu sp. Vstup na nové trhy Další vývoj produktu
Buyout	5+	Růst tržního podílu Útok na jiné trhy	Akvizice sp. nebo její části
Replacement capital/Secondary	5+	Náhradní financování Další kolo financování PE	Částečná nebo úplná akvizice dalším PE subjektem

Zdroj: Noěl, G.: *Access to Financ - : Private Equity and Venture Capital, prezentace z přednášky, Varšava 2008, modifikováno*

¹⁴ <http://www.pentainvestments.com/cz/private-equity/definice-private-equity>

¹⁵ Osamostatnění či vyčlenění části podniku či divize z mateřské společnosti.

Pokud jdeme po časové ose vývoje společnosti směrem od jejího založení dál, riziko investice do společnosti se snižuje, ale s tím se snižuje i výnos investice. Snahou manažerů správcovské společnosti je optimalizace výnosu z vkladů vložených do fondu, tedy zisk majitelů fondu – primárních investorů. Manažeři investičních fondů proto diverzifikují riziko investováním do společností v různých stádiích vývoje a v různých odvětvích ekonomiky.

Je celkem obvyklé, že investice soukromého kapitálu v sobě sdružuje několik typů investic, nejde ji zařadit do jedné konkrétní kategorie. Akvizice jsou spojené s potřebou rozvojového kapitálu, rozvoj společnosti s financováním dluhu.

1.4.2 Další možná rozdělení

Velikost nakupovaného podílu - majoritní versus minoritní. Velikost investice je často spojována s fází vývoje společnosti, ve které je do společnosti investováno. U velmi mladých společností si investoři většinou vymíní větší podíl na základním kapitálu. To je dáno tím, že vstup kapitálu do společnosti často zcela nahrazuje ostatní zdroje financování a investor se na dění ve společnosti podílí výrazněji měrou než u dalších typů investic. Na druhou stranu je objem investice menší. V dalších fázích vývoje podíl investora klesá. Oproti tomu u některých buy-outů je dosahováno i majoritních výkupů (EVCA Guide).

Velikost cílové společnosti. Navzdory všeobecně přijímaným představám je soukromý kapitál velmi činný v investování do MSP. V roce 2006 mělo více než 89% společností, do kterých byl v Evropě investován soukromý kapitál, méně než 500 zaměstnanců a více než 70% z nich mělo méně než 100 zaměstnanců. Největší operace (ve společnostech s více než 1000 zaměstnanci) reprezentují méně než 9% z celkového počtu operací. Přitom však zahrnují více než 49% celkově investovaných prostředků (EVCA Guide).

Investice dle sektorů. Zaměření investorů na jednotlivé sektory jim umožňuje dosáhnout výraznějšího zhodnocení. Znalost trhu investorovi pomáhá spolu s podnikatelem lépe plánovat strategické cíle a další aspekty rozvoje společnosti. Investiční fondy se většinou zaměřují na různá průmyslová odvětví, v případě venture kapitálu pak typicky na nové technologie. Některé fondy se specializují na konkrétní odvětví, např. biotechnologie, informační technologie, ale i různá průmyslová odvětví.

1.5 Výhody a nevýhody financování soukromým kapitálem

Podnikatelský záměr je možné financovat několika způsoby. Každý finanční nástroj vykazuje různá specifika, přináší s sebou určité výhody, omezení a požadavky poskytovatele finančních prostředků. Volba formy financování také závisí na fázi životního cyklu podniku, ve které se nachází. Společnost s krátkou historií, která nemá možnost prokázat určité výsledky, si musí zpravidla vystačit s vlastními zdroji. Část majetku může získat formou leasingu. Do hry také mohou vstoupit soukromí investoři nebo investoři získaní formou soukromé emise akcií. Pokud již společnost disponuje určitým majetkem nebo může prokázat určité výsledky, může se obrátit na banku či jinou instituci s žádostí o úvěr (Nývtová, R., Režňáková, M., 2007). V závislosti na dalším růstu společnosti se naskytují další možnosti financování, které se již alespoň částečně kryjí s použitím private equity kapitálu, jako jsou

fúze a akvizice, IPO na domácím nebo zahraničním trhu či prodej části společnosti strategickému partnerovi.

Nabídka různých forem financování je široká. V praxi tak může být použití private equity kapitálu vhodným doplňkem tradičních nástrojů financování, kterými jsou především úvěr nebo jiné dluhové financování. Z hlediska životního cyklu podniku je venture kapitálu používáno především v situaci, kdy společnosti již vyčerpaly vlastní zdroje financování a přitom ještě nevygenerovaly zisk a nemají dostatek hmotných aktiv, aby dosáhly na úvěr. Použití soukromého kapitálu je vhodné především pro společnosti s určitou historií, které chtějí financovat svůj další rozvoj.

Investor rizikového kapitálu požaduje vysokou ziskovost společnosti v dalších letech. Investoři vyhledávají příležitosti především v perspektivních oborech, mnohdy se na určité obory přímo specializují. Proto ne každý podnikatelský záměr je vhodný pro financování formou kapitálové účasti investora soukromého kapitálu. Níže rozebírám srovnání financování rizikovým kapitálem s vybranými nástroji financování. Při srovnávání jednotlivých nástrojů jsem převážně vycházel z EVCA Guide.

Private equity versus financování vlastními zdroji. Proces financování vlastními zdroji nebo pomocí přátel či rodiny může být jednodušší a rychlejší, ale může být řešením jen po omezenou dobu a do určité výše kapitálu potřebného pro rozvoj podniku. Investoři sdružení do fondu jsou schopni mobilizovat řádově vyšší finanční prostředky a podporují růst společnosti i v dalších aspektech. Na druhou stranu proces získání prostředků je delší a vstup investora je spojen se vzdáním se větší či menší části nezávislosti v rozhodování o dění ve společnosti.

Private equity versus dluhové financování. Jak uvádí CVCA a její Příručka k investování soukromého a venture kapitálu: *„Základním rozdílem oproti financování rozvoje společností cizím kapitálem, např. úvěrem od banky, která požaduje záruky a zatíží podnik pravidelnými splátkami úroků a jistiny, je vstup soukromého kapitálu vložením prostředků do základního jmění společnosti. A zatímco zadluženost podniku je překážkou při získávání dalších úvěrů, investice soukromého kapitálu zlepšuje poměr dluhů k vlastnímu kapitálu a zvyšuje úvěrové hodnocení podniku“.*

Společnosti v počáteční fázi vývoje také většinou nemohou na požadovaný úvěr dosáhnout, protože nemají čím ručit. Společnosti v perspektivních oborech disponují vysokým podílem nehmotného majetku, např. know how nebo patenty, který banky většinou jako majetek pro ručení za úvěr neakceptují. Na druhou stranu poskytovatel úvěru nebude intervenovat do dění ve společnosti a podnikatel tak neztrácí bezprostřední nezávislost v rozhodování.

Private equity versus vstup na burzu. Vstupem na burzu podnikatel podstupuje riziko vystavení se vnějším vlivům a fluktuacím ekonomiky. Proces rozhodování ve společnosti, do níž byl investován soukromý kapitál, není tolik ovlivňován faktory krátkodobého charakteru, např. reakcemi akciového trhu na vývoj ve společnosti. Investice private equity připoutá investora ke společnosti na dobu několika let a tím je i stabilnější a dává podnikateli jistotu, že investor nebude opouštět svou investici při prvním výkyvu na trhu.

Vstup na burzu vyžaduje jistou velikost společnosti a je s ním spojena i povinnost pravidelně informovat veřejnost o dění ve společnosti a nechat se kontrolovat regulátory burzy. Vstup na burzu je také finančně a časově nákladný proces. Na druhou stranu přináší likvidnější a dá se říci anonymní kapitál.

Dalším možným kritériem je srovnání růstu hodnoty společnosti. Dle společnosti Ernst & Young¹⁶ hodnota společností vlastněných private equity investory roste již třetím rokem podstatně rychlejším tempem než hodnota veřejně obchodovaných společností. V roce 2007 představovala roční míra růstu hodnoty společností financovaných soukromým kapitálem 24%, tedy dvakrát více než v případě veřejných společností. Do průzkumu bylo zařazeno 100 největších společností, u nichž došlo v roce 2007 k výstupu investora soukromého kapitálu. Exity firem vlastněných private equity investory předčily srovnatelné veřejné společnosti ve všech hlavních sektorech a na téměř všech světových trzích.

Vstup na burzu ovlivní i vnitřní fungování společnosti, především v oblasti sledování cílu jednotlivých aktérů, tedy vlastníků a managementu. Při investování soukromého kapitálu dochází ke konvergenci cílů vlastníků společnosti a managementu. Původní vlastníci cílové společnosti se často sami podílí na řízení společnosti. Management je zpravidla doplněn i lidmi dosazenými investičním fondem. Management je tak více či méně složen z vlastníků společnosti nebo zástupců vlastníků společnosti.

Hlavním cílem investora private equity je zhodnocení investice ve středně až dlouhodobém horizontu, tedy růst hodnoty společnosti. Hlavním cílem původních vlastníků je mimo růstu hodnoty společnosti rozvoj podnikání a expanze společnosti. Těchto cílů je zpravidla dosahováno za podmínek dohodnutých mezi podnikatelem a investorem současně. Investor a cílová společnost si zpravidla dohodnou i další aspekty fungování společnosti po vstupu investora, např. vyplácení dividend a výši platů managementu. Systém odměňování managementu je zpravidla nastaven tak, aby vyhovoval zájmům investora. Investor zpravidla nevyžaduje vyplácení dividend a klade důraz na růst hodnoty společnosti.

U veřejně obchodovaných společností je hlavním cílem jednotlivých akcionářů růst ceny držných akcií společnosti a výše vyplácených dividend. Hlavním cílem managementu je zpravidla reinvestovat zisky zpět do společnosti a získávat co nejvyšší plat jako člen managementu. Může tak docházet ke střetu mezi cíly vlastníků a managementu. Oproti tomu charakter private equity investice, kdy je role vlastníka a managementu vykonávána současně, pomáhá zajistit shodu mezi původními vlastníky, investičním fondem a managementem společnosti v dosahování střednědobých cílů společnosti¹⁷.

Shrnutí. Podnikatel musí při financování rizikovým kapitálem počítat především s délkou a náročností procesu vyjednávání o vstupu investora do společnosti. Se vstupem investora je spojen pokles podílu původních majitelů, se kterým se snižuje i nezávislost v rozhodování. Investor si

¹⁶ Ernst & Young: Jak tvoří hodnotu investoři soukromého kapitálu? I přes úvěrovou krizi. (2008)

¹⁷ Otázka cílu jednotlivých aktérů zpracována dle Bierman, H. (2003)

většinou vymění řadu, většinou kontrolních, pravomocí. Implementace řady opatření pak dále dočasně snižuje flexibilitu podnikových procesů a často znamená i dodatečné výdaje.

Vstup investora s sebou přináší finanční prostředky nutné pro rozvoj společnosti. Investor poskytuje společnosti podporu v řadě dalších aspektů, především v poskytování svých obchodních kontaktů, informací a finančního a dalšího poradenství. Dle EVCA (EVCA Guide) 80% respondentů z řad společností, do kterých byl investován rizikový nebo rozvojový kapitál, hodnotí účast investora na svém podnikání pozitivně.

Hlavním záměrem investora soukromého kapitálu je růst hodnoty společnosti. Toho je dosahováno pomocí několika strategií, jako jsou útok na další trhy, tedy geografická expanze, zefektivnění fungování společnosti, např. zlepšení prodeje a další rozšiřování odbytu, např. zavedení nových výrobků. Private equity investoři dosahují růstu také prostřednictvím akvizic dalších podniků a restrukturalizací. Soukromý kapitál často přináší tlak na růst efektivity v cílové společnosti. To může být spojeno s ořezáváním cílové společnosti o méně výkonné součásti nebo divize, popřípadě se snížením počtu zaměstnanců. Jak však uvádím v praktické části, dlouhodobý vliv soukromého kapitálu na zaměstnanost je pozitivní.

Fondy soukromého kapitálu také často neposkytují informace o své činnosti. Vstup soukromého kapitálu do společnosti sebou často přináší omezení veřejně dostupných informací o jejich činnosti. Na druhou stranu ve srovnání s veřejně obchodovanými společnostmi slibuje vstup soukromého kapitálu dvakrát větší roční míru růstu hodnoty společnosti.

1.6 Postup při realizaci investice

Investování soukromého kapitálu představuje středně až dlouhodobou investici. Motivací investora i podnikatele je budoucí úspěch projektu. Úspěch investice je úzce spojen s úspěchem společnosti na trhu, a proto je investor úspěšný, jen pokud se daří i společnosti, do které investoval.

Při investování dochází k synergickému efektu, kdy se při realizaci podnikatelského záměru využívá jedinečnosti podnikatelského záměru podnikatele a zároveň specifických zkušeností investora s rozvojem podnikání, jeho obchodních kontaktů a dobrého jména (Nývtová, R., Režňáková, M., 2007).

Samotnému vstupu investora do společnosti předchází pečlivé prověření společnosti investorem. Investiční fondy disponují řadou nástrojů určených k hodnocení potenciálních cílových společností. Mezi cílovou společností a investorem panuje po celou dobu realizace investice informační asymetrie, kdy se předpokládá, že podnikatel zná svou společnost lépe než investor. Investor se snaží implementací řady opatření tuto informační asymetrii v průběhu realizace investice eliminovat. Mimo analytických nástrojů však do procesu rozhodování o investici vstupují i další faktory, kterými jsou intuice a zkušenosti investora, znalosti daného trhu a strategie investora. Níže specifikuji přibližný postup průběhu investování¹⁸.

¹⁸ Pokud není uvedeno jinak, tento oddíl byl zpracován dle CVCA: Příručka k investování, 2007.

1.6.1 Předinvestiční fáze

Tato fáze zahrnuje několik na sebe navazujících kroků, od prvního kontaktu investora s cílovou společností po uzavření smlouvy.

Podmínky vstupu investora. Podmínkou vstupu rizikového kapitálu je často transformace společnosti na akciovou společnost, pokud jí není. Také je potřeba dodat, že předmětem investice jsou na druhé straně zpravidla jen společnosti, které nejsou kótované na burze CP, i když i od této podmínky se v posledních letech ustupuje.

Jelikož je kapitál ve společnosti vázán po několik let a protože je pro investora nutné zajistit ziskovost investice, jsou pro investici rizikového a rozvojového kapitálu vhodné jen společnosti slibující v dalších letech vysokou ziskovost. Cílová společnost by dále měla mít jasnou strukturu vlastníků, předpoklady pro rozšiřování svého tržního podílu nebo jasně definovanou konkurenční výhodu. Další požadavky mohou být ze strany investora kladeny na technické a personální zabezpečení podnikatelského záměru, marketingový a finanční plán nebo historii společnosti.

Společnost musí pro vstup soukromého kapitálu splnit řadu kritérií. Poměr žádostí o financování, které byly nakonec financovány investory soukromého kapitálu vůči celkově podaným žádostem o financování se nazývá deal flow. Skutečnost, že dle EVCA (EVCA Barometer September 2007) se tato hodnota pohybuje okolo 5%, ukazuje, jak selektivní je proces výběru společností, do kterých je nakonec investováno.

Výběr investora. Stále méně investičních fondů je možné označit za všeobecné. Většina se jich specializuje na určitou fázi vývoje společnosti, ve které do společnosti vstupují, nebo se zaměřují na určité odvětví či geograficky vymezený trh. Společnost si vybírá mezi investory toho, který svým zaměřením nejlépe odpovídá preferencím společnosti vyplývajícím z projektu nebo podnikatelské myšlenky. Do procesu o rozhodování o volbě investora vstupují mimo zhodnocení nabízeného investičním fondem i další kritéria, jako jsou reputace investora, jeho znalost trhu nebo síť kontaktů.

K představení projektu slouží podnikatelský nebo business plán. Hlavním účelem podnikatelského plánu při kontaktu s investorem je „prodat“ podnikatelský záměr. Podnikatelský plán obsahuje informace potřebné k posouzení potřeb trhu a konkurence, vyhodnocení silných a slabých stránek projektu a stanovení kritických faktorů pro úspěšnost projektu a dosažení jeho ziskového růstu.

Proces vyjednávání. Pokud se investor vyjádří pozitivně a je ochoten uvažovat o investici, zpravidla si vyžádá dodatečné informace. Poté začíná proces vyhodnocování projektu ze strany investora. Proces vyjednávání investora se společností může trvat od jednoho měsíce až do jednoho roku, nicméně obvykle trvá 3 až 6 měsíců. Po vyhodnocení podnikatelského plánu a provedení prvních analýz je většinou uzavřeno tzv. vstupní memorandum, které vymezuje podmínky procesu vyjednávání. Mimo samotné analyzování údajů z podnikatelského plánu a jejich verifikace jsou projednávány i právní a finanční aspekty transakce.

Jednou z nejdůležitějších projednávaných oblastí je určení ceny nakupovaného podílu. To se skládá ze dvou částí. Prvním z kroků je ocenění podniku. Dalším je rozhodnutí o tom, jak velkou část z vlastního kapitálu společnosti bude investorovi poskytnuto k nákupu.

Ocenění podniku. Při určování hodnoty podniku se vychází z toho, že celková hodnota podniku není dána jen prostým součtem aktiv podniku, ale že je dána užitekem, který podnik přináší svým majitelům. Užitekem jsou budoucí výnosy podniku, zisky nebo cash flow (dále jen CF), které podnik přinese. Investor může určit hodnotu podniku pomocí několika metod. Metody se dělí na jednotlivé typy dle informací, ze kterých se při ocenění vychází¹⁹. Základními metodami ocenění podniku jsou:

- **Majetkové ocenění**

Tyto metody se dělí na metody účetní a substanční. Účetní metoda nahlíží na podnik jako na souhrn majetku. Substanční metoda stanovuje cenu podniku na základě reprodukčních cen jednotlivých majetkových složek podniku opravených o odpisy.

- **Metody výnosové**

Tyto metody používají posuzování peněžních toků, tedy CF, zisku a volného CF. Mezi používané výnosové metody patří:

- Metoda kapitalizace zisku. Hodnota podniku je odvozována od dosahovaného zisku.
- Metoda diskontovaného CF (DCF). Hodnota podniku je odvozována od budoucích výnosů společnosti. Tato metoda může být použita v případě, že společnost již dosahuje kladného CF a budoucí CF může být předpovězeno s určitou mírou jistoty. Do predikce budoucího CF jsou zahrnuty další faktory, např. charakteristika trhu nebo velikost společnosti.
- Metoda volného CF (DFCF). Do úvahy se oproti DCF berou i uvažované investice v průběhu života podniku, které se odečítají od CF.

- **Metody tržního porovnání**

Nejužívanější komparativní metodou je poměr mezi tržní cenou akcie a ziskem na akcii (price/earnings ratio). Používá se údajů o srovnatelné společnosti již kótované na burze s tím, že se očekává, že trh takto ohodnotil i oceňovanou společnost. Dalšími používanými komparativními metodami jsou např. price/EBITDA ratio nebo price/net worth ratio (EVCA Guide).

V praxi je pak zpravidla používána kombinace výše uvedených metod. U společností v počáteční fázi vývoje je složité k jejich ocenění užívat klasických metod oceňování. Investor tak při oceňování přihlíží ke své zkušenosti a intuici.

Investoři na vstup do společnosti pohlíží jako na investici. K rozhodnutí, jestli vstoupit do společnosti, používají mimo jiné metody hodnotící efektivitu investic²⁰. Mezi metody hodnocení investic patří např. metoda výnosnosti investic (Return on investment – ROI), metoda doby splacení (doba návratnosti, Payback Method), metoda čisté současné hodnoty (Net Present Value of Investment – NPV), metody nákladové a metoda vnitřního výnosového procenta (Internal Rate of Return – IRR).

¹⁹ Zpracováno dle Synek, M., 2007.

²⁰ Zpracováno dle Synek, M., 2007.

Metoda vnitřního výnosového procenta (také vnitřní míra výnosnosti) spočívá, ve fázi hodnocení budoucí investice, v nalezení diskontní míry, při které se současná hodnota očekávaných výnosů z investice rovná současné hodnotě výdajů na investici, což znamená, že čistá současná hodnota se rovná nule²¹. Metoda udává předpokládanou výnosnost investice, kterou porovnáváme s požadovanou výnosností. Je-li IRR větší než diskontní míra zahrnující riziko (WACC), je projekt přes své riziko přijatelný. Pokud je investice financována úvěrem, musí být IRR větší než úroková míra. V případě hodnocení již realizovaných investic je za IRR považována zpravidla roční čistá míra výnosnosti investice, tedy výnos investora z činnosti investičního fondu očištěný o náklady.

Dle CVCA a její Příručky k investování soukromého a venture kapitálu: *“Investoři soukromého kapitálu obvykle uvažují v kategorii celkové cílové návratnosti jejich investice. Návratností se zpravidla myslí roční vnitřní výnosové procento a počítá se za celou dobu investice. Celková návratnost bere v úvahu umoření kapitálu, případné kapitálové zisky (odchodem z podniku nebo prodejem akcií) a výnosy v podobě poplatků a dividend. Požadovaná míra návratnosti bude záviset na uvažovaném riziku investice. Čím vyšší je riziko, tím vyšší bude požadovaná míra návratnosti.“*

Požadované vnitřní výnosové procento tak závisí na riziku spojeném s podnikatelským záměrem, dále na době, po kterou budou peníze investora soukromého kapitálu vázány v podniku a na tom, jak snadno bude podle investora soukromého kapitálu možné realizovat desinvestici, tj. např. prodej podílu nebo vstup na burzu.

Vypracování indikativní nabídky financování. Po ocenění projektu zpravidla dochází k předložení předběžné nabídky investorem. Fond přistupuje k návrhu struktury financování projektu a formulaci podmínek vstupu. Po přijetí podmínek vstupu si fond obvykle vyhrazuje několikaměsíční exkluzivitu pro dokončení jednání o financování podniku. Zpravidla dochází k uzavření smlouvy o exkluzivitě.

Due diligence. V této fázi již dochází k velmi úzké spolupráci mezi fondem a podnikatelem, kdy fond detailně poznává finanční a právní historii podniku a získává další interní informace. Obvykle fond začíná detailním finančním auditem podniku vedeným zástupcem fondu. V této části procesu se může stát, že fond nalezne problémy natolik zásadního charakteru, že od investice ustupuje.

Po schválení investice fondem dochází k dohodě mezi investorem a cílovou společností. V nich jsou specifikovány podmínky spolupráce mezi investorem a cílovou společností.

1.6.2 Dohoda o investici a investiční fáze

Podmínky působení investora v cílové společnosti jsou stanoveny ve smlouvě o investici. Tato smlouva by měla stanovit:

- pozici investora a podnikatele/stávajícího managementu v průběhu investice
- monitorování vývoje investice ze strany investora

²¹ Čistá současná hodnota NPV představuje rozdíl mezi současnou hodnotou očekávaných příjmů (CF) a nákladů na investici.

- finanční a kapitálové toky mezi investorem a společností
- výši a další charakter investice, její vázanost a účel
- způsoby odměňování managementu a vlastníků
- personální složení statutárních a kontrolních orgánů společnosti
- účast investora na operativním řízení společnosti
- kompetence investora či jeho zástupce v rozhodování na strategické úrovni
- možnosti exitu investora.

Investor si může vymínit podmínku tzv. zpětného odkupu případně přednostního vypořádání svých pohledávek v případě nepříznivého vývoje projektu. Předmětem zájmu při uzavírání smlouvy bývá ze strany investora i určení toho, zda budou v průběhu realizace projektu vypláceny dividendy. Většinou je dohodnuto vyplácet dividendy jen v minimální výši nebo vůbec, a veškerý zisk vytvořený v průběhu realizace projektu, respektive od jeho počátku do exitu investora, investovat zpět do rozvoje společnosti. Investor si také může vymínit držbu prioritních nebo preferenčních akcií (Nývltová, R., Režňáková, M., 2007).

Záleží na konkrétní investici a vyjednávací pozici zúčastněných stran, zda a jak investor personálně doplní původní tým svými lidmi (je obvyklé dosazení zástupce fondů do představenstva nebo dozorčí rady). Management a původní vlastníci společnosti jsou zpravidla odměňováni méně než manažeři působící ve srovnatelných společnostech na trhu, které nejsou financovány soukromým kapitálem. Jejich motivační schéma je založeno na držbě akciových podílů na společnosti. S růstem hodnoty společnosti tak roste i hodnota jejich podílů. Původní vlastníci i manažeři jsou tak motivováni k poskytování veškeré možné součinnosti nutné ke úspěšnému rozvoji podniku, např. k poskytování specifických technologických znalostí (Nývltová, R., Režňáková, M., 2007).

Po poskytnutí finančních prostředků se fond stane skutečným společníkem podniku s jasně vymezenými právy, definovanými ve společenské smlouvě. Investor se obvykle podílí na důležitých rozhodnutích, kontrole hospodaření podniku a má plný přístup k interním informacím.

Přestože pro podnik byla směřovatná především investice soukromého kapitálu, která mu umožní plně rozvinout svůj potenciál, nelze opominout ani nefinanční přínos investora soukromého kapitálu. Role manažerské společnosti fondu rizikového a rozvojového fondu je kombinací aktivit klasického investičního manažera s aktivitami organizačního a ekonomického poradce. Podniky využívají finančního poradenství ze strany investora, pomoci při rozhodování o strategických záležitostech nebo náboru nových zaměstnanců. Investor poskytuje společnosti své kontakty a informace o trhu. Manažeři fondů mají zpravidla zkušenosti s financováním a podporou podniků v dynamickém prostředí (Dvořák, I., Procházka, P., 1998). Míra této podpory se různí od čistě aktivního přístupu typu hands-on, kdy kontakt mezi společností a investičním fondem bývá velmi těsný a vykazuje vysokou frekvenci, až po pasivní přístup typu hands-off (bez účasti na chodu podniku).

Pro operativní vyhodnocování postupu při realizaci investice je většinou nastaven systém ukazatelů, který vyhodnocuje potřebné informace. Vstup investora do společnosti tak může být spojen s implementací nového informačního systému.

1.6.3 Zhodnocení investice

Po určité době investiční fondy začnou usilovat o prodej své investice nebo o přijetí akcií svého podniku k obchodování na burze, aby mohli realizovat zhodnocení investice. Proces zhodnocení investice, tedy vystoupení investora ze společnosti, a následný prodej podílu, je v odborné literatuře označován jako tzv. exit. Tato operace je završením celého působení investora ve společnosti a její případný úspěch či neúspěch značně ovlivňuje výslednou hodnotu celé investice. Při realizaci desinvestice je dosaženo konečné hodnoty investice a je tedy možné posoudit její konečnou výnosnost.

Rozhodnutí o způsobu zhodnocení investice a struktuře výstupu by mělo nastat až po důkladném posouzení variant z hlediska jejich vlivu na ekonomickou efektivnost či finanční stabilitu projektu. Při stanovování nejvhodnější formy exitu se zohledňují i další aspekty, např. legislativa nebo vývoj ekonomiky či odvětví.

Časový interval mezi vstupem investora a realizací exitu závisí na druhu investice. Většinou se exit realizuje v horizontu tří až pěti let. Podmínky pro odchod investora z podniku bývají zakotveny ve smlouvách o investici. Existuje několik hlavních možností úspěšného odchodu investora z podniku (tzv. desinvestice)²². Investice může samozřejmě skončit i neúspěchem, kdy musí investor část nebo celý investovaný kapitál odepsat. Zhodnocení investice je tedy nulové nebo dokonce záporné (tato situace je označována jako writte-off).

Prodej podílu (trade sale). Prodej akcií podniku jinému podniku, například ve stejném odvětví. Často přináší vyšší ocenění podniku, než jakého by investor dosáhl po vstupu na burzu. Kupující je totiž na rozdíl od drobných akcionářů ochoten zaplatit ještě strategickou prémii za kompletní/rozšíření svého podnikání. Především strategický kupec, který chce společnost začlenit do svého podnikání, využije synergického efektu vyvolaného nákupem společnosti a získáním nového trhu nebo rozšířením stávajícího. Tato transakce se dá označit za čistě soukromou a vyjednávání o ní bývá zpravidla utajováno. Nevýhodou může být neochota stávajícího managementu podporovat tuto formu exitu z důvodu ztráty své nezávislosti.

Zpětný odkup (buy-back). Zpětný odkup akcií v držení investora soukromého kapitálu podnikem či jeho podílníkem, případně jeho managementem, většinou pomocí úvěru nebo dalšího kola financování transakčním financováním. Operace zpětného odkupu probíhá buď typem MBO, MBI, LBO nebo jejich kombinací.

Refinancování (také tzv. secondaries). Prodej podniku nebo jeho části jinému investorovi soukromého kapitálu, tzv. follow-on financování. Investor vstupující do podniku v druhém a dalším kole financování často přináší specifické zkušenosti s expanzí společnosti v určité fázi vývoje, ve kterém se společnost nachází. S rozvojem společnosti se oproti prvnímu kolu financování mění i použití kapitálu.

²² Zpracováno dle Dvořák, I., Procházka, P. (1998) a různých materiálů EVCA např. EVCA: Central and Eastern Europe Survey 2007

Vstup na burzu. Vstup na burzu v podobě primární emise akcií (IPO) na tuzemské nebo zahraniční burze. Na burzu mohou vstoupit jen společnosti, které již dosáhly určité velikosti a splňují další podmínky. Samotný vstup na burzu je finančně a časově náročným procesem. Především v době boomu však byly obchodníci na akciových trzích ochotni za rychle rostoucí společnosti z perspektivních oborů zaplatit vysoké ceny a fondy rizikového kapitálu tak dosahovaly zajímavého zhodnocení své investice.

2 TRH PRIVATE EQUITY INVESTIC V EVROPĚ

V této kapitole se zabývám aktuálním vývojem v odvětví soukromého kapitálu v Evropě. Krátce popisují historii investování soukromého kapitálu v Evropě. Dále provedu rozdělení evropského trhu na jednotlivé regiony. Samostatný oddíl je v této kapitole věnován evropskému venture kapitálu a především faktorům, které ho formují. Řada zjištění provedených v tomto oddíle se týká celého odvětví private equity v Evropě. Samostatný oddíl je věnován vlivu soukromého kapitálu na evropskou ekonomiku.

Východiska pro hodnocení. Hodnocení odvětví soukromého kapitálu v Evropě vychází ze statistického měření EVCA. Toto hodnocení je ovlivněno řadou limitujících faktorů. Mnoho společností na trhu private equity nepublikují údaje o prováděných transakcích a dosažených ziscích. Míra pokrytí této statistiky dle počtu tržních subjektů (coverage rate by numer of players) v roce 2007 dosáhla 60%. V roce 2006 byla míra pokrytí ještě vyšší a dle EVCA dosáhla hodnoty 76%. Statistiky jsou však doplňovány z dalších veřejně dostupných zdrojů. Je možné předpokládat, že hlavní trendy a směřování odvětví byly v hodnocení zachyceny.

Při hodnocení je třeba rozlišovat mezi celkovými investicemi umístěnými v Evropě a mezi investicemi prováděnými evropskými fondy nebo fondy řízenými evropskými správcovskými společnostmi. Investice do evropské cílové společnosti může být zcela nebo částečně provedena např. americkým investičním fondem popřípadě manažerskou společností. Dalším faktorem může být domicil některých investičních fondů působících v Evropě. Fondy často využívají země s výhodnými daňovými podmínkami, tzv. daňové ráje, lokalizované často mimo Evropu. V případě dat poskytovaných EVCA jsou tak do kategorie evropských investic započítány ty, které byly provedeny evropskými správcovskými společnostmi. V případě investičních fondů jsou mezi evropské investiční fondy zahrnovány ty, které jsou řízeny evropskou manažerskou společností, nebo jsou jejich investice ze 100% umístěny v Evropě.

Investice mohou být dále hodnoceny z pozice poskytovatele kapitálu, kdy v úvahu přichází sledování toků mezi primárními investory a investičními fondy, a z pozice příjemce kapitálu, kdy se sledují kapitálové toky od investičních fondů k cílovým společnostem. Sledování kapitálových toků je obtížné především v případě přeshraničních investic, ze kterého se vychází při srovnávání jednotlivých zemí.

Při sledování umístění investic existují dva hlavní přístupy. Prvním je sledování investic provedených společnostmi se sídlem na daném trhu (industry statistics), zpravidla nehledě na cílový trh. Druhým je sledování investic umístěných do cílových společností na daném trhu (market statistics), zpravidla nehledě k poskytovateli prostředků.

Souhrnná data za rok 2008 nebyly na jaře 2009 k dispozici. Zdrojem dat pro rok 2007 byla PEREP ANALYTICS, centrální evropská databáze vedená EVCA. V předchozích letech jsou využívána data ze studií společností Thomson Financial/PwC, se kterými EVCA na studiích zaměřených na hodnocení evropského trhu spolupracovala. Metodika jednotlivých studií se až na výjimky neliší,

proto jsou data vzájemně srovnatelná. EVCA proklamuje, že použitá metodika sběru a vyhodnocování výročních dat je neměnná od roku 1984.

Pojmem private equity jsou v praktické části označovány všechny typy formálního soukromého kapitálu, tedy i venture kapitál. Pojem venture kapitál zahrnuje seed, start-up a expansion kapitál.

2.1 Vznik a vývoj odvětví soukromého kapitálu

Odvětví soukromého kapitálu (private equity, dále jen PE) se v Evropě i v USA začalo vyvíjet po skončení II. světové války. Zatímco v USA toto odvětví nepřetržitě rostlo, Evropa za tímto vývojem zaostávala. Evropský trh PE se tak začal významněji rozvíjet až v polovině 80. let, kdy především Velká Británie začala podporovat rozvoj investic²³.

Investice s prvky private equity investic se samozřejmě objevovaly už před II. světovou válkou. Někteří autoři hledají prapůvod těchto investic dokonce až ve financování válečných výprav v době Starověkého Říma (Dvořák, I., Procházka, P., 1998). Jiní poukazují na umístování investic prováděných např. rodinou Rockefellerů a dalšími rodinami v posledních dekadách století devatenáctého a na začátku 20. století. Soukromí investoři pak začali již ve 30. letech 20. století poskytovat svůj kapitál a zkušenosti k rozvoji začínajících společností. Později se začaly za účelem diverzifikace rizika a maximalizace výnosů sdružovat. To položilo základy prvním private equity společnostem.

První formální PE společnost byla American Research and Development, založená v roce 1946. Od této doby až do 80. let americký trh soukromého kapitálu nepřetržitě rostl, i když objem ročně investovaných prostředků nikdy nepřekročil několik stovek milionů dolarů. Naprostá většina prostředků přitom směřovala do začínajících společností. 80. léta přinesla na americký trh PE růst objemu investovaných prostředků i celkový rozvoj odvětví. Přelom 80. a 90. pro americký trh znamenal obrat a s tím i celkový pokles odvětví, který byl zapříčiněn především kromě probíhající recesí ekonomiky i zklamáním investorů z nízké výnosnosti investic.

Od konce II. světové války do 80. let nedocházelo k rozsáhlejšímu rozvoji evropského trhu PE. Evropský trh byl oproti americkému limitován především nepříznivým prostředím pro investice. V tomto období vládly v Evropě převážně socialistické vlády, které nepodporovaly podnikatelské prostředí obecně. Další důvody pro pomalejší rozvoj investic soukromého kapitálu v Evropě oproti USA přetrvávají v omezenější míře dodnes. Hlavní devizou Američanů byl a je kromě delší tradice v kapitálovém investování rozsáhlý domácí trh. Evropský trh je oproti americkému roztržštěný na jednotlivé národní trhy, které vykazují různé kulturní, jazykové a další odlišnosti. Jednotlivé národní trhy nenabízejí tolik možností pro umístění investic či realizaci exitu investora.

Změna trendu ve vývoji na evropském trhu nastala až v době, kdy především Velká Británie pod vládou Margaret Thatcherové začala stimulovat trh PE investic zavedením opatření, která podpořila investování obecně. Na začátku 80. let byl ve Velké Británii, ale i v dalších zemích, zaveden

²³ Pokud není uvedeno jinak, pododdíl Vznik a vývoj trhu private equity byl zpracován dle Povaly, S.(2007).

sekundární akciový trh určený pro obchodování s malými a středními společnostmi. Snížení míry zdanění kapitálových příjmů a v té době probíhající privatizace podporovaly rozvoj obchodování na těchto trzích. Prostředí pro investice se také celkově zlepšilo. Celá 80. léta provázela nepřetržitý růst evropského trhu. Na přelomu 80. a 90. let došlo, stejně jako v USA, k poklesu trhu. Evropský a americký trh se začaly v této době více propojovat především díky přítomnosti amerického kapitálu v Evropě. Oba trhy tak pocítily v té době probíhající ekonomickou recesi, kdy např. britský trh PE poklesl mezi roky 1989 a 1990 téměř o polovinu. V této době se objem evropských investic soukromého kapitálu pohyboval v jednotkách miliard EUR. Větší konzervativnost evropských investorů oproti americkým se projevila především ve výraznějším zaměření na pozdější stádia vývoje společností, do kterých bylo investováno.

Návrat evropské ekonomiky na růstovou dráhu v druhé polovině 90. let spolu s dalšími opatřeními přijatými na podporu podnikatelského prostředí zavedenými v Evropě znamenaly další rozvoj trhu PE. Evropské země si v této době začaly uvědomovat důležitost ekonomického růstu založeného na aktivních a inovativních společnostech. Většina zemí v té době zavedla opatření podporující podnikatelské prostředí na národní úrovni. Prostředí pro investice bylo pozitivně ovlivněno i opatřeními přijatými na celoevropské úrovni v rámci vznikající EU. Zavedení společné měny a jednotného trhu společně s implementací řady dalších opatření, které zjednodušily přeshraniční pohyb osob, zboží a kapitálu, znamenaly další impuls pro růst trhu PE. Zavedení dalších akciových trhů, např. Alternative Investment Market v roce 1995 v Londýně nebo EASDAQ v Bruselu o rok později, které byly určeny především na obchodování s mladými, inovačně zaměřenými společnostmi, pak dále rozšířily možnosti exitu z cílových společností.

Stále se rozšiřující trh nabízel řadu možností především pro americké PE společnosti, které začaly na evropském trhu investovat stále větší objem prostředků. V roce 2000 dosahovalo IRR u evropských buyout společností až 65%. Příliš velký objem kapitálu vedl k přesycení trhu, které vedlo k sníženým možnostem pro umístování investic. Tento vývoj nakonec zapříčinil pokles výnosnosti celého odvětví, která mezitím poklesla až na IRR ve výši 10% v roce 2001. V následujícím roce bylo IRR dokonce záporné. Pokles výnosnosti trhu spolu se sníženým zájmem o technologicky zaměřené společnosti na akciových trzích pak zapříčinil pokles evropského trhu PE, kdy mezi roky 2000 a 2002 klesl objem prostředků určených na investování soukromého kapitálu téměř na polovinu. Dalším z faktorů, který zapříčinil pokles investic soukromého kapitálu byl i propad akciových trhů v této době.

2.2 Aktuální vývoj na trhu

Odvětví soukromého kapitálu vykazovalo od roku 2002 do roku 2007 značné růstové tendence. Všechny kapitálové toky spojené s tímto odvětvím, tedy objem upsaného kapitálu, investovaných prostředků a prostředků získaných z realizovaných výstupů z cílových společností, rostly. Největších změn dosáhl trh soukromého kapitálu v Evropě od roku 2005 do roku 2007, proto je tomuto období věnována největší pozornost. Růst se zastavil až v roce 2007. V tomto roce se projevily důsledky úvěrové krize a slabšího vývoje na akciových trzích v druhé polovině roku 2007. Patrně došlo i částečnému nasycení trhu. Do odvětví soukromého kapitálu se přenesl i vývoj na finančních trzích v roce 2008 a následný propad evropské a americké ekonomiky.

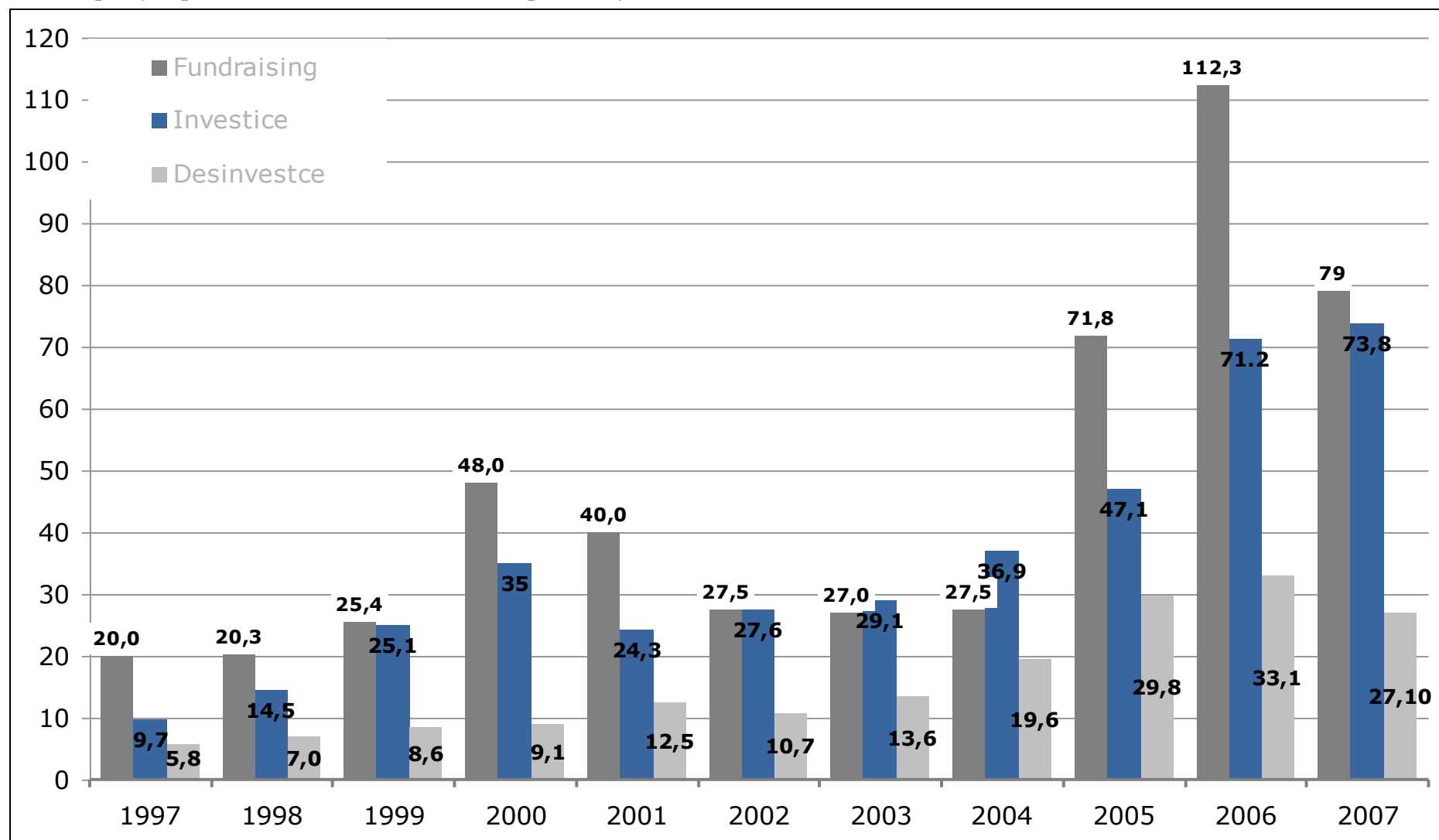
Na následující straně uvádím vývoj fundraisingu (celkové prostředky upsané evropskými fondy během jednotlivých let), celkový objem investic a desinvestic (vyvázání prostředků investičního fondu z cílové společnosti prodejem podílu nebo jiným způsobem) v letech 1997 až 2007²⁴. Při srovnávání jednotlivých údajů sledujeme i rozdíl mezi celkově očekávanými investicemi (upsaný kapitál v daném roce) a investovanými prostředky.

Převis hodnoty upsaného kapitálu v daném roce znamená, že do fondů bylo alokováno více prostředků, než kolik bylo nakonec investováno. To je dáno mimo jiné investičním cyklem, dobou nezbytnou pro přípravu investice, ale i přebytkem dostupného kapitálu nebo neadekvátním ohodnocením situace ze strany investorů (nedostatek vhodných investičních příležitostí).

Objem desinvestovaných prostředků (objem provedených exitů) se odvíjí od investic provedených před několika lety. Jak uvádím v první kapitole, doba mezi vstupem investora do společnosti a jeho odchodem ze společnosti prodejem podílu nebo jiným způsobem se může pohybovat od dvou let u transakčního financování po deset let u seed kapitálu (zpravidla to však bývá 3 až 5 let).

²⁴ Pokud není uvedeno jinak, údaje v této části byly převzaty z EVCA Barometer June 2007 a EVCA Barometer June 2008.

Graf 1 Upsaný kapitál, investice a desinvestice v Evropě za roky 1997 až 2007 v mld. EUR



Zdroj: EVCA, EVCA Barometer June 2007, EVCA Barometer June 2008, modifikováno.

2.2.1 Fondy a upsaný kapitál

Objem upsaného kapitálu v daném roce předpovídá vývoj investic v dalších letech. Po několika slabších letech zapříčiněných menším zájmem investorů o odvětví soukromého kapitálu objem upsaného kapitálu mezi lety 2004 a 2005 skokově vzrostl až na necelých 72 mld. EUR²⁵. Stabilní výnosnost odvětví od roku 2003²⁶ spolu s pokračující profesionalizací a institucionalizací odvětví²⁷, která posilovala důvěru především institucionálních investorů, lákaly do fondů soukromého kapitálu stále větší objem prostředků. V roce 2006 tak fondy soukromého kapitálu upsaly rekordní částku 112 mld. EUR.

Již v následujícím roce však došlo k propadu. Celkový objem upsaných prostředků vložených v roce 2007 do evropských investičních fondů dosáhl 79 mld. EUR. Oproti výjimečnému roku 2006 to byl pokles o 30%. Poměr mezi očekávanými a uskutečněnými investicemi dosáhl v roce 2007 hodnoty takřka 94%.

Další sledovanou kategorií je objem upsaných prostředků určených na jednotlivé typy investic soukromého kapitálu. Ty určují přibližné rozprostření celkově upsaných prostředků do jednotlivých typů investic v dalších letech. Objem upsaného kapitálu do společností v počátečních fázích vývoje v roce 2007 překročil 10 mld. EUR. Z těchto prostředků by mělo 40% mířit do společností v early stage. Přes dvě třetiny z kapitálu určeného na buyout investice (ten tvořil 76% z celkového upsaného kapitálu) bylo upsáno 14 největšími evropskými PE společnostmi, přičemž každá z nich přesáhla hranici 1 mld. EUR upsaných prostředků.

V rekordním roce 2006 byl podíl evropských primárních investorů na prostředcích umístěných do evropských PE fondů 61%. Podíl mimoevropských primárních investorů tak v posledních letech významně vzrostl (z 24% v roce 2004). Naprostou většinu z těchto prostředků poskytli američtí investoři. Ti v roce 2007 vložili do evropských fondů 32,4 mld. EUR (29% podílem na celkově upsaných prostředcích).

Hlavním zdrojem evropského soukromého kapitálu jsou již od roku 2005 penzijní fondy. V roce 2006 umístili penzijní fondy do investičních fondů PE 29,2 mld. EUR. Svůj podíl na celkově upsaných prostředcích tak zvýšili na 29%, což byl 74% nárůst oproti roku 2005. V roce 2007 si penzijní fondy udržely pozici nejvýznamnějšího poskytovatele kapitálu, i když jejich podíl poklesl na 18%. Evropské penzijní fondy přitom vkládají 2 až 5% ze svých aktiv do soukromého kapitálu²⁸.

Druhým nejvýznamnějším zdrojem kapitálu v roce 2006 byly fondy fondů, které v daném roce meziročně dvakrát zvýšily objem vložených prostředků. Nejvýznamnějším zdrojem kapitálu pro fondy fondů jsou přitom opět penzijní fondy a další institucionální investoři. Banky poskočily z třetího místa

²⁵ Fondy řízené evropskými manažerskými společnostmi.

²⁶ především buyout fondy vykazovaly výnosnost kolem 15% (desetileté IRR, viz dále)

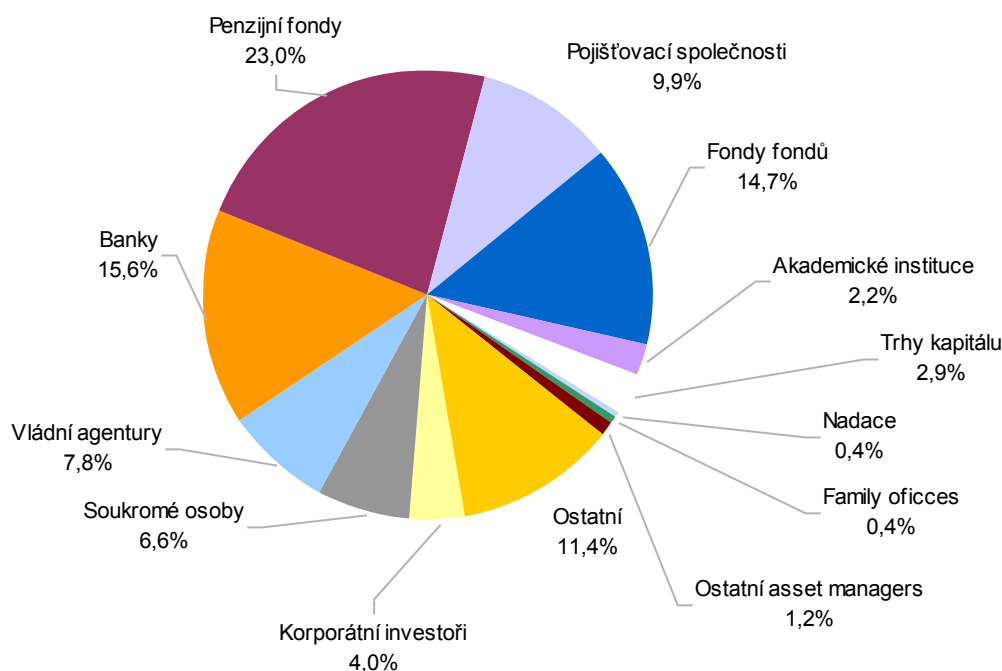
²⁷ European Comission: Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity (2007)

²⁸ Jež, V. Prezentace z přednášky Private Equity v České republice. Listopad 2007. Dostupné na www.cvca.cz.

v roce 2006 na pozici druhého nejvýznamnějšího zdroje kapitálu v roce 2007. Banky byly v roce 2007 v žebříčku nejvýznamnějších poskytovatelů kapitálu následovány fondy fondů a pojišťovacími společnostmi.

Ačkoliv došlo v posledních letech ke změnám v pozicích nejvýznamnějších zdrojů kapitálu, složení hlavních hráčů zůstává neměnné. Nejdůležitějšími zdroji soukromého kapitálu v Evropě jsou penzijní fondy, banky, pojišťovací společnosti a fondy fondů. Podíl jednotlivých primárních investorů na celkově upsaném kapitálu za roky 2003 až 2007 uvádím v následujícím grafu.

Graf 2 Primární investoři dle podílu na celkovém fundraisingu v letech 2003 až 2007²⁹



Zdroj: 2003-2006 THOMSON REUTERS/EVCA/PWC, 2007 EVCA, PEREP ANALYTICS, převzato z prezentace přednášky Noël, G.: Access to Finance - Private Equity and Venture Capital, Varšava 2008.

Naprostou většinu fondů (93%) řadíme v roce 2007 do kategorie nezávislých. Závislí investoři (capitve investors) tvořili méně než 5% z celkového počtu fondů.

²⁹ Korporace – produkují výrobky nebo poskytují služby nefinančního charakteru, Family office – poskytují služby jedné nebo několika rodinám, mimo správy investic i služby např. v oblasti daňového poradenství nebo účetních služeb, Fondy fondů – hlavním zdrojem kapitálu tohoto fondu je PE fond, Ostatní asset managers – finanční instituce mimo uvedených investující kapitál do různých aktiv s cílem generovat finanční zisky.

Z hlediska geografického zaměření fondů byla dle výzkumu EVCA (EVCA Barometer October 2007) polovina fondů zaměřena regionálně. Tyto fondy své investice umísťují především do cílových společností ze země svého sídla a z okolních zemí (vymezení těchto regionů je věnován samostatný oddíl v této kapitole). Téměř třetina fondů se omezuje na investice do cílových společností jen ze svého domácího trhu a jen pětina fondů umísťuje své investice nezávisle na svém domicilu. Dvě třetiny z fondů, převážně fondy s výraznějším zaměřením na své národní trhy, nebyly odvětvově vyhraněné. Zbývající třetina fondů odvětvově zaměřených pak operovala na geograficky rozsáhlejším trhu než fondy bez odvětvového zaměření.

2.2.2 Investice

Objem investovaného PE se během posledních deseti let se zvětšil více jak sedmkrát. Po pozvolném nárůstu mezi roky 2001 až 2005 investice v dalších letech skokově rostly. Mezi roky 2004 až 2006 se objem investovaných prostředků více jak zdvojnásobil. V roce 2007 dosáhl evropský trh PE nového rekordu, kdy bylo investováno takřka 74 miliard EUR³⁰. Přes 95% z těchto prostředků bylo investováno do evropských společností³¹. Investiční společnosti sídlící mimo Evropu investovaly v roce 2007 do evropských cílových společností soukromý kapitál ve výši 3 mld. EUR.

Evropa jako cílová destinace zaujímala dle IFSL³² v roce 2007 asi 15% podíl na celosvětově investovaném PE. Tento podíl klesl oproti roku 2000, kdy Evropa držela asi 20% podíl. Tento pokles byl zapříčiněn především zvýšenou aktivitou v oblasti odkupů na americkém trhu v posledních letech. Spojené státy jsou s podílem přesahujícím 70% na celosvětovém objemu investovaného soukromého kapitálu leaderem na poli PE. Asie a pacifická oblast si zachovaly v období 2000 až 2007 přibližně 10% až 12% podíl na celkových PE investicích. Jejich význam na světovém trhu však roste. Růstové tendence evropského trhu v posledních letech korelují s růstovými tendencemi trhu celosvětového (dvojnásobný nárůst investovaného PE v roce 2007 oproti roku 2005).

Počet provedených investic soukromého kapitálu se v Evropě pohybuje v řádu několika tisíc za rok (8411 za rok 2007, 10 760 v roce 2006). Polovina investic je přitom investována jako první vstup investora PE do cílových společností (first-time investment) a polovina je investována ve druhém a dalších kolech investování (follow-on financing). Průměrná velikost investice vykazuje v posledních letech růstovou tendenci. V roce 2006 byla průměrná velikost investice přes 6,6 mil. EUR, v roce následujícím už 8,8 mil. EUR (4,3 mil EUR v roce 2005).

Z hlediska jednotlivých typů provedených investic bylo stejně jako v předchozích letech v roce 2007 nejvíce prostředků umístěno do cílových společností ve formě odkupů, které zaujímají takřka 80% podíl na celkově investovaných prostředcích. Podíl odkupů na celkově investovaném PE se v posledních letech neustále zvyšuje a panuje předpoklad, že tento podíl nebude výrazně klesat ani v následujících letech (76% z celkově upsaného kapitálu v roce 2007 bylo označeno jako budoucí odkupy).

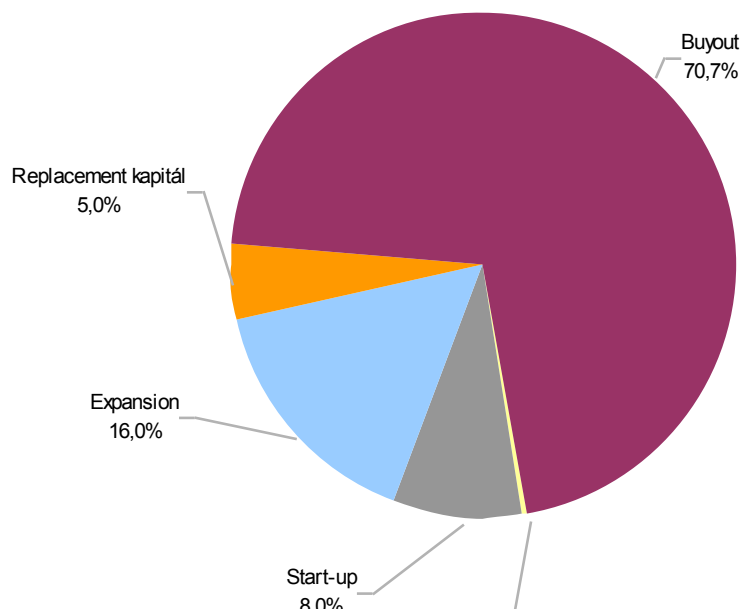
³⁰ Investice provedené fondy řízenými evropskými manažerskými společnostmi

³¹ Tzn. 5% z investic pocházejících z evropských investičních fondů bylo investováno do cílových mimoevropských společností, naprostá většina z nich do cílových společností v USA a Austrálii.

³² International Financial Services London: Private Equity 2008

V následujícím grafu uvádím rozložení investic fondů private equity podle objemů v Evropě za rok 2006.

Graf 3 Rozložení investic fondů private equity dle objemu v Evropě v roce 2006



Zdroj: EVCA, EVCA BAROMETER June 2007

I když tvoří odkupy největší část z investovaných prostředků, největší počet transakcí směřuje do cílových společností ve formě venture kapitálu (zde i investice typu expansion). Např. počet start-up investic tvořil v roce 2007 takřka třetinu z celkového počtu provedených transakcí. Objem těchto investic v roce 2007 klesl na 2,5 mld. EUR, tedy na méně než polovinu prostředků investovaných v roce 2006, kdy bylo investováno 5,7 mld. EUR. Tímto vývojem se start-up investice vrátily na úroveň srovnatelnou s rokem 2005.

Nejčtenějším typem investic byly v posledních letech investice typu expansion. V roce 2007 překročil jejich podíl na celkovém počtu provedených investic 34%. Z hlediska objemu investovaných prostředků dosáhly tyto investice s 9,4 mld. EUR ve stejném roce takřka 13% podílu na celkově investovaných prostředcích.

Dalším možným hodnocením investic je z hlediska odvětví, ve kterém působí cílové společnosti s účastí soukromého kapitálu. Jak uvádí následující tabulka, nejvíce soukromého kapitálu mířilo v letech 2006 a 2007 do odvětví podnikových a průmyslových výrobků. Za tímto odvětvím následovalo odvětví spotřebního zboží a komunikace. Žebříček nejvíce financovaných odvětví uzavíraly podnikové a průmyslové služby a vědy o živé přírodě.

tabulka 3 Investice soukromého kapitálu dle odvětví působnosti cílových společností, v tis. EUR

Odvětví	2006	v%	2007	v%
Zemědělství	78 525	0,11	448 009	0,61
Chemický průmysl	2 055 674	2,89	2 706 790	3,67
Vědy o živé přírodě	7 638 459	10,73	7 403 116	10,03
Počítače a spotřební elektronika	6 297 012	8,85	3 792 289	5,14
Komunikace	9 848 836	13,84	9 007 139	12,21
Spotřební zboží	10 958 633	15,40	9 484 969	12,85
Spotřební zboží - ostatní	n.a.	n.a.	8 432 851	11,43
Podnikové a průmyslové výrobky	11 494 242	16,15	10 298 435	13,96
Podnikové a průmyslové služby	10 920 336	15,35	8 382 683	11,36
Doprava	2 047 618	2,88	3 432 384	4,65
Stavebnictví	1 554 292	2,18	2 527 134	3,42
Energetika	1 655 576	2,33	3 350 563	4,54
Finanční služby	2 376 655	3,34	3 511 381	4,76
Nemovitosti		0,00	125 402	0,17
Ostatní	4 238 647	5,96	884 415	1,20
Celkem	71 164 505	100,00	73 787 560	100,00

Zdroj: PEREP Analytics na rok 2007. EVCA/Thompson Reuters/PWC za rok 2006, převzato z EVCA: Central and Eastern Europe Statistics 2006 a 2007, Special Paper.

Z hlediska odvětví vykazují odkupy a venture kapitál značné odlišnosti. Hlavními odvětvími financovanými venture kapitálem byly vědy o živé přírodě, počítače a spotřební elektronika a odvětví komunikace, které reprezentují takřka polovinu z celkově investovaného venture kapitálu a více než polovinu z celkového počtu venture kapitálových investic za rok 2007. Toto zaměření jistě odpovídá charakteru venture kapitálu, který zpravidla směřuje do technologicky náročnějších odvětví. Odkupy se nejvíce soustředili na odvětví podnikových a průmyslových výrobků a na odvětví spotřebního zboží, které tvoří více než 40% z celkově provedených buyout investic.

2.2.3 Desinvestice

Desinvestice uzavírají ve zjednodušeném modelu financování soukromým kapitálem sled kapitálových toků od primárního investora přes investiční fond k cílové společnosti. Po určité době působení investora v cílové společnosti je připravena strategie odchodu investora ze společnosti a investor svou původní investici, tedy nakoupený podíl na společnosti, zhodnocuje prodejem nebo jiným způsobem. Úspěch celé investice je determinován právě úspěšně provedeným exitem.

Konečná hodnota investice určuje výnosnost investovaného kapitálu. Po agregaci pak výše provedených exitů určuje výnosnost celého odvětví. Výnosnost investičních fondů je klíčová při získávání kapitálu. Úspěch celého odvětví soukromého kapitálu je závislý na schopnosti prokázat dosahování odpovídajícího zhodnocení investovaných prostředků. Pokud fondy investující soukromý kapitál nevykazují patřičnou výkonnost, je nasnadě, že nepřilákají dostatek primárních investorů, kteří svůj kapitál raději umístí jinde. Soukromý kapitál tak při získávání prostředků soupeří s dalšími formami investování do různých forem aktiv, ale i dalšími možnostmi zhodnocování kapitálu.

Při hodnocení desinvestic je třeba brát v úvahu určité zpoždění, které je dáno tím, že objem provedených exitů je odvislý od objemu prostředků investovaných několik let nazpět. Desinvestice jsou však samozřejmě ovlivňovány i aktuální situací na trhu. Příznivý vývoj na cílovém trhu společnosti, do které vstoupil soukromý kapitál, zvyšuje hodnotu společnosti pro případný prodej společnosti. Úspěšná primární emise je pak jistě determinována příznivým vývojem na akciových trzích.

Objem prostředků získaných odchodem investorů soukromého kapitálu z cílových společností rostl nepřetržitě od roku 2002 do roku 2006, kdy bylo dosaženo největšího objemu desinvestic. V tomto roce realizovali investoři soukromého kapitálu exity ve výši 33,1 mld. EUR. V roce 2007 pak objem realizovaných exitů poklesl na 27,1 mld. EUR. Oproti předchozímu roku tak došlo k poklesu více než o pětinu.

V roce 2007 došlo k realizaci odchodu investora u 2 726 z cílových společností. Ve srovnání s předchozím rokem to bylo o téměř 40% méně realizovaných exitů (4 448 za rok 2006).

Desinvestice formou prodeje jinému investorovi PE (secondaries) tvořily z hlediska objemu s 30% největší část z realizovaných exitů. Secondaries přinesly v roce 2007 primárním investorům 8 mld. EUR. Počet secondaries byl menší než v předchozím roce 2006 (412 za rok 2007, 434 za rok 2006), přičemž objem realizovaných prodejů jinému investorovi PE v roce 2006 byl menší o 2,7 mld. EUR. Průměrná velikost secondaries tak meziročně vzrostla na necelých 20 mil. EUR.

Druhou největší skupinu dle objemu realizovaných exitů tvořily prodeje subjektům mimo PE trh (trade sales) ve výši 7,6 mld. EUR. V letech 2003 až 2006 se touto formou realizovala největší část provedených desinvestic. V roce 2007 došlo k mírnému meziročnímu nárůstu, když v roce 2006 byly realizovány trade sales ve výši 7,5 mld. EUR. Trade sales však byly v roce 2007 nejpočetnější formou desinvestice s téměř čtvrtinovým podílem na celkovém počtu desinvestic.

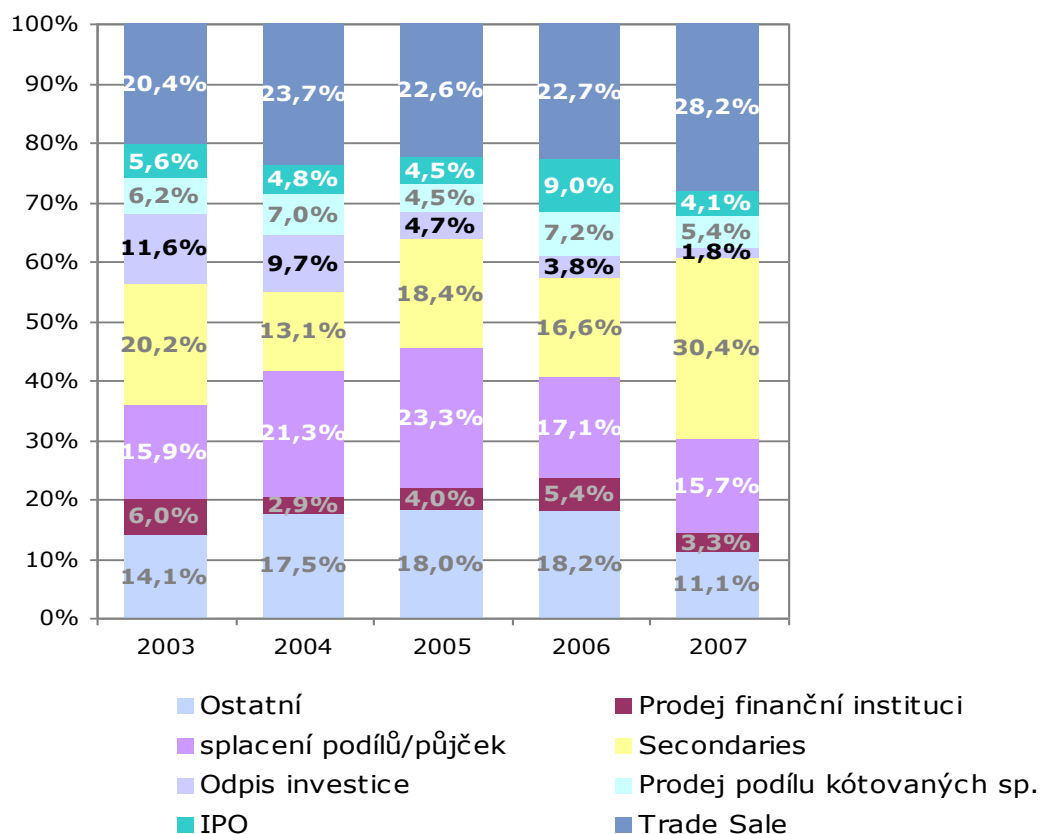
Jelikož si investoři soukromého kapitálu po svém výstupu často podrží část akcií společnosti, která provedla IPO, jednou z možných forem realizace odchodu investora z cílové společnosti je i prodej podílu kótovaných společností. Tyto prodeje tvořily v roce 2007 více než 5% na celkově získaných prostředcích z investic PE. Tento způsob desinvestice spolu primárními emisemi akcií investorům soukromého kapitálu zajistily prostředky ve výši 2,6 mld. EUR. Zde došlo k propadu o více než polovinu oproti letům 2005 a 2006. Tento propad byl zapříčiněn především zhoršenými podmínkami na akciových trzích v druhé polovině roku 2007.

U společností, do nichž byl investován buyout kapitál, tvořil největší podíl desinvestic prodej jinému PE subjektu. Exity provedené touto formou dosáhly výše 7 mld. EUR, což činilo skoro 35% z celkového objemu desinvestic u společností financovaných buyout kapitálem. Z hlediska počtu transakcí tato forma desinvestice proběhla u 268 společností, což tvoří více než čtvrtinu z celkového počtu transakcí.

Nejčastější formou odchodu investora ze společností financovaných venture kapitálem byly v roce 2007 trade sales. Ty byly využity u 330 cílových společností, což činilo přes 20% z celkového počtu desinvestic. Tyto transakce přinesly investorům venture kapitálu prostředky ve výši 1,5 mld. EUR (30% z celkových exitů venture kapitálových investorů).

V následujícím grafu uvádím podíl jednotlivých typů desinvestic na celkovém objemu provedených desinvestic v letech 2003 až 2007.

Graf 4 Podíly jednotlivých typů desinvestic na celkových za roky 2003 až 2007



Zdroj: 2003-2006 THOMSON REUTERS/EVCA/PWC, 2007 EVCA, PEREP ANALYTICS, převzato z prezentace přednášky Vandermosten, J.: European Private Equity Activity Survey 2007 a EVCA Barometer June 2008

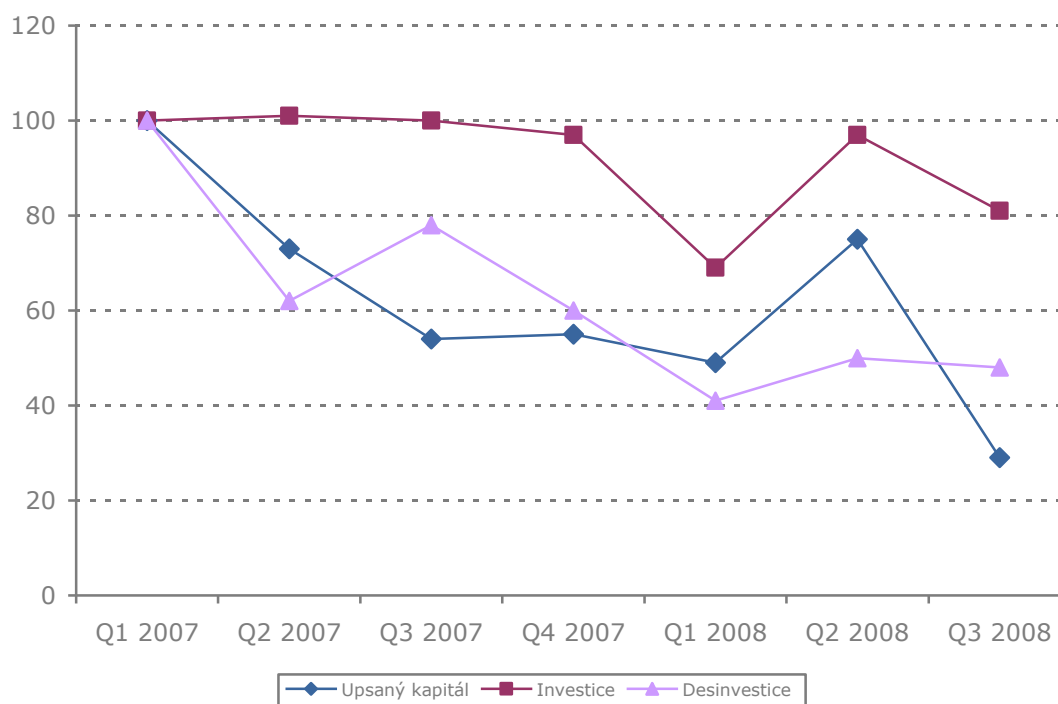
Mimo kategorie subjektu kupujícího (trade sales nebo secondaries) nebo způsobu desinvestice (prodej versus zhodnocení prostředku na burze CP) se v tomto grafu objevuje i splacení půjček poskytnutých cílové společnosti a prostředků použitých na nákup prioritních akcií. Tyto prostředky byly poskytnuté investorem nesměřovaly na nákup podílu ve společnosti.

2.2.4 Vliv krize na evropský soukromý kapitál

Důsledky ekonomické krize se nevyhnuly ani evropskému soukromému kapitálu. Vývoj na finančních trzích negativně ovlivnil všechny investice typu asset class a soukromý kapitál nebyl výjimkou. Dle

předběžných dat poklesly investice soukromého kapitálu v roce 2008 meziročně až o 27%³³. Velikost upsaného kapitálu v předchozích letech přitom slibovala další nárůst investic soukromého kapitálu. V následujícím grafu uvádím vývoj hlavních kategorií soukromého kapitálu v Evropě za jednotlivá čtvrtletí od začátku roku 2007 do 3. čtvrtletí roku 2008. Největší propad upsaného kapitálu ve sledovaném období byl zaznamenán mezi 2. a 3. čtvrtletím roku 2008, v případě investic na přelomu roku 2007 a 2008.

Graf 4 Vývoj investic, desinvestic a upsaného kapitálu v Evropě v % (index, Q1 2007=100)



Zdroj: EVCA: *Quarterly Activity Indicator Q3 2008*.

Existuje předpoklad dalšího poklesu upsaného kapitálu (EVCA Barometer January 2009). Krize však nepřeje ani vývoji na akciových trzích a to může znamenat přesun pozornosti části investorů k fondům soukromého kapitálu³⁴. Na druhou stranu jedním z průvodních jevů krize je i nedostatek hotovosti. Investoři tak mohou v době nejistoty opouštět od vkládání prostředků do nelikvidních forem investic.

Nedostatek hotovosti také znamenal řadu nucených odprodejů investic především ze strany institucionálních investorů. Tyto prodeje byly realizovány předčasně před uzráním investice a za pro prodávající stranu nevýhodných podmínek. Krize však přináší pro investory soukromého kapitálu i řadu příležitostí. Problémový vývoj v jinak zdravých společnostech by mohl pro investory s dostatkem prostředků znamenat i výhodu. Tito investoři by pak mohli realizovat nákupy za nižší kupní ceny, než za jaké by se transakce realizovala za standardních podmínek.

³³ Karsai, J. The development of Hungarian Venture Capital a Private Equity Industry in 2008.

³⁴ Martinovičová, M. Soukromý kapitál jako žlutý anděl v době krize.

Turbulence na finančních trzích zhoršila i dostupnost úvěrového financování. Banky zpřísnily podmínky pro poskytování úvěrů. Poměr dluhu k EBITDA cílové společnosti se u celkového dluhu v první polovině roku 2008 meziročně snížil z 6,12 na 5,66 a u prioritních dluhů z 5,31 na 4,35 (S&P LCD, převzato z EVCA Barometer September 2008). Úvěry přitom hrají významnou roli ve financování především pákových odkupů. V posledních letech dosahoval podíl úvěrového financování na odkupech více než dvou třetin (S&P LCD, převzato z EVCA Barometer September 2008). Investoři se tak patrně zaměří na investice do malých a středních společností, které vyžadují méně kapitálu³⁵. V dobách nejistoty byla také řada operací zrušena nebo odložena na pozdější dobu³⁶.

Do odvětví soukromého kapitálu jako procyklicky se vyvíjejícího odvětví se jistě přenesl propad evropské ekonomiky. Horší podmínky na odbytových trzích cílových společností snižují hodnotu těchto společností a tím i hodnotu již realizovaných investic soukromého kapitálu. Vývoj ekonomiky a akciových trhů negativně ovlivňuje i možnosti výstupu z investic soukromého kapitálu. Tyto aspekty jistě ovlivní i krátkodobou výnosnost odvětví soukromého kapitálu.

Je velmi pravděpodobné, že odvětví soukromého kapitálu zažije v následujícím období další propad. Celkový objem investic i upsaného kapitálu bude patrně dál klesat. Snížené možnosti výstupu investorů jistě ovlivní i objem realizovaných exitů. Krize má však na soukromý kapitál smíšené dopady a její důsledky budou na aktéry na trhu dopadat různým způsobem. Některé investiční společnosti mohou z aktuálního vývoje díky poklesu hodnoty společností dokonce profitovat. Sníží se totiž potenciální kupní cena některých společností a na trhu se objeví řada dobrých příležitostí pro investici. Investiční společnosti se patrně odkloní od další expanze a zaměří se na řízení svých portfolií.

2.3 Evropské regiony z hlediska soukromého kapitálu

Trh soukromého kapitálu se v jednotlivých zemích značně liší. Každá země má svou vlastní tradici investování, panují zde rozličné právní, daňové a další podmínky ovlivňující činnost subjektů na trhu PE. Evropský trh PE můžeme z geografického hlediska rozdělit na několik regionů, přičemž země z daného regionu zpravidla vykazují i jisté společné znaky z hlediska fungování PE³⁷.

Největším národním trhem PE kapitálu v Evropě je Velká Británie (dále jen VB). VB je po USA druhým největším trhem na světě. Zdejší PE trh je považován za přechod mezi americkým a evropským trhem. Britské investiční fondy disponují více než polovinou celkového evropského PE a je v nich umístěna i takřka desetina kapitálu celosvětového (IFSL). Významná část z tohoto kapitálu pochází z USA. Britský trh je výrazně napojený na americký trh. Např. přes 60% prostředků vložených penzijními fondy do britských investičních fondů mají svůj původ v USA. Penzijní fondy jsou přitom s téměř čtvrtinovým podílem největším primárním investorem ve VB.

³⁵ Martinovičová, M. Soukromý kapitál jako žlutý anděl v době krize.

³⁶ Czech M&A. Corporate INT. Listopad 2008. Dostupný na www.cvca.cz

³⁷ Pokud není uvedeno jinak, údaje uvedené v tomto oddílu pochází z EVCA Barometer June 2008.

Do fondů sídlících ve Velké Británii byla vložena takřka čtvrtina z celkově upsaných prostředků za rok 2007³⁸. Tyto investiční fondy pak investovaly prostředky ve výši 34 mld. EUR, přičemž přes 70% z těchto investic bylo umístěno do cílových společností v kontinentální Evropě. VB patří první příčka i v kategorii provedených exitů, objemově i početně.

Tato země se také pravidelně objevuje na předních příčkách EVCA Benchmarking Study³⁹, což jsou studie prováděné EVCA zkoumající právní a daňové podmínky pro fungování investic soukromého kapitálu v Evropě. Investoři i cílové společnosti mohou ve VB profitovat z výjimečně příznivých podmínek. Penzijní fondy ani pojišťovací společnosti zde nemusí čelit omezením spojených s umístěním jim svěřených prostředků, které jsou ve větší míře legislativně ustanoveny v kontinentální Evropě. VB také čerpá z dlouhé tradice investování a vybudované struktury investičních fondů. Přes relativně vyšší zdanění příjmů z kapitálových investic je britské prostředí pro investování PE hodnoceno jako jedno z nejpříznivějších v Evropě. Značnou podobnost s britským trhem vykazuje irský trh PE. Tyto země tak bývají i pro svou geografickou blízkost často vyčleněny do jednoho společného regionu. Irsko bylo v posledním Benchmarkingu hodnoceno jako země s druhým nejlepším prostředím pro investice, v roce 2006 dokonce obsadilo první příčku ve zmíněném žebříčku (EVCA Benchmarking Study 2008).

Druhým neaktivnějším evropským regionem je jižní Evropa⁴⁰. Do investičních fondů pocházejících z těchto zemí byly upsány prostředky ve výši přesahující 18 mld. EUR, z toho dvě třetiny tvořily prostředky vložené do fondů francouzských a řeckých. Investice financované fondy z tohoto regionu dosáhly výše 20 mld. EUR, přičemž jen 14% z investic bylo umístěno mimo region. Leaderem regionu je Francie, která je druhým největším národním trhem soukromého kapitálu v Evropě. Ve Francii bylo investováno přes 15% z celkového evropského PE. Hned po VB tu byl proveden i největší objem desinvestic.

Francie se umístila v posledním žebříčku hodnotícím prostředí pro investice na prvním místě (druhé místo v roce 2006). Ve Francii mohou penzijní fondy i pojišťovací společnosti investovat do PE/VC v rámci limitů daných direktivou 2003/41/EU. Francie také poskytuje pobídky do V&V a její právní řád disponuje vhodnou úpravou fungování investičních fondů. Španělsko, Řecko a Portugalsko se z pohledu hodnocení prostředí pro investice drží hned za vedoucími zeměmi, s relativně příznivým prostředím pro investice a dobrým výhledem do budoucna. Itálie pak za ostatními zeměmi z tohoto regionu zaostává (EVCA Benchmarking Study 2008).

³⁸ Pokud není uvedeno jinak, data v části pojednávající o evropských regionech z hlediska PE představují hodnoty za rok 2007

³⁹ Tato studie hodnotí právní a daňové prostředí ve 27 (rok 2008) evropských zemích pro PE/VC. K hodnocení používá více než 30 kritérií, rozdělených do třech hlavních skupin – daňové a právní prostředí pro domácí investory z hlediska investování do PE/VC fondů, daňové a právní prostředí pro firmy, do nichž investují PE/VC fondy a daňové a právní prostředí pro motivaci a udržení talentů klíčových pro úspěch PE/VC fondů a firem, do nichž tyto fondy investují. Studie byly doposud provedeny za roky 2003, 2004, 2006 a 2008, přičemž na posledních dvou studiích EVCA spolupracovala s KPMG M&A Tax service.

⁴⁰ Francie, Itálie, Řecko, Španělsko, Portugalsko

Dalším regionem jsou německy mluvící země (označované jako DACH)⁴¹. Do fondů pocházejících z těchto zemí bylo upsáno takřka 10% z celkového evropského PE. Tři čtvrtiny z fondů přitom sídlily v Německu. Největšími primárními investory s podílem přesahujícím 30% byly banky a pojišťovací společnosti. PE společnosti pocházející z těchto zemí investovaly 8,6 mld. EUR, přičemž tři čtvrtiny z provedených investic představovaly odkupy. Oproti tomu 86% z cílových společností bylo financováno venture kapitálem. Do společností sídlících v regionu DACH bylo investováno 13 mld. EUR. Jen samotné Německo přitáhlo 13,5% ze všech evropských investic.

Z hlediska hodnocení prostředí pro investice se země v dané skupině liší. V Německu je investování do penzijních fondů kvantitativně omezeno, pojišťovací společnosti mohou do PE investovat bez omezení. Daňové prostředí v Německu bylo hodnoceno jako pro PE spíše nepříznivé, stejně tak prostředí pro podnikání cílových společností nepatří k nejlepším v Evropě. V celkovém hodnocení prostředí pro investice se Německo v poslední studii EVCA propadlo do spodní poloviny tabulky. Rakousko bylo ohodnoceno jako země s průměrným prostředím pro investice. Jedinou nadprůměrně hodnocenou zemí z tohoto regionu tak bylo Švýcarsko (EVCA Benchmarking Study 2008).

Severské země⁴² tvoří další skupinu zemí. Z hlediska objemu prostředků, které byly upsány fondy PE sídlících v severských zemích, je tento region srovnatelný se zeměmi DACH (8,6% z celkových prostředků). 70% z fondů má své sídlo ve Švédsku. Tato země je leaderem regionu na poli PE. Švédsko obsadilo s podílem PE investic umístěných na domácím trhu na HDP ve výši 1,2% první příčku z celé Evropy. Investoři se sídlem v severských zemích investovaly souhrnem 7,3 mld. EUR. V oblasti podílu investic umístěných domácími investičními fondy na HDP Švédsko obsadilo druhou pozici hned za VB. Největším primárním investorem v těchto zemích byly fondy fondů.

Z hlediska hodnocení prostředí pro investice je zajímavé, že Švédsko bylo jako země s vysokým podílem investic PE na HDP hodnoceno jako země s podprůměrným prostředím pro investice. Švédské penzijní i pojišťovací společnosti sice mohou zcela volně investovat do PE, vysoká míra zdanění však v celkovém hodnocení pozici Švédska zhoršuje. Vysoké daně se projevují i v horších možnostech švédských PE společností v získávání a udržení kvalifikovaných pracovních sil. Jedinou nadprůměrně hodnocenou zemí z tohoto regionu bylo v posledním hodnocení Dánsko (EVCA Benchmarking Study 2008). Podíl investic na HDP umístěných do dánských společností byl také jeden z nejvyšších v Evropě. Finsko je pak zajímavé především vysokým podílem venture kapitálových investic na HDP země.

Fondy umístěné v zemích Beneluxu (bez Lucemburska) získaly 3,7 mld. EUR. Čtyři pětiny z fondů z tohoto regionu přitom sídlily v Nizozemí. Hlavním zdrojem kapitálu v tomto regionu byly banky. Manažerské společnosti se sídlem v Beneluxu investovaly prostřednictvím investičních fondů 4,8 mld. EUR, z toho bylo 80% umístěno na domácích trzích. Objem investic umístěných v tomto regionu fondy se sídlem mimo region byl pětkrát větší než objem investic umístěných místními investičními fondy mimo region.

⁴¹ Německo, Rakousko a Švýcarsko

⁴² Norsko, Finsko, Dánsko, Švédsko

Stejně jako v ostatních regionech, většinu operací z hlediska objemu investovaných prostředků představovaly odkupy. Z hlediska počtu provedených investic jich nejvíce zaměřilo do společností krytých venture kapitálem. Celkem bylo v tomto regionu investováno 7,9 mld. EUR.

Prostředí pro investice je v Belgii jedno z nejlépe hodnocených v Evropě. Nizozemí se v tomto ohledu dlouhodobě drží nad evropským průměrem. Během jednotlivých hodnocení se Belgie posouvala z průměrného hodnocení v roce 2003 a 2004 až na konečné třetí místo v roce 2008 (EVCA Benchmarking Study 2008). Obě země se dále drží v popředí i z hlediska procentuálního podílu investic PE umístěných na daných domácích trzích na HDP, kdy Nizozemí obsadilo třetí pozici hned za Švédskem a VB. Tyto tři země překročily jako jediné v Evropě hranici 1% PE investic umístěných na daném domácím trhu na HDP.

Poslední vymezený region tvoří země střední a východní Evropy (CEE). Tomuto regionu je věnována samostatná kapitola, proto se jím na tomto místě dále nezabývám.

2.4 Ekonomický význam private equity

V letech 2000 až 2007 bylo do evropské ekonomiky investováno 345 mld. EUR PE kapitálu. Tímto kapitálem bylo financováno přes 61 500 společností. Dle poslední dostupné studie hodnotící vliv PE kapitálu na evropský trh práce⁴³ bylo v letech 2000 až 2004 vytvořeno společnostmi krytými PE přes 1 mil. nových pracovních míst, z toho bylo 630 tis. pracovních míst vytvořeno ve společnostech financovaných venture kapitálem.

Na konci roku 2004 bylo ve společnostech financovaných PE kapitálem zaměstnáno 6 mil. lidí, což v té době představovalo 3% z celé ekonomicky aktivní populace v Evropě. Průměrný růst počtu zaměstnanců ve společnostech krytých PE kapitálem v letech 2000 až 2004 dosáhl 5,4% (průměr v EU za uvedené období byl 0,7%). Průměrný růst počtu zaměstnanců ve společnostech krytých venture kapitálem dosáhl v letech 1997 až 2004 dokonce 30%.

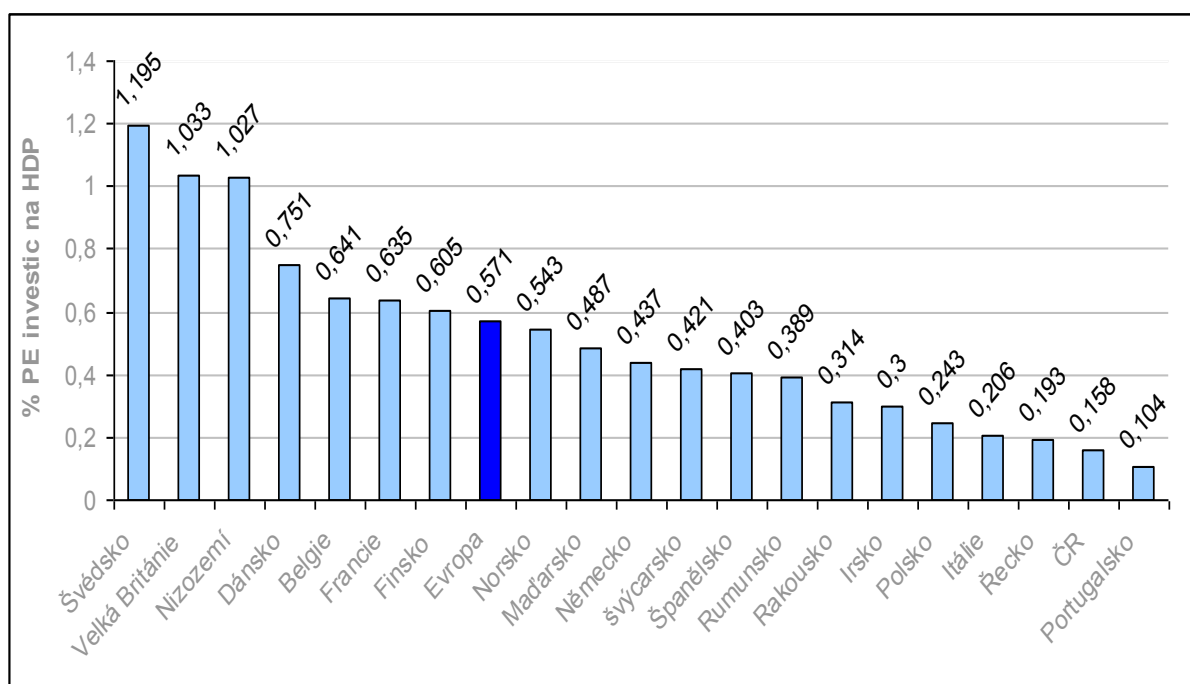
PE investovaný do evropských společností vykazuje značné zaměření na MSP. I když nejvíce prostředku bylo investováno do společností s více než 1000 zaměstnanci (téměř 60% na celkovém objemu investic), naprostá většina investic směřovala s téměř 75% podílem na celkovém počtu PE investic do společností zaměstnávajících maximálně 200 pracovníků.

Jedním z možných ukazatelů ekonomického vlivu PE je podíl soukromého kapitálu na HDP. Dle tohoto ukazatele se vliv soukromého kapitálu na evropskou ekonomiku v uplynulých letech zvyšoval. V roce 2002 činil podíl investic soukromého kapitálu na evropském HDP pouze 0,277 %. V roce 2005 už byla tato hodnota více než dvojnásobná (0,569 %). Hodnoty dosažené v následujících dvou letech byly srovnatelné.

⁴³ Otázka vlivu PE na evropský trh práce byla zpracována dle EVCA: Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, 2005.

V následujícím grafu předkládám podíl investic umístěných na daném domácím trhu na HDP vybraných evropských zemí za rok 2007 (market statistics). Dalším EVCA hodnoceným ukazatelem je podíl investic PE provedených investičními společnostmi se sídlem v dané zemi na HDP země, nehledě na cílový trh investice (industry statistics). Tento ukazatel dosahoval v Evropě v roce 2007 0,584 %. Nahoru ho táhly především dvě země. Britští investoři umístili v roce 2007 investice ve výši 1,692 % svého HDP, švédští pak 1,255 %. Čtveřici zemí, které jako jediné překročily evropský průměr, uzavírá Nizozemí a Francie.

Graf 5 Podíl investic PE umístěných na daném domácím trhu na HDP za rok 2007 (v %)



Zdroj: EVCA, PEREP ANALITICS, PE Investments GDP, 2008.

2.5 Evropský trh venture kapitálu

Po splasknutí technologické nebo také dot.com bubliny po roce 2000 došlo k poklesu investic rizikového a rozvojového kapitálu. Propad hodnoty technologicky zaměřených společností v roce 2000 negativně ovlivnil výnosnost odvětví venture kapitálu. Jednoroční IRR byla mezi roky 2001 a 2003 dokonce záporná. Propad ve výnosnosti odvětví spolu se zpomalením růstu evropské ekonomiky odvrátily pozornost investorů od venture kapitálu. Evropský venture kapitál se v objemu investic už nikdy nedostal na úroveň z roku 2000. Na úroveň srovnatelnou s rokem 2001 se odvětví vrátilo až v roce 2005. Útlum odvětví se promítl ještě do roku 2003. V dalších letech došlo k růstu venture kapitálových investic. Mezi roky 2003 a 2006 se evropské VC investice více než zdvojnásobily⁴⁴.

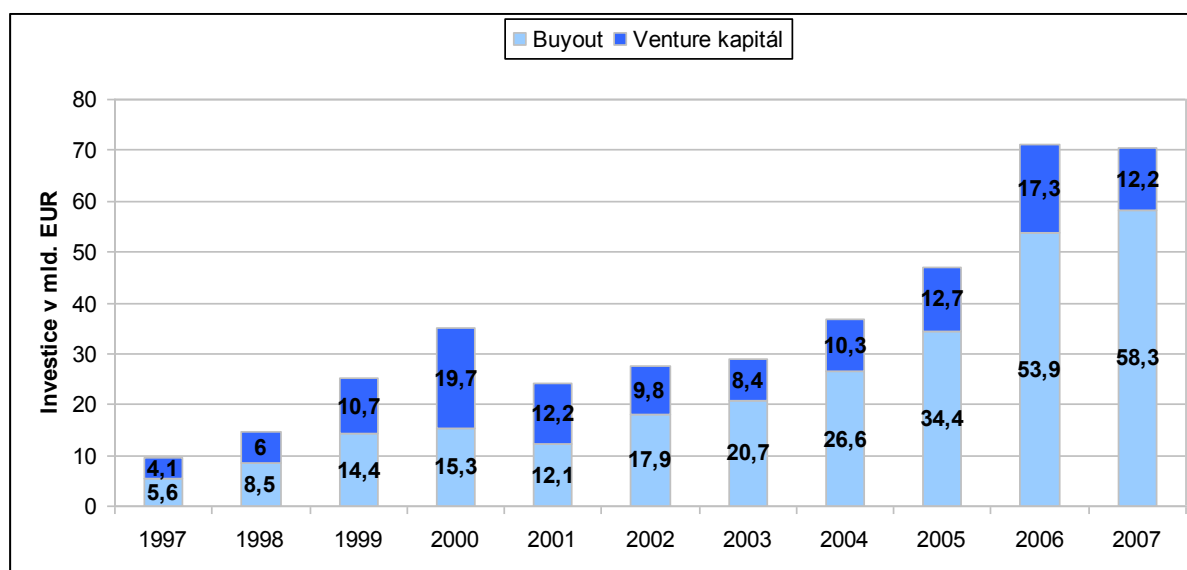
První část tohoto oddílu se věnuje aktuálnímu vývoji odvětví venture kapitálu (dále jen VC) v Evropě, druhá část pojednává o faktorech formujících podmínky pro jeho působení.

⁴⁴ Pokud není uvedeno jinak, údaje v této části byly převzaty z EVCA: EVCA Barometer June 2007 a EVCA Barometer June 2008.

2.5.1 Aktuální vývoj evropského venture kapitálu

Jak je patrné z následujícího grafu, růstové tendence VC se zastavily až v roce 2007. Zatímco celkové investice PE v tomto roce rostly, VC investice meziročně poklesly ve svém objemu i poměru k celkovým investicím. Tento stav byl patrně zapříčiněn rostoucím zájmem investorů soukromého kapitálu o odkupy. Poměr mezi VC a odkupy se v průběhu posledních deseti let měnil. Zatímco v roce 2000, kdy vrcholil boom investic do technologických společností, VC investice převládaly, útlum odvětví VC a jeho nižší výnosnost spolu s rostoucí atraktivitou odkupů nakonec převážily a v roce 2007 už odkupy tvořily 80% na celkových investicích soukromého kapitálu.

Graf 6 Vývoj VC a odkupů v Evropě v letech 1997 až 2007



Zdroj: EVCA, EVCA Barometer June 2007, modifikováno

Do evropských cílových společností bylo v roce 2007 investováno 12,2 mld. EUR VC. Investice VC v roce 2007 meziročně poklesly skoro o 30%. Největší pokles zaznamenaly early stage investice. Ty klesly z necelých 6 mld. EUR v roce 2006 na 2,6 mld. EUR v roce 2007. Tento vývoj znamenal návrat early stage investic na úroveň roku 2005. Propad u expansion investic už nebyl tak dramatický. Ty poklesly z 11,4 mld. EUR za rok 2006 na 9,5 mld. EUR.

Takřka 185 mil. EUR bylo umístěno do společností v zárodečné fázi (seed investice). I v této kategorii je možné zaznamenat pokles oproti předcházejícímu roku (198 mil. EUR). I když tyto investice tvoří jen malou část z celkově investovaných prostředků, z hlediska počtu provedených investic zaujímají tyto investice stále ještě významný podíl na celkovém počtu investic PE (11% v roce 2007). Více než polovina cílových společností, do nichž byl v roce 2007 investován VC, pochází z Německa, VB a Francie.

Průměrná velikost seed investice byla v Evropě v roce 2007 200 tis. EUR. V případě start-up přesáhla tato hodnota lehce hranici 1 mil. EUR a v případě investovaného rozvojového kapitálu se jednalo o 3,3 mil. EUR.

Odvětvími, do nichž putovalo nejvíce VC, byly komunikace, vědy o živé přírodě a spotřební elektronika. Mezi jednotlivými typy VC investic panují v tomto ohledu rozdíly. Zatímco nejvíce investic typu expansion zaměřilo do odvětví komunikace, seed a start-up investice nejvíce financovaly cílové společnosti z odvětví vědy o živé přírodě. Dle EVCA (EVCA Barometer September 2008) fondy VC uváděly jako nejčastější zaměření plánů přijatých pro posouzení počítačový software a IT bezpečnost. Ty byly následovány internetovými technologiemi a biotechnologiemi.

Kapitál upsaný VC fondy se mezi roky 2003 až 2006 více než ztrojnásobil, a to z 5,7 mld. EUR na konečných 17,5 mld. EUR. V roce 2007 pak došlo k poklesu kapitálu upsaného fondy VC na 10,3 mld. EUR. Tři pětiny z těchto prostředků bylo označeno jako budoucí expansion investice. Zbylá část kapitálu by měla směřovat na investice typu seed a start-up. Přes 80% z kapitálu určeného na early stage investice bylo určeno na investice do odvětví označovaných jako high-tech. U expansion investic byl tento poměr něco přes 60%.

V roce 2007 tvořil podíl VC investic na evropském HDP méně než 0,1%. Největší podíl VC investic umístěných na daném domácím trhu na HDP vykazovaly v roce 2007 Dánsko a Švédsko, které jako jediné země v Evropě překročily hranici 0,2%. Největší podíl VC investic umístěných domácími VC společnostmi nezávisle na cílovém trhu naopak vykazovala Velká Británie s podílem 0,24% na HDP⁴⁵.

Průzkumy ukazují na silné zaměření evropského VC na výzkum a vývoj. Každý třetí zaměstnanec zaměstnaný ve společnostech financovaných VC pracoval v tomto sektoru. Společnosti kryté VC utratily 45% z celkových výdajů právě na výzkum a vývoj. 85% z celkových výdajů na platy zaměstnanců směřovalo na platy pracovníku ve V&V. Podíl výdajů na V&V přepočtený na jednoho zaměstnance během jednoho roku překračoval v roce 2004 ve společnostech financovaných VC s 50 500 EUR šestkrát hodnotu tohoto ukazatele dosaženou TOP 500 evropských společností zaměřených na V&V⁴⁶.

VC směřuje v naprosté většině případů do MSP, především do společností z perspektivních oborů. Podporováním perspektivních cílových společností akcelerují společnosti investující VC produkci nových znalostí, konkurenceschopnost a další ekonomický růst. Dle studie Deutsche Bank⁴⁷ 0,1% VC investic na HDP generuje dalších 0,4% HDP. To staví VC do pozice jedné z možností založení ekonomického růstu na dynamicky se rozvíjejících a inovativních společnostech.

Dle EVCA⁴⁸ a jejího průzkumu sociálního a ekonomického vlivu VC v Evropě odpovědělo 95 % ze sledovaných společností, že bez VC by vůbec neexistovaly nebo se vyvíjely pomaleji. 90 % ze zkoumaných společností vykazaly přírůstek počtu zaměstnanců po dobu přítomnosti VC ve společnosti. Růstové strategie VC se dají odvozovat od sledování nárůstu výdajů na různé kategorie nákladů po vstupu investora. Zatímco v případě seed a start-up společností vykazaly největší nárůsty výdaje na výzkum a vývoj, expansion kapitál přinesl největší zvýšení výdajů na marketing.

⁴⁵ PEREP ANALYTICS, převzato z prezentace přednášky G. Noël: Access to Finance - Private Equity and Venture Capital, 2008.

⁴⁶ Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, 2005.

⁴⁷ převzato z Noël, G.: Access to Finance: Private Equity and Venture Capital, 2008.

⁴⁸ EVCA: Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, 2002.

2.5.2 Identifikace faktorů formujících venture kapitál v Evropě

Jedním z nejvýznamnějších faktorů formujících fungování VC v Evropě je roztržitost evropského trhu na jednotlivé národní trhy. Každá evropská země aplikuje v oblasti fungování VC svoje vlastní daňové, právní a regulační podmínky. Roztržitost evropského trhu je jedním z hlavních faktorů limitujících další rozvoj VC v evropské ekonomice⁴⁹. Řada závěrů uvedených v této části týkajících se evropského VC je platná i pro soukromý kapitál jako celek.

Podmínky pro fungování VC v Evropě je možné hodnotit v několika rovinách. První rovinou je vliv heterogenity evropského trhu z hlediska jazykového a kulturního a z hlediska rozdílných preferencí spotřebitelů. Další rovinou jsou možnosti výstupu investorů z realizovaných investic a poslední rovinou jsou podmínky pro fungování investičních společností a primárních investorů.

Heterogenita evropského trhu je překážkou pro rozvoj VC od počátku jeho působení v Evropě. Preference spotřebitelů na cílových trzích v jednotlivých zemích se mohou lišit a vyžadovat tak různé marketingové strategie. To komplikuje působení společností na více trzích zároveň a přináší specifické požadavky na management. Nutnost expanze na zahraniční trhy v případě snahy společností o rozšiřování odbytových možností limituje růstový potenciál evropských společností. Přítomnost na několika trzích zároveň znamená pro tyto společnosti potýkat se s rozdílným právním a daňovým prostředím.

Struktura fondů. Každý investiční fond má své specifické preference na cílové společnosti nebo projekty, do kterých je ochoten investovat. Na druhou stranu i cílové společnosti s určitým podnikatelským záměrem hledají investora, který by nejvíce vyhovoval jejich požadavkům. Roztržitost evropského trhu často neumožňuje, aby se specifické požadavky investora setkaly se specifickými požadavky cílové společnosti. Tento aspekt pak limituje užší specializaci fondů, ať už odvětvově nebo na určité stádium vývoje společnosti. Pokud by společnosti investující VC nebyly limitovány nejednotností trhu, mohly by lépe využívat svou znalost určitého odvětví a investovat v širším geografickém rádiu. To by snížilo jejich náklady a fondy by mohly dále rozvíjet svou specializaci. Výkonnější fondy by pak mohly zvýšit výnosnost svých investic a zajistit pro svou činnost více prostředků.

Roztržitost trhu také zužuje možnosti diverzifikace rizika investováním do různých cílových společností. Pokud chce investiční fond investovat do cílových společností ve více evropských zemích, musí k tomu zpravidla zřídit manažerské týmy v každé zemi nebo regionu. To je finančně a časově nákladné a zpravidla výhodné jen pro fondy od určité velikosti. Také podpora cílové společnosti poskytovaná manažerskou společností po vstupu investora je mnohem efektivnější, pokud manažerská společnost pracuje v jí známém prostředí.

⁴⁹ Tento pododdíl byl zpracován dle Institute of London Business School and the Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) of Technische Universität München: The European Venture Capital Market - Scaling Beyond Current Boundaries, 2007.

Možnosti zhodnocení investice. Důležitým aspektem úspěšné investice rizikového a rozvojového kapitálu je okamžik, kdy investor odchází z cílové společnosti a prodejem nebo jiným způsobem zhodnocuje svou investici. V této rovině se v Evropě do možností investora v oblasti možností jeho odchodu ze společnosti promítá především menší využívání *vstupu na burzu*. Primární emise akcií jsou přitom pro investory rizikového a rozvojového kapitálu přirozenou možností odchodu z firmy a poskytují měřítko pro oceňování při prodeji jiným společností. Tento způsob výstupu z investice také za příznivých podmínek na akciových trzích přináší investorům soukromého kapitálu nejvyšší zhodnocení jejich investic.

Po roce 2001 došlo k poklesu zájmu investorů obchodujících na evropských akciových trzích o technologické společnosti, což mělo za následek propad ceny akcií těchto společností. Protože tento způsob výstupu z investice nepřinášela investorům očekávaný objem prostředků, došlo v následujícím období k poklesu zájmu investorů o primární emise. Uplynulé roky přinesly zlepšení podmínek na akciových trzích a hojnější využívání této formy exitu. Od roku 2003 rostl jak počet společností, které vstoupily na evropské akciové trhy, tak objem takto získaných prostředků. Vzrostla i průměrná velikost primární emise, a to z 6 mil. EUR v Q1 2003 na 221 mil. EUR v Q2 2007. Počet společností emitujících primární emisi se v Evropě pohybuje ve stovkách za rok. Nejvíce společností vstupuje na akciový trh na burzách v Londýně a Frankfurtu a dále v rámci Russian Trading System a londýnského AIM.

Rozdělení evropského trhu na jednotlivé národní trhy se projevuje i v oblasti *trade sales*. Evropské společnosti jsou ve srovnání s těmi americkými méně ochotné platit tzv. strategickou prémii za technologické společnosti. Nicméně i v této oblasti bylo v poslední době dosaženo znatelného pokroku.

V oblasti *secondaries* evropský trh limituje tyto transakce především tím, že neumožňuje jednotlivým VC společnostem specializaci na jednotlivé fáze vývoje cílových společností. Americké společnosti se díky rozsáhlému vnitřnímu trhu mohou dále specializovat a rozvíjet potřebné zkušenosti. V USA je tak mnohem běžnější než v Evropě, že jedna cílová společnost je postupně financována několika investory soukromého kapitálu specializujících se na jednotlivé stádia rozvoje firem. V posledních letech však došlo k rozvoji evropského trhu PE a to pomohlo rozvoji i v oblasti *secondaries*.

Zdroje kapitálu. Upisování PE v Evropě je ovlivňován několika aspekty. Prvním je právní a daňový statut uplatňovaný na fungování investičních fondů v evropských zemích. Každá evropská země používá své vlastní regulace této oblasti, což komplikuje činnost investičních fondů v Evropě. Další rozdíly jsou patrné v oblasti regulace investování jednotlivých primárních investorů, především investorů sdružujících prostředky od drobných střadatelů, tedy penzijních fondů a pojišťovacích společností. Ty jsou na celém světě významným zdrojem PE. Např. VB a Irsko neomezují penzijní fondy v jejich investování do PE. Oproti tomu v kontinentální Evropě se často setkáme minimálně s omezením možnosti investování penzijních fondů do PE. V některých zemích není penzijním fondům dovoleno do PE jako do investic vykazujících vysoké riziko investovat vůbec, v jiných zemích, např. v Německu, je výše kapitálu, který mohou penzijní fondy investovat do PE, omezena. Omezení penzijních fondů a dalších primárních investorů v možnostech investování do PE tak snižuje

objem prostředků, které by mohly být investovány do evropských cílových společností. I v této oblasti jsou však patrné snahy EU unie o sjednocování legislativy (např. direktiva 2003/41 o penzijních fondech).

Výnosnost odvětví je jedním z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících důvěru investorů. Ta je potom klíčová při určování strategie fondu a upisování kapitálu. Faktory limitující rozvoj VC kapitálu v Evropě se projevují především ve srovnání s americkým trhem. Proto v následující tabulce srovnávám výnosnost amerického a evropského VC. Ta udává výnosnost VC a PE investic pomocí IRR⁵⁰ v časových horizontech⁵¹ ve fondech vzniklých v letech 1980 až 2003. Pro srovnání uvádím i výnosnost amerických veřejných trhů vyjádřenou pomocí indexů trhů S&P 500 a NASDAQ (hrubé výnosy).

tabulka 4 Srovnání výnosnosti VC a PE v USA a v Evropě s výnosy na veřejných trzích (v % p.a.)

horizont	1 rok	3 roky	5 let	10 let	20 let
roky	2003	2001-03	1999-03	1994-03	1984-03
Evropa					
VC	-7,5	-9,0	2,3	8,3	7,2
PE	-0,6	-3,8	7,3	11,9	9,9
USA					
VC	8,1	-18,9	22,8	25,4	15,5
PE	18,3	-7,0	6,8	12,7	13,6
S & P 500	26,4	-5,6	-2,0	9,1	12,9
NASDAQ	50,0	-6,7	-1,8	9,9	12,4

Zdroje: EVCA/NVCA/Thomson Venture Economics; Standard & Poor's; Nasdaq, převzato z Rosa, C., Rande, K.: Profitability of venture capital investment in Europe and the United States, 2006.

Jak je patrné z údajů v tabulce, výnosnost evropského VC kapitálu je téměř ve všech sledovaných obdobích nižší než výnosnost amerického VC. Výjimkou je jen období 2001 až 2003, kdy se na americkém trhu znatelněji projevil propad hodnoty technologických společností a následný propad celého odvětví. V případě celého odvětví soukromého kapitálu již nejsou rozdíly mezi americkým a evropským trhem výrazné.

Posilování evropského PE v dalších letech se projevilo i v jeho vyšší výnosnosti, která dosahovala v letech 2005 a 2006 vrcholu. Dle údajů Thomson Financial (EVCA Barometer July 2007) evropské PE fondy v roce 2006 vykázaly vyšší jednorocní IRR (36,1%) než ty americké (22,5%). Vyšší výnosnost celého odvětví táhly především buyout fondy. Tříletý horizont se u obou trhů pohyboval kolem 13%.

⁵⁰ Čisté výnosy primárních investorů od zahájení činnosti fondu do určitého data. IRR je kalkulována jako roční efektivní míra používající měsíční CF. IRR je tedy čistý výnos očištěný o poplatky a ostatní náklady.

⁵¹ *Horizon IRR* slouží jako indikátor trendu v odvětví. Používá čistý majetek fondu na začátku období jako vstupní cash outflow a zůstatkovou hodnotu majetku na konci období jako konečný CF. Do těchto hodnot jsou připočítány i prostředky v daném období zaplacené fondem investorovi nebo investorem fondu.

Převaha amerického trhu však pokračuje v oblasti výnosnosti VC. Evropský VC sice v roce 2006 vykázal IRR ve výši 17,2%, která byla srovnatelná s americkými 19%, v dalším horizontu již však byl americký VC dvakrát výnosnější. Třileté IRR amerického VC tak činilo 9,6%, evropský VC vykázal jen 5%. Srovnání výnosnosti evropského VC s americkým je stále aktuálnější díky pokračující globalizaci finančních trhů a rozšiřujícím se možnostech neomezeného přesouvání volného kapitálu. Americké a evropské VC fondy tak jsou de facto konkurenty v získávání prostředků primárních investorů.

Nižší výnosnost evropského VC je zapříčiněna také tím, že evropské VC společnosti nezvládly komercializaci inovací a nových technologií v uplynulých letech⁵². Evropské společnosti začaly do těchto oblastí ve srovnání s americkými investovat později. I to se projevilo v dosažených výnosech. Jak uvádí Povaly (Povaly, S., 2007), právě funkční trh PE a VC v USA byl klíčový pro to, že se USA staly leaderem v komercializaci inovačních technologií.

Srovnání evropských a amerických VC fondů také ukazuje na to, že prostředky v amerických fondech se vrací zpět do fondu dříve, tzn. nejen že dosahují vyššího zhodnocení, ale jsou i dříve realizovány. Pro investory to znamená kratší dobu, kdy jsou prostředky uloženy v nelikvidní nebo málo likvidní formě. Analýzy také ukazují, že americké VC fondy profitovali více z vysokého ohodnocení investic v době boomu technologických investic než evropské fondy⁵³.

Evropský trh však není homogenní ani v oblasti výkonnosti odvětví. Rozdíly ve výnosech mezi nejlepšími a nejhoršími evropskými fondy rizikového a rozvojového kapitálu jsou značné. Nejlepší fondy dokáží trvale produkovat přiměřené výnosy a přilákat tak primární investory. V roce 2006 činila pooled⁵⁴ IRR evropského VC 5,3%, v roce 2007 pak 4,5%. Horní kvartil z daného souboru VC fondů však v roce 2007 dosahoval průměrného výnosu ve výši 14,9% (EVCA Barometer June 2008).

Rozdíly panují i mezi jednotlivými primárními investory. Institucionální investoři jsou schopni investovat do velkých fondů, které dosahují nadprůměrných výnosů. Dle Thomson Financial⁵⁵ dosahovaly v roce 2006 nejvyšších výnosů fondy obsluhující prostředky v rozmezí 500 mil. EUR a 1 mld. EUR v případě buyout fondů a 100 až 250 mil. EUR v případě VC fondů. Roční IRR dosahovala v případě buyoutů 29,6% a v případě VC 17,2%. IRR výše zmíněných fondů však dosahovala 35% v případě buyout fondů a 36% v případě VC. Výkonnost buyout fondů byla v závislosti na velikosti vyrovnanější než u VC fondů.

Jedním z důvodů rostoucího podílu odkupů na celkových investicích je ve srovnání s VC dlouhodobě vyšší výnosnost buyout investic. Desetiletá IRR je u odkupů vyšší již od počátku 90. let a pohybuje se mezi 10 a 20 %. V posledních letech se ustálila na 15%. Pooled IRR přesáhla u buyout fondů v roce 2006 i 2007 hodnotu 16%. Jednoroční IRR se od roku 2005 pohybuje kolem 30% (EVCA Barometer July 2007).

⁵² Rosa, C., Rande, K.: Profitability of venture capital investment in Europe and the United States (2006)

⁵³ tamtéž

⁵⁴ IRR je kalkulována tak, že prostředky jsou agregovány, jako by byly investovány jen jedním fondem, opět od doby zahájení činnosti fondu do určitého data.

⁵⁵ EVCA: Pan-European Survey of Performance, 2006.

Obecné faktory. Venture kapitál a celá skupina investic private equity jsou samozřejmě ovlivňovány i obecnými faktory⁵⁶. Těmi jsou např. podnikatelské prostředí v dané zemi a stupeň rozvinutosti právního prostředí (stupeň byrokracie, vymahatelnost práva). Soukromý kapitál ovlivňuje jistě i úroveň finančního prostředí (rozvinutost finančního trhu, přístup k regulaci) či dostupnost kvalifikované pracovní síly.

Investování VC je ovlivňováno i podmínkami danými aktuálním stavem ekonomiky. Ten je jedním z determinantů vývoje na odbytových trzích cílových společností, zvláště těch, které působí v odvětvích podléhajících cyklickým vlivům. Podmínky na trhu cílových společností ovlivňují možnosti růstu těchto společností, tedy vývoj možného zhodnocení investice VC.

Postoj EU. Nesoulad mezi poptávkou po rizikovém a rozvojovém kapitálu a jeho nabídkou identifikuje EU jako jeden ze faktorů limitujících rozvoj MSP v Evropě⁵⁷. Podpora odvětví ze strany EU se projevuje ve dvou rovinách. První je snaha EU o postupnou harmonizaci přístupu členských zemí k oblasti fungování soukromého kapitálu v Evropě. Tyto snahy směřují jak do oblasti působení primárních investorů, tak do podmínek formujících právní a daňové prostředí pro investiční fondy a manažerské společnosti. Zvláštní pozornost je pak věnována podpoře přeshraničních investic.

Druhou rovinou je snaha o využití unijních prostředků na rozvoj rizikového a rozvojového kapitálu. Hlavními nástroji EU na podporu podnikání a inovací a zlepšení přístupu malých a středních podniků k finančním prostředkům jsou Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovaci (CIP) a Společné evropské zdroje pro nejmenší až střední podniky (JEREMIE) v rámci strukturálních fondů. V oblasti rizikového kapitálu nabízí JEREMIE možnost partnerství veřejných prostředků s prostředky fondů zaměřených na investice do společností v ranných fázích vývoje. V rámci Mechanismu pro rychle rostoucí a inovativní MSP⁵⁸ (GIF) investuje Evropský investiční fond do fondů poskytujících rizikový kapitál pro financování MSP. Evropský investiční fond zastupuje v poskytování těchto nástrojů komunitární program Konkurenceschopnost a inovace (CIP).

2.5.3 Evropský VC – shrnutí hlavních zjištění

Po splasknutí dot.com bubliny došlo k poklesu všech sledovaných kategorií venture kapitálu. Ten do té doby hrál významnou roli na poli soukromého kapitálu. Pokles výnosnosti odvětví spolu se zpomalením ekonomického růstu probíhajícím v té době v Evropě odvrátily pozornost investorů od venture kapitálu. A zatímco především odkupy v následných letech dramaticky rostly, venture kapitál za tímto vývojem zaostával.

V současnosti zde není integrovaný evropský trh soukromého kapitálu. Jednotlivé evropské země aplikují v oblasti VC investic své vlastní právní, daňové a regulační podmínky. Jedním

⁵⁶ Zpracováno dle European Comission: Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity

⁵⁷ Zpracováno dle Evropská komise: Provádění lisabonského programu Společenství - Financování růstu malých a středních podniků

⁵⁸ Zpracováno dle materiálu MPO ČR. Dostupné na <http://www.mpo.cz/dokument38991.html>.

z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících charakter VC a zároveň faktorů limitujících jeho rozvoj je rozdílnost evropského trhu na jednotlivé národní trhy. I přes pokroky dosažené v rámci EU ve sjednocování evropského trhu zde panuje stále řada překážek v oblasti fungování VC. To se projevuje jak v oblasti fungování investičních fondů, tak v oblasti možného rozvoje cílových společností, především v jejich odbytových možnostech na zahraničních trzích. Investování VC v Evropě je dále ovlivněno i možnostmi na poli exitu investorů z cílových společností.

Vzhledem k nedostatku startovacích investic nejsou nové podniky v Evropě schopny dorůst do takové velikosti, aby mohly přilákat rozvojový kapitál⁵⁹. To zapříčiňuje mezery v řetězci financování, které jsou ještě podpořeny nedostatečně vyprofilovanou strukturou na straně investičních fondů, kterým charakter evropského trhu neumožňuje dosáhnout příčné specializace.

Faktory limitující růst odvětví VC v Evropě vyplývají na povrch především ve srovnání s trhem rizikového a rozvojového kapitálu v USA. Americké fondy dosahují dlouhodobě vyššího zhodnocení než evropské fondy. Podíl PE investic na HDP v roce 2007 činil v USA 3,5%, což zhruba šestkrát překračuje podíl investic soukromého kapitálu na evropském HDP. Americký kapitál nejen že dosahuje vyššího zhodnocení, ale investice jsou díky rozvinutější struktuře trhu realizovány rychleji. Rozdíly mezi americkým a evropským trhem VC byly v posledních letech dány především rozdílným zvládnutím komercializace nových technologií.

VC investice jsou svojí povahou zaměřené na MSP, především na společnosti z perspektivních oborů. Dle studie Deutsche Bank⁶⁰ přitom 0,1% VC investic na HDP generuje dalších 0,4% HDP. To staví VC do pozice jedné z možností založení ekonomického růstu na dynamicky se rozvíjejících a inovativních společnostech. Podporováním perspektivních cílových společností akcelerují společnosti investující VC produkci nových znalostí, konkurenceschopnost a další ekonomický růst.

Nedostatek rizikového a rozvojového kapitálu si uvědomuje i EU. Ta se snaží působení venture kapitálu v Evropě podporovat ve dvou rovinách. První je snaha EU o postupnou harmonizaci podmínek v oblasti fungování soukromého kapitálu v Evropě a snaha o eliminaci faktorů limitujících jeho rozvoj. Druhou rovinou je snaha o využití unijních finančních prostředků na rozvoj rizikového a rozvojového kapitálu.

⁵⁹ Evropská komise: Provádění lisabonského programu Společenství: Financování růstu malých a středních podniků – evropský přínos, 2006.

⁶⁰ převzato z prezentace přednášky Noël, G.: Access to Finance: Private Equity and Venture Capital, 2008.

3 SOUKROMÝ KAPITÁL V ZEMÍCH STŘEDOVÝCHODNÍ EVROPY

Po vstupu velké části zemí z tohoto regionu⁶¹ do EU v roce 2004 a následně v roce 2007 se tyto země staly dynamickým faktorem v rozvoji evropské ekonomiky. Vstup těchto zemí na jednotný trh ještě podpořil růst jejich ekonomik, který byl v letech před vypuknutím finanční krize často i několikanásobně vyšší než ekonomický růst v zemích staré patnáctky.

Výrazný růstový trend v investování soukromého kapitálu v celé Evropě zasáhl i tyto země. Rostoucí atraktivitu tohoto regionu z hlediska soukromého kapitálu podpořil i rostoucí tlak na větší regulaci soukromého kapitálu ze strany státních autorit na vyspělých trzích. To vedlo řadu investorů k přesunu alespoň části prostředků na rozvíjející se trhy PE. Dalším faktorem podporujícím růst odvětví PE je stále se zlepšující prostředí ve většině zemích regionu.

Po pádu železné opony soukromý kapitál do tohoto regionu přicházel v několika vlnách. První vlnu můžeme zařadit do první poloviny 90. let. V tomto období se zde objevil značný prostor pro investice, které však nebyly dostatečně podporovány odpovídajícím prostředím a zkušenostmi potřebnými pro úspěšnou realizaci investic. Většina kapitálu, který směřoval do tohoto regionu, pocházela z prostředků programu PHARE, EBRD nebo z prostředků americké vlády jako pomoc vyspělých států transformujícím se ekonomikám (Dvořák, I., Procházka, P., 1998). Většina fondů založených v tomto období se zaměřovala jen na investice do země svého sídla.

Druhá polovina 90. let přinesla masivnější příchod privátních investorů. Hlavními zdroji kapitálu zůstali američtí a západoevropští investoři, jejichž investiční strategie využívala v té době probíhající privatizace. V tomto období také definitivně převážil komerční přístup k investování nad politickým hlediskem charakteristickým pro předcházející období (Dvořák, I., Procházka, P., 1998). V tomto období rostla velikost fondů působících v regionu a rozšiřovalo se i zaměření fondů na další země z regionu. Plně se projevila skutečnost, že fondy působící v tomto regionu se v naprosté většině zaměřují na investice jen do zemí z tohoto regionu. Převaha regionálně zaměřených fondů přetrvává dodnes (Aigner, R., Göd, R., 2008). V tomto období se zde dále začaly objevovat i první odvětvově zaměřené fondy (Karsai, J., 2009).

Další vlna kapitálu směřujícího do tohoto regionu, která přišla především v letech 2003 a 2004, přinesla investorům privátního kapitálu dobrou výnosnost kapitálu (Aigner, R., Göd, R., 2008). Toto období je charakteristické konsolidací a racionalizací trhu (Karsai, J., 2009). Dalším impulsem pro zdejší trh soukromého kapitálu byl vstup části zemí z tohoto regionu do EU v roce 2004 a následně Rumunska a Bulharska v roce 2007. Připojení k EU přineslo přístup těchto zemí na jednotný trh a ještě posílilo atraktivitu tohoto regionu z hlediska soukromého kapitálu. Vstup do EU znamenal z pohledu investorů posílení důvěry v tento region. To se promítlo v dalším přísunu soukromého kapitálu do tohoto regionu. Také řada opatření přijatých v rámci EU měla pozitivní vliv na prostředí pro fungování

⁶¹ Region CEE – Maďarsko, Polsko, Bulharsko, Rumunsko, pobaltské země, ČR, Slovensko, Slovinsko, Bosna a Hercegovina, Chorvatsko, Srbsko, v údajích za rok 2007 i Makedonie a Černá Hora

PE. Jednou z přístupových podmínek byla i harmonizace národního práva s právem EU. Přijetí právních a ekonomických standardů, které jsou mezinárodně platné, dále posílilo atraktivitu těchto zemí (Czech M&A. Corporate INT). Také se v tomto období již naplno projevil další trend patrný na trhu PE v regionu zemí CEE, a to rostoucí vliv domácích investičních společností. Růst ekonomik v tomto období dále pomáhal posílit pozici PE v tomto regionu.

Krise na finančních trzích a následné zpomalení růstu světové ekonomiky však zasáhla i tyto země. Některé z nich dokonce procházejí recesí. V této době tak končí boom soukromého kapitálu v tomto regionu. Mnoho operací bylo kvůli ekonomické krizi odloženo nebo úplně zrušeno. Investoři se v nejistých dobách raději zaměřili na etablované trhy soukromého kapitálu. To vše mělo za následek, že investice soukromého kapitálu v regionu dle HVCA⁶² v roce 2008 mezitím poklesly o třetinu.

3.1 Charakter soukromého kapitálu a vývoj odvětví

Region CEE bývá z pohledu PE hodnocen jako malý, ale rozvíjející se a do budoucna atraktivní trh. Vysoký růst regionálního HDP a s ním rostoucí spotřeba na zdejších trzích spolu s rozvíjející se infrastrukturou byly hlavními faktory pro posílení pozice odvětví PE v tomto regionu v uplynulých letech.

Většina zde působících investorů se nezaměřuje na určité odvětví. Jejich přístup je založený na hledání vhodných investičních příležitostí v celém regionu. Zde působící investoři jsou zpravidla regionálně zaměřeni. Velká část investic v tomto regionu byla v uplynulých letech spojena se základní spotřebou. Investoři tak profitovali z rostoucí spotřeby plynoucí ze silného ekonomického růstu v těchto zemích (Aigner, R., Göd, R., 2008). Z hlediska zdrojů kapitálu pak dominují primární investoři pocházející ze zemí mimo tento region.

Z hlediska hodnocení prostředí pro investice země z tohoto regionu obsadily poslední příčky. Výjimkou byla Litva, která se jako jediná z tohoto regionu umístila v horní polovině žebříčku hodnocených zemí. Lotyšsko a Polsko byly ohodnoceny jako reformám přívětivé země s dobrým výhledem do budoucna (EVCA Benchmarking Study 2008).

Hodnocení investic PE v tomto regionu může být v jednotlivých letech ovlivněno jednou nebo několika málo transakcemi většího objemu. Tyto transakce pak výrazným způsobem ovlivní údaje za celý trh v daném roce. Výrazným způsobem jsou pak ovlivněny i další ukazatele o trhu, např. podíl PE investic na HDP dané země. To se stalo v případě Bulharska v roce 2004 a opětovně v roce 2007 při akvizicích bulharského Telecomu. Maďarsko pak v roce 2006 díky jediné objemné akvizici poskočilo na čtvrté místo v podílu PE investic na HDP v celé Evropě (Karsai, J., 2009). V následující tabulce uvádím statistiku EVCA o investicích soukromého kapitálu v regionu CEE v letech 2005, 2006 a 2007⁶³.

⁶² Maďarská asociace soukromého kapitálu (www.hvca.hu)

⁶³ Pokud není uvedeno jinak, údaje použité v tomto oddílu jsou převzaty z EVCA: Central and Eastern Europe Survey za roky 2005, 2006 a 2007.

tabulka 5 Investice PE v zemích CEE v mil. EUR v letech 2005, 2006 a 2007

Země	2005	2006	2007
Polsko	107,8	304	684
Maďarsko	147,2	734	491
Česká republika	109	110	170
Rumunsko	70	354	476
Bulharsko	0	36	556
Srbsko	NA	31	162
Litva	14,4	18	159
Lotyšsko	8,7	0	159
Slovinsko	NA	39	47
Ostatní	51,2	41	101
PEI* v CEE celkem	508	1667	3005
Podíl CEEI** na regionálním HDP v %	0,096	0,218	0,325
Podíl CEEI na PEI v celé Evropě v %	1,5	2,3	4,1

* Investice PE, ** PEI v celém regionu střední a východní Evropy

Zdroj: PEREP Analytics za rok 2007, EVCA/ThomsonFinancial/PWC za předchozí roky, data převzata z CEE Survey za roky 2005, 2006 a 2007, údaje o podílu CEEI na RHDP převzaty z Karsai, J., 2009.

Upsaný kapitál. Rostoucí atraktivita tohoto regionu se projevuje i v rostoucím objemu upsaných prostředků. Ty několikanásobně vzrostly z 312 mil EUR dosažených v roce 2003 až na 1,293 mld. EUR upsaných prostředků v roce 2005. Výrazný rostoucí trend pokračoval i v dalších letech. Přesun pozornosti zahraničních investorů hledajících vhodné umístění pro svůj volný kapitál znamenal další přísun kapitálu na trhy zemí CEE. A zatímco objem upsaných prostředků v celé Evropě v roce 2007 oproti předcházejícímu roku klesl téměř o třetinu, velikost upsaného kapitálu určeného na investice do regionu CEE v roce 2007 dosáhla nového rekordu 4,25 mld. EUR. To představovalo téměř 90% nárůst oproti předcházejícímu roku⁶⁴.

Tento region také přitahuje čím dál více pozornosti institucionálních investorů. Do fondu působících v CEE bylo upsáno 5% z celoevropských zdrojů PE. Dvě třetiny prostředků pocházelo od evropských primárních investorů. Tento poměr se drží na podobné úrovni již od roku 2005 (63,6%) a vcelku koresponduje s hodnotami za celou Evropu. V roce 2006 pocházelo 80% upsaných prostředků ze zemí mimo region CEE, převážně ze západní Evropy a severní Ameriky. V roce následujícím se tento poměr ještě zvýšil. Kapitál tak z velké většiny pocházel ze zdrojů pocházejících mimo tento region.

Největší investiční společnost v tomto regionu Mid Europa Partners disponovala v roce 2007 prostředky v úhrnné výši 1,5 mld. EUR. Mid Europa Partners a další dvě investiční společnosti přitom spravovaly polovinu prostředků, které byly určeny k investicím v tomto regionu.

⁶⁴ Do těchto prostředků jsou započítány jen ty, které byly upsány fondy čistě se zaměřujícími na tento region. Chybí zde tedy prostředky fondů, které zde také investují, ale na tento region nejsou primárně zaměřeny. Z toho lze usuzovat, že skutečný objem upsaných prostředků byl vyšší než výše uvedený.

Naprostá většina prostředků byla upsána fondy, které se zaměřují na celý region nebo více zemí regionu. O umístění kapitálu na tyto trhy rozhodovala především pozice celého regionu. Aktuální vývoj na jednotlivých národních trzích regionu byl až druhotným faktorem. Proto statistiky neposkytují údaje o upsaném kapitálu za jednotlivé země. Zaměření fondů na více zemí nebo celý region je jedním z faktorů způsobujících fluktuace ve výši investovaných prostředků do různých národních trhů v jednotlivých letech. Kapitál se přesouvá v závislosti na aktuálním vývoji v jednotlivých zemích a investičních příležitostech, které nabízejí. Některé investice mohou být provedeny i fondy, které se na tento region primárně nezaměřují. Většina fondů zde působících není zaměřena odvětvově.

Největším zdrojem kapitálu byly fondy fondů s téměř čtvrtinovým podílem. Investování tímto způsobem přináší investorům větší míru zabezpečení investic⁶⁵. Fondy fondů byly následovány penzijními fondy s 13,5% podílem. Podíl penzijních fondů je menší než je běžné v západní Evropě. To je zapříčiněno především omezeními, se kterými se musí penzijní fondy působící v těchto zemích zpravidla potýkat při svém investování do PE. Většina prostředků poskytnutých penzijními fondy tak pochází ze zemí mimo region CEE. I další institucionální investoři, jako jsou banky a pojišťovací společnosti, vykazují ve srovnání se západní Evropou nižší podíly na upsaném kapitálu. Tento region je specifický vysokým podílem vládních agentur a soukromých investorů přesahujícím v obou případech 10%.

Investice PE vykázaly v roce 2007 oproti předchozímu roku opět dramatický růst a přesáhly hranici 3 mld. EUR. Meziročně tak vzrostly o 80%, přičemž investice PE v celé Evropě rostly v uvedeném období jen o 6%. K poslednímu poklesu trhu došlo mezi roky 2004 a 2005. Hned v následujícím roce však bylo dosaženo největšího meziročního nárůstu, kdy se objem investic více než ztrojnásobil z původních 508 mil. EUR na konečných 1 667 mil. EUR. V roce 2007 reprezentovali investice umístěné v zemích CEE 4,2% podíl na investicích umístěných v celé Evropě.

Nejvíce investic přilákalo Polsko s téměř čtvrtinovým podílem na celém regionu. Investiční aktivita rostla i v dalších zemích. Přes meziroční pokles objemu investic v některých zemích, jako jsou Česká republika (dále jen ČR) a Maďarsko, dlouhodobý růstový trend přetrvává. V roce 2007 došlo k uvolnění koncentrace investic na několik málo trhů. V roce 2005 přitáhly pouze čtyři země, a to Maďarsko, Rumunsko, Polsko a ČR, přes 85% z celkově investovaných prostředků. V roce následujícím se podíl těchto čtyř zemí na celkových investicích ještě zvýšil na 90%. V roce 2007 však podíl těchto zemí klesl na 60% (ČR byla v žebříčku nahrazena Bulharskem).

⁶⁵ Největší riziko ztráty investice podstupuje investor přímým vstupem do cílové společnosti. Využití fondu jako prostředníka toto riziko snižuje. V případě investice přes fondy fondů je riziko totální ztráty investice takřka nulové.

tabulka 6 Podíl nejvýznamnějších národních trhů v oblasti investic PE na celkových investicích umístěných v zemích CEE v letech 2005 až 2007 (v %)

Pořadí země	2005		2006		2007	
1.	Maď.	29	Maď.	44,1	Polsko	22,7
2.	ČR	21,5	ČR	21,2	Bul.	18,5
3.	Polsko	21	Polsko	18,2	Maď.	16,4
4.	Rum.	14	Rum.	6,6	Rum.	18,5
Celkem na CEEI v %	85,5		90,1		76,1	

Zdroj: PEREP Analytics za rok 2007, EVCA/ThomsonFinancial/PWC za předchozí roky, data převzata z CEE Survey za roky 2005,2006 a 2007

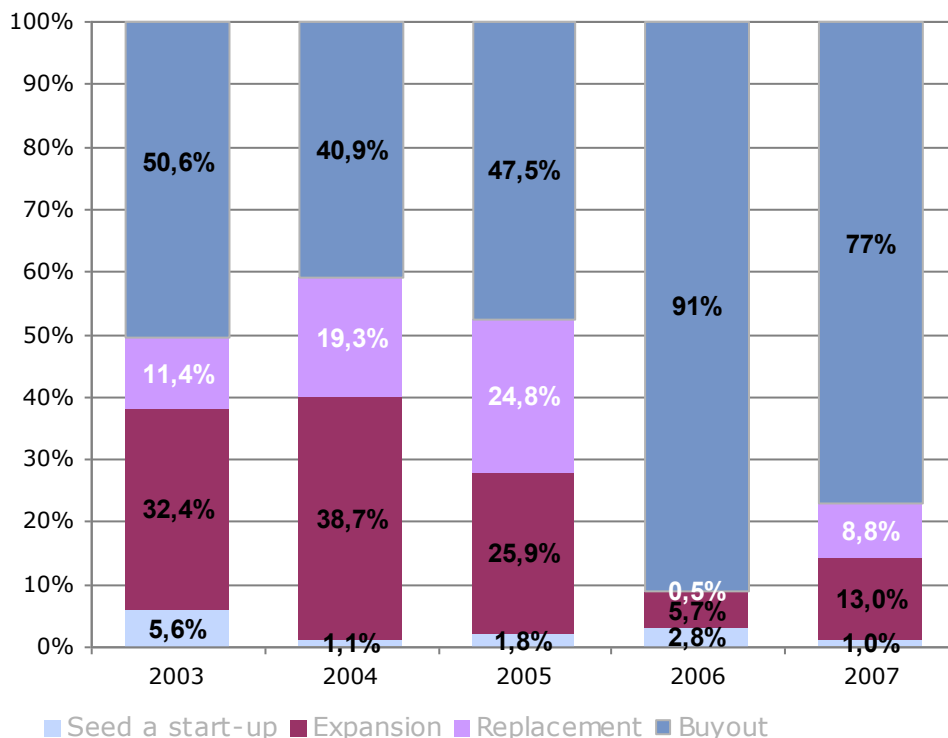
Investiční aktivita je podle podílu investic na HDP (market statistics) v tomto regionu stále za celoevropským průměrem. Hodnota dosahovaná za celý region ukazuje na poddimenzování odvětví PE a na jeho menší vliv na ekonomiku. To je částečně zapříčiněno i kratší dobou působení soukromého kapitálu v tomto regionu oproti západní Evropě. I v tomto ukazateli se však tento region postupně přibližuje zemím s vyspělejšími trhy PE. Zatímco v roce 2002 činil podíl PE investic na regionálním HDP 0,054% (Karsai, J., 2009) a byl tak pětikrát menší než podíl PE investic na evropském HDP (0,277%), v roce 2007 už investice do PE dosahovaly v zemích CEE podílu 0,325% na HDP, nebo jinak 57% z hodnoty dosažené za celou Evropu. Poměr podílu investic PE v regionu CEE na HDP se tak v posledních letech stabilním tempem přibližuje podílu investic PE na HDP v celé Evropě.

Stejně jako v celé Evropě mířilo nejvíce investovaného soukromého kapitálu do cílových společností ve formě odkupů. Podíl odkupů na celkových investicích dosáhl v roce 2007 stejné hodnoty (80%) jako podíl těchto investic na celoevropské úrovni. Podíl odkupů na celkových investicích vrcholil v tomto regionu v roce 2006, kdy dosáhl 91%. V roce 2006 vzrostly tyto investice meziročně více než šestinásobně. V roce 2000 byla struktura jednotlivých typů investic v tomto regionu zcela odlišná. 15% z prostředků mířilo do early stage společností, tři čtvrtiny z prostředků šlo na expanze společností a jen 5% do odkupů.

Růst objemu odkupů byl podpořen několika faktory. Tento kapitál se soustředí především na investice do společností v pokročilejších stádiích vývoje. V posledních letech vzrostl počet společností v tomto regionu, které dosáhly potřebné velikosti. Dalším faktorem byly oproti předchozím letem nižší náklady na půjčený kapitál (Karsai, J., 2009), pomocí kterého je převážná část buyout transakcí financována. Podíl půjčeného kapitálu na financování odkupů byl však nižší než ve zbytku Evropy.

Podíl expansion investic dosahoval na celkově investovaných prostředcích takřka stejné hodnoty jako v celé Evropě. Meziročně objem těchto investic vzrostl čtyřikrát. Replacement kapitál dosahoval s takřka 9% podílem dvojnásobného podílu oproti celé Evropě. Seed a start-up investice zůstávají na nízké úrovni. Seed investice tvořily jen 0,1% z celkově investovaných prostředků. Start-up investice dosáhly objemu přes 24 mil. EUR, což však tvořilo jen 0,8% z celkových investic. Dohromady byl podíl early stage investic na celkových investicích v tomto regionu čtyřikrát nižší než v rámci celé Evropy. Meziročně došlo k poklesu těchto investic o 40%.

Graf 7 Podíl jednotlivých typů investic na PE investicích v regionu CEE v letech 2003 - 2007



Zdroj: PEREP Analytics za rok 2007, EVCA/ThomsonFinancial/PWC za předchozí roky, data převzata z CEE Survey za roky 2005, 2006 a 2007.

Region zemí CEE vykazuje ve srovnání s hodnotami dosaženými za celou Evropu odlišnosti i v průměrné velikosti transakcí. Průměrná velikost odkupů byla v roce 2007 v regionu 25,5 mil. EUR, což bylo jen 60% z hodnoty dosažené v rámci celé Evropy. Průměrné velikosti jednotlivých typů venture kapitálových investic jsou vyšší než ty na celoevropské úrovni. Průměrná velikost seed investice v regionu CEE byla dokonce více než dvakrát vyšší (pouze 8 transakcí na 3,6 mil. EUR investovaného kapitálu). I expansion investice byly ve své průměrné velikosti vyšší (5,6 mil. EUR).

Předchozí hodnoty ukazují na jeden z aspektů regionu CEE v oblasti soukromého kapitálu, a to na zaměření zde působících investorů na objemnější transakce. Většina domácích investorů se zaměřuje spíše na odkupy, i když většina těchto investic směřovala do společností s výrazným růstovým potenciálem (Karsai, J., 2009). Pro zahraniční investory jsou důvody zřejmé. Venture kapitál vyžaduje detailní znalost trhu a přináší s sebou relativně vysoké transakční náklady. Prosto se zahraničním investorům dosud nevyplatilo věnovat svou pozornost tomuto segmentu. Dalším důvodem poddimenzování early stage investic v tomto regionu byl jen omezený počet investičních příležitostí, které by splňovaly nároky investorů. Podíl VC na upsaných prostředcích však byl v roce 2007 třikrát vyšší než v Evropě (Karsai, J., 2009). Proto lze, přes očekávaný pokles celého odvětví v tomto regionu, očekávat růst těchto investic v následujících letech. Na druhou stranu menší míra úvěrového financování transakcí a méně investičních příležitostí v oblasti large a mega odkupů omezují velikost investic směrem nahoru.

Z hlediska odvětví, do nichž byl investován soukromý kapitál, došlo v roce 2007 oproti předchozímu roku k rozšíření počtu hlavních odvětví. Zatímco v roce 2006 představovaly odvětví chemického průmyslu a komunikace 70% ze všech investic, v roce následujícím přitáhlo 5 hlavních odvětví jen dvě třetiny z celkového kapitálu. Odvětvím s největším, téměř čtvrtinovým, podílem bylo odvětví komunikace, které zároveň dvakrát překročilo podíl tohoto odvětví v celé Evropě. Dalšími odvětvími s již srovnatelnými podíly, pohybujícími se kolem 10% na celkovém objemu investovaných prostředků, byly průmyslové výrobky, finanční služby, doprava a vědy o živé přírodě. Dominující odvětví se v jednotlivých zemích tohoto regionu značně liší a odvíjí se především od objemnějších investic investovaných do určitých odvětví v jednotlivých letech.

Desinvestice. Objem prostředků získaných odchodem investorů ze společnosti se v roce 2007 meziročně zvýšil o třetinu a dosáhl 586 mil. EUR. Počet cílových společností, u kterých byl v tomto roce proveden exit, se meziročně snížil z 91 operací provedených v roce 2006 na 78. Průměrná velikost desinvestice stoupla na 7,5 mil. EUR. Objem exitů následuje trendy v odvětví s několikaletým zpožděním. Exity provedené v regionu CEE tak dosáhly v roce 2007 jen 2,2% z exitů dosažených v celé Evropě. I tento ukazatel však meziročně vzrostl.

Nejběžnější formou exitu zůstaly trade sales, které investorům přinesly přes polovinu z celkově desinvestovaných prostředků. Trade sales dominují v tomto regionu již po několik let. Podíl srovnatelného s rokem 2007 dosáhly trade sales i v roce 2006, v předchozím roce činil podíl trade sales dokonce 70%. Tato forma desinvestice tak dlouhodobě překračuje podíl takto získaných prostředků na celoevropské úrovni (28% v roce 2007). Trade sales byly také nejčtenější formou exitu investora. Bylo jich provedeno 29 z celkových 78.

Druhým nejpoužívanějším způsobem realizace exitu byly v roce 2007 secondaries s téměř čtvrtinovým podílem, které meziročně vzrostly 2,5 krát. V roce 2006 však byl provedena jen jediný prodej jinému investorovi PE. Odchody investorů realizované přes veřejné trhy v roce 2007 meziročně výrazně poklesly na pouhých 3% z celkově desinvestovaných prostředků. V roce předcházejícím to bylo 18%. Pokles objemu prostředků získaných vstupem na akciové trhy byl zapříčiněn především zhoršenými podmínkami na akciových trzích v tomto regionu v druhé polovině roku 2007. Za povšimnutí stojí, že žádná z investic v tomto regionu nebyla odepsána.

3.2 Trh private equity ve vybraných zemích

Nejrozvinutějšími národními trhy v tomto regionu reprezentují Česká republika a Polsko, jejichž fungování trhu PE se blíží tomu v západní Evropě (Aigner, R., Göd, R., 2008). Stablním hráčem s největší tradicí v investování soukromého kapitálu v tomto regionu pak zůstává Maďarsko. Naprostá většina investičních společností působících v regionu sídlí v těchto třech zemích. Tyto země vstoupily do EU v prvním přístupovém kole a v letech před hospodářskou krizí vykazovaly značný ekonomický růst. Jejich ekonomiky jsou také hodnoceny jako jedny z nejlépejších v daném regionu.

Podíl těchto tří zemí na investicích soukromého kapitálu v celém regionu v letech 2002 až 2006 s výjimkou jednoho roku, kdy v roce 2004 v Bulharsku proběhla jedna výjimečně vysoká akvizice,

nikdy neklesl pod 70%. I když v roce 2007 jejich podíl díky aktivitám na trzích v Bulharsku, Rumunsku a pobaltských zemích klesl pod 50%, tyto země zůstávají jádrem celého regionu v oblasti investování soukromého kapitálu. Proto je v následující části věnován výše zmíněným třem zemím větší prostor.

V následujících dvou tabulkách jsou pro srovnání uvedena i data z rumunského trhu soukromého kapitálu. Rumunsko v regionu představuje dynamicky rostoucí trh, i když tradice investování soukromého kapitálu tu není tak zavedená jako ve vybraných zemích. Ostatní země z tohoto regionu hrají na poli PE menší roli. Jsou oproti vybraným zemím většinou limitovány méně vyspělým trhem PE a/nebo malým domácím trhem.

V následující tabulce uvádím údaje o provedených investicích soukromého kapitálu v ČR, Maďarsku, Polsku a Rumunsku a jejich podíl na HDP v letech 2004 až 2007. Tabulka dále uvádí údaje o podílu těchto zemí na celkových investicích soukromého kapitálu v celém regionu, tedy míru koncentrace investic do těchto zemí.

tabulka 7 Investice soukromého kapitálu a jejich podíl na HDP ve vybraných zemích regionu CEE v letech 2004 až 2007

Země		2004	2005	2006	2007
ČR	PEI* v mil. EUR	16,1	109	354,2	170,3
	Podíl PEI v zemi na HDP v %	0,019	0,112	0,315	0,133
Maďarsko	PEI v mil. EUR	121,6	147,3	734	491,4
	Podíl PEI v zemi na HDP v %	0,15	0,167	0,883	0,487
Polsko	PEI v mil. EUR	134,4	107,8	303,6	683,5
	Podíl PEI v zemi na HDP v %	0,069	0,045	0,118	0,222
Rumunsko	PEI v mil. EUR	32,5	70	110	475,9
	Podíl PEI v zemi na HDP v %	0,055	0,088	0,115	0,392
Podíl zemí* na CEEI**		55,69%	85,35%	90,10%	60,59%

* Investice soukromého kapitálu, ** PEI investované v celém regionu střední a východní Evropy

Zdroj: PEREP Analytics za rok 2007, EVCA/ThomsonFinancial/PWC za předchozí roky, data převzata z CEE Survey za roky 2005, 2006 a 2007.

3.2.1 Polsko

Leaderem trhu PE v regionu zemí CEE je Polsko. Do této země bylo v roce 2007 investováno nejvíce prostředků z celého regionu a bylo zde i provedeno nejvíce transakcí (77 z celkových 203). Tento trh se dá dlouhodobě označit za nejaktivnější. Mimo propadu trhu mezi roky 2004 a 2005 investice soukromého kapitálu v Polsku rostly. Jednou z hlavních devíz Polska je z hlediska investování soukromého kapitálu rozsáhlý domácí trh.

Rozdělení investic dle jednotlivých typů v roce 2007 odpovídalo rozdělení investic v celém regionu. Za povšimnutí jistě stojí, že většina seed investic provedených v regionu CEE v roce 2007 byla umístěna do polských společností. V předchozím roce téměř všechny investované prostředky (přes 98%) zaměřily do odkupů. Polsko tak následovalo trend celého regionu, kdy objem odkupů na

celkových investicích vrcholil. Polský trh je oproti ostatním zemím z regionu charakteristický četnějšími transakcemi menšího objemu. Rostoucí vliv PE na polskou ekonomiku dokládá i rostoucí podíl PE investic na HDP.

Investice provedené v Polsku v roce 2007 se, na tento region výjimečně, rozprostřely rovnoměrně do několika odvětví. Nejvíce jich směřovalo do odvětví podnikových a průmyslových výrobků (137 mil. EUR), které bylo následováno odvětvími finanční služby, doprava a vědy o živé přírodě. I tyto odvětví přesáhly objem 100 mil. EUR investovaných prostředků.

Objem desinvestovaných prostředků v Polsku v uplynulých letech nepřetržitě rostl, a to od necelých 86 mil. EUR v roce 2004 po 175 mil. EUR v roce 2007 (33 společností). Polsko dosáhlo největšího objemu desinvestic opakovaně v letech 2004, 2005 a 2006. V roce 2007 bylo Polsko na pozici leadera provedených exitů vystřídáno Maďarskem. Největší podíl desinvestic v tomto roce byl proveden formou prodeje dalšímu investorovi soukromého kapitálu (55%), následovaly ho trade sales s 13 %. Veřejné akciové trhy v roce 2007 ustoupily ze svých pozic oblíbené formy exitu investorů soukromého kapitálu. To bylo zapříčiněné především zhoršenou situací na akciových trzích v druhé polovině roku 2007 v celém regionu (Polish Private Equity Association).

Zatímco polské pojišťovací společnosti mohou investovat do PE, penzijní fondy musí stále čelit omezením při investování do PE jak na domácím, tak zahraničním trhu (sem smí směřovat jen 5% prostředků polských penzijních fondů). Polský penzijní systém je rozdělen do tří pilířů. Investování kapitálu z prvních dvou pilířů je značně omezeno výčtem možných druhů investic a již zmíněným geografickým (zahraniční versus domácí) umístěním investic. Třetí pilíř není takřka vůbec využíván. Polsko tak jen částečně implementovalo direktivu Evropské komise o fungování penzijních fondů 2003/41 EC (EVCA Benchmarking Study 2008).

Polské fondy mohou profitovat z relativně výhodné právní a daňové regulace své činnosti. V roce 2007 bylo polskými fondy získáno 85% z celkových prostředků upsaných fondy se sídlem v regionu CEE. Další výhodou polského trhu soukromého kapitálu je pozice varšavské burzy, která je největším akciovým trhem regionu. V polovině roku 2008 bylo na varšavské burze obchodováno 366 společností s celkovou tržní kapitalizací ve výši 126 mld. EUR⁶⁶. PE odvětví pomáhá i menší míra zdanění příjmů právnických osob (19%) a příznivé podmínky pro fungování manažerských společností. Na druhou stranu zdanění kapitálových příjmů je vyšší než v celé Evropě. V oblasti výzkumu a vývoje Polsko nabízí v případě splnění určitých podmínek možnost amortizace výdajů na výzkum a vývoj. V oblasti výsledků V&V je možné dosáhnout daňových úlev (EVCA Benchmarking Study 2008).

3.2.2 Maďarsko

Maďarsko má největší tradici investování soukromého kapitálu ze zemí regionu CEE. Maďarská asociace soukromého kapitálu vznikla již v roce 1991 (Dvořák, I., Procházka, P., 1998). Zdejší investice PE vykázaly v uplynulých letech, stejně jako ostatní země regionu, růstové tendence. Jediný

⁶⁶ Kapitalizace pražské burzy ve stejné době byla 49 mld. EUR, vídeňské pak 117 mld. EUR. Převzato z Karsai, J. (2009)

pokles zde investice PE zaznamenaly mezi roky 2006 a 2007. Ten byl zapříčiněn především výjimečným objemem investic v roce 2006, kdy podíl investic umístěných do maďarských cílových společností na investicích provedených v celém regionu dosáhl 44%. Tento stav byl zapříčiněn jedinou akvizicí, kdy byla společnost BorsodChem Zrt. převzata jedním z celosvětově největších fondů Permira (Karsai, J., 2009). I přes probíhající ekonomickou krizi maďarský trh nepolevil ani v roce 2008. Dle údajů maďarské asociace soukromého kapitálu⁶⁷ dosáhly investice soukromého kapitálu umístěné do domácích společností 515 mil. EUR. Hlavním dopadem ekonomické krize, která je v Maďarsku ještě prohlubována vysokým veřejným dluhem, byl pokles objemu upsaných prostředků z 3,1 mld. EUR na 2 mld. EUR⁶⁸.

Ještě v roce 2005 byl objem expansion investic a odkupů v Maďarsku takřka stejný. V roce následujícím už, právě díky zmíněné transakci, tvořil podíl odkupů na celkových investicích 95%. V roce 2007 struktura investic v Maďarsku kopírovala regionální. Nejvíce bylo v tomto roce investováno do odvětví chemického průmyslu (220 mil. EUR). Objem desinvestic byl po několik let nízký. Zlom přišel v roce 2007, kdy bylo realizováno několik větších exitů⁶⁹, a Maďarsko se rázem stalo zemí s největším objemem desinvestovaných prostředků v regionu.

Stejně jako na ostatních trzích v regionu sledujeme i v Maďarsku menší podíl early stage investic na celkově investovaném soukromém kapitálu. Maďarské státní orgány se přitom snažily o podporu těchto investic zavedením různých pobídek a finančním stimulů. Byl i zřízen fond financovaný z veřejných prostředků na podporu early stage investic. Jak ale uvádí Karsai (Karsai, J., 2004, převzato z Karsai, J., 2009), tyto snahy většinou nebyly úspěšné. Maďarsko se však jako jedna z prvních zemí regionu zapojila do programu JEREMIE. Maďarské fondy jsou připravené vstoupit do programu s více než 150 mil. EUR (Karsai, J., 2009).

Maďarské penzijní fondy nejsou omezeny v investování do soukromého kapitálu. Jediným omezením tak zůstává geografické, kdy je omezen objem prostředků, které mohou být umístěny do ostatních evropských zemí. Věcné omezení investování do soukromého kapitálu se netýká ani pojišťovacích společností. U nich je omezen jen maximální objem prostředků, které mohou být investovány do soukromého kapitálu, a to na 5%. Maďarské investiční fondy mohou profitovat z výjimečně příznivých právních a daňových podmínek. I když zde nejsou investiční fondy nuceny platit daň z příjmu, pro investování do soukromého kapitálu jsou více využívány ostatní právní formy. Maďarské investiční společnosti nemusí ze své činnosti odvádět DPH. Investiční fondy nejsou limitovány ani v ostatních aspektech. Výše zdanění příjmů právnických osob je stále nad evropským průměrem. Maďarská míra zdanění kapitálových příjmů je dokonce druhá nejvyšší v Evropě (39%), a výrazně překračuje evropský průměr (15,2%). Maďarsko poskytuje jedno z nejlepších prostředí ze zemí regionu CEE v oblasti V&V. Veškeré výdaje na tuto oblast jsou zdaněny nižší daní. Pokud výdaje maďarské společností na V&V překročí stanovenou hranici (cca. 416 000 EUR), jsou tyto výdaje odečteny z daňového základu až do výše 80% daňového základu (EVCA Benchmarking Study 2008).

⁶⁷ Dostupné na www.hvca.hu. Metodika sběru dat se však liší od EVCA. Např. data o investicích v roce 2006 více než o 200 mil. EUR (HVCA - 535 mil. EUR, EVCA – 734 mil. EUR).

⁶⁸ Odhad EVCA. Jen kapitál upsaný fondy, které se zaměřují na maďarský trh.

⁶⁹ Především prodej firmy Invitel společnosti Hungarian Telephone & Cable (HTCC). Převzato z Karsai, J. (2009)

3.2.3 Česká republika

ČR disponuje jedním z nejnávýspělejších trhů soukromého kapitálu z zemí regionu CEE. Česká asociace soukromého kapitálu vznikla již v roce 1995 a v současnosti má 39 členů v řadách manažerských společností, investičních fondů a poradenských společností (CVCA). I když je český trh soukromého kapitálu ve srovnání s ostatními trhy spíše malý, představuje vyspělé prostředí pro investice soukromého kapitálu s dostatečným počtem kvalitních poradců. České investiční společnosti pak často představují most mezi západními investory a ostatními zeměmi z regionu (Corporate INT, 2008).

Trh investic soukromého kapitálu i zde zaznamenal v posledních letech rostoucí aktivitu. První růstová vlna vrcholila v roce 2003, kdy zde bylo investováno 39,4 mil. EUR. Na investicích v následujícím roce se projevil pokles investic venture kapitálu, a investice soukromého kapitálu dosáhly jen 16 mil. EUR. Již o rok později se zde naplno projevila rostoucí důvěra investorů v nově přistoupivší země a rostoucí trend v celém odvětví naplno zasáhl i ČR. Do českých společností bylo v roce 2005 investováno 109 mil. EUR. Rok 2006 pak byl pro český trh private equity rekordním. Investice soukromého kapitálu dosáhly v historii vůbec nejvyšší hodnoty, a to 354 mil. EUR. Naprostá většina prostředků (353 mil. EUR) přitom mířila do odkupů. Objem investic v tomto roce byl ovlivněn několika vysokými investicemi, ze kterých vyčnívala akvizice společnosti České Radiokomunikace investiční společnost Mid Europa Partners, Al Bateen Investment Co. LLC a investiční bankou Lehman Brother (CVCA). Celková hodnota této transakce dosáhla výše 1,2 mld. EUR. Tato transakce se však neuvádí ve své úhrnné výši jako investice soukromého kapitálu a do statistik je zahrnuta jen její část⁷⁰.

Rok 2007 znamenal pro český trh soukromého kapitálu pokles objemu investovaných prostředků. Investice v tomto roce dosáhly 170 mil. EUR. Téměř 90 mil. EUR zamířilo do společností ve formě expansion investic. V ČR tak bylo jako v jediné zemi regionu investováno více rozvojového kapitálu, než kolik činily odkupy. Podíl early stage investic zůstává dlouhodobě nízký. Pro tyto investice platí na českém trhu stejné limitující faktory jako u ostatních zemí z regionu, tedy vysoké transakční náklady, limitovaný počet vhodných investičních příležitostí a nedostatečná infrastruktura.

Rozdílná data za rok 2007 uvádí EVCA YEARBOOK 2008. Zde publikovaný celkový objem investic do českých společností dosáhl výše 203 mil. EUR. Podíl odkupů činil 52%, podíl expansion byl přes 46%. Téměř všechny transakce se týkaly prvního vstupu investora soukromého kapitálu do cílových společností. Více než polovina investovaných prostředků mířila do odvětví komunikace (106 mil. EUR). Doprava měla na investicích 19% podíl, finanční služby pak téměř 10%.

V hodnocení vybraných zemí byl dosud používán tzv. market statistics přístup. Investice zde tedy byly hodnoceny z pohledu investovaných prostředků do domácího trhu nehledě na původ kapitálu. Pasáž z EVCA YEARBOOK 2007 věnovaná ČR však nabízí i druhý přístup, tzv. industry statistics, kdy jsou v úvahu brány jen investice poskytnuté domácími subjekty soukromého kapitálu. Čeští investoři v roce 2006 provedly investice jen ve výši 12,4 mil. EUR. Jak uvádí EVCA YEARBOOK 2008, investice

⁷⁰ Např. 750 mil. EUR z celé transakce bylo pokryto úvěrovým financováním, které není do investic soukromého kapitálu započítáno. Převzato z Karsai, J. (2009)

soukromého kapitálu provedené českými investory v dalším roce vzrostly až na 130 mil. EUR. Nejvíce prostředků čeští investoři umístily do odvětví spotřební zboží (52 mil. EUR) a do dopravy (35,8 mil. EUR). Více než polovina z celkově investovaných prostředků přitom mířila do zahraničních investic, a čeští investoři tak ustoupily od dlouhé tradice úplného zaměření na domácí trh. Čeští investoři se nejvíce zaměřily na odkupy, které tvořily přes 87% z prostředků.

EVCA YEARBOOK 2008 nabízí i data o českými investory upsaném kapitálu. Fundraising českých investorů vykazoval v uplynulých letech značné výkyvy. Zatímco v roce 2003 bylo upsáno téměř 94 mil. EUR, v roce následujícím objem těchto prostředků klesl až na necelých 5 mil. EUR. Rok 2005 pak znamenal s 162,5 mil. EUR upsaných prostředků další výrazný výkyv. Trend ve střídání bohatých a chudých let pokračoval i v roce 2006, kdy bylo upsáno jen 3,4 mil. EUR. Rok 2007 pak přinesl 78 mil. EUR upsaných českými fondy. Výkyvy v jednotlivých letech jsou zapříčiněny především životním cyklem několika málo největších hráčů na trhu. Většina prostředků je koncentrována v několika málo investičních fondech. Objem upsaných prostředků pak souvisí s počátečním upisováním fondů a s jejich uzavíráním. Obdobná situace panuje i v dalších zemích regionu.

České právní a daňové prostředí příliš soukromému kapitálu nepřeje. V posledním hodnocení právního a daňového prostředí pro fungování soukromého kapitálu obsadila ČR vůbec nejhorší pozici ze všech hodnocených zemí (EVCA Benchmarking Study 2008).

Český právní systém je méně flexibilní než ve vyspělých západoevropských zemích. Nejsou zde např. dovoleny whitewash procedury nebo finanční asistence, kdy je podnikům zakázáno poskytnout prostředky na nabytí části svých akcií třetími stranami. Český právní řád nezná ani warranty (záruky), které pomáhají lépe strukturovat složité operace typu mezzanine financování. Často se tak stává, že smluvní strany preferují před použitím domácího práva právo cizí. Stejně tak jsou kvůli zdlouhavému rozhodování českých soudů pro řešení případných sporů často využívány mezinárodní arbitráže (Corporate INT, 2008).

Soukromý kapitál naráží v ČR i na nevýhodné daňové prostředí, i když je míra zdanění příjmů právnických i fyzických osob nižší než průměr Evropy. Ke zdanění výnosu původní investice totiž dojde třikrát. Poprvé po výstupu z investované společnosti, podruhé zaplatí DPPO samotný fond, a teprve potom dojde ke zdanění výnosu/dividendy akcionáře fondu. Fondy zde působící tak často sídlí v daňově příznivějších podmínkách na území jiných států, kde je možné vyhnout se trojímu zdanění.

Investoři soukromého kapitálu nejsou regulováni zvláštním zákonem a řídí se tak stejnými normami jako ostatní investiční společnosti. Zákon o kolektivním financování 189/2004 Sb. přinesl možnost založení fondu kvalifikovaných investorů, který se může orientovat i na investice do soukromého kapitálu. Tento fond je pak předmětem nižšího zdanění příjmů (5%) a ve své činnosti se setkává jen s několika málo omezeními (EVCA Yearbook 2006). Tato forma investování však zatím nebyla příliš využívána. Jedním z důvodů tohoto stavu je značné omezení institucí působících v ČR v oblasti investování do soukromého kapitálu.

Penzijní fondy působící v ČR musí každý rok vykázat kladný hospodářský výsledek. Případné ztráty hradí akcionář. Investice soukromého kapitálu však zpravidla začnou přinášet kladné CF až po několika letech. Proto české penzijní fondy neinvestují do soukromého kapitálu. Ze hry tak vypadává významný domácí zdroj kapitálu. Pojišťovací společnosti mohou investovat jen do likvidních aktiv. I pro ně jsou tedy v ČR zapovězeny investice do soukromého kapitálu. V ČR tak chybí významní domácí institucionální investoři. Dle Vladislava Ježe⁷¹, předsedy české asociace soukromého kapitálu, přitom evropské penzijní fondy vkládají do fondů soukromého kapitálu 2 až 5% ze svých aktiv a pojišťovací společnosti 2 až 3% ze svých aktiv. V ČR je jejich podíl nulový.

Zahraniční kapitál se zaměřuje většinou na střední a větší operace. Právě domácí privátní investoři tak chybí při financování společností v ranných stádiích vývoje. Síť byznys andělů je v ČR stále ještě nedostatečná a investice nad 10 mil. Kč již bývají v českých podmínkách nad jejich síly⁷². V ČR tedy chybí některé důležité články v řetězci financování společností. Tuto mezeru se snaží zaplnit agentura CzechInvest, která již po několik let ve spolupráci s Ministerstvem průmyslu a obchodu připravuje fond, pomocí něhož by měly být financovány projekty firem v počáteční a růstové fázi podnikání ve výši od 5 do 20 mil. Kč. Fond Kapitál by měl fungovat v rámci JEREMIE a měl by disponovat aktivy ve výši 450 mil. EUR. V současné době je tento fond ve fázi přípravy zahrnující mapování situace v České republice s cílem zjištění potřeb malých a středních podniků v této oblasti (CzechInvest).

Na příkladu ČR je možné ukázat vliv finanční a hospodářské krize na soukromý kapitál v regionu. Řada z uvedených zjištění je platná i pro další země z regionu. Ani česká republika se nevyhnula důsledkům úvěrové krize, i když jim čelila především díky menšímu využívání pákových operací a nevyzrálosti trhu soukromého kapitálu lépe než ostatní země⁷³. Stejně jako v ostatních zemích se krize projevila v rostoucím počtu předčasných exitů investorů, kteří byli nuceni se kvůli nedostatku likvidity zbavit části svých investic. Zhoršené podmínky na trhu zapříčinily zrušení nebo odsun některých plánovaných operací. Dle odhadů klesl počet transakcí v roce 2008 oproti předchozímu roku na polovinu (celé odvětví M&A). Do sektoru private equity se přeneslo i zpomalení růstu české republiky. Negativní důsledky mělo i posílení české měny v průběhu roku 2008 a především vliv tohoto posílení na export.

Většinu operací na českém trhu tvoří malé a střední operace. To je další výhodou českého trhu v probíhající krizi. Tyto operace totiž potřebují méně kapitálu a netrpí tedy tolik nedostatkem volných prostředků. Dalším aspektem je jistě i tradičně konzervativnější povaha českého bankovního systému. Českým bankám se tak vyhnuly toxická aktiva. Český bankovní systém je také téměř zcela vlastněný zahraničními subjekty. To může mít v dobách nejistoty řadu výhod. České banky převzaly od svých mateřských společností řadu technologií a postupů, jako je ohodnocování úvěrů, a nemusely je tak vyvíjet sami. Jedním z následků krize je i zpřísnění podmínek financování transakcí. Požadovaný podíl vlastního kapitálu na operacích se tak posunul na 40% až 50% a snížila se i dostupnost pákového

⁷¹ Jež, V. prezentace z přednášky Private Equity v České republice domácí institucionální investoři překážky a příležitosti (2007). Dostupné na www.cvca.cz.

⁷² Mašek, M. V ČR je stále málo rizikového kapitálu. Ekonom [online]. Vydáný dne 29/11/2007.

⁷³ Otázka vlivu krize na soukromý kapitál v ČR byla zpracována dle Czech M&A. Corporate INT. Listopad 2008. Dostupný na www.cvca.cz

financování (3,5 x EBITDA u prioritních dluhů, 4-4,5 x EBITDA u celkového dluhu). Omezení se nejvíce dotkla operací nad 100 mil. EUR.

Dle společnosti Deloitte a její studie Central European Private Equity Confidence Survey globální finanční krize a ekonomický propad snížily důvěru soukromého kapitálu v celý region o polovinu ve srovnání s dubnem 2008. Navzdory obecnému nedostatku optimismu a opatrnosti však dle této studie patří střední Evropa stále mezi oblasti, které by měly být globálním ekonomickým poklesem v oblasti soukromého kapitálu postiženy méně. Dalším projevem krize je dle této studie i posun pozornosti fondů od nových akvizic k řízení stávajícího portfolia. Navzdory očekávanému zpomalení aktivit na trhu jsou dle tohoto průzkumu v nadcházejícím období očekávány nákupy středních a malých společností. I tato studie vidí v krizi řadu příležitostí pro soukromý kapitál. Důsledky finanční krize a ekonomického propadu pro soukromý kapitál v ČR však bude možné detailně zhodnotit až s odpovídajícím časovým odstupem, kdy budou k dispozici relevantní data.

ZÁVĚR

Soukromý kapitál v novém tisíciletí neustále posiloval svoji pozici v evropské ekonomice. Tento vývoj byl zapříčiněn několika faktory. Pokračující profesionalizace a zvyšování výkonnosti investičních společností spolu s institucionalizací celého odvětví posilovaly důvěru primárních investorů k odvětví private equity. Především penzijní fondy, banky a pojišťovací společnosti byly ochotné svěřovat private equity fondům stále více prostředků. Transakce prováděné soukromými investory byly podpořeny také levnými a dobře dostupnými úvěry. A konečně rozvoji soukromého kapitálu přál i stabilní ekonomický růst evropské ekonomiky.

Private equity se stává stále důležitějším zdrojem financování rozvoje evropských společností. Toto odvětví je jedním z důležitých nástrojů při mobilizování soukromých zdrojů na investice do evropských soukromých společností. Sílicí pozice soukromého kapitálu také rozšiřuje možnosti financování rozvoje společností s určitým potenciálem. Soukromý kapitál je z tohoto pohledu třeba chápat jako alternativní nebo doplňkový nástroj financování k tradičním nástrojům.

Investování soukromého kapitálu představuje sled několika kapitálových toků. Prvním je získávání kapitálu od primárních investorů do investičních nástrojů, zpravidla investičních fondů. Druhým je samotná investiční činnost investičních společností, kdy prostředky proudí do konkrétních cílových společností. Všechny tyto sledované kategorie soukromého kapitálu v Evropě v posledních letech rostly. Objem investovaných prostředků a upsaného kapitálu dosáhl v letech 2006 a 2007 svého historického maxima. Výrazného nárůstu dosáhly i desinvestice, tedy objem prostředků získaných výstupem investorů z cílových společností. Objem investovaných prostředků hnaly nahoru především manažerské odkupy, pro které panovaly na trhu v posledních letech příznivé podmínky. Odkupy byly schopné přinést investorům odpovídající zhodnocení, a to za kratší dobu a s menším rizikem než ostatní typy investic soukromého kapitálu. Venture kapitál za vývojem odkupů zaostával.

Po splasknutí technologické bubliny došlo k poklesu investic rizikového a rozvojového kapitálu. Propad hodnoty technologicky zaměřených společností způsobil pokles výnosnosti odvětví. Tento vývoj spolu se zpomalením růstu evropské ekonomiky odvrátil pozornost investorů od venture kapitálu. V dalších letech sice došlo k pozvolnému rozvoji odvětví, evropský venture kapitál se však v objemu investovaných prostředků už nikdy nedostal na úroveň z roku 2000.

Objem investovaného venture kapitálu je ovlivňován, stejně jako ostatní investice soukromého kapitálu, vývojem ekonomiky, úrovní podnikatelského prostředí, vývojem na finančních trzích a dále např. dostupností kvalifikované pracovní síly. Tyto faktory se projevují v makro i mikro pohledu a promlouvají tak i do rozhodování o umístování investic. Na celoevropské úrovni je jedním z nejdůležitějších faktorů absence integrovaného trhu soukromého kapitálu. Evropský trh je rozdělen na jednotlivé národní trhy, na kterých jednotlivé země v oblasti investování soukromého kapitálu aplikují své vlastní právní, daňové a regulační podmínky. Tato roztržičnost limituje investiční společnosti jak v oblasti správy a řízení rozvoje nakupovaných společností, tak v oblasti možností výstupu z cílových společností. Více integrovaný trh nabízí větší počet vhodných příležitostí pro

umístování investic a rozšiřuje možnosti investorů v oblasti zhodnocování investic prodejem nakoupeného podílu nebo vstupem na burzu.

Dosavadní vývoj odvětví venture kapitálu v Evropě se projevuje i ve výnosnosti tohoto odvětví. Ta dosahuje dlouhodobě nižších hodnot jak ve srovnání s venture kapitálem umístovaným do amerických společností, tak ve srovnání s výnosností evropských fondů zaměřených na odkupy. Soukromý kapitál investovaný v USA nejen že dosahuje vyššího zhodnocení, ale investice jsou díky rozvinutější struktuře trhu realizovány rychleji. Rozdíly ve výnosnosti amerického a evropského venture kapitálu byly v posledních letech ovlivněny i lépe zvládnutou komercionalizací nových technologií na straně amerických investičních společností. Podíl investic soukromého kapitálu na HDP v USA v roce 2007 (3,5%) zhruba šestkrát překračoval podíl investic soukromého kapitálu na evropském HDP.

Evropský venture kapitál je poddimenzovaný především v oblasti seed a start-up investic, tedy investic do nejrannějších stádií vývoje společností. Vzhledem k nedostatku těchto investic nejsou nové podniky v Evropě schopny dorůst do takové velikosti, aby mohly přilákat rozvojový kapitál. To zapříčiňuje mezery v řetězci financování, které jsou ještě podpořeny nedostatečně vyprofilovanou strukturou na straně investičních fondů. Těm charakter evropského trhu neumožňuje dosáhnout patřičné specializace.

Nedostatek rizikového a rozvojového kapitálu si uvědomuje i EU. Venture kapitál přitom může být jednou z možností založení ekonomického růstu na dynamicky se rozvíjejících a technologicky zaměřených společnostech. Tyto společnosti pak mohou dále posilovat konkurenceschopnost evropské ekonomiky a vytvářet nová pracovní místa. Venture kapitál je klíčový i při komercionalizaci inovací a nových technologií. Proto se EU snaží působení venture kapitálu v Evropě podporovat, a to ve dvou rovinách. První je snaha EU o postupnou harmonizaci podmínek pro fungování soukromého kapitálu v Evropě a snaha o eliminaci faktorů limitujících jeho rozvoj. Druhou rovinou je využívání unijních finančních prostředků na investice rizikového a rozvojového kapitálu.

Odvětví soukromého kapitálu bylo v Evropě zasaženo vlivy finanční krize a propadem evropské ekonomiky v roce 2008. Dle předběžných údajů objem upsaného kapitálu i investovaných prostředků v tomto roce poklesl. Řada chystaných transakcí byla zrušena nebo odložena na pozdější dobu. Na druhou stranu se za těchto podmínek může pro investory soukromého kapitálu na trhu objevit řada dobrých investičních příležitostí. Investiční společnosti se patrně místo další expanze zaměří na správu dosavadního portfolia.

Region střední a východní Evropy je z pohledu soukromého kapitálu hodnocen jako malý, ale rozvíjející se a do budoucna atraktivní trh. Vysoký růst HDP a s ním rostoucí spotřeba na zdejších trzích spolu s rozvíjející se infrastrukturou přinesly řadu dobrých investičních příležitostí. Dalším impulsem pro zdejší trh soukromého kapitálu byl vstup řady zemí z tohoto regionu do EU. Prostředí pro investování soukromého kapitálu je v těchto zemích ve srovnání se západní Evropou spíše málo rozvinuté. Velká část zde působících investičních společností je zaměřena regionálně. Jejich investiční strategie je založena na hledání vhodných investičních příležitostí v celém regionu. To vede k přesunům kapitálu mezi jednotlivými zeměmi a fluktuacím v objemu investic umístěných do

různých zemí v jednotlivých letech. Z hlediska zdrojů kapitálu zde dominují primární investoři pocházející ze zemí mimo tento region. Rostoucí atraktivitu tohoto regionu z hlediska soukromého kapitálu podpořil i rostoucí tlak na větší regulaci soukromého kapitálu ze strany státních autorit na vyspělých trzích. To se promítlo v dalším přísmu soukromého kapitálu do tohoto regionu. Stejně jako ve zbytku Evropy, růst investovaných prostředků na těchto trzích byl zapříčiněn především rostoucím objemem odkupů. Venture kapitál za tímto vývojem zaostával. Jeho rozvoj limitovalo několik faktorů, především nedostatečný počet vhodných investičních příležitostí, vysoké transakční náklady a zaměření většiny zde působících investorů na objemnější transakce.

Fungující odvětví private equity jistě není spásným řešením pro evropskou ekonomiku v době hospodářské krize, ale může být výraznou oporou pro nově zakládané společnosti s vysokým potenciálem a zlepšovat výkonnost společností již existujících, které potřebují vnější impuls pro posílení možností svého dalšího rozvoje. Postupující globalizace finančních trhů vrhá Evropu do souboje o kapitál s ostatními trhy soukromého kapitálu. Vytvoření vhodného prostředí pro investování soukromého kapitálu je klíčovým faktorem pro udržení nebo zvyšování konkurenceschopnosti evropských investičních společností. Evropský trh musí být pro investory natolik atraktivní, aby objem soukromého kapitálu mířícího do evropské ekonomiky neklesal, v ideálním případě dále rostl. Soukromý kapitál přináší do společností tlak na zvyšování produktivity a ziskovosti. Zároveň však jako odvětví pomáhá vytvářet nová pracovní místa a zvyšovat konkurenceschopnost ekonomiky.

Na venture kapitál bylo v celé práci pohlíženo jako na nedílnou součást celé skupiny private equity. Venture kapitál je sice možné hodnotit samostatně, ale širší souvislosti přináší až zmíněný pohled. V práci jsem se snažil o vysvětlení principu investování soukromého kapitálu. Model investování je formován interakcí jednotlivých aktérů na trhu a podmínkami, ze kterých tyto subjekty vycházejí. V praktické části jsem hodnotil vývoj investování soukromého kapitálu v Evropě a ve vybraném regionu. Protože je investování soukromého kapitálu tvořeno několika na sebe navazujícími toky, sledovanými kategoriemi byl i objem upisovaného kapitálu a realizované exity. Investice rizikového a rozvojového kapitálu se pohybují v komplikovaném prostředí a jsou ovlivňovány mnoha faktory. V práci jsem se věnoval především faktorům, které s investováním bezprostředně souvisejí. Popsal jsem faktory, které limitují další rozvoj především venture kapitálu. Ekonomický význam soukromého kapitálu byl v práci hodnocen průřezově.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

LITERATURA:

Achleitner, A., Klöckner, O., Technische Universität München, Center for Entrepreneurial and Financial Studies: *Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe*. Mnichov, 2005.

Aigner, R., Göd, R.: *Private equity local elites*. Finance [online]. Zář 2008. Dostupný na [www: http://www.mpcf.net/presse/Finance_Sep08_LocalElites.pdf](http://www.mpcf.net/presse/Finance_Sep08_LocalElites.pdf)

American Chamber of Commerce in the Czech Republic: *Snadná cesta k rozvoji firmy (Venture kapitál v ČR)*. [online]. Dostupný na [www: http://www.amcham.cz](http://www.amcham.cz)

Bierman H.: *Private Equity: Transforming Public Stock to Create Value*. John Wiley and Sons. New Persey 2003 [online]. Dostupný na [www: http://books.google.com](http://books.google.com)

Czech M&A. Corporate INT. Listopad 2008. [online]. Dostupný na [www: www.cvca.cz](http://www.cvca.cz)

CzechInvest: *Finanční průvodce pro malé a střední podniky*. Praha, 2004.

Deloitte Česká republika: *Průzkum důvěry soukromého kapitálu ve střední Evropě*. Prosinec 2008

Dvořák I., Procházka P.: *Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital*. Management Press, Ringier a.s, 1. vydání, 1998. ISBN 80-85943-74-3

Ernst & Young: *Jak tvoří hodnotu investoři soukromého kapitálu? I přes úvěrovou krizi*. 2008.

European Comission: *Provádění lisabonského programu Společenství - Financování růstu malých a středních podniků*. 2006

European Comission: *Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity*. 2007.

European Commission: *European Observatory for European SMES's*. Centre for Strategy and Evaluation Services, EC. 2007.

European Commission: *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*. Centre for Strategy and Evaluation Services, EC. October 2002.

European Commission: *Observatory for European SMES's*, převzato z: *Guide on Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs – An EVCA Special Paper*, [online], Brusel, 2007. Dostupný z [www: http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galeriedownload/Guide_on_PE_andVC_for_Entrepreneurs.pdf](http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galeriedownload/Guide_on_PE_andVC_for_Entrepreneurs.pdf)

EVCA, Private Equity Institute of London Business School and the Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) of Technische Universität München: *The European Venture Capital Market: Scaling Beyond Current Boundaries - An EVCA Special Paper*. 2007. [online]. Dostupné z [www: http://ssrn.com/abstract=1120245](http://ssrn.com/abstract=1120245)

EVCA: *Central and Eastern Europe Statistics 2005(CEE Survey 2005)*. 2006.

EVCA: *Central and Eastern Europe Statistics 2006 (CEE Survey 2006)*. 2007.

EVCA: *Central and Eastern Europe Statistics 2007(CEE Survey 2007)*. 2008.

- EVCA: *EVCA Barometer January 2009*. 2009
- EVCA: *EVCA Barometer June 2008*. 2008
- EVCA: *EVCA Barometer July 2008*. 2008
- EVCA: *EVCA Barometer September 2008*. 2008
- EVCA: *EVCA Benchmarking Study 2008*. 2008
- EVCA: *EVCA YEARBOOK 2008*. 2008
- EVCA: *Guide on Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs – An EVCA Special Paper*, [online], Brusel, 2007. Dostupný z www: http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galeriedownload/Guide_on_PEandVC_for_Entrepreneurs.pdf
- EVCA: *Pan-European Survey of Performance*. 2006.
- EVCA: *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*. 2002.
- EVCA: *Quarterly Activity Indicator Q3 2008*. 2008.
- G. Noël: prezentace přednášky *Access to Finance - Private Equity and Venture Capital*. 2008.
- Hill, B., Power, D.: *Inside Secrets to Venture Capital*. John Wiley and Sons, 2001. ISBN 0-471-41406-9
- International Financial Services London: *Private Equity 2008 - IFSL Research*. 2008. [online]. Dostupné z www: www.ifsl.org.uk
- Jež, V.: prezentace přednášky *Private Equity v České republice domácí institucionální investoři překážky a příležitosti*. 2007. [online]. Dostupné z www: www.cvca.cz.
- Ježek, K.: *Čističi kapitalistické džungle*. Ekonom [online]. Vydáný dne 19/07/2007. Dostupný z www: http://ekonom.ihned.cz/c3-21641140-400000_d-cistici-kapitalisticke-dzungle
- Karsai, J.: *"The End of the Golden Age". The Developments of the Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe*. Budapešť, 2009.
- HVCA: *The development of Hungarian Venture Capital a Private Equity Industry in 2008*. 2009
- Martinovičová, M. *Soukromý kapitál jako žlutý anděl v době krize*. Profit [online]. Vydáný dne 2/3/2009. Dostupný na: <http://www.profit.cz/cs/article/soukromy-kapital-jako-zluty-andel-v-dobe-krize.aspx>
- Mašek, M. *V ČR je stále málo rizikového kapitálu*. Ekonom [online]. Vydáný dne 29/11/2007. Dostupný z www: [http://ekonom.ihned.cz/index.php?p=400000_d&&article\[id\]=22513270](http://ekonom.ihned.cz/index.php?p=400000_d&&article[id]=22513270)
- Novotná, M.: *Rizikový kapitál jako nástroj financování inovací v EU*. In *Česká ekonomika v procesu globalizace*. Sborník příspěvků z mezinárodní ekonomické konference Inovační potenciál regionů ČR. Masarykova univerzita. Brno, 2006. ISBN 80-210-4085-8
- Nývltová, R., Režňáková, M.: *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1

Povaly, S.: *Private equity exits*. Springer Berlin Heidelberg. New York, 2007.

Rosa, C., Rande, K.: *Profitability of venture capital investment in Europe and the United States*. Brusel. 2006.

Saublens, C.: *All Money is not the Same! SME Access to Finance*. EURADA, August 2004.

Synek, M. a kolektiv: *Manažerská ekonomika*. 4. vydání. Grada Publishing, 2007. ISBN 978-80-247-1992-4

The Czech Private Equity and Venture Capital Association: *Příručka k investování soukromého a venture kapitálu*, 2007. [online]. Dostupné z WWW: <http://www.czechinvest.org/data/files/prirucka-cvca-277.pdf>

Vandermosten, J.: prezentace přednášky *European Private Equity Activity Survey 2007*. 2008

INTERNETOVÉ ZDROJE:

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR: www.mpo.cz
Czechinvest: www.czechinvest.cz
Czech Venture Capital Association : www.cvca.cz
Polish Private Equity Association: <http://www.ppea.org.pl>
Hungarian Venture Capital Association: www.hvca.hu
European Private Equity and Venture Capital: www.evca.eu
Portál Evropské komise: <http://ec.europa.eu>

SEZNAM ZKRATEK

MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR
CVCA	Czech Venture Capital Association
HVCA	Hungarian Venture Capital Association
EVCA	European Private Equity and Venture Capital
CEE	Region střední a východní Evropy
IFSL	International Financial Services London
EVCA Guide	Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs – An EVCA Special Paper

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Upsaný kapitál, investice a desinvestice v Evropě za roky 1997 až 2007 v mld. EUR	38
Graf 2 Primární investoři dle podílu na celkovém fundraisingu v letech 2003 až 2007.....	40
Graf 3 Rozložení investic fondů private equity dle objemu v Evropě v roce 2006.....	42
Graf 4 Vývoj investic, desinvestic a upsaného kapitálu v Evropě v % (index, Q1 2007=100).....	46
Graf 5 Podíl investic PE umístěných na daném domácím trhu na HDP za rok 2007 (v %).....	51
Graf 6 Vývoj VC a odkupů v Evropě v letech 1997 až 2007	52
Graf 7 Podíl jednotlivých typů investic na PE investicích v regionu CEE v letech 2003 - 2007	65

SEZNAM TABULEK

tabulka 1 Typ investice dle fáze vstupu investora ve střední a východní Evropě ve srovnání s celou Evropou za rok 2007, v tis. EUR.....	20
tabulka 2 Typy investic soukromého kapitálu.....	22
tabulka 3 Investice soukromého kapitálu dle odvětví působnosti cílových společností, v tis. EUR	43
tabulka 4 Srovnání výnosnosti VC a PE v USA a v Evropě s výnosy na veřejných trzích (v % p.a.)...	56
tabulka 5 Investice PE v zemích CEE v mil. EUR v letech 2005, 2006 a 2007	62
tabulka 6 Podíl nejvýznamnějších národních trhů v oblasti investic PE na celkových investicích umístěných v zemích CEE v letech 2005 až 2007 (v %).....	64
tabulka 7 Investice soukromého kapitálu a jejich podíl na HDP ve vybraných zemích regionu CEE v letech 2004 až 2007	67

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Vztah private equity a venture kapitálu	12
Obrázek 2 Vznik a formování investičního fondu	17
Obrázek 3 Fáze vývoje společnosti v době vstupu investora	20