

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ



Obor: Mezinárodní obchod

Využití „pákové efektu“ v mezinárodních investicích

(bakalářská práce)

Autor: Julia Neue

Vedoucí práce: Ing. Josef Taušer, Ph.D.

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracovala samostatně a vyznačila všechny citace z pramenů.

V Praze dne 19. června 2007

.....
podpis studenta

1.	Úvod	3
2.	Leveraged Finance:.....	5
2.1	Definice	5
2.2	Druhy investic v oblasti Leveraged finance	6
2.2.1	Leveveraged Buy-out	6
2.2.2	Rekapitalizace:.....	6
2.2.3	Leveraged corporate credit:	7
2.2.4	Leveraged Asset-Based Finance.....	7
3.	Pákový efekt	8
3.1	Efekt páky.....	8
3.2	Faktor páky	12
3.3	Riziko a pákový efekt:	13
3.4	Daňový štít v pákovém efektu	14
4.	Transakce v oboru „Leveraged Finance“	16
4.1	Leveraged Buy-outs – „LBO“	16
4.2	Klasifikace LBO	16
4.3	Znaky LBO:	17
4.4	Historie Leveraged Buy-out:	18
4.4.1	Role konglomerátů:	18
4.4.2	Nástup „LBO společností“	19
4.5	Důvody pro Buy-out.....	20
4.6	Role investorů v Buy-out.....	21
4.7	Způsob financování	22
4.8	Závěr.....	24
4.9	Vývoj trhu s úvěry na pákové transakce:	25
4.10	Příklad LBO.....	26
5.	Závěr.....	27
6.	Zdroje:	28
7.	Přílohy:	30

1. Úvod

Leveraged finance je odborný název pro transakce, které jsou založeny na pákovém efektu a zároveň se vyznačují velkou náročností na financování, větším rizikem a možností dosažení většího zisku v porovnání s běžně financovanými transakcemi.

Financování pomocí pákového efektu je jedna z moderních metod financování, jehož historie sahá až do 60. let, kdy se díky němu enormně rozrůstaly konglomeráty. Později ho začali využívat agresivní investoři moderních Private Equity fondů. Vývoj Leveraged finance se v posledních letech urychluje díky novým produktům dluhového financování a rostoucí konkurenci mezi institucemi poskytující tyto služby.

Jedná se o investice ne zcela standardní pro české tržní prostředí, které stále nabývají na významu jak začleněním české ekonomiky do mezinárodních struktur, tak i celkovou konsolidací mezinárodních trhů. Mezi transakce, které v České republice proběhly, patří například nákup Českých radiotelekomunikací zahraniční Private Equity společností. Dá se očekávat, že i v České republice bude trend jak financování tak uskutečňování transakcí Leveraged finance rostoucí.

Tato bakalářská práce se zaměřuje na velké transakce v mezinárodním měřítku. V první kapitole nabízí úvod do problematiky Leveraged finance zahrnující výčet typů transakcí, které tuto oblast nejlépe zastupují. V druhé kapitole je odvozen a schématicky znázorněn matematický model pákového efektu s cílem objasnit, jak pákový efekt v těchto transakcích funguje. Pozitivní dopad pákového efektu je dále analyzován na modelu oceňování aktiv doplněného právě o účinnost pákového efektu a daňového štítu. Ve třetí kapitole je rozebrán konkrétní příklad z oblasti Leveraged finance, a to Leveraged Buy-out. Leveraged Buy-out považovaný za nejlepšího zástupce těchto transakcí dnes zabírá 20% všech světových akvizicí a je silně zastoupen ve fenoménu Private Equity. Právě Private Equity společnosti zaznamenávají výrazný růst na českém trhu. V této kapitole se rovněž zabýváme způsobem financování, který determinuje rizika a zisky v těchto transakcích.

Leveraged finance transakce se v České republice nepoužívají ve srovnatelném měřítku s mezinárodními trhy, a ani odborná literatura toto téma dostatečně nerozpracovává. Z těchto důvodů tato práce vznikala s využitím literatury a zdrojů z předních evropských knihoven - Německé národní knihovny v Lipsku, univerzitní knihovny Maastrichtské univerzity, univerzitní knihovny London School of Economics a Britské národní knihovny - a specializovaných databází.

2. Leveraged Finance:

2.1 Definice

„Leveraged finance is funding a company or business unit with more debt than would be considered normal for that company or industry. More-than-normal debt implies that the funding is riskier, and therefore more costly, than normal borrowing. As a result, levered finance is commonly employed to achieve a specific, often temporary, objective: to make an acquisition, to effect a buy-out, to repurchase shares or fund a one-time dividend, or to invest in a self-sustaining cash-generating asset“.

Prof. Ian Giddy¹

„Leveraged finance je způsobem financování společnosti nebo jejich aktivit s větším podílem dluhu, než je obvyklé pro dané odvětví. Přijetí většího dluhu, než je obvyklé, způsobuje, že financování je více rizikové, a proto také více nákladné než v případě klasického využívání úvěru. Leveraged finance se využívá k uskutečnění specifických, často dočasných záměrů: provést akvizici, uskutečnit Buy-out, znovu nabýt vlastní akcie nebo financovat mimořádné vyplacení dividendy nebo investovat do nezávislé zisk generujícího aktiva.“

¹ Ian Giddy je profesorem na New York University. Má za sebou mnohaletou praxi v oblasti financí. Zastával funkci člena Rady ve Federal Reserve System. Dnes je jedním z největších odborníků v oblasti Leveraged finance, je autorem mnoha knih zabývajících se problematikou mezinárodních financí a pořádá kurzy po celém světě.

2.2 Druhy investic v oblasti Leveraged finance

Investice v oblasti Leveraged finance se vyznačují:

- velkým podílem dluhu na investici,
- větším rizikem než u klasicky financovaných investic,
- zisky / ztráty dosahují větších extrémů.

.

2.2.1 Leveveraged Buy-out

Leveveraged Buy-out jsou transakce, které jsou financovány bankovními úvěry nebo emisí vysoce rizikových obligací. Jedná se o odkup nebo částeční odkup společností vlastním manažerským týmem (Management Buy-out), externím manažerským týmem (Management Buy-in) nebo třetí stranou (akvizice neboli Leveraged Buy-out).

Páka se odvíjí od poměru cizích zdrojů (bankovní úvěry) a vlastního kapitálu (prostředky zainvestované do akcií cílové entity). V případě financování s pákovým efektem bude tento poměr vysoký. Výsledkem je, že dluhová služba (úroky + jistina) absorbuje velkou část vyprodukovaného Cash Flow společnosti. Následkem je vysoké riziko nesplacení dluhu, s čímž je spojena rizikovější pozice věřitele. Úroky na cizí zdroje budou vysoké (junk bonds, mezzanine kapital).

2.2.2 Rekapitalizace:

Je to operace, pomocí které se změní celková kapitálová struktura podniku. Společnost nabere další dluh za účelem vyplacení mimořádné dividendy nebo znovu nabývání vlastních akcií. Účelem je buď zpeněžit část vlastního majetku, nebo upevnit si postavení vůči minoritním akcionářům. Tato technika je často používána jako tzv. „shark repellent“².

² „Shark repellent“ – způsob obrany proti akvizicím.

2.2.3 Leveraged corporate credit:

Leveraged corporate credit do sebe zahrnuje poskytování a obstarávání dluhových produktů, jakými jsou bankovní úvěry, překlenovací úvěry a vysoce rizikové úvěry společnostem, které mají nízký rating a jsou závislé na financování cizími zdroji.

2.2.4 Leveraged Asset-Based Finance

Leveraged asset-based finance umožňuje přijmout dluh společností, které by nemohly být financovány klasickými úvěry nebo na trhu dluhopisů. Muže se například jednat o společnosti, které nemají dostatečnou likviditu k dalšímu rozvoji. Zastaví se jim majetek, který by se v případě normálního úvěru nemohl zastavit. Tradičním zástupcem je například klasický faktoring, kde společnost prodá své příjmy, zákazníci tak dluží přímo věřiteli. Jinými příklady jsou leasing, projektové financování a kompletní sekuritizace společnosti.

3. Pákový efekt

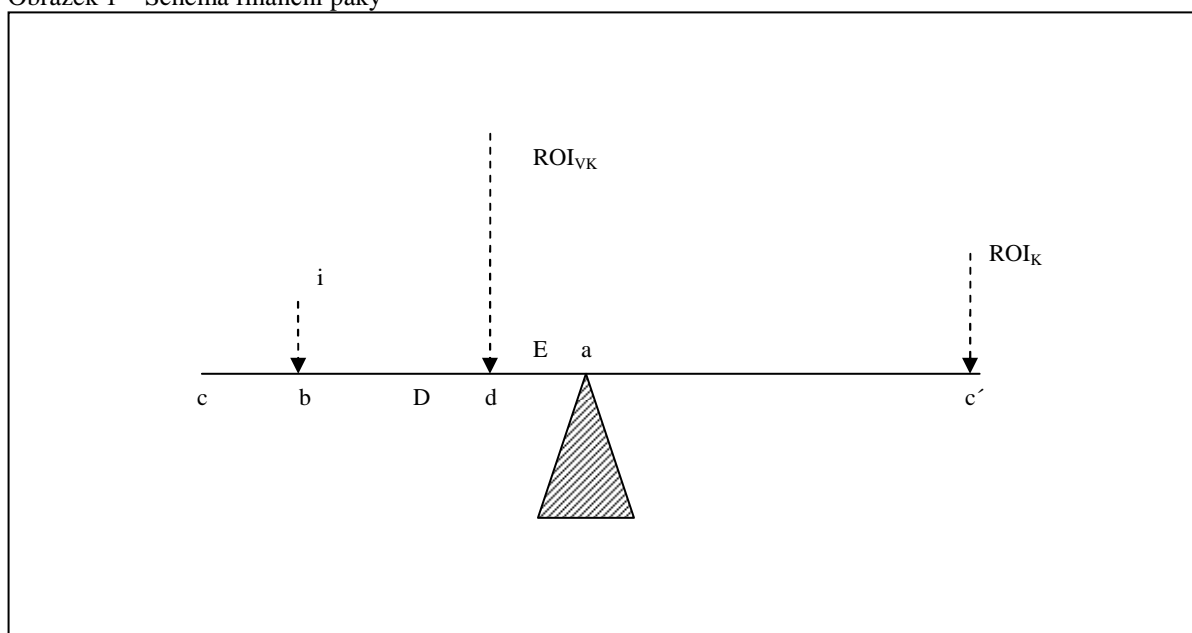
„Je efektem zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku: je-li úroková míra nižší než výnosnost aktiv, potom použití cizího kapitálu zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu“³.

V této práci abstrahuji od celkové kapitálové struktury podniku, budu zabývat pouze strukturou jednotlivé investice, na kterou zároveň aplikuji některé modely z teorie kapitálové struktury podniku.

3.1 Efekt páky

Co se stane se zisky firmy, pokud se zvýší pákový efekt, tzn. podíl dluhu? Očekávaný zisk se bude zvyšovat. A v jaké míře? Ukažme si to na velmi jednoduchém modelu:

Obrázek 1 – Schéma finanční páky



Zdroj: Vlastní zpracování

³ Manažerská ekonomika / Miloslav Synek a kolektiv. Praha : Grada, 2000. ISBN 8024790696 (váz.). str. 112

Délku ramene, $c-a = a-c'$, budeme považovat za celkové náklady na investici. Část $b-a$ neboli D , je cizí kapitál, dluh. Část, $d-a$ neboli E , tvoří podíl vlastního jmění na investici, majetek investora. Aby páka byla v rovnováze, musí se váha míry celkového výnosu rovnat sumě míry nákladového zatížení na cizí kapitál vynásobené podílem cizího jmění a váhy míry výnosu na vlastní jmění vynásobené podílem vlastního kapitálu.

Z grafického vyjádření si můžeme odvodit matematický model pro pákový efekt.

Předpoklady modelu:

- zisky nejsou zdaňovány,
- jediným nákladem cizího kapitálu je úrok,
- nemáme žádné další náklady (oportunní, transakční atd.).

Z grafu již víme, že:

$$EBT_K = N_{CK} + EBIT_{VK} \quad , kde \ N_{CK} = D \times i \ a \ EBIT_{VK} = E \times ROI_{VK}.$$

Vyjádřeno v absolutních hodnotách:

$$ROI_K \times (D + E) = D \times i + E \times ROI_{VK}$$

Vyjádříme výnosovost vlastního jmění:

$$ROI_{VK} = ROI_K + D/E \times (ROI_K - i).$$

Pákový efekt si označme znakem LE a podělíme výnosovost vlastního jmění výnosovostí hodnoty celkové investice:

$$LE = ROI_{VK} / ROI_K$$

$$LE = 1 + D/E \times (1-i / ROI_{VK})$$

Závěr:

Pákový efekt udává kolikrát se výnosnost investice zvýšila při použití cizího kapitálu.

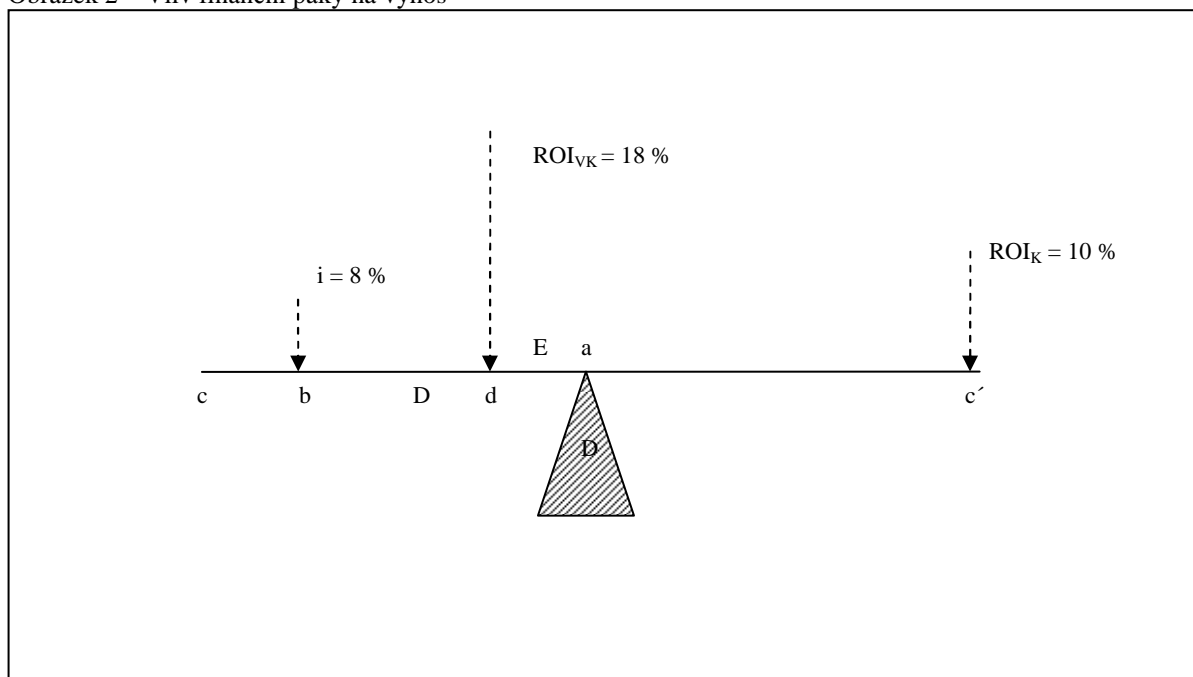
Příklad 1: Máme investici za 1.000.000 Kč. Výnos z investice je 10 %, nebo 100.000 Kč. Investor složí 20 % z vlastních prostředků a 80 % si půjčí s úrokem 8 %.

Řešení: Čistým ziskem z naší investice bude oněch 100.000 Kč bez finančních nákladů za dluh, $100.000 - (800.000 \times 0,08) = 36.000$ Kč.

$$ROE_{VK} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{36.000}{200.000} = 18 \%$$

V tomto případě máme pozitivní páku, jelikož výnos z vlastního jmění převyšuje výnosovou míru z celkové investice. Jinými slovy, náklady na vypůjčené prostředky jsou nižší než výnosová míra investice.

Obrázek 2 – Vliv finanční páky na výnos



Zdroj: Vlastní zpracování

Z výše uvedeného vyplývá:

- množství prostředků, které potřebujeme k pořízení investice je inverzní, k množství prostředků, které si můžeme půjčit.
- zisk investora závisí na úrokové míře,
- čím větší máme podíl cizích prostředků, tím větší míra výnosu (viz obr. č. 2).

Příklad 2: Podobně jako v příkladě 1 budeme mít investici za 1.000.000 Kč s mírou výnosu 10%. Investor z vlastních prostředků složí 10% a zbývajících 90% si půjčí s 8% úrokem.

Řešení: Nejprve si vypočítáme zisk a výnosovou míru na vlastní kapitál:

Zisk: $100.000 - (900.000 \times 8\%) = 28.000$

b) Rentabilita z vlastních prostředků

$$ROE_{VK} = \frac{\text{Čistý zisk}}{\text{Vlastní kapitál}} = \frac{28.000}{10.000} = 28\%$$

Přestože celkový výnos z investice zůstal stejný, na finanční páce nastala dramatická změna. Výnos z kapitálu investora vzrostl z 18% na 28%, což je zvýšení o více než 50%.

Můžeme vyvodit následující závěr:

Čím větší je podíl vypůjčených prostředků, tím větší bude pákový efekt. Jestli pákový efekt bude působit negativně, zvyšuje ztrátu z vlastního kapitálu, nebo bude mít pozitivní efekt, zisk z vlastního kapitálu roste, je determinováno poměrem výnosové míry celkového kapitálu a nákladů na cizí prostředky.

$ROE_{VK} / i > 1$ pozitivní pákový efekt,

$ROE_{VK} / i < 1$ negativní pákový efekt.

3.2 Faktor páky

Faktor páky nám udává, jak velká je celková investice při určité hladině dluhu. To znamená, kolikrát jsou vlastní prostředky investora obsaženy v investici. Neboli implicitně: jak vysoká bude konečná hodnota investice při určité hladině vlastního kapitálu.

$$FP = \frac{D}{E} + 1$$

Příklad 3: Investor má k dispozici 100.000 Kč. 95% z celkové investice může pokrýt úvěrem.

Řešení:

Faktor páky:

$$FP = \frac{D}{E} + 1 = \frac{0,95}{1-0,95} + 1 = 20$$

Celková hodnota investice při faktoru páky 20 bude $20 \times 100.000 = 2.000.000$ Kč.

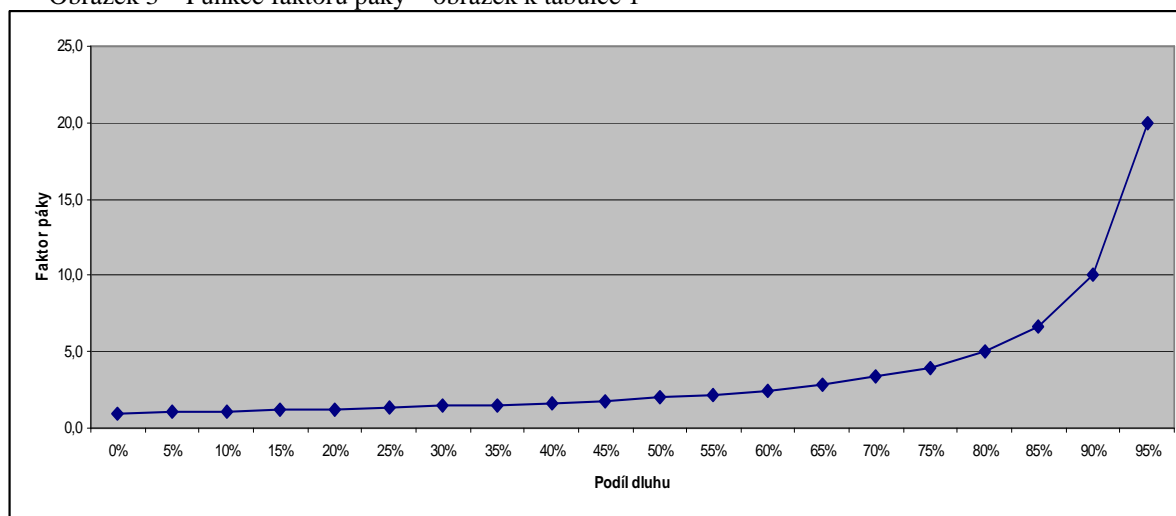
Investor investuje dvacetinásobek své původní částky.

Tabulka 1 – Faktor páky podle hladiny dluhu

Podíl dluhu (v procentech)	Faktor páky	Podíl dluhu (v procentech)	Faktor páky
95	20,0	45	1,8
90	10,0	40	1,7
85	6,7	35	1,5
80	5,0	30	1,4
75	4,0	25	1,3
70	3,3	20	1,3
65	2,9	15	1,2
60	2,5	10	1,1
55	2,2	5	1,1
50	2,0	0	1,0

Zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek 3 – Funkce faktoru páky – obrázek k tabulce 1



Zdroj: Vlastní zpracování

Závěr:

Z grafu je zřetelně vidět, že síla finanční páky má exponenciální charakter.

3.3 Riziko a pákový efekt:

Pokud se podíváme na tři základní prvky magického trojúhelníku (likvidita, riziko, výnos), pákový efekt bude determinován vztahem rizika a zisku.

Podívejme se na tento vztah blíže z pohledu modelu oceňování a předpokládejme například model oceňování finančních aktiv⁴:

Investiční rozhodování z pohledu systematického rizika⁵ je podmíněno tržní rizikovou mírou β (riziko pohybu tržní ceny aktiva) a teoretickou bezrizikovou mírou⁶.

⁴ [2] Value Based Management.net. Capital. Asset Pricing Model CAPM - William F. Sharpe. [on-line]. [cit. 2007-5-21] http://www.valuebasedmanagement.net/methods_capm.html

⁵ Ekonomická teorie rozlišuje riziko systematické a nesystematické. Systematické neboli tržní vyplývá z celkového ekonomického vývoje a postihuje všechny subjekty (například změny IR nebo ER). Toto riziko nemůžeme eliminovat. Nesystematické neboli jedinečné riziko je pak riziko, které postihuje pouze určité subjekty.

⁶ Za bezrizikovou výnosovou míru ve většině zemí považujeme výnosovou míru krátkodobých pokladničních poukázek.

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}(E(R_m) - R_f)$$

Kde:

$E(R_i)$ je celková očekávaná výnosová míra z aktiva,

R_f bezriziková úroková míra,

β_{im} beta koeficient, který vyjadřuje citlivost aktiva na změnu tržní výnosové míry,

$E(R_m)$ očekávaná tržní výnosová míra,

$E(R_m) - R_f$ se nazývá tržní neboli riziková premie (rozdíl mezi očekávanou tržní výnosovou mírou a bezrizikovou výnosovou mírou).

Nyní se podívejme, co se stane, pokud budeme část investice financovat z cizích zdrojů. Na volatilitu očekávaných zisků nebude mít vliv pouze beta koeficient, ale také faktor páky.

Koeficient, který vyjadřuje citlivost aktiva na změny tržní výnosové míry, se nám zmnožuje faktorem páky.

Do modelu pro oceňování aktiv dosadíme nám již známý vzorec pro faktor finanční páky:

$$FP = D/E + 1$$

a získáme

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}(D/E + 1) \times (E(R_m) - R_f).$$

3.4 Daňový štít v pákovém efektu

Jedna z nesporných výhod dluhově financovaných investicí je daňový štít.

„Úroky z cizího kapitálu jako součást nákladů snižují zisk, ze kterého se platí daň, a tím snižují daňové zatížení podniku. Výsledná výnosnost vlastního kapitálu se zvýší.“⁷

⁷ Business Center. *Slovník pojmů*. [on-line]. [cit. 2007-5-21]
<http://business.center.cz/business/pojmy/pojem.aspx?PojemID=1234>

Daňový štít funguje následovně:

Daně se odpočítávají ze zisku po úrocích:

$$EBIT - D \times i = EBT$$

$$EBT \times (1-t) = EAT$$

Kde:

EBIT je zisk před zdanění a odečtení úroků,

EBT zisk po odečtení úroků,

EAT čistý zisk po odečtení daní a úroků.

S daňovým štítem náš vzorec bude vypadat takto:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}((1-t) \times D/E + 1) \times (E(R_m) - R_f) \quad , \text{ kde } t \text{ je sazba daně.}$$

Velikost daňového štítu je determinována daňovou sazbou a mixem dluhu a vlastního jmění.

4. Transakce v oboru „Leveraged Finance“

4.1 Leveraged Buy-outs – „LBO“

„Strategie převzetí cizí společnosti s využitím značného podílu cizích zdrojů (obligací nebo úvěrů) k dosažení ceny akvizice. Zdroje přebírané společnosti jsou často využity k zajištění půjček, které doplňují vlastní prostředky akviziční společnosti. Účelem „Leveraged Buy-outs“ je provádět velké akvizice bez potřeby skládat velké množství vlastního kapitálu.“⁸

V rámci akciového boomu a rostoucího veřejného zájmu na kapitálových trzích začali evropští investoři v minulém desetiletí aplikovat novou metodu: Leveraged Buy-out (LBO). Rostoucí význam této původně výhradně v USA aplikované metody investování se odráží například na růstu největších evropských Leveraged Buy-out fondů.

4.2 Klasifikace LBO

Management Buy-out (MBO):

Převzetí společnosti vlastním managementem. Management vlastní přes 10% podíl ve společnosti.

Management Buy-In (MBI):

Převzetí společnosti cizím managementem, který vlastní víc než 10% podíl ve společnosti.

Leveraged Buy-out (LBO):

Akvizice investorů soukromého vlastnictví, kteří drží podíl ve společnosti menší než 10 %.

Owner buy-out (OBO):

„Původní majitelé společnosti odkoupí za využití pákového efekt vlastní společnost za pomoci vytvoření nového holdingu. Tato transakce se často pojí řešením rodinného

⁸ Answers.com. Leveraged Buy-out. [on-line]. [cit. 2007-5-28]

<http://www.answers.com/topic/leveraged-buyout>

- přeloženo z angličtiny

nástupnictví nebo s částečnou institucionalizací podílu. Zároveň se využívají daňové odpisy“.⁹

4.3 Znaky LBO:

Hlavním znakem LBO je, nezávisle na klasifikaci, že kupní cena přebírané společnosti není kompletně skládaná z vlastních zdrojů investora, nýbrž vždy je doplněná značným podílem z akvizičního financování bank. Obvykle se udává podíl dvou třetin cizího kapitálu k jedné třetině vlastního kapitálu.

Jelikož se jedná o transakce s vysokým podílem cizího kapitálu, mají banky zájem o řádné zabezpečení transakce. Obvykle proto banky financují pouze transakce, ve kterých vykazuje stabilní Cash Flow jak akviziční společnost, tak i přebíraná společnost. Přičemž důvěra ve splnění očekávání banky v investora je v případech financování LBO nezbytná.

Znaky přebírané společnosti:

- osvědčený a ustálený předmět podnikání,
- malá závislost na sezónních výkyvech,
- poměrně málo náročné investice na další rozvoj.

Cizí kapitál je pak splácen samotným Cash Flow společnosti. Právě tady si můžeme všimnout pákového efektu, který je způsobem tím, že podíl cizího kapitálu zvyšuje hodnotu vlastního kapitálu. Hodnota společnosti dokáže růst i nezávisle na ekonomickém vývoji společnosti.

Pokud nastane situace, kdy jsou v kombinaci efekt páky z cizího kapitálu a hospodářský růst společnosti, jsou zisky z následujícího prodeje společnosti daleko nad možnostmi podnikové činnosti. K růstu hodnoty podniku dále přispívají další možné investice do

⁹ Deutsche Industriebank, Schagwortsuche. [on-line]. [cit. 2007-5-28]
http://www.ikb.de/content/de/branchen_und_maerkte/A_Bankenlexikon/bankenlexikon_o.jsp
Překlad z němčiny

společnosti nebo dokonce další akvizice nebo samotná optimalizace podnikové činnosti. Konkrétní strukturalizace se vždy řídí novou mateřskou společností.

4.4 Historie Leveraged Buy-out:

4.4.1 Role konglomerátů:

Konglomeráty byly úspěšné v 60. letech díky nízkým úrokovým měrám a střídání se býčího a medvědího trhu. Tuto kombinaci úspěšně vyžívaly konglomeráty v Leveraged Buy-out transakcí k nákupům firem, které byly podhodnoceny. Ke známým příkladům patří Ling-Temco-Vought, ITT Corporation, Litton Industries, Textron, Teledyne a Gulf and Western Industries¹⁰. Tak dlouho, jak převzaté společnosti měly větší zisky, než byly náklady na dluh, konglomeráty rostly.

Po dlouhou dobu tyto jednoduché indikátory (ohodnocování podle rentability vlastního kapitálu) stačily k tomu, aby ceny akcií rostly. Akcioví investoři, kteří v konglomerátech viděli mocnou a nezastavitelnou sílu, kupovali jejich akcie a tlačili tak akciové kurzy nahoru. Díky vysokým akciovým kurzům mohly konglomeráty přibírat další dluh, pomocí kterého mohly kupovat další firmy. Tato skutečnost způsobila nastartování řetězové reakce, která umožnila konglomerátům rapidní růst.

Iluze přišla najevo teprve, když se úrokové míry začaly zvedat z důvodu vysoké inflace. Zisky konglomerátů tak začaly klesat z důvodu vysokých nákladů na dluhovou službu. Investoři registrovali, že konglomeráty přestaly růst, navzdory skutečnosti, že jeden z důvodů provádění těchto transakcí, tzv. efekt spolupráce¹¹, fungoval. Na konci 60. let byly konglomeráty trhem přijímány už spíše negativně, a v důsledku toho začali investoři prodávat své podíly. Aby společnosti vůbec mohly dále fungovat, bylo mnoho konglomerátů nuceno se zbavit se jednotek, které přikoupily nedávno. V polovině 70. let

¹⁰ A Portfolio Analysis of Conglomerate Diversification. Keith V. Smith, John C. Schreiner. The Journal of finance. June 1969 č. 3., str. 387-411

¹¹ „Synergy effect“ - propojení různých dceřiných společností, které se komplementárně doplňují.

mnoho z nich bylo značně zredukováno. Móda konglomerátů tak byla nahrazená novějšími teoriemi růstu společnosti¹².

4.4.2 Nástup „LBO společností“

V 80. letech si LBO společnosti vysloužily poměrně velkou pozornost. Ne vždy v pozitivním smyslu. Aktivita Leveraged Buy-out začala akcelarovat v 80. letech poté, co se uzavřely první čtyři transakce v celkové hodnotě 1,7 mld. USD a dosáhla svého vrcholu v roce 1988, kdy bylo uzavřeno 410 transakcí za celkovou hodnotu 188 miliard USD.

Původně transakce působily méně riskantně. Terčem Buy-out transakcí byly dobře zavedené firmy, které byly ziskové, schopné zaplňovat mezery na trhu, s osvědčeným manažerským týmem. Poměrně silná páka byla způsobena klasickými věřiteli, kteří vydávali podřízené úvěry. Obvykle byl vtažen i management, který měl malé podíly ve společnosti a mohl tak získat výhodnou pozici v Buy-out.

Po roce 1988 nastaly na trhu LBO velké změny, které byly způsobeny poklesem v hospodářském cyklu a hrozícím kolapsem junk bond trhu. Od roku 1980 do roku 1988 LBO fondy získaly přibližně 46 mil USD, od roku 1988 do roku 2000 385 mil USD. Jelikož se konkurencí zvyšovala hodnota kapitálu, který byl použit pro stejné množství transakcí, začalo být obtížné získávat společnosti za atraktivní ceny. I věřitelé prioritního dluhu začaly mít obavy z vysoce pákových transakcí, a proto po LBO firmách požadovali větší podíl vlastního kapitálu v transakcích. V roce 1988 byl podíl vlastního kapitálu na úrovni pouhých 9 -17 %. V roce 2000 tento podíl byl už 38 % a meziročně dokonce dosahoval i maxima 40 %. Od roku 2000 můžeme opět zaznamenat spíše klesající vývoj. Dnes se s odchylkami pohybuje pod 30 %.

Tento vývoj ztížil LBO firmám cestu k vygenerovaným ziskům v hodnotách mezi 25 – 30 %. Dneska jsou tyto firmy nucené zvyšovat hodnotu společnosti zlepšením ziskovosti a sledováním růstu roll-up strategií. K dalšímu zlepšení došlo v oblasti corporate governance, díky němuž došlo k pozitivní změně ve vztahu managementu a akcionářů.

¹² Dneska ve světě působí již jenom hrstka konglomerátů. Většinou se jedná o velké koncerny s velkou silou na trhu. Mezi ty největší patří Siemens AG, který má i poměrně silné zastoupení v České republice.

4.5 Důvody pro Buy-out

Podniknout Buy-out je strategickým rozhodnutím společníků a managementu.

Zvláště u společností, které jsou burzovně orientované, bývá iniciativa na straně managementu. Management už nevidí výhodné postavení na burze nebo burza není schopná nabídnout vhodný způsob financování strategických cílů podniku.¹³ V takovém případě mluvíme o tzv. „Public-to-Private“ neboli „Going Private“ transakcích, což znamená, že se společnost v rámci nabídky veřejného převzetí odebere z burzy.

„Při Public-to-Private transakci odchází z burzy¹⁴ společnosti, jejichž akcie jsou nelikvidní nebo podhodnocené, které požadují po svých investorech střední až dlouhodobý investiční horizont nebo společnosti, které by se jako nekótované společnosti mohly lépe rozvíjet. Tyto společnosti jsou pak privatizovány Private Equity společnostmi“.¹⁵

Obecně platí, že veřejné trhy jsou sice velmi efektivní v ohodnocování společností pomocí hospodářského výsledku, ale nejsou dostatečně efektivní v ohodnocování dalších důležitých parametrů, jako je například samotná hodnota dlouhodobého majetku. Na tuto skutečnost přišli na přelomu 80. a 90. let agresivní investoři ve Spojených státech. Kupovali společnosti, které vykazovaly slabé hospodářské výsledky nebo byly podhodnocené, a ihned je rozprodávali po částech, tzv. „Asset stripping“. Zajímavé při tom je, že některé z těchto společností byly součástí konglomerátů, které samy vznikaly v 60. letech na základě Buy-out (viz výše)¹⁶.

¹³ Například: Akcie jsou nedostatečně likvidní a neumožňují tak další příliv kapitálu pomocí burzy.

¹⁴ Odchod z burzy se odborně také nazývá „delisting“.

¹⁵ Bridgepoint – Erwerb und Weiterentwicklung von Unternehmen. Private-to-public. [on-line].

[cit. 2007-5-28] <http://www.bridgepoint.eu/default.asp?sID=1103214276796>

Překlad z němčiny

¹⁶ V 60. letech byly úrokové míry tak nízké, že se vyplácelo provádět velké transakce na dluh. Zpočátku byly konglomeráty veleúspěšné, v 70. letech pak ale začaly úrokové míry rapidně růst z důvodu vysoké inflace a konglomeráty začaly být neefektivní. Růst úrokových měr byl jeden z hlavních příčin. Působily zde ale také další faktory jako neefektivní struktura konglomerátu, která způsobovala špatnou adaptabilitu na tržní prostředí. Mnoho konglomerátů zaniklo. Mezi dnešní úspěšné konglomeráty patří například SIEMENS AG, který působí také na českém území.

V případě neburzovně orientovaných společností je iniciativa převážně na straně společníků. I zde mohou důvody být různorodé:

- společnost je součástí koncernu, ale již se nehodí do celkové podnikové strategie koncernu, a proto by měla být prodána. V takovém případě mluvíme o tzv. „Spin-out“,
- chybí osoba, která by mohla nahradit hlavního společníka,
- společníci chtějí diverzifikovat svoje soukromé zdroje, které jsou vázané ve společnosti.

4.6 Role investorů v Buy-out

Investoři¹⁷ se Buy-out transakcí zpravidla zúčastňují s dlouhodobým cílem zvýšení hodnoty společnosti a následným prodejem podílů ve společnosti. Vedle pozitivního efektu z využití cizích zdrojů (viz. Odstavec 2.1.2 – Znaký Buy-outu) je významný hospodářský růst společnosti, jelikož pouze za ekonomicky zdravé a dlouhodobě rostoucí společnosti je nabízena vysoká kupní cena. Investoři v případě buy-outu nejsou aktivní, tzn. neúčastní se přímo na chodu společnosti. Spíše se nachází v roli aktivního doprovodu manažerského týmu společnosti. Fungují jako poradci v oblasti strategických rozhodnutí a rozvoje. Podle potřeby se může vytvořit nový orgán, jako jsou například poradní sbor nebo dozorčí rada. Poradní sbor se obvykle kromě samotných investorů skládá také z přizvaných expertů z oblasti činnosti společnosti, kteří mohou podporovat management. Jelikož se investor nepřímou účastí chodu firmy, je důvěra mezi ním a managementem absolutně nezbytná. Právě management může úspěšným hospodařením způsobit růst hodnoty společnosti. Zlepšení kontroly může být také vyvoláno faktem, že společnosti, které jsou kotované na burze, se dostanou od velkého množství malých investorů do rukou několika velkých investorů, kteří se přímo podílí na monitoringu společnosti, a tak lépe ovládají její strategii a celkový chod. Investoři jsou nejen pod tlakem svázání vlastního kapitálu (tzn. že vlastní kapitálové toky jsou silně provázané s vygenerovaným Cash Flow společnosti), ale dále

¹⁷ Investoři v Buy-outech jsou většinou společnosti soukromého kapitálu tzv. „Private equity společnosti“

jsou zatíženi závazkem platit poměrně vysoké úroky z cizího kapitálu. Konečným cílem jak vedení společnosti tak i investorů je úplná maximalizace zisku. Na rozdíl od klasické kapitálové společnosti, v které akcionáři nemají nárok na vyplacení fixně smluvního podílu na zisku (dividenda), u společnosti s velkým podílem cizího kapitálu může věřitel v případě nesplacení jistiny a úroku vyhlásit konkurzní řízení. Management by v takovém případě nejen přišel o své pozice, ale zároveň o vlastní vložené prostředky. Proto je management společnosti obvykle přímo zapojen podílem na úspěchu společnosti, což garantuje, že jak investoři tak management budou mít rovné zájmy.

4.7 Způsob financování

Cizí zdroje v dnešních Buy-Out obvykle představují 70% podíl z pořizovací ceny cílové společnosti a zbylých 30 % je financováno vlastním kapitálem privátních investorů a manažerů, kteří společnost kupují.

Tabulka 2: **Kapitalizace Buy-out transakce – D/E**

	2000 - 2004	2002 - 2004	2005
Vlastní kapitál	35%	30%	27%
Podřízený dluh	15%	15%	15%
Prioritní dluh	50%	55%	58%
Celkem	100%	100%	100%

[10] Hedge Funds: New LBO Players? – The emergence of hedge funds in the European Leverage Buy Out market

Tabulka 3: **Síla páky**

	2002 - 2004	2005
Podřízený dluh	4,5x	5,5x
Prioritní dluh	3,75x	4,25x

[10] Hedge Funds: New LBO Players? – The emergence of hedge funds in the European Leverage Buy Out market

Kategorie dluhů:

Prioritní dluh¹⁸:

„Prioritní dluh je závazkem, na který lze poskytnout specifickou záruku a který je splacen přednostně vzhledem k ostatním dluhům („podřízením dluhům“). Jedná se o dluh nadřazený“.¹⁹

Tyto cizí zdroje ve formě prioritního dluhu se obvykle snáze získávají, jelikož emitent je v takovém případě kapitálově zajištěný hodnotou majetku koupené firmy. Úroková míra je v tomto případě nižší a splatnost se pohybuje v rozmezí 7 - 9 let. V Buy-out transakci je zastoupen 58 %. Přičemž jeho podíl roste (klesá podíl vlastního kapitálu).

V případě, že dlužník se dostane do insolvence, bude nejdříve splácet tento dluh.

Podřízený dluh:

Financování podřízeným dluhem²⁰ je druh financování kapitálem, který se nachází mezi prioritním dluhem a vlastním kapitálem, protože má znaky obou způsobů financování. Tento typ financování se považuje za poměrně speciální, jelikož ve srovnání s financováním prioritním dluhem nebo vlastním kapitálem investorů není tak snadno dosažitelný.

Podřízený dluh je podstatně více rizikový než prioritní dluh, jelikož je prioritnímu dluhu podřízen ve smyslu zajištění a práv z Cash Flow. Výsledkem je, že financování podřízeným dluhem je také podstatně dražší. Investoři, kteří poskytují podřízený kapitál, požadují kromě vysokých úrokových měr další způsoby reparací za riziko²¹, pro případ, že jejich pohledávka nebude splacená. Tyto reparace jsou obvykle zprostředkované podílem na úspěchu transakce a mohou mít například formu warrantů (tzn., že při IPO tyto věřitelé budou mít nárok na určitý podíl akcií) nebo opcí na akcie (1 % - 10 % hodnoty tržní kapitalizace). Tento druh dluhu je většinou vyplácen v podobě podřízených obligací, tzv. „junk bonds“, které mají odročené kupónové platby a jsou splatné až po splatnosti

¹⁸ „Senior debt“

¹⁹ Komise Evropských Společenství, Transevropské sítě: Směrem k integrovanému přístupu. Brusel. 21.3.2007

²⁰ „Mezzanine financing“ – občas se v češtině také užívá termínu mezaninové financování.

²¹ „Equity kicker“

nadřízeného dluhu. Úroková míra bývá u podřízeného dluhu okolo 2 až 10 procentních bodů vyšší.

4.8 Závěr

Shrňme ještě jednou do bodů, jaká pozitiva Buy-out mohou přinášet:

- I. Jedná se o investice, které jsou málo náročné na vlastní kapitál investora.
- II. Investice je méně nákladná díky daňovému štítu.
- III. Investice jsou efektivní, jelikož investoři se rychle zbavují činností, které nepřinášejí zdravý Cash Flow.
- IV. Zlepšení managementu (Agency – Principal Theory²²)
- V. Díky faktoru páky je možné provádět velké transakce.
- VI. Firmy, které na burze nejsou efektivně ohodnoceny a nemají možnosti skrze ní získat další prostředky pro financování dlouhodobých cílů, mohou být tímto způsobem kvalitně ohodnoceny²³.
- VII. Další výhodou, o které jsem se zatím nezmínila je, že společnost může po Buy-out transakci být kótovaná nebo znovu kotována na burze ve formě IPO²⁴. Tento výstup může být velmi lukrativní pro středoevropské burzovní trhy, jelikož trpí nedostatečnou nabídkou.
- VIII. Pokud mateřská společnost ohlásí velkou akvizici, svědčí to o jejím finančním zdraví, a další rozšiřování společnosti má pozitivní dopad na kurz její akcie.
- IX. Z hlediska globální ekonomiky bych ráda ještě zmínila, že Buy-out zefektivňuje procesy ve společnostech, a tím přispívají celkovému hospodářskému růstu.

U takto složitých transakcí bychom neměli opomenout jaká rizika a nevýhody s sebou Leveraged Buy-out transakce přináší.

²² Viz příloha 1 – Buy-outs a Agency costs

²³ Toto platí pouze v případě, že investor si je jistý, že transakce proběhne úspěšně. V opačném případě může takový krok s sebou přinést fatální důsledky.

²⁴ IPO = Initial Public Offering - ten to termín je v češtině zažitý. Česky: Primární emise.

- I. Investice jsou vysoce rizikové a mohou vlivem recesí a jiných faktorů zkrachovat. V takovém případě investor není schopen splácet dluhy a kromě sebe poškodí i své věřitele. Neúspěšná transakce může končit likvidací investora.
- II. Při leveraged Buy-out sice firmy rozšiřují své pole působení do nových oblastí, to s sebou ale také přináší rizika, jelikož investor nové prostředí nemusí dostatečně znát.
- III. Odkoupená společnost potřebuje silný management, který bude úspěšně spolupracovat s investory. Pokud tomu tak není, investice se nemusí zdařit.
- IV. Investoři v oblasti Leveraged Buy-out většinou vedou tvrdou politiku minimálních nákladů a maximálních zisků a neohlíží se na tradiční značky a firemní kulturu, zavírají továrny a propouští zaměstnance.
- V. Z pohledu globální ekonomiky poškozují třetí stranu (obvykle stát) tím, že platí menší podíl daní, což je způsobuje právě zmiňovaným daňovým štítem.
- VI. Investice jsou střednědobého rámce. Buy-out investor neformuluje dlouhodobé strategie, jelikož podnik chce prodat s maximálním ziskem.

4.9 Vývoj trhu s úvěry na pákové transakce:

Rok 2006 je rekordním rokem pro trh s úvěry na pákové transakce. Celkem bylo uzavřeno 266 smluv v celkové hodnotě 128,6 mld. EUR. To je poměrně velké zvýšení ve srovnání s rokem 2005, kdy bylo uzavřeno 204 smluv v celkové hodnotě 116,9 mld. EUR.

Leveraged Buy-out, které pohánily evropské byčí trhy poslední léta, budou v oblasti dluhově financovaných pákových transakcí zřejmě i v roce 2007 hlavním motorem. Celých 96 % (56,9 mld. EUR) těchto poskytnutých úvěrů bylo poskytnuto na LBO transakce v posledním čtvrtletí roku 2006. V roce 2005 to bylo 84 % a v roce 2004 65 %. Z toho můžeme vyvodit, jak posiluje postavení LBO transakcí na evropském trhu. Změnu můžeme zaznamenat v oblasti rekapitalizací. Z 239 LBO transakcí je pouze 17,6 % rekapitalizačních (z toho 10 % dividendové rekapitalizace). Došlo k poklesu z 27,1 %

v 2005 (z toho 14,6 dividendové rekapitalizace). Čisté Buy-outy reprezentují 64,4 % z objemu transakcí v oblasti „Leveraged Finance“ oproti předchozímu roku, kdy zaujímaly 57 % objemu.

Od září 2006 začaly lehce padat stupně páky. V listopadu byly na úrovni 5,4 násobku v případě celkového dluhu a 4,3 u proritního dluhu, což představovalo tříměsíční minimum. Přesto můžeme tyto úrovně považovat za poměrně vysoké ve srovnání s čtvrtletními hodnotami z roku 2005 (5,2 násobek) a 2004 (4,6 násobek).

4.10 Příklad LBO

Podívejme se na velmi jednoduchý příklad:

Představme si fiktivní společnost, která odkoupí firmu v hodnotě 10 mld. Kč. Místo toho, aby složila celou sumu ze svého fondu, složí pouze 30 % a zbylých 70 % si půjčí.

Jak si povede fiktivní společnost, když se hodnota převzaté firmy za rok zvýší o na 11 mld. Kč a poté ji prodá.

LBO transakce	v mld. Kč
cena prodeje	11,5
splatný dluh	70
náklady na dluh po zdanění + daně	5
Cash Flow po daních	10
hodnota vlastního kapitálu	40
efek páky (navrhanost VK)	33%

Po splacení dluhu a nákladu bude hodnota vlastního kapitálu rovna 40. Kapitál nám vzrostl o 10 %. Máme 33% zisk (10/30) a pozitivní pákový efekt o hodnotě 3,3 násobku (33/10).

5. Závěr

Ve výše uvedené práci jsem se zabývala nejprve teoretickým pojmem páky, který jsem se snažila objasnit především matematickou formou a studovala jsem pákový efekt jako nástroj pro dnes již tak zažitý a přesto neustále se vyvíjející svět Leveraged finance.

Rozebrala jsme nejjednodušší příklad těchto transakcí - Leveraged Buy-out, na kterém se ukázala složitost těchto operací. Pro jejich pochopení a správnou aplikaci je nutná komplexní znalost mezinárodních financí stejně jako podnikatelského prostředí. Špatné rozhodnutí může v případě těchto transakcí vést k obrovským ztrátám či likvidace investora.

Výhodou těchto transakcí je bezprostředně to, že i přes svoji kapitálovou náročnost, nejsou složité na skládání velkých podílů z vlastního kapitálu. Při dobře formulovaných strategiích přináší nadstandardní zisky a jsou schopny přeměnit neúspěšné společnosti v tygry na trhu. Jednou z největších nevýhod je riziko insolvence, které je způsobené velkým podílem cizích zdrojů v transakcích. Při zvážení pozitivních i negativních dopadů, které tyto transakce s sebou přináší, docházím k závěru, že díky svým moderním technikám budou tyto transakce úspěšné a budou mít rostoucí trend i v budoucnosti.

Jedním z hlavních důvodů, proč jsem si zvolila toto téma bakalářské práce, byl fakt, že jsem prostřednictvím ní chtěla své znalosti v oblasti Leveraged finance rozšířit a prohloubit a zároveň přispět k většímu porozumění tohoto tématu mezi odbornou veřejností. Jsem přesvědčená, že se mi to podařilo.

Tomuto tématu bych se chtěla věnovat i do budoucna, a to jak ve svém dalším studiu tak i v mé diplomové práci. Nesporně zajímavou oblastí Leveraged finance jsou také „leveraged recapitalization“, které mění kapitálovou strukturu podniku pomocí pákového efektu a přímo s Leveraged Buy-out souvisí a navazují na ně. Toto téma mě zaujalo natolik, že bych se mu ráda v budoucnu ve své diplomové práci věnovala – tyto transakce bych porovnávala a uvedla do souvislosti s Leveraged Buy-out a navázala bych tím na poznatky získané v této práci.

6. Zdroje:

Monografie:

Manažerská ekonomika / Miloslav Synek a kolektiv. Praha : Grada, 2000. ISBN 8024790696 (váz.).

Note on Leverage Buyouts / Tuck School of Business at Dartmouth – Center for Private Equity and Entrepreneurship. Case study 5-0004

Looking inside a Conglomerate: Efficiency of Internal Capital, Allocation and Managerial Power Within a Firm. Markus Glaser, Zacharias Sautner. Universitaet Mannheim. April 2007

Komise Evropských Společenství, Transevropské sítě: Směrem k integrovanému přístupu. Brusel. 21.3.2007

Hedge Funds: New LBO Players? – The emergence of hedge funds in the European Leverage Buy Out market. Mathhieu Antonini. Conservatoire National des Arts et Metiers, Master Strategie & Expertise Financiere. 2004-2006

A Portfolio Analysis of Conglomerate Diversification. Keith V. Smith, John C. Screiner. The Journal of finance. June 1969 č. 3., str. 387-411

Moderní řízení. Mezaninové financování. Economia 4/2005

Standard & Poors. Ratings Direct. Leveraged Loans: Europe's Leveraged Loan Market Keeps Up Its Blistering Pace. 03-Jan-2007

Leverage, Investment and firm growth, Larry Lang, Eli Ofek, René M. Stulz, National bureau of economic research, inc. 1995

Buy-out, Investment and Leverage: Restructuring transactions and corporate governance, Steve Thompson, Mike Wright, Ken Robbie, Centre for Management Buy-out Research 1992

Banks' Involvement in Highly Leveraged Transactions, C.E.V. Borio, Bank for International Settlements, 1998

Fixkostenleverage and Risiko der Unternehmung, Werner Heidorn, Universitaet Hamburg

Entwicklung eines funktionenorientierten Leveraged Management Buy-out –
modells und Beurteilung seiner Strukturierungs- und Finanzierungsalternativen,
Robert Karsunky, Lang, 1992

Leverage, the buy to multiplaying money, Gerald Krefetz, John Wiley and Sons,
1986

The German LBO Manual, Ashurst, Private Equity International, 1/2006

Going Private via LBO – Shareholder Gains in the European Market – Christian
Andres, André Betzer, Mark Hoffman, Universitaet Bonn, 2003

Internetové zdroje:

12Manage. Leveraged Buy-out. [on-line]. [cit. 2007-5-29]
http://www.12manage.com/methods_leveraged_buy-out_de.html

Value Based Management.net. Capital. Asset Pricing Model CAPM - William F.
Sharpe . [on-line]. [cit. 2007-5-23]
http://www.valuebasedmanagement.net/methods_capm.html

Business Center. Slovník pojmů . [on-line]. [cit. 2007-5-23]
<http://business.center.cz/business/pojmy/pojem.aspx?PojemID=1234>

Note on Leverage Buyouts / Tuck School of Business at Dartmouth – Center for
Private Equity and Entrepreneurship. Case study 5-0004

Answers.com. Leveraged Buy-out. [on-line]. [cit. 2007-5-28]
<http://www.answers.com/topic/leveraged-buyout>

Deutsche Industriebank, Schagwortsuche. [on-line]. [cit. 2007-5-28]
http://www.ikb.de/content/de/branchen_und_maerkte/A_Bankenlexikon/bankenlexikon_o.jsp

Bridgepoint – Erwerb und Weiterentwicklung vo Unternehmen. Private-to-public.
[on-line]. [cit. 2007-5-28]
<http://www.bridgepoint.eu/default.asp?sID=1103214276796>

7. Přílohy:

Mezaninové financování v České republice²⁵

Český trh pomalu začíná dohánět západoevropský americký trh s moderními

O tom, že na český trh se dostávají i speciální bankovní produkty, svědčí například zpráva o mezaninovém financování manažerského odkupu Sokolovské uhelné.

Za transakcí stála firma KBC Investco ze skupiny KBC. Podle vlastních údajů na stránkách Asociace rizikového kapitálu KBC Investco poskytuje převážně rozvojový kapitál nebo investice v oblasti manažerských odkupů rostoucích společností generujících cash flow. Mezaninové financování nabízí i sesterská společnost KBC Investca Patria Finance.

K rozvoji specializovaných nástrojů financování by na českém trhu měl přispět příchod banky Investkredit, která je zaměřena výlučně na korporátní klienty a jednotlivé projekty. Nabízí jim střednědobé až dlouhodobé financování především developerských či nemovitostních projektů.

O mezaninovém financování se zmiňuje i sdělení Evropské komise Radě a Evropskému parlamentu. Obsahem je studie proveditelnosti nástroje k provádění záruk Evropské unie k provádění záruk na úvěry získané na dopravní projekty v rámci transevropské dopravní sítě.

Mezaninové financování je zde charakterizováno, jako vrstva financování mezi hlavním závazkem a vlastním kapitálem. "Co se týče priority platby, je podřízeno hlavnímu dluhu, ale nadřizeno kmenovým akciím a jinému vlastnímu kapitálu. V důsledku vyššího rizika ve srovnání s přednostním dluhem vyžaduje poskytovatel úvěru vyšší efektivní zúročení," zní vysvětlení komise.

²⁵ Moderní řízení. Mezaninové financování. Economia 4/2005

EU UVAŽUJE O MEZANINU²⁶

Komise již dříve zdůraznila, že bude posilovat spolupráci s Evropskou investiční bankou (EIB) zejména při vývoji dopravních projektů začleněných do seznamu projektů TEN-T, zejména projektů začleněných do seznamu Rychlý start. Evropská investiční banka přitom přislíbila úvěr ve výši 50 miliard eur v rámci investičního mechanismu programu, jehož prostřednictvím mají být podpořeny prioritní dopravní projekty. Jejich cílem má být usnadnit možnosti spojení s finančními prostředky ze soukromé sféry.

Evropská komise oslovila finančníky, ratingové agentury a poradce pro financování, aby zjistila jejich reakci na různé možnosti financování a záruk dopravních projektů. Původně komise zamýšlela vystavovat určitá "osvědčení jakosti", což by mohlo být bráno jako silný pozitivní signál úvěrovým a kapitálovým trhům.

Oslovení odborníci se však neshodli, zda by to znamenalo snížení nákladů na financování, zejména v případě, že by komise trvala na (původně zamýšleném) kombinovaném požadavku, aby se záruka vztahovala pouze na části celkových částek a období a byla omezena na přednostní dluhy a podporovatelné projekty, jejichž bonita byla ratingovou agenturou ohodnocena stupněm "investiční stupeň". Při těchto omezeních by musila být cena záruky EU velmi nízká, aby nějak znatelně ovlivnila náklady na financování, uvádí sdělení komise.

Jak zpráva dodává, většina institucí poukázala na to, že by u přednostních dluhů byly vyžadovány i podřízené dluhy a mezaninové financování, aby mohly získat ohodnocení "investiční stupeň" a mohly pro obchodní banky představovat pobídku k financování projektů se značným dopravním rizikem.

Odborníci proto navrhovali, aby Evropská unie mohla nabízet mezaninový nástroj financování. Jako potenciálně atraktivní forma takového nástroje byla navrhována plná záruka určitých podřízených tranší střednědobých úvěrů, které mívají rozhodující význam jako nárazník k překlenutí výkyvů likvidity v průběhu počáteční fáze provozu.

²⁶ Moderní řízení. Mezaninové financování. *Economia* 4/2005

Tyto prostředky jsou často poskytovány bankami ve formě rychlých pohotovostní úvěrů, které se obvykle poskytují do určité předem určené maximální hodnoty na překlenutí nižších provozních výnosů.

Pokud se takovéto struktury vyznačují přiměřeným stupněm podřízenosti, snižují riziko pro poskytovatele přednostního úvěru tím, že podporují včasné splácení přednostního úvěru; mohly by rovněž usnadnit jednání o restrukturalizaci při výskytu problémů s prováděním projektu tím, že by sponzoři, poskytovatelé úvěrů a vnitrostátní orgány získali více času na přijetí vhodných opatření.