VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE
FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ



Obor: Mezinárodní obchod

Private Equity a Venture Capital jako nástroje financování.

diplomová práce

Autor: **Bc. Petra Zvárová**

Vedoucí práce: **prof. Ing. Hana Machková, CSc.**

2011

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma ***Private Equity a Venture Capital jako zdroje financování*** vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu jsem řádně označila a uvedla v přiloženém seznamu literatury.

V Praze, dne 21. Června 2011 ……..

Poděkování:

Tímto bych chtěla poděkovat vedoucí mé diplomové práce prof. Ing. Haně Machkové, CSc. za odborné vedení, cenné rady a připomínky při vypracování této práce.

Obsah

Úvod **1**

1 Úvod do Private Equity a Venture Capital **3**

1.1 Historie a vývoj PEVC 3

1.2 Definice rizikového kapitálu a rozdíl mezi evropským a anglosaským pojetím 4

1.3 Fáze firmy a jejich financování 6

1.4 Investoři a způsob poskytnutí investice 9

1.4.1 Přímé investování, Business Angels 10

1.4.2 Private Equity Funds 11

1.4.3 Fondy fondů 15

1.4.4 Veřejně – soukromé investice 15

2 Investiční proces **16**

2.1 Fund-raising 16

2.2 Investování 17

2.2.1 Metody oceňování podniku 18

2.2.2 Základní typy private equity investic 22

2.3 Managing a Monitoring 25

2.4 Fáze výstupu – Exiting 26

3 Analýza trhu PEVC **32**

3.1 Porovnání sektorů Venture Capital a Buy Out 32

3.2 Investice venture capital do jednotlivých fází vývoje firmy 36

3.3 Vývoj IPO v USA 40

3.4 Srovnání efektivity PEVC a ostatních trhů 42

3.5 Srovnání amerického a evropského trhu 44

3.5.1 Množství kapitálu plynoucího do Private Equity 45

3.5.2 Rozprostření investic 46

3.6 Atraktivita trhů 49

4 Vyšší šance na úspěšný IPO exit - alternativní investiční trh 54

4.1 Charakteristika AIM trhu 55

4.2 Důvody pro vstup na AIM 59

4.3 Analýza trhu AIM London 62

4.3.1 Teoretická stránka analýzy AIM 62

4.3.2 Výsledky analýzy AIM 64

Závěr 68

Zdroje i

Seznam tabulek vi

Seznam schémat a grafů vii

Příloha 1: Příklad oceňování podniku viii

Příloha 2: Atraktivita trhů podle jednotlivých geografických oblastí xi

Úvod

„Budoucnost patří lidem, kteří vidí příležitosti předtím, než ji vidí ostatní."

Theodore Levitt

… ale ani nejlepší vizionáři se nedostanou dále než k vypracování plánu, nemají-li pro jeho zrealizování dostatečný kapitál, jehož objemy, především v počátečních fázích, se pohybují v sumách převyšujících možnosti většiny začínajících projektů.

Ke správnému a úspěšnému uchopení příležitosti je tedy třeba několika složek. Jsou to především dobře vypracovaný plán, schopní lidé, kteří jej zrealizují a kapitál, který realizaci zajistí. Tento kapitál může pocházet z různých zdrojů. Mohou to být soukromé finance podnikatelů, členů jejich rodiny nebo firemních společníků, může to být úvěr od banky nebo od obchodního partnera a v neposlední řadě může potřebné finance poskytnout profesionální investor.

Právě cílené rozmisťování investic velkého objemu do veřejně neobchodovatelných podniků s vysokým potenciálem růstu za účelem dosažení několikanásobné návratnosti těchto investic na konci jejich životnosti je předmětem odvětví, které se souhrnně nazývá Private Equity, tedy Soukromý kapitál. Toto odvětví je jeden z nejnovějších a nejrychleji rostoucích typů financování podniků, pro podnik samotný představuje mimo poskytnutý kapitál mnoho dalších výhod. Soukromí investoři jsou odborníci s mnohaletými zkušenostmi a podniku, do nějž investici vkládají, přispívají i svými znalostními a manažerskými zkušenostmi. Rozložení svých investic vybírají pečlivě, neexistuje konkrétní odvětví, které by mělo přízeň investorů zajištěnou či naopak. Investoři hledají potenciál, příležitost, někdy i tam, kde jiní ji nevidí. Proto budou jistě ovlivňovat budoucnost světového hospodářství.

Cílem této diplomové práce je představit financování podniků prostřednictvím Private Equity a Venture kapitálu (tedy rizikového kapitálu).

První část práce je úvodem do teorie Private Equity a Venture Capital počínaje historickým vývojem tohoto odvětví a vymezením evropského a anglosaského pojetí, jež se od sebe mírně liší a představují nejdůležitější uskupení celkového PEVC odvětví. Dále bude představen prostor pro investice jako fáze firmy, jelikož podle jednotlivých fází, v nichž se firma může nacházet, se liší celková zainteresovanost soukromých investorů. Budou charakterizováni investoři, prostředky, jaké k investování používají, a právní úpravy, jež se na tento typ investování vztahují.

V druhé části se zabývám samotným procesem financování podniku pomocí soukromého kapitálu, od započetí fundraisingu (získávání finančních prostředků), jež investicím předchází, přes průběh investování, až po ukončení životnosti investice, jímž je některá z forem výstupu, jako je např. uvedení podniku na burzu, odprodej podílu a jiné, a odůvodněním, proč je vstup na burzu výstupem preferovaným.

Ve třetí části analyzuji trendy v odvětví na základě dat poskytnutých především americkou a evropskou asociací pro Private Equity a Venture Capital podle kritérií jako je celkový vývoj objemu kapitálu v odvětví a srovnání efektivity výstupu soukromých investic s výstupy firem financovaných jinými prostředky.

V poslední čtvrté části se zabývám analýzou alternativního investičního trhu, který nabízí veřejné obchodování akcií malým firmám a je pevně zakotven v hledáčku venture capital investorů jako možná volba pro IPO výstup. Cílem pak je zjistit, jestli je trh opravdu perspektivní jako volba pro exit z investice.

Při psaní diplomové práce používám metodu kompilační a deskriptivní (kapitoly 1, 2 a 4) s následným použitím analýzy poskytnutých dat, z níž dedukuji vlastní závěry (kapitoly 3 a 4).

Hlavními zdroji diplomové práce jsou knižní publikace zabývající se touto problematikou, statistiky a výroční zprávy poskytnuté Asociacemi PEVC a dále to jsou elektronické informační zdroje zpřístupněné Vysokou školou ekonomickou a zdroje internetové.

1 Úvod do Private Equity a Venture Capital

1.1 Historie a vývoj PEVC

I přesto, že financování soukromým kapitálem je způsob relativně mladý a důležitý především v posledních třiceti letech, jeho počátky sahají již do přelomu 19. a 20. století, přesněji do roku 1901, kdy americký finančník John Pierpont Morgan odkoupil firmu Carnegie Steel Company za tehdy obrovskou sumu 480 miliónů amerických dolarů. Tato operace byla prvním buyoutem[1], jak je znám a používán i dnes.

Nicméně tento způsob investování byl až do poloviny 20. století záležitostí převážně bohatých rodin a pravý počátek této formy podnikání se tedy datuje do období po druhé světové válce. Za první ryze Venture Capital společnost se považuje American Research and Development Corporation (ARD), jejímž zakladatelem byl profesor Harvardské university Georges Doriot. Na počátku svého působení investovala ARD 70 000 USD do společnosti Digital Equipment Corporation. Když společnost v roce 1970 vstoupila na burzu, vydělala přes 38 miliónů dolarů[2] a firmě ARD se její investice vrátila více než 500 krát. Toto dostalo rizikový kapitál do podvědomí světového trhu a zvedla se vlna investování do začínajících firem a akvizice také posílily na popularitě.

Rychlý růst odvětví však měl později ještě rychlejší útlum. V roce 1974, po krizi na akciovém trhu v letech 1973-4, vydal kongres opatření zabraňující penzijním fondům rizikové investování, což mělo za následek, že do private equity financování bylo toho roku vloženo pouze 10 miliónů amerických dolarů. Regulace byly zmírněny koncem 70. let, jako např. Revenue Act z roku 1978, který zmírnil daň z kapitálového zisku nebo regulace ERISA z roku 1979, která povolila penzijním fondům investovat do PE. Na burzu vstoupily úspěšně např. Federal

[1] Buy out = odkoupení většinového podílu kapitálu nebo akcií společnosti, termín bude podrobněji vysvětlen později

[2] Zdroj: CENDROWSKI H. MARTIN J.P., PETRO L.W., WADECKI A.A.: *Private Equity: History, Governance, and Operations*, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New Jersey, 2008; str. 41

Express nebo Apple Computer, jejíž akcie se při prvním vstupu na burzu zhodnotily nejvíc od 50. let.

V průběhu 80. let se trh private equity rozšířil i do Evropy, relativně se stabilizoval a postupně, i přes několik poklesů způsobených ekonomickou krizí počátkem 90. let či tzv. „dot-com bublině,“[3] rostl, až do roku 2007, kdy přišla krize finanční.

1.2 Definice rizikového kapitálu a rozdíl mezi evropským a anglosaským pojetím

Rizikový kapitál[4] je všeobecně definován jako středně- až dlouhodobá investice do podniku, který není veřejně obchodovatelný. Poskytnutím kapitálu si investor koupí svou účast v podniku získáním podílu na základním kapitálu a často tedy i možnost zasahovat do rozhodování managementu podniku. Cílem investora je přispět firmě k nastartování, posílení rozšíření činnosti, aby při pozdějším odprodeji svého podílu realizoval co největší zisk. Prosperita firmy je tedy velice důležitá i pro investora a v tomto faktu spočívá pro firmu potřebující finance největší rozdíl mezi sháněním financí u banky či u soukromého investora.[5]

Banka je za poskytnutí půjčky odměněna placením splátek a úroku a většinou je pojištěna zástavou aktiv firmy nebo dokonce osobním majetkem podnikatele. V případě neschopnosti splácení je firma vystavena exekuci nebo konkurzu a v extrémním případě se může jednat o totální bankrot jak firmy, tak vlastníků. Takto zajištěné financování se nazývá „senior debt“ a je to nejzajištěnější a v případě konkurzu prvně vypořádaný dluh. Private equity investor na druhou stranu čelí riziku neúspěchu firmy a v případě konkurzu je jeho podíl vyrovnáván v pořadí stejně s akcionáři dané firmy. Proto se často ve

[3] „Dot-com bublina“ = hromadné ztráty obrovských částek investovaných do začínajících internetových firem, jež neměly dobře promyšlenou strategii a zkrachovaly

[4] V této definici uvažujeme kapitál celého odvětví, tedy jak venture capital, tak private equity, jejichž jednotlivé definice se liší podle hlavních trhů

[5] V této podkapitole představuje „investor“ osobu nebo instituci, která bezprostředně poskytuje firmě kapitál, může se tedy jednat od private equity fond, individuálního investora atd.

firmě angažuje nejen finančně, ale i jako poradce manažerů. Financování prostřednictvím private equity má ovšem i negativa. Dostupnost tohoto typu financování je mnohem obtížnější než obdržení bankovního či dodavatelského úvěru. Investoři při výběru vyžadují detailně vypracovaný projekt pro investici a ocenění podniku a ve výsledku se rozhodnou pouze pro malé procento ze všech návrhů, které obdrží. Pokud chce tedy firma obdržet private equity finance, musí mít opravdu dobrý plán a prosadit ho v početné konkurenci dalších uchazečů o investorovu pozornost.

Obecně může rizikový kapitál financovat v podstatě cokoliv, v čem investoři uvidí potenciál. Financován může být vývoj nových produktů, nových technologií, investici lze použít pro rozšíření výroby nebo upevnění finanční pozice firmy. Účelem odkupu podílu ve firmě však může být i vyřešení problému spojeného s uspořádáním vlastnictví ve firmě nebo její celkovou reorganizací.[6]

Přestože podstata rizikového kapitálu je všude na světě stejná a používají se i stejné názvy pro dvě hlavní skupiny financování, tj. private equity a venture capital, vymezení jejich rozsahu jednoznačné není.

Anglosaské pojetí, jež představuje většinovou část celkového trhu tohoto odvětví, chápe pojem Private Equity jako název pro celé odvětví, které se pak dělí na dvě podskupiny. Jednou je Venture Capital financování, což jsou investice do založení, rozběhu a dalšího rozvoje podniku, a druhou jsou případy odkupu firem (tzv. buy in nebo buy out).

Evropské, méně zastoupené pojetí definuje Private Equity a Venture Capital jako dvě samostatné skupiny investic, zaměřující se na odlišná stádia vývoje firmy. Pod venture capital spadají pouze investice do fáze založení a rozběhu, zatímco private equity zaštiťuje investice do růstu firmy a následného odkupu podílů.

[6] GERVASONI, A., SATTIN, F. L.: *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, 3. vydání, Milano: Edizioni Angelo Guerini e Associati, 2006, str. 17

Vidíme tedy, že rozdíl je pouze v rozdělení, do které skupiny spadají různé fáze firmy. Pro zjednodušení a lepší pochopení výkladu a užívání pojmů v této diplomové práci se řídím pojetím anglosaským. Je to proto, že anglosaský trh představuje větší objemy investic (jak se dozvíme v pozdějších kapitolách) a rovněž z důvodu existence pojmenování pro odvětví jako celek.

I přes existenci českých ekvivalentů se i v České republice často užívá termínů mezinárodních, tedy Private Equity, Venture Capital, Buy in, Buy out atd., a i v této diplomové práci budu nadále používat termíny v anglickém znění. Je to proto, že z mého pohledu je při používání mezinárodních termínů výklad srozumitelnější.

1.3 Fáze firmy a jejich financování

Působení každé firmy lze obecně rozdělit do několika základních etap. Tyto etapy nejsou vymezeny léty fungování firmy na trhu, ale stádiem vývoje, ve kterém se nachází a který je závislý na mnoha vnitřních a vnějších faktorech jako je např. schopnost managementu úspěšně vést firmu, produktivita zaměstnanců (vnitřní faktory) nebo současné podmínky na trhu, povaha nabízeného produktu, jež může být ovlivněna dodavateli (vnější faktory) apod. Investoři se ve většině případů zaměřují na financování firem nacházejících se v té fázi, která je pro ně nejznámější, v níž mají největší potenciál svými schopnostmi přispět k co nejlepšímu konečnému výsledku.[7] Financování každé fáze se tedy liší svou rizikovostí, účelem pro potřebu finančních prostředků a manažerskou spoluúčastí investora na chodu firmy.

Fáze firmy a jim odpovídající typy financování jsou tyto:[8]

a) **Development stage** (fáze rozvoje): development stage je etapa přípravná. Její podstatou je koncipování záměru, který by firma chtěla zrealizovat a na jeho plné zpracování, např. výzkum a vývoj výrobku, potřebuje finance. **Seed financování** je tedy financování především vývoje nového produktu a činností

[7] nejlepším výsledkem je myšlen zisk při odprodeji investorova podílu
[8] typologie podle zdroje: CASELLI S.: *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Elsevier, New York, 2010

potřebných k založení firmy. Investice je velice riskantní, protože úspěch produktu samotného není nikdy jistý. Investor se v této fázi na rozhodování příliš nepodílí, pravomoc je v rukou managementu podniku.

b) Druhou fází podniku je tzv. **Start - Up stage** (fáze započetí činnosti). V této fázi podnik nakupuje zařízení a vybavení potřebná k provozu podniku, začíná realizovat prvotní marketingovou strategii, vyráběný produkt je zaváděn na trh. Firma ještě nerealizuje téměř žádné zisky. **Start – Up financování** vyžaduje tedy vysokou míru investice, která je stejně jako Seed financing velice riziková, protože nákup veškerého zařízení je velice nákladný a úspěšnost produktu na trhu není zaručena. Investor se ve většině případů vysoce podílí na řízení (spíše jako poradce managementu) a díky svým zkušenostem je nápomocen řádnému a efektivnímu dodržování podnikatelského plánu, tzv. business plan.[9]

c) Ve fázi **Early growth stage** (Fáze počátečního růstu) již firma působí na trhu a generuje první zisky. Hospodářské výsledky jsou sice stále ještě záporné, protože výroba a marketing jsou stále velice nákladné, postupně však prodeje rostou a ztráta se zmenšuje. **Early stage financování** je potřebné především k pokrytí rozdílu mezi náklady a výnosy. Ač rizikovost stále zůstává značně vysoká, oproti předešlým fázím se snižuje, protože firma již realizuje alespoň nějaký zisk. Spoluúčast investora na podnikání je v této fázi velice významná a zajišťuje prevenci před chybami způsobenými začínajícími manažery. Investor se obvykle v oblasti rozjezdu firem pohybuje již delší dobu, snadněji se tedy vyvaruje obvyklým chybám.

d) Když je podnik úspěšně uveden na trh, vstupuje do **Rapid growth stage** (etapa rychlého vývoje), kdy rostou už jen variabilní náklady firmy, výnosy se značně zvyšují a rozdíl mezi výnosy a náklady se překlenuje na převahu výnosů. Míra rizika je v tomto období relativně nižší a firma realizuje čisté zisky, postupem času však růst prodeje ustává. Prostředky **Expansion financing** nejsou již

[9] termín business plan bude vysvětlen v další kapitole této práce

potřebné k financování výroby, ale zajišťují upevňování pozice firmy na trhu, tedy marketing, případně inovace. Investor se přesouvá z pozice „aktivního hráče" do role „učitele" a rádce při přijímání důležitých rozhodnutí.

e) Nejdelší etapa životnosti firmy je tzv. **Maturity age** (fáze dospělosti), kdy pozice firmy na trhu je stabilní, její prodeje a ziskovost jsou pozitivní, přestaly ale růst, a rizikovost investice je na nejnižší úrovni. **Replacement financování** je použito pro výměnu starého zařízení, udržení strategie nebo pro financování reorganizačních změn. Účast investora se opět zvyšuje, jeho hluboká znalost odvětví je důležitá pro udržení pozice na trhu a vnitřní stability firmy.

f) Pokud produkt, který firma nabízí technicky nebo jakkoliv jinak zaostává a firmě se nepodaří zrealizovat úspěšnou inovaci, nastává období **Crisis and Decline** (fáze krize a úpadku). Výnosy a zisky klesají, náklady a riziko stoupají. Riziko je opět velice vysoké. **Vulture/ Distressed financování** je potřebné k obraně proti rychlému bankrotu a provedení záchranného plánu (např. restrukturalizace dluhu). Investor je vysoce začleněn do rozhodování o chodu podniku i do organizačního a finančního fungování.

Následující tabulka rekapituluje základní charakteristiky jednotlivých fází podniku.

Tabulka č. 1: Typy investic podle stádia vývoje firmy

	Typ financování	Cíl investice	Ziskovost	Růst prodeje	Riziko	Účast investora
Development	Seed	Výzkum a vývoj	Záporná	Žádný	Vysoké	Nízká
Start - Up	Start - Up	Výroba a marketing	Záporná	Začínající	Vysoké	Vysoká
Early Growth	Early stage	Zařízení, krytí manca	Záporná, ale klesající	Kladný, rostoucí	Vysoké, klesající	Vysoká
Rapid Growth	Expansion	Marketing, inovace	Kladná, rostoucí	Kladný, klesající	Nižší	Částečná
Maturity age	Replacement	Zařízení, reorganizace	Kladná, stabilní	0	Nižší	Vysoká
Crisis/Decline	Vulture/ Distressed	Snižování škody	Klesající, záporná	Záporný	Vysoké	Podstatná

Zdroj: Vlastní tabulka autorky podle publikace CASELLI S.: *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Elsevier, New York, 2010

1.4 Investoři a způsob poskytnutí investice

Investory, kteří firmám poskytují svůj kapitál, rozdělujeme do 4 základních skupin[10]:

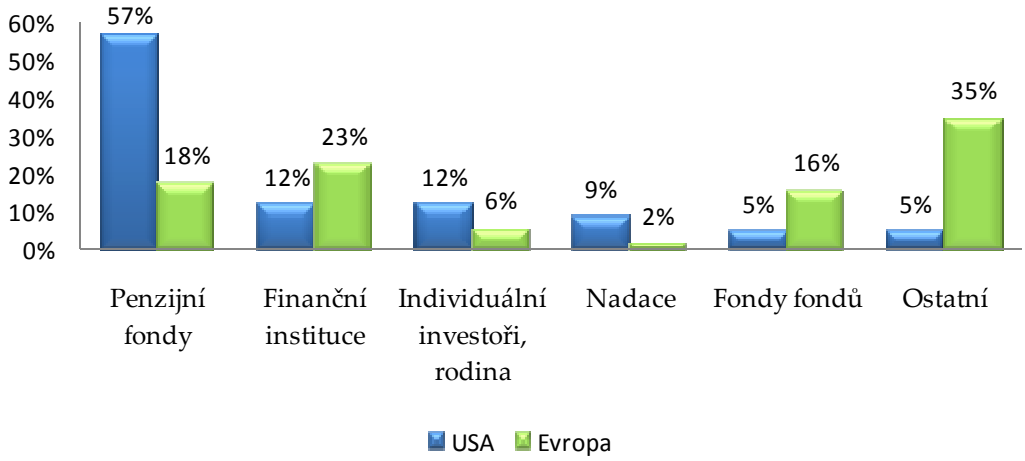
→ **Institucionální investoři** jsou profesionálně řízené organizace, které investují jim svěřený kapitál jménem a ve prospěch svých klientů proto, aby zlepšily absolutní výnosy z portfolia svých aktiv. Těmito institucemi jsou například penzijní a podílové fondy, nadace či fondy fondů.

→ **Banky a nebankovní finanční instituce** (např. firmy obchodující s cennými papíry) investují ze strategičtějších důvodů. Jednak je to konečný výnos, ale dále je to snaha dostat se k novým technologiím, prodat klientovi doplňující služby k těm, které už má (tzv. cross-sell) či omezit konkurenční hrozby.

→ **Vlády států** se obvykle angažují v investování do private equity z důvodů nápomoci uskutečnění cílů hospodářského rozvoje a zavedení nových technologií.

→ **Individuální investoři** investují z důvodů výsledného zisku či osobního zájmu a bývají to investoři nejúžeji spjati s firmou, které kapitál poskytují.

Graf č. 1: Typy investorů v USA a Evropě

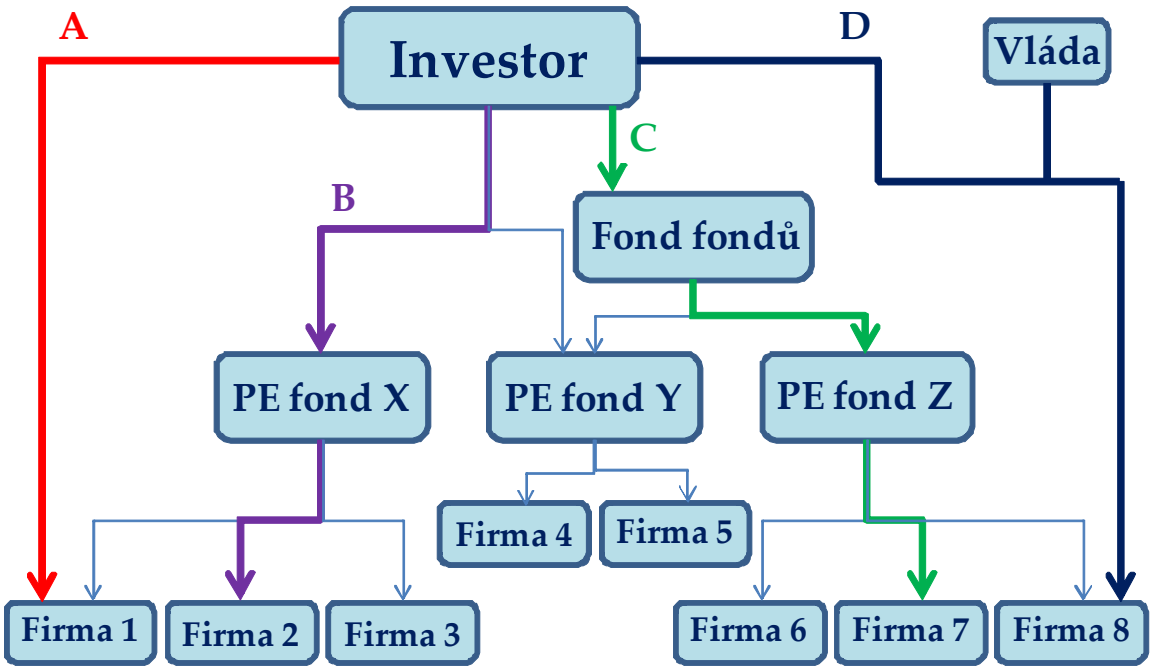


Zdroj: CUMMING D., editor: *Private Equity: Fund Types, Risk and Returns, and Regulation*, John Wiley and Sons, Hoboken, NJ, 2010, str. 17

[10] CUMMING D., editor: *Private Equity: Fund Types, Risk and Returns, and Regulation*, John Wiley and Sons, Hoboken, NJ, 2010, doplněno autorkou DP

Následující obrázek nám ukazuje způsoby, jak lze investici do firmy umístit:

Obrázek č. 1: Model investičních struktur v Private Equity



Zdroj: CUMMING D., editor: *Private Equity: Fund Types, Risk and Returns, and Regulation*, John Wiley and Sons, Hoboken, NJ, 2010, str. 14, upraveno autorkou DP

Zde vidíme, že investor může firmě poskytnout kapitál přímo (A), prostřednictvím PE fondu (B), fondu fondů (C) nebo se přímo podílet na investici společně s vládou (D). Jednotlivé struktury si teď vysvětlíme.

1.4.1 Přímé investování, Business Angels

Přímé investování spočívá jednoduše v tom, že si instituce nebo jednotlivec sami vybírají cílové firmy pro umístění kapitálu a sami si investice spravují. Touto formou jsou nejblíže managementu cílové firmy. Specifickým typem přímých investorů jsou pak tzv. Business angels.

Business Angels (dále „BA“) jsou individuální soukromí investoři, kteří využívají vlastní kapitál k financování malých a středních podniků, v nichž vidí silný potenciál růstu. Většinou investují v menších objemech, v rozmezí zhruba

$20 000 - $500 000, nejčastěji se však pohybují okolo částky $50 000.[11] Tento fakt umožňuje lehčí přístup k PE financím. Kapitál vkládají nejvíce do podniků v brzkých stádiích vývoje (development, start – up, early growth) a často získávají místo ve správní radě společnosti. Protože se jedná o investory jednotlivce, jejich propojení s firmou a účast na rozhodování je snazší, než když je investorem velký fond. BA mají obvykle značné zkušenosti v oboru, ve kterém se firma pohybuje; mohou tedy poskytnout firmě užitečné know – how a pomoci jí díky své široké síti kontaktů lépe se uchytit na cílovém trhu. BA oproti jiným investorům akceptují nižší konečný výnos, pokud budou mít možnost podílet se částečně na přijímání rozhodování. Na rozdíl od ostatních nikdy neusilují o majoritní podíl ve firmě, který by ohrozil rozhodovací pravomoc současného vedení.

Pro snazší dostupnost k informacím o jednotlivých investorech a zároveň pro umožnění lepšího přehledu o trhu pro investory, BA se sdružují do tzv. Business Angels sítí, které umožňují firmám investory kontaktovat a poskytují podpůrné služby provázející realizaci vstupu investice do firmy.

1.4.2 Private Equity Funds

Private equity fondy (dále PE fondy) jsou ve světě nejvíce používaným prostředkem k investování v této oblasti. Ve většině případů jsou to Closed – End fondy, to znamená, že jejich nejvýraznějším rozdílem oproti jiným typům fondů (Open - End fondy - např. Hedge funds, Mutual funds atd.) je jasně vymezená doba působnosti. Po započetí a před ukončením funkce fondu nelze do fondu přistoupit ani z něj vystoupit. Proto se fondy nazývají uzavřené.

Obecná struktura fondu je jak podle evropského, tak podle anglosaského práva v podstatě stejná. Detaily se ovšem liší, proto nejprve vysvětlím strukturu anglosaskou a následně doplním odlišné prvky fondů evropských.

Fond může fungovat ve formách Limited Liability Company, Limited Liability Partnership či Limited Partnership (tato forma je nejčastější). Řízení

[11] Zdroj: *What are Business Angels*: dostupný na: http://www.venturechoice.com/articles/who_are_angels.htm

fondu má na starosti Management company, jež je označována termínem General Partners – GPs – a podle zákona musí do fondu investovat 1 % celkového kapitálu a ručí za dluhy fondu celým svým majetkem (velmi často se proto GP zakládá jako Limited Liability Company, přirovnávané k české s.r.o., a manažeři se tak zajišťují proti plné odpovědnosti, protože v tomto případě budou ručit pouze do výše svého vkladu). To zajišťuje jejich intenzivní snahu o celkový úspěch fondu. Manažeři se starají o veškerý chod fondu, průběh investování a vyplacení konečného zisku investorům. Ti tvoří druhou skupinu zainteresovanou ve fondu, tzv. Limited Partners – LPs. Jsou to investoři, kteří na počátku vložili svůj kapitál do fondu (dohromady vlastní 99 % celkového kapitálu) a očekávají jeho konečné zhodnocení. Investoři ručí za závazky fondu do výše svého vkladu a nemohou být postiženi, pokud produkce firmy, do které fond investoval, způsobí někomu újmu, GPs na druhou stranu mohou v některých případech být postižitelní.[12] Limited Partners mohou být banky, státní či korporátní penzijní fondy, nadace, fondy fondů či individuální investoři.

Vztah mezi GPs a LPs je nejčastěji právě Limited Partnership a protože v anglosaském právu je činnost private equity braná ne jako finanční služba, ale jako podnikatelská činnost, jsou GPs vázáni ke svým úkonům pouze smlouvou podepsanou jimi a LPs. Ve smlouvě je však vhodné co nejpřesněji definovat veškeré funkce, rozsah činnosti, pravomoci a odpovědnosti manažerů a nutná je i značná důvěra mezi partnery. Nejdůležitějšími aspekty smlouvy jsou pak:

- **Struktura fondu**, ve které je určena minimální výše kapitálového vkladu do fondu (ta se může lišit pro investory jednotlivce a institucionální investory), celková počáteční velikost fondu (v případech, kdy počáteční kapitál překračuje 1 miliardu dolarů, nazývá se Mega fond, běžná výše počátečního kapitálu se pohybuje v rozmezí 10 – 350 milióny dolarů[13]), délka trvání fondu, v jakém časovém rozmezí musí investoři vložit finance, maximální

[12] LERNER J., HARDYMON F., LEAMON A.: *Note on Private Equity Partnership Agreement*, Harvard Business School, 9-294-084, rev. August 14, 2007

[13] *Venture Capital Firms*, dostupné na: http://www.venturechoice.com/articles/vc_firms.htm

výše investice do jednoho podniku (upřesnění jsou důležitá, aby se zabránilo potenciálnímu využívání fondu k financování manažery preferovaných firem, tzv. cherry picking, které ve výsledku vede k zbytečnému promarnění dobrých investičních příležitostí) atd.

- **Práva a povinnosti manažerů**, kde jsou definované odměny pro manažery v podobě tzv. management fee (platba za řízení fondu, která je kalkulována jako určité procento z počátečního kapitálu fondu, obvykle se pohybuje okolo 2 %) a carried interest (procento z konečného výnosu investice, často bývá 20 %)[14], jsou zde stanoveny i podmínky pro řešení případných sporů mezi partnery (v případě neshody se pak spory řeší u soudu a většina GPs má tedy sídlo ve státech, které mají s takovýmito spory již značné zkušenosti. Vysoká koncentrace registrací General Partners firem je tak především ve státech Massachussets, New York nebo California.[15]).
- **Strategie investování**, která určí, zda se v cílových firmách budou kupovat menšinové nebo většinové podíly, používání finančních pák (GPs mohou navýšit počáteční kapitál např. o 10 – 20 %, není však v zájmu fondu navyšovat kapitál příliš, aby to neovlivnilo schopnost manažerů efektivně umisťovat investice), geografické upřesnění působnosti fondu, aktiva, do kterých se bude investovat (jako např. zákaz investovat do jiných private equity fondů) atd.

Přesto, že GPs a LPs jsou hlavními představiteli fondu jako takového, činnost fondu je podporována navíc tzv. advisory team a technical committee (poradenská skupina a technická komise), které jsou představovány speciálními profesionálními firmami, jež díky svým hlubokým znalostem oblastí právních, technických, geografických atd. napomáhají manažerům fondu k výběru nejvhodnějších investic (známá poradenská firma může fondu zajistit lepší

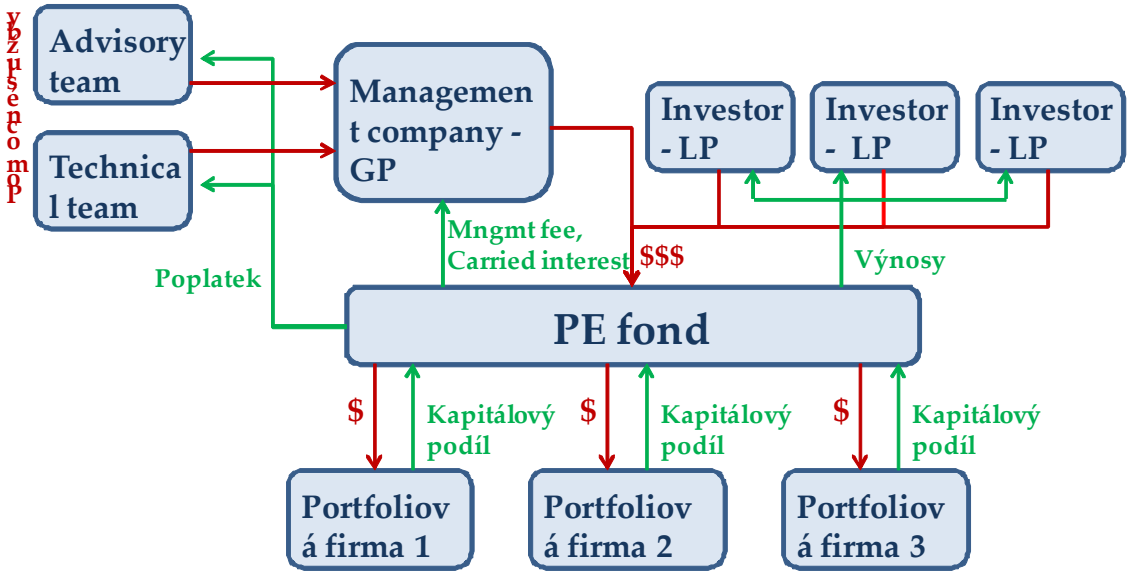
[14] GERVANOSI, A., SATTIN, F. L.: *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, 3. vydání, Milano: Edizioni Angelo Guerini e Associati, 2006, str. 71

[15] GOMPERS P. A., *A Note on the Venture Capital Industry*, Harvard Business School, 9-295-065, rev. July 12, 2001

reputaci a přilákat tak důležité investory, náklady na její služby jsou však samozřejmě podstatně vyšší).

V evropském pojetí je struktura fondu jako taková shodná s anglosaskou verzí. Liší se však právním zaštítěním a s tím spojenými předpoklady pro vznik fondu. V Evropě je PE fond považován za finanční instituci a spadá tedy pod regulaci EU. Manažer tak musí disponovat vlastním kapitálem v určité výši (alespoň 125 000 euro a v případě velikosti fondu překračující 250 miliónů euro další 2 % z částky překračující 250 miliónů euro)[16], aby obdržel povolení působit jako manažer fondu. Dalším rozdílem je, že PE fondy v Evropě nesmí používat finančních pák. Jsou tedy oproti anglosaskému typu méně rizikové, protože u těch dochází k pákovému efektu i v případě ztráty, ale na druhou stranu jsou i méně výnosné, což ovšem neznamená, že by se private equity v Evropě nedařilo.

Obrázek č. 2: Struktura a pohyb financí v PE fondu:



Zdroj: vlastní schéma autory podle látky vyložené dříve

[16] AIFM Directive: *Capital Requirements and their Impact on private equity and venture capital fund managers and their investors*, dostupné na: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Public_And_Regulatory_Affairs/AIFM_Directive/UPDATED%20Note%20on%20the%20capital%20requirements%20-%20040610.pdf

1.4.3 Fondy fondů

Fond fondů (dále jen „FoF" podle anglického Fund of Funds) je strukturou v podstatě shodný s PE fondem. Rozdíl je v tom, že FoF neinvestuje do cílových firem, ale vkládá nahromaděný kapitál do jiných PE fondů. V těchto cílových fondech se tedy chová jako Limited Partner. Účelem FoF je vytvořit diverzifikované private equity portfolio. Je vhodný jak pro malé investory, tak pro velké, protože malým investorů poslouží velký fond dobře jako finanční páka a velkým investorům naopak zajistí diverzifikované portfolio. Oni vloží obrovský kapitál do jednoho fondu a FoF manažeři jej rozmístí tak, aby riziko neúspěchu bylo rovnoměrně rozdělené.

Přístup do FoF je však obtížnější než participace v normálním PE fondu. Často bývá stanovená minimální výše vkladu např. $5 – 10 miliónů[17] a pro malé investory je tak FoF nedostupný. Jindy bývá přístup blokován začínajícím investorů.

Ve FoF je velice důležitý vztah General Partners FoF a General Partners PE fondu, protože GPs FoF musí dobře vybrat fondy, do kterých investuje a na druhou stranu GPs PE fondu mají velký zájem na tom, udržet s důležitým LP dobrý vztah pro potenciální spolupráci při fondech, které vzniknou v budoucnosti.

1.4.4 Veřejně – soukromé investice

Nejčastější formou veřejně-soukromé spolupráce jsou americké Small Business Investment Companies (dále „SBIC"). Jde o soukromě vlastněnou a řízenou společnost, jíž polovinu základního kapitálu poskytuje federální vláda. Účelem této spolupráce je, aby se dostalo financování i takovým malým firmám, které by u venture capital investorů neuspěly. Podporuje se tak především lokální hospodářský rozvoj.

[17] FORTH WASHINGTON CAPITAL PARTNERS GROUP: *Investing in Private Equity Through a Fund of Funds*, str. 4, dostupné na: http://www.altassets.com/pdfs/FW-280-0609.pdf

2 Investiční proces

2.1 Fund-raising

Fund-raising neboli získávání finančních prostředků pro vznik je pro PE fondy velice důležité. Dalo by se říci, že to je jejich „raison d'être" ve finančním poli, protože fondy jsou formovány především proto, aby opatřily značnou sumu finančních prostředků, které pak budou investovány do portfolia firem. Bez nutných prostředků nemohou být investice uskutečněny.

Jak již bylo řečeno dříve, management fondu je v rukou GPs, kteří spravují veškerý investory vložený kapitál. Proces fundraisingu je však velice závislý na dosavadních zkušenostech a úspěších manažerů, protože podle nich se investoři rozhodují, do kterého fondu svůj kapitál vloží. Při rozhodování jim pomáhají tzv. „gatekeepers" neboli investiční poradci. Takovými poradci jsou renomované instituce jako např. Credit Suisse First Boston, Cambridge Associates nebo Venture Economics a ti průběžně sledují výsledky jednotlivých fondů a oblasti, kterými se fondy zabývají, a mohou tak potenciálním LPs poradit s výběrem fondu nejlépe vyhovujícím jejich požadavkům. Toto velice ztěžuje situaci začínajícím manažerům v oboru a tak i v jejich prospěch existují instituce, tzv. „placement agent", které manažerům pomáhají lákat investory. Některé velké světové banky jako je Goldman Sachs mají speciální agentury zabývající se touto činností.

Samotné kroky fund-raisingu jsou pak podle Caselliho a Gattiho[18] identifikace cílového trhu, pre-marketing, definice struktury fondu, příprava a distribuce informačních materiálů, setkání s potenciálními investory a domlouvání konkrétních podmínek (jako jsou pravomoci GPs a LPs, monitorování, poplatky a také tzv. „calling plan") a konečně pak uzavření smlouvy s investory.

[18] CASELLI, S. ; GATTI, S., *Venture Capital : A Euro-System Approach*. Berlin Heidelberg New York : Springer Verlag, 2004, str. 64

Důležitou již zmíněnou podmínkou je „calling plan". Je to plán manažerů, jak budou s kapitálem poskytnutým investory nakládat v časovém období. Obvykle v počátku existence vloží investor do fondu 10 – 15 % a zbytek částky dodá podle potřeby manažerů v následujících 2 – 3 letech. Calling plan je velice důležitý pro úspěšný chod fondu, protože zajišťuje potřebnou likviditu jak manažerům (kteří mají tak možnost více strategicky rozmisťovat investice, protože nemusí použít veškerý vypsaný kapitál fondu hned na začátku a mohou tak investice rozmisťovat postupně), tak i investorům (protože investice bývají ve vysokých částkách a investor může v mezidobí část kapitálu na jinou investici).

2.2 Investování

Fáze investování nepředstavuje pouze poskytnutí financí vybranému podniku, ale především kroky, které investor[19] musí zrealizovat pro uzavření kontraktu s cílovou firmou.

Aby fond investoval efektivně, musí mít GPs důkladně prozkoumaný trh firem, do kterých by potenciálně mohl fond investovat. Přehled je zároveň důležitý pro lákání budoucích investorů. **Mapování** tak zahrnuje zkoumání činnosti jednotlivých podniků, kontrolu finančních a právních závazků (tzv. due diligence), kontrolu profilu jednotlivých manažerů podniku a celkového vývoje podniku, odvětví, ve kterém potenciální příjemce investice působí, a dalších informací, které ve výsledku značně zúží segment firem pouze na ty, které odpovídají představám fondu.

Dalším krokem k realizaci investice je **ocenění podniku**, který je potenciálním příjemcem. Tento krok je důležitou informací o perspektivě investice do podniku. Investor většinou inkasuje výnosy z investice až po ukončení své působnosti v podniku, chce tedy vědět, zdali vývoj firmy nasvědčuje tomu, že její hodnota ke konci investice bude vyšší a investorovi se tak vyplatí vložit do firmy

[19] V investičním procesu se pod pojmem „investor" má na mysli jakákoliv instituce, která může do podniku investovat, tedy PE fondy, FoF, soukromí investoři atd, zatímco při vysvětlování struktury PE fondu byl „investorem" LP partner.

svůj kapitál. Podle ocenění také investor rozhoduje o tom, jak velkou částku bude do firmy investovat a jaký podíl, popř. počet akcií bude za investici požadovat.

Oceňování soukromých firem je však značně obtížnější než ocenění firmy, jejíž akcie jsou veřejně obchodovány na burze. V tomto případě se pouze vynásobí počet akcií jejich cenou. U neobchodovatelných toto zjevně provést nelze. Současná hodnota budoucí investice se tak určuje podle několika metod, které následně pomohou investorovi k rozhodnutí, zda do podniku investovat bude nebo ne.

Poté, co se investor rozhodne pro konkrétní podnik, nastává krok **vyjednávání** spolupráce, to zahrnuje podrobné prodiskutování business plánu, dohodnutí konkrétní formy investice (jako např. výše investice, prostředky, kterými bude do firmy kapitál vložen, časové období investice, role investora ve firmě, dohoda o další spolupráci atd.) a nakonec příprava a vykonání potřebných právních úkonů, čímž se tedy dospěje k finálnímu kroku uzavření smlouvy. Investor tak může začít poskytovat firmě kapitál a konat své povinnosti v její prospěch.

2.2.1 Metody oceňování podniku

Existuje několik různých přístupů k oceňování podniku. Podle Bapata[20] dělíme metody na:

- **oceňování podle příjmů** – ocenění je založeno na odhadu budoucích peněžních toků, které mohou být vzaty z podniku, aniž by byl narušen jeho budoucí chod. Nejužívanější metody jsou Metoda čisté současné hodnoty, Venture Capital metoda nebo Equity Cash Flow metoda.
- **oceňování podle trhu** – podstata ocenění spočívá v porovnání cílové firmy s firmami, které jsou veřejně obchodovatelné. Nejčastější metodou je metoda porovnání s podniky stejného sektoru.

[20] BAPAT, A.: *How to value start up and emerging companies*?. [online]. 2004, dostupný z WWW: <http://www.cpd.ogi.edu/mst/capstone/startupvaluation.pdf>.

- **oceňování pomocí aktiv** – v tomto případě je ocenění založeno na peněžním vyjádření aktiv firmy

Důležité body, které je nutno si při oceňování uvědomit, že žádné dva podniky nejsou natolik stejné, aby byly stoprocentně vypovídající, informovanost nikdy není dokonalá, management dělá obrovské rozdíly a v každém období se projevují jisté „módní" trendy. I historická data tak mohou být zavádějící. Přesně ocenit podnik je tak nesmírně složité.

Oceňování podle samotných metod může být realizováno různými postupy (konkrétní metoda nemá pouze jeden možný postup) podle toho, jaká data máme právě k dispozici. V této práci uvádím jako příklad **Venture Capital metodu**[21]:

Venture Capital metoda je používaná především pro vypočtení žádoucího podílu ve firmě, který bude investor požadovat za poskytnutí svého kapitálu. Abychom se k výsledku dostali, je potřeba učinit několik mezipočtů:

1) Jako **první krok** si vypočítáme hypotetickou hodnotu firmy při exitu investora. Pro to můžeme použít např. následující metody:

- **Discounted Cash Flow** – tato metoda (na níž je založena i metoda čisté současné hodnoty) předpokládá dosažení hodnoty podniku v čase exitu, tzv. terminal value", pomocí výpočtu volných peněžních toků. Volné peněžní toky (FCF = free cash flow) vypočítáme podle vzorce

  FCF = EBIT + DEPR – CAPEX - ΔNWC, přičemž:

  FCF = free cash flow (volné peněžní toky)
  DEPR = depreciation (odpisy)
  CAPEX = capital expenditure (kapitálové výdaje)
  ΔNWC = change in net working capital (změna v čistém pracovním kapitálu)

  Následně odhadneme konečnou hodnotu podniku v čase exitu, jež dosáhneme vzorcem:

[21] názorný příklad výpočtu je uveden v příloze diplomové práce

$TV_n = \{FCF_n * (1+g)\} / (WACC - g)$, kde:

FCFn = volné peněžní toky v roce n (rok exitu)

g = dlouhodobý růst peněžních toků

WACC = weighted average costs of capital (průměrné vážené náklady na kapitál), v tomto případě je to míra, která reflektuje riziko změny peněžních toků.

Metoda diskontovaných peněžních toků (když v případě metody čisté současné hodnoty přičteme k terminal value celkovou hodnotu čistých peněžních toků v čase n, získáme celkovou hodnotu podniku) je pro výpočet budoucí hodnoty podniku relativně přesná a často používaná, u začínajících podniků je však obvykle těžké odhadnout budoucí cash flow a jeho růst, proto se užívá i jiných metod k ověření předpokladů.

- **Metoda porovnání** – metoda porovnání je založena na tržním ocenění podobných podniků. Nejprve je potřeba identifikovat skupinu podobných firem. Nejsnáze segment vybereme z firem, které jsou veřejně obchodovatelné na burze, poněvadž data o jejich příjmech, prodejích jsou zjistitelná a tržní hodnota je daná samotnou burzou. Samotnému porovnání předchází určení několika poměřovacích ukazatelů, které zjistíme u každé firmy a zjistíme průměrnou hodnotu každého ukazatele za celou skupinu. Dále pro každý ukazatel zjistíme variační koeficient, který nám identifikuje nejspolehlivější ukazatel. Průměrnou hodnotu ukazatele s nejnižší hodnotou variačního koeficientu použijeme pro výpočet hodnoty podniku v době exitu.

  Často používané ukazatele jsou např.: Enterprise value/ Sales (hodnota celého podniku/prodeje), Market capitalization/ Net income (tržní hodnota podniku/čisté příjmy), Enterprise value/EBITA (hodnota celého podniku/příjmy před odpočítáním úroků a zdaněním)

  Tato metoda je hojně používaná v USA, protože tam je pro velké množství firem snazší identifikovat referenční skupinu podobných podniků. Dále vzhledem k tomu, že podniky obchodované na burze jsou tržně výše ceněny než podniky v soukromém vlastnictví, je vhodné použít pro

porovnání diskont, který závisí na konkrétní situaci a typu podniku, který oceňujeme. Podle průzkumů však většina diskontů spadá do rozmezí 25 - 30 %.[22]

2) **Druhý krok** spočívá v určení současné hodnoty firmy s použitím požadovaného výnosového procenta. Tu získáme např. podle vzorce:

PV (exit) = {Σ (Terminal Value * Probability of Exit)}/ (1+ Target)^n , kde:

PV = současná hodnota podniku v době exitu
Terminal Value = hodnota podniku v době exitu
Probability of Exit = pravděpodobnost uskutečnění různých typů exitů
Target = roční požadovaná míra výnosnosti

3) **Třetím krokem** vypočítáme investorův reálný budoucí procentuální podíl kapitálu společnosti. Musíme přitom brát v úvahu, v kolikátém investičním kole investor do společnosti vstupuje a kolik kol pravděpodobně bude. Z toho lze usuzovat tzv. retention rate, čili míru konečné spoluúčasti. Investiční kolo znamená, jestli investor vstupuje do firmy jako první nebo zda již jiná firma (fond) investovala do firmy před ním a zároveň se musí počítat s tím, že v případě další potřeby financí přistoupí ještě další investor. Tento fakt má zásadní vliv na vlastnické podíly ve firmě. Pokud investor poskytne firmě finance za 50% podíl, po vstupu dalšího investora (řekněme o 2 roky později), který bude požadovat 50 % vlastnických práv, nebude již podíl prvního investora 50 %, ale bude nižší. Jeho podíl se bude rovnat: **0,5/ (1 + 0,5) = 0,33 * 100 % = 33 %**. Finální procentuální podíl každého investora lze podle statistických dat z minulosti zhruba určit podle předpokládaných počtů investičních kol.

4) Nakonec tedy investor porovná současnou hodnotu budoucí očekávané hodnoty investice a její skutečnou současnou výši. Pokud je současná hodnota

[22] PRATT S., *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (Homewood: III., Dow Jones- Irvin, 1996) in LERNER J., WILLINGE J., *A Note on Valuation in Private Equity Settings,* Harvard Business School, 9-297-050, rev. April 8, 2002

budoucí investice vyšší, má smysl do podniku investovat. Pokud je nižší, investice je nevýhodná.

2.2.2 Základní typy private equity investic

Jak je již zmíněno v začátku diplomové práce, venture capital je podle anglosaského (a nejvíce rozšířeného pojetí) brán jako součást odvětví, které se souhrnně nazývá Private Equity. Mimo venture capital tak existuje ještě několik hlavních typů operací. Jednotlivé typy jsou následující:

→ **Venture Capital** – venture capital financování je takové, kdy investor poskytne kapitál firmám v přípravné nebo začínající fázi s dlouhodobým růstovým potenciálem (jedná se tedy o seed, start-up nebo early stage financování) a získá za to poměrný podíl na základním kapitálu. Je to pro firmy důležitý zdroj, protože v raných fázích vývoje nemají mnoho šancí obdržet velké množství kapitálu z jiných zdrojů. VC financování se pojí s vysokým rizikem, v případě úspěchu firmy však vykazuje nadprůměrné výnosy pro investora.

→ **Growth Capital** – growth capital představuje většinou menšinové investice do firem v pokročilém stádiu vývoje, které potřebují kapitál na podpoření růstu firmy, provedení organizačních změn atd. (expansion a replacement financování). V tomto případě investor obvykle neusiluje o významná rozhodovací práva v podniku. Rizikovost těchto investic není příliš vysoká, protože firmy samy jsou již zaběhlé na trhu a generují zisky.

→ **Buy Outs** – buy out jsou typy operací, pro něž je společná charakteristika změny majoritního vlastníka firmy. Investor svou koupí akcií získá hlavní kontrolní podíl celé firmy. Tyto strategie jsou často používány pro vstupy na nové trhy. Buy outs je jedna z největších a nejvýznamnějších typů investic a představuje skupinu jednotlivých typů[23]:

[23] FRASER - SAMPSON, G. *Private Equity as an Asset Class*. Chippenham, 2. vydáníJohn Wiley & Sons, 2010. str. 59

MBO – management buy out je nejklasičtějším a původním typem buy outu, kdy stávající management cílové firmy koupí majoritní podíl od jejích vlastníků nebo akcionářů.

MBI – management buy in je svou podstatou velice podobná MBO. Rozdíl je v tom, že management firmy se nespojí proto, aby odkoupil od vlastníků firmu, ve které působí, ale koupí firmu jinou. MBI nejsou příliš časté, důvodem pro takové jednání může být např., že management chtěl odkoupit firmu, ve které působí za účelem mít vlastní podnik, ale byl odmítnut mateřskou společností nebo akcionáři.

BIMBO – buy in management buy out je kombinace dvou předchozích, kdy k současnému managementu se připojí experti působící mimo firmu a společně podnik koupí.

LBO – leveraged buy out je způsob koupě založený na principu finanční páky, podle kterého by firma si vždy, když je výnosové procento z investice vyšší než úroky na splácení dluhu, měla zvolit částečné financování cizím kapitálem. Proces LBO probíhá následovně: Nejprve investor vytvoří tzv. holding company (firma vzniklá pouze za účelem dosažení jiného podniku), jejímiž správci mohou být manažeři cílové firmy (LMBO) nebo mimofiremní experti (LMBI, např. PE firma), kteří vloží do základního kapitálu holdingu určitou sumu. Ta ovšem není příliš vysoká. Další fází je obstarat půjčku pro holdingovou společnost, aby mohla koupit cílovou firmu. Financování holdingu není v tomto případě kryto žádnými validními prostředky, poněvadž holding sám o sobě nemá žádná aktiva, záleží tedy hodně na schopnosti manažerů, aby díky své reputaci a zkušenostem půjčku vyjednali. Poslední fází je spojení holdingové společnosti s cílovou firmou. Vypůjčené finance se tak stanou součástí kapitálu nové společnosti a dluh je pak krytý aktivy, kapitálem a cash flow cílové firmy. Proto musí mít investor jistotu, že cílová firma je dobře situovaná, má stabilní cash flow a je schopna splácet přijatou půjčku. LBO se tak nehodí příliš pro hi-tech firmy (protože

technologie se příliš rychle inovuje a budoucnost tak není nikdy jistá) nebo pro firmy působící na rizikových či sezonních trzích. Ideálním cílem by byla velká stabilní firma na vyspělém trhu.

Jak bylo řečeno v první kapitole, PE fondy jsou uzavřené a nemohou tedy užívat finančních pák, tedy nesmějí si kapitál půjčovat, aby navršily kapitál fondu. LBO je tak způsob, jak si PE fond může půjčit peníze na financování náročné operace, aniž by při tom jednal protiprávně.

Take Private – take private je typ buy outu, kdy majoritní část podniku obchodovatelného na burze je koupena za účelem transformace na soukromý podnik.

Roll Up – podstatou roll upu je cílené vyhledání trhu s vysokým počtem malých firem, které pak investor skupuje, spojuje dohromady a využívá synergického efektu.

Secondary Buy Out – poslední formou buy out je tzv. secondary buy out, který představuje v podstatě formu exitu, kdy firma je znovu odkoupena jiným investorem.

→ **Mezzanine** – mezzanine je kombinace equity a dluhového financování. Investor půjčí firmě kapitál a v případě, že nebude v dohodnutou dobu řádně splacen, má investor nárok stát se podílovým vlastníkem ve firmě podle podílu kapitálu, který firmě půjčil. V případě mezzanine financování se due diligence neprovádí příliš důkladně, protože jde o relativně rychlé transakce, úrok je proto značně vysoký. Toto financování se používá především jako pomoc při expanzi firmy.

→ **Distress** – v překladu vyjádřeno jako nouzové financování se používá k investování do upadajících společností nebo společností s velkými finančními problémy s cílem firmu pozvednout a následně prodat za vyšší cenu.

→ **Ostatní** – další typy zahrnují již menšinové speciální situace, investice do infrastruktury atd.

2.3 Managing a Monitoring

Uzavřením smlouvy neposkytuje investor pouze finanční prostředky, ale v mnoha případech je velice důležitá i jeho aktivní participace, která je přínosná především z důvodu jeho dlouhodobých zkušeností a širokého rozhledu. Může se podílet v rozhodnutích managementu, pomáhat sjednat další finanční zdroje, poskytnout externí důležité kontakty atd.

Často však vyvstávají i přes důkladné přípravy, typické problémy, které investor musí řešit. Jsou jimi např. informační asymetrie mezi GPs a podnikatelem, funkční problémy typu podnikatel používá nejvíce strategií, ze kterých má nejvyšší osobní přínos, ale které nejsou nejvhodnější pro firmu nebo se podnikatel snaží držet firmu i přes to, že její čistá současná hodnota se snižuje atd.

Na druhou stranu i podnikatel čelí určitému riziku ze strany investora, jako je např. špatně načasovaná forma exitu, neočekávané chování nebo naopak malá zainteresovanost.

Aby se zabránilo těmto a dalším problémům, užívají partneři obvykle různé nástroje ke kontrole spolupráce:

→ Postupné uvolňování kapitálu zajišťuje, že podnikatel nedostane veškeré smluvené finanční prostředky najednou, ale postupně a investor se tak může korigováním toku financí ovlivňovat podnikatelova rozhodnutí a tvořit tak společná rozhodnutí.

→ Investiční syndikát znamená, že investor pro projekt najde ještě dalšího investora, s nímž spojí síly. Umožňuje to tak investovat menší částky do více podniků a zajišťuje se tím i důkladnější due diligence, případně ji investor nemusí provádět vůbec, protože ji udělal již někdo jiný. Pro podnikatele to znamená více zkušeností a větší kontaktní síť a v případě nečinnosti jednoho možnost obrátit se na druhého.

→ Stanovení pravidel společného působení zajišťuje také určitou prevenci proti problémům, pokud si je investor společně s podnikatelem vymezí. Jsou to

např. případy, kdy v jednom případě je dáno, že ani investor ani akcionáři nemohou po stanovenou dobu svůj podíl prodat (tzv. lock up) nebo naopak mohou (tzv. permitter transfer). Dále jsou to např. práva minoritních akcionářů prodat svůj podíl v případě, že majoritní akcionář prodává svůj podíl (tzv. tag along right – minoritní akcionáři využijí obchodu, který uzavře akcionář majoritní) nebo právo majoritního vlastníka požadovat po minoritních akcionářích prodej jejich podílů, pokud on (majoritní akcionář) svůj podíl prodává (tzv. drag along right), právo investora být první zájemce o odkup podílů minoritních vlastníků atd.

Samozřejmě nejdůležitějším aspektem i přes všechna preventivní opatření a pravidla je vzájemná důvěra. Spolupráce by nemohla fungovat, pokud by investor neměl vůbec zájem na prosperitě firmy a pokud by podnikatel nepotřeboval žádnou investorovu pomoc.

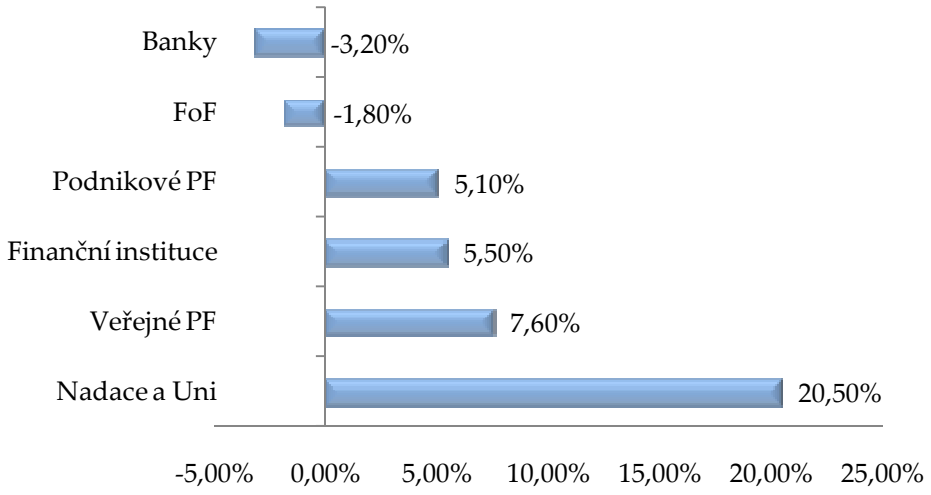
2.4 Fáze výstupu – Exiting

Exit je poslední část celého investičního procesu. Všechna vyhledávání, due diligence, vyjednávání, monitorování apod. směřují k tomu, aby finální exit byl co nejúspěšnější. Úspěšnost investičního procesu však nezajišťuje pouze důslednost investorů a podnikatelů během spolupráce, ale je to i exit samotný, protože ten generuje konečný výnos, který je účelem celého procesu investování. Nejdůležitější aspekty při realizaci exitu je identifikovat nejpříznivější moment pro exit a také definovat co nejvhodnější cestu.

Zajímavé je, že i mezi samotnými LPs existuje statisticky velký rozdíl, co se týče výnosnosti exitu projektů, do kterých vložili své finance. Podle studie Lerner/Schoar/Wong, která zkoumala investice 417 LPs, kteří uskutečnili více než 7 000 investic mezi léty 1991 a 2001, bylo průměrné roční vnitřní výnosové

procento (IRR = internal rate of return) z investice 6,7 %[24]. Jak ukazuje následující graf, výnosnosti jednotlivých investorů se celkem podstatně liší.

Graf č. 2: Výnosy podle typu PE investora



Zdroj: LERNER/SCHOAR/WONG (2005), pp. 14 in MÜLLER, K.: *Investing in Private Equity Partnership: The Role of Monitoring and Reporting,* GWV Fachverlage GmbH, 2008, str. 52

Vidíme, že jednoznačně nejúspěšnější investoři jsou nadace a univerzity (především americké), které překročily celkový průměr o 14 procentních bodů. Naopak banky vykazovaly negativní výsledky, což je u institucí, které se zabývají financemi více než kdokoliv jiný, překvapivé zjištění. Nutné je proto si uvědomit, že banky neinvestují vždy pouze za účelem výdělku, ale jak již bylo zmíněno v předešlé kapitole, jejich cílem je často rozšířit si svou klientelu. I přesto by se očekávalo, že právě banky budou alespoň mezi úspěšnými investory. Na druhou stranu univerzity, instituce téměř ryze nefinanční, jsou nejúspěšnější ze všech. Z toho vyplývá zjištění, že private equity je nejen o finančních prostředcích, ale především o hluboké znalosti trhu a využití předešlých zkušeností. Univerzity byly jedny z prvních institucí, které do private equity investovaly, mají proto k dispozici letité zkušenosti a jejich specialisté jsou silně zaměřeni na výzkum trhu.

[24] MÜLLER, K.: *Investing in Private Equity Partnership: The Role of Monitoring and Reporting,* GWV Fachverlage GmbH, 2008, str. 51

Existují 4 hlavní způsoby ukončení investice, čili exitu. Jsou jimi:

- Writte – off
- Buy back
- Trade sale
- IPO neboli Initial Public Offering

Typ exitu musí být zvolen po důkladném uvážení řady faktorů týkajících se situace firmy (velikost, pole působnosti, fáze vývoje atd.), vykazovaných výsledků a současných ekonomických trendů.

Write off, která znamená v podstatě likvidaci firmy, je samozřejmě nedoporučovaná varianta exitu, protože s sebou nepřináší téměř žádný zisk a logicky není cílem žádného investora. Nicméně pokud se například začínající firma neuchytila se svými výrobky nebo technologiemi na trhu (což se stává velmi často, protože investice do počátečních fází jsou vždy vysoce rizikové) nebo expandující firma neodhadla vstup na nový trh a projekt, do kterého většinu financí vložila, zkrachuje, negeneruje firma dlouhodobě žádný zisk. Za takových podmínek je nejvýhodnější vejít s firmou do likvidace a prodejem aktiv se snažit pokrýt alespoň část investic.

Buy back je způsob, kdy investor prodá svůj podíl ve firmě stávajícím akcionářům firmy nebo jejím majitelům. Buy back je častý pro investice do firem v začínajících fázích existence. Když se firma na trhu stabilizuje, manažeři nebo akcionáři mají zájem na zpětném odkupu investorova podílu. Často si však musí na tento odkup půjčit od banky. Protože je ale firma stabilnější, není půjčka od banky již takový problém jako v úplných počátcích.

Trade sale je možnost exitu, kdy investor prodá svůj podíl jiné společnosti nebo je prodána rovnou celá firma (což je většina případů). Tato forma exitu se rovněž týká fúzí a akvizic (tedy mergers and acquisitions – M&A). Podstatou však je, že kupující společnost je nefinanční institucí, tedy je to buď konkurent stávající

firmy, nebo ji kupuje ze strategických důvodů. Pokud investor svůj podíl prodá jinému PE investorovi, pak hovoříme o tzv. **secondary buy out**u.

Podmínky úspěšného trade sale exitu jsou především:

- široká síť investorových kontaktů, aby bylo možné najít vhodného kupce
- akcionáři (popř. podnikatel) mají v plánu prodat také svůj podíl nebo v případě, že si podíl chtějí ponechat, musí souhlasit se začleněním nového potenciálního partnera
- dobrá vyjednávací schopnost investora zajišťuje nejlepší možné podmínky exitu

Výhodami trade sale exitu jsou:

- relativně rychlý exit plán
- důvěra týkající se dohodnuté prodejní ceny – díky důvěryhodnosti investora a konexím s potenciálním kupcem je snazší cenu vyjednat
- jednání nevyžaduje veřejné odhalování podrobných informací o firmě – jednání probíhá soukromě pouze mezi kupcem a prodejcem

IPO znamená prodej podílu firmy veřejným investorům, které ve většině případů provází také uvedení firmy na burzu a změna formy je tak z veřejně neobchodovatelné na veřejně obchodovatelnou společnost. Je to nejžádanější typ exitu, přesto však je jeho dosažení poměrně složitější než ostatní formy exitu. Jeho výhody jsou rychlé zvýšení likvidity a pravděpodobnost dosažení vyšší prodejní ceny než u ostatních forem. Na druhou stranu aby firma mohla vstoupit na burzu, musí podstoupit řadu kontrol, což s sebou přináší nemalé výlohy, navíc burza je trh regulovaný, doba exitu je tak oproti jiným delší.

Podmínky pro úspěšný IPO jsou:

- burza je ve slibné vývojové fázi
- firma má zajištěny veškeré potřebné kontroly a dokumenty pro uvedení
- due diligence je extrémně důležitá při procesu IPO
- PE fond (investor obecně) má „atraktivní“ profil a dobrou reputaci

V případě IPO neprodá investor svůj podíl najednou, většinou musí dodržet pravidlo „lock up“, tedy, že po nabídnutí části svých akcií veřejnosti neprodá investor zbytek svých akcií po dobu alespoň 6 – 12 měsíců po prvotním prodeji. Důvodů pro tento úkon je několik. Kdyby investor prodal celý svůj podíl najednou, veřejný trh by to mohl vzít jako ukazatel, že ceny akcií jsou nadhodnocené a investor se snaží co nejrychleji z firmy vystoupit a podílu se zbavit, navíc veřejní investoři by tak okamžitě ztratili výhodu, že firma je monitorována zkušeným sponzorem, který ji zná.[25]

Následující tabulka znázorňuje historické porovnání výnosu mezi IPO a prodejními formami použitím tzv. Gross Multiple metody, tj. porovnání finálního kapitálového výnosu při exitu s původně investovaným kapitálem.

Tabulka č. 2: Porovnání výnosnosti IPO s ostatními formami exitu

Násobek hodnoty	IPO	Sales
< 0,25	1,10%	16,40%
0,25 - 0,5	1,30%	8,90%
0,5 - 1	3,10%	12,80%
1 - 1,5	5,70%	9,50%
1,5 - 2	4,90%	6,50%
2 - 3	9,90%	9,70%
3 - 5	12,90%	9,50%
5 - 10	25,80%	14,30%
10,0 - 20	16,20%	7,30%
20 - 50	13,90%	3,40%
50 - 100	3,60%	1,30%
> 100	1,70%	0,40%

Zdroj: INCE, Ö.: *Venture Capital and Investment Banking*, Pamplin College of Business, USA, 2009

Z tabulky je zřejmé, že výnosnost IPO je vyšší než výnosnost ostatních forem exitu. Medián dosažených násobků původně investovaného kapitálu při

[25] CUMMING and MACINTOSH 2003b in POVALY S.: Private Equity Exits: DIvestment Process Management for Leveraged Buyouts, Springer Verlag Berlin Heidelberg, 2007, str. 123

exitu se v případě IPO pohybuje mezi 3 a 5, zatímco u ostatních operací je to „pouze" mezi 2 a 3.

Za příklad úspěšného IPO, za jehož úspěchem stály mimo jiné venture capital investice, můžeme považovat případ společnosti LinedIn, která provozuje internetovou sociální síť zaměřující se na profesionální a pracovní kontakty a sdílení zkušeností. Společnost vstoupila na New York Stock Exchange v květnu 2011 a během prvního dne stoupla cena jejích akcií z původně vypisovaných $45 o 109 % na $94,25, přičemž dne dosáhla maxima neuvěřitelných $122,70. Společnost tedy začínala na tržní hodnotě $4,25 miliard a při uzavření cen akcí byla její tržní hodnota $8,91 miliard. Venture capital investice do této společnosti činila celkem $100 miliónů od roku 2003. 3 skupiny akcionářů tak v současnosti vlastní podíly v hodnotě $1,59 miliardy, $1,32 miliardy a $431,5 miliónů, [26] což je částka 33 krát vyšší než je výše původní investice.

Jak již bylo řečeno, vstup na burzu je relativně komplikovaný a nákladný, pro malé firmy, které mají zájem být obchodovatelné, je tedy relativně hůře dostupný. Aby byly odstraněny tyto hlavní nevýhody a vstup byl umožněn i menším, mladým, inovativním a perspektivním firmami, vznikly nové finanční trhy, jejichž podmínky pro vstup jsou snadněji dosažitelné. Kontrola je mírnější a i náklady jsou podstatně nižší než u velkých známých burz. Nejznámější a nejvýznamnější z těchto nově vzniklých finančních trhů je AIM – the Alternative Investment Market of London neboli alternativní investiční trh.

[26] WRALtechwire: *Venture Capitalists Cash In on LinkedIn IPO*, May 20, 2011, dostupné na: http://wraltechwire.com/business/tech_wire/news/blogpost/9621811/

3 Analýza trhu PEVC

V předchozích kapitolách jsem představila podstatu odvětví Private Equity, hlavní subjekty investování a průběh investičního procesu samotného. Pro dotvoření celkového obrazu o odvětví se v této kapitole zabývám jeho analýzou z hlediska objemových trendů, porovnání jednotlivých typů investic, forem exitu a výnosnosti PE ve srovnání s jinými trhy. Zjištěné výsledky se snažím odůvodnit vlastními závěry.

Protože je trh private equity rozdělen na mnoho jednotlivých geograficky oddělených částí, zaměřím se v analýze především na americký venture capital trh, protože jak již bylo zmíněno na předchozích stranách, trh USA je z historického, objemového i trendového hlediska nejvýznamnějším trhem v tomto odvětví a z hlediska dostupnosti statistik je venture capital trh také nejobjektivněji zhodnotitelný.

3.1 Porovnání sektorů Venture Capital a Buy Out

Přestože první investice do private equity byly zaznamenány již dříve, rozkvět odvětví začal až v 80. a 90. letech. Nejdříve tedy sleduji trendy financí plynoucích do private equity za posledních 30 let, protože tento interval má největší historickou vypovídající schopnost.

Trendy posuzuji z hlediska závislosti jednotlivých proměnných. K tomu jsem použila statistické metody korelace, pomocí které se měří vztah mezi dvěma proměnnými. Hodnoty výsledku mohou dosahovat < -1, 1 >. Pozitivní korelace znamená, že pokud se jedna proměnná zvýší, zvýší se i hodnota druhé proměnné. Pokud by hodnota dosahovala 1, změnily by se proměnné ve stejném směru ve 100 % případů. Naopak v případě negativní korelace klesá hodnota jedné proměnné, pokud hodnota druhé proměnné stoupá. Pokud by hodnota korelace byla 0, znamená to, že proměnné jsou na sobě absolutně nezávislé.

Následující tabulka představuje objem kapitálu, který byl ročně smluven k investování při konečném uzavření fondů (tzv. Capital Commitment).

Tabulka č. 3: Objem fundraisingu PEVC v USA v letech 1980 – 2010

	Venture Capital		Buyout& Mezzanine		Total	
Rok	$ mil.	# fondů	$ mil.	# fondů	$ mil.	# fondů
1980	2025,60	52	183,50	4	2209,10	56
1981	1486,50	75	126,80	4	1613,30	79
1982	1705,40	87	611,30	13	2316,70	100
1983	3966,80	144	1351,30	15	5318,10	159
1984	2964,30	116	3482,50	22	6446,80	138
1985	3981,00	120	3024,50	22	7005,50	142
1986	3788,40	103	5001,90	31	8790,30	134
1987	4339,70	114	17426,00	44	21765,70	158
1988	4435,30	104	11326,40	50	15761,70	154
1989	4902,60	105	12034,60	78	16937,20	183
1990	3229,00	87	7861,10	62	11090,10	149
1991	2002,80	42	5886,60	27	7889,40	69
1992	5277,80	81	10962,30	57	16240,10	138
1993	3967,10	90	16145,10	81	20112,20	171
1994	8959,30	141	20417,70	99	29377,00	240
1995	9859,60	172	26918,30	103	36777,90	275
1996	11849,30	168	29672,30	100	41521,60	268
1997	19774,50	247	41057,50	130	60832,00	377
1998	30037,90	295	62268,70	161	92306,60	456
1999	55662,00	454	53681,50	156	109343,50	610
2000	104520,60	663	76598,30	160	181118,90	823
2001	38917,40	326	51053,10	123	89970,50	449
2002	9400,40	208	27065,70	92	36466,10	300
2003	11612,00	164	31319,70	105	42931,70	269
2004	19843,60	218	52123,20	141	71966,80	359
2005	28962,70	242	108299,90	182	137262,60	424
2006	31965,90	242	149450,30	183	181416,20	425
2007	36965,90	250	205547,50	212	242513,40	462
2008	28544,20	224	185392,00	190	213936,20	414
2009	15374,60	127	43086,10	109	58460,70	236
2010	12307,90	157	36404,70	131	48712,60	288

Zdroj: *NVCA Yearbook 2010*, str. 20 a *NVCA Yearbook 2011*, str. 20

Podle dat uvedených v této tabulce jsem dále vypočítala historický vztah mezi smluveným kapitálem v době uzavření fondů a počtem vytvořených fondů. V případě venture capital je hodnota korelace za posledních 30 let rovna 0,97, což je téměř perfektní pozitivní korelace. Z toho vyplývá, že pokud se v určitém roce investuje více (resp. méně), téměř vždy se podle toho se zvyšuje (resp. snižuje)

nabídka fondů, mezi kterými má investor výběr. Silné roky jsou tak pozitivní i pro začínající GP manažery, protože tak snáze najdou LP investora pro svůj fond.

Stejná korelace v případě buy out a mezzaninu dává hodnotu 0,85. I toto je poměrně silná korelace, vezmeme-li však v úvahu fakt, že do buy out se obecně investují mnohem větší částky, nižší hodnota korelace vypovídá o tom, že tato oblast odvětví je více specializovaná a zvýšení shromážděného kapitálu znamená vedle zvýšení počtu fondů také navýšení objemu investičního kapitálu poskytnutého jednotlivým fondům. Tento fakt podporuje další důkaz, a to vztah mezi smluveným kapitálem a průměrnou velikostí jednotlivých fondů. V případě buy outu a mezzaninu je hodnota této korelace hodna 0,97. Můžeme tedy předpokládat, že velikost fondů specializujících se na buy out nebo mezzanin financování bude téměř s jistotou větší, pokud celková suma smluveného kapitálu poroste. Naproti tomu pro fondy specializující se na venture capital financování je nárůst objemu fondu méně jistý, protože korelace v tomto případě dosahuje hodnoty 0,82.

Historický trend podporují a umocňují data za posledních 10 let, kdy korelace pro venture capital dosahují hodnot 0,98 pro vztah objemu smluveného kapitálu a počtu fondů fungujících na trhu a zároveň hodnota korelace mezi smluveným kapitálem a průměrným objemem fondů klesla na 0,71. U buy out a mezzanin fondů je vztah smluveného kapitálu a počtu fondů hodnotou 0,93 těsnější než v dlouhodobém horizontu a hodnota pro vztah mezi smluveným kapitálem a růstem objemu jednotlivých fondů se rovná dokonce hodnotě 0,99, tedy téměř dokonalé korelaci.

Podle těchto výsledků se tak potenciální investor teoreticky může rozhodnout, do kterého typu fondu by měl investovat s ohledem na své preference, zdali preferuje širší výběr z fondů venture capital (které jsou však relativně rizikovější) nebo jistější investici do velkých fondů buy out.

Pro ujasnění vývoje objemu smluveného kapitálu můžeme použít např. variační koeficient, jenž nám ukazuje rozložení hodnot odvětví okolo průměru.

Pro venture capital fondy je hodnota variačního koeficientu 1,26 a pro buy out a mezzanine fondy je jeho hodnota 0,57, z čehož vyplývá, že objem smluveného kapitálu do buy out fondů je historicky stabilnější než v případě venture capital fondů.

Předchozí data jasně dokazují, že odvětví private equity se za posledních 20 let značně rozrostlo. Dále jsem tedy vzala v úvahu výnosnost jednotlivých typů investičních fondů. K tomu mi posloužila data zpracovaná společností Thomson Reuters', která analyzují výnosy jednotlivých typů investic v časovém horizontu 20 let.

Tabulka č. 4: Private Equity Performance Index – PEPI (%)[27]

Typ fondu	1 rok	3 roky	5 let	10 let	20 let
30.9.2010					
All Venture Capital	9,6	-0,9	3,8	-2,4	19,2
All Buyouts	17,9	-0,5	4,4	4,1	8,8
30.6.2010					
All Venture Capital	8,0	-1	4,2	-1,6	18,4
All Buyouts	18,1	-1,2	4,5	3,7	8,8
30.9.2009					
All Venture Capital	-10,8	2,6	5,4	7,7	17,4
All Buyouts	-9,9	0,1	6,4	4,8	9,1
30.6.2009					
All Venture Capital	-15,9	2,8	5,7	9,9	17,2
All Buyouts	-20,7	-0,3	5,9	4,7	9
30.9.2008					
All Venture Capital	-2,6	6,5	8,4	17,1	17,1
All Buyouts	-9,2	6,6	11,9	7,1	11

Zdroj: THOMSON REUTERS' reports on Private Equity Performace Index

Jednotlivá data v této tabulce se samozřejmě značně liší, protože jednotlivá období zahrnují konec jiných typů fondů o různých velikostech. Abychom se tedy mohli podívat na vývoj obecně, zpracovala jsem data následovně:

[27] PEPI se měří několikrát do roka, výnosy v časovém horizontu se počítají pro období končící v jednotlivých čtvrtletích

Tabulka č. 5: Centrální tendence odvětví PEVC v USA v letech 2008 – 2010

Typ fondu	1 rok	3 roky	5 let	10 let	20 let
ALL VC median	-2,60	2,60	5,40	7,70	17,40
ALL VC průměr	-2,34	2,00	5,50	6,14	17,86
ALL BO median	-9,20	-0,30	5,90	4,70	9,00
ALL BO průměr	-0,76	0,94	6,62	4,88	9,34

Zdroj: vlastní zpracování založené na předchozí tabulce

Z výsledků této tabulky je zřetelné, že jednoznačně výnosnější je investice přes venture capital fondy. Protože se jedná o investice do firem často v počátečních stádiích vývoje, jsou investice nejvýnosnější v dlouhodobém časovém horizontu. Z dosažených výsledků by se zdálo, že v porovnání s venture capital investicemi, vychází investování do buy out téměř vždy hůře. Je pravda, že venture capital je obecně výnosnější, je však také z větší části rizikovější. Podle podrobnějších statistik vykazují nejpozitivnější hodnoty v krátkodobém časovém horizontu venture capital investice především do stádií růstu firmy, které oproti počátečním fázím nese nižší riziko. Nejméně rizikové je však v krátkodobém horizontu investování do větších buy out operací.[28] Nejvýnosnější časový horizont pro investice do buy out operací je střednědobý horizont (tedy kolem 5 let). Dlouhodobá investice vykazuje sice vyšší hodnoty, podle mého názoru je však rozdíl mezi venture capital a buy out investicemi v dlouhodobém časovém horizontu (10 -20 let) příliš velký ve prospěch venture capital investic, a proto považuji v případě buy out operací za nejvýhodnější střednědobé investování. V tomto horizontu totiž výnosy statisticky většinou překonají ty z venture capital investic.

3.2 Investice venture capital do jednotlivých fází vývoje firmy

V předchozí podkapitole jsem se zabývala porovnáním hlavních dvou sektorů private equity. V této části práce se dále zaměřím na analýzu vývoje

[28] THOMSON REUTERS': *Private Equity Perofmance Index, Investment Horizon Through 9/30/2009 a 9/30/2010*, dostupné na: www.hkvca.com.hk/hkvcpea/files/mar10r04.pdf a http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/Content/Files/Q3%2010%20PE%20Performance%20Release.pdf

venture capital investic do jednotlivých stádií vývoje cílové firmy. V úvahu vezmeme opět statistické údaje z odvětví za posledních 30 let, z nichž další úpravou dostaneme klíčové ukazatele trendů. K analýze použiji především porovnání pomocí dílčí hodnoty jednotlivých stádií vůči celku a variační koeficient.

Tabulka č. 6: Investice podle stádia vývoje cílové firmy (v mil. $)

Rok	Start Up	Early Stage	Expansion	Later stage	Total
1980	153,2	123	177,5	69,2	522,9
1981	322,6	280,6	363,1	91,8	1058,1
1982	333,8	359,6	601,5	207,3	1502,2
1983	543,9	703,2	1186	344,2	2777,3
1984	636,4	665,6	1141,1	373,9	2817
1985	509,3	506,6	1174,9	440,7	2631,5
1986	732,8	588,1	1144,4	448,6	2913,9
1987	616,6	708,4	1399,6	449,3	3173,9
1988	640,6	717,1	1471,8	376,4	3205,9
1989	543,5	690	1521,8	398,7	3154
1990	384,7	667,6	1174,6	339,2	2566,1
1991	223	521,2	994,2	324,5	2062,9
1992	534,4	548,3	1713,7	555,4	3351,8
1993	599,2	601,3	1761	511,9	3473,4
1994	727,3	812,9	1431,5	892,8	3864,5
1995	1193,4	1670,3	3436,3	1070,1	7370,1
1996	1237,2	2530,8	5246,3	1591,4	10605,7
1997	1295,9	3362,3	7264,3	2211	14133,5
1998	1651,4	5276,2	9840,4	2991,8	19759,8
1999	3498,7	11074,5	28611	8358,5	51542,7
2000	3006,3	23975,9	57455,5	16086,8	100524,5
2001	721,6	89191,2	21837,1	7781	119530,9
2002	320,7	3764,7	11904	5109,6	21099
2003	336,1	3526,6	9592,6	5684,1	19139,4
2004	456,6	2864,5	9145,8	8480	20946,9
2005	908,4	2932,2	8557,1	9543,3	21941
2006	1220	4251,7	11270,1	9587,8	26329,6
2007	1425,2	5740	11270,4	12043	30478,6
2008	1625,2	5236,6	10370,2	10624,8	27856,8
2009	1596,3	4671,8	5510,5	5912,1	17690,7
2010	1700,2	5321,4	8582,6	6370,6	21974,8

Zdroj: *NVCA Yearbook 2010*, str. 20 a *NVCA Yearbook 2011*, str. 28

Když spočítáme, jaký podíl na celkovém objemu investic mají jednotlivé fáze vývoje cílové firmy, dospějeme k zajímavým výsledkům. Pro jasné zviditelnění trendu jsem výsledky shrnula do vypovídající tabulky, která zachycuje podíly jednotlivých fází v průběhu vývoje odvětví.

Tabulka č. 7: Vybrané dílčí hodnoty podílů jednotlivých stádií vývoje firmy na celkovém objemu investic v daném roce

Rok	SU/Total	ES/Total	Ex/Total	LS/Total
1980	29,30%	23,52%	33,95%	13,23%
1990	14,99%	26,02%	45,77%	13,22%
2000	2,99%	23,85%	57,16%	16,00%
2005	4,14%	13,36%	39,00%	43,50%
2008	5,83%	18,80%	37,23%	38,14%
2009	9,02%	26,41%	31,15%	33,42%

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z tabulky č. 6.

Podíváme-li se na vývoj podílu jednotlivých fází vývoje firmy na celkovém objemu investic mezi léty 1980 a 2000, zjistíme, že zatímco early a later stage zůstaly v podstatě beze změny a jejich podíl se v jednotlivých letech liší pouze o pár procentních bodů, významný posun však zaznamenáváme v případě start up a expansion stage. V počátečním roce 1980 jsou jejich podíly celkem srovnatelné, ale během 20 let se podíl start up sníží z 29,30 % na 2,99 %, zatímco podíl fáze expanze vzroste z 33,95 % na 57,16 %. Můžeme tak konstatovat, že podíl expanzní fáze se zvýšil téměř o tolik procentních bodů, o kolik se podíl start up fáze snížil. Tento jev bychom mohli vysvětlovat nárůstem investic penzijních fondů, kterým bylo díky regulaci ERISA v roce 1979 povoleno investovat do private equity. Toto tvrzení podporují i data z grafu č. 1, kde vidíme, že ve Spojených státech amerických jsou jednoznačně největším LP investorem penzijní fondy (mají tak jistě značný vliv na vývoj celého odvětví), a dále z tabulky č. 3, která ukazuje, že v průběhu let vzrostl objem smluveného kapitálu z 2,2 miliard v roce 1980 na 118,1 miliard dolarů v roce 2000, což je znásobení více než padesátinásobné.

Jak víme z charakteristiky v první kapitole, penzijní fond je instituce, která spravuje kapitál jí svěřený jejími klienty. Je tedy logické, že mají penzijní fondy větší averzi k riziku než jiné instituce a investují tak raději skrz PE fondy, které se

specializují na investice do pozdějších fází vývoje cílové firmy. Dalším důvodem může být také krátkodobý horizont fungování manažerů penzijních fondů. Investice do počátečních fází je většinou středně až dlouhodobá, ale manažeři penzijních fondů jsou odměňováni na základě krátkodobých výsledků. Buy out a krátkodobější investice do pozdějších fází vývoje firmy jsou tak nabízejícím se řešením.

Pouze v posledních několika letech můžeme vidět lehce inverzní trend ve vývoji. Od roku 2001, kdy podíl start up dosáhl absolutního minima 0,66 %, začíná podíl investic do start up pomalu stoupat, zároveň se také zvyšuje podíl investic do later stage a podíl do expansion fáze se naopak snižuje (především od roku 2006) v podstatě na stejné procentuální hodnoty, jako byly ty počáteční. Pravděpodobné vysvětlení pro tento jev je nastalá finanční krize, která nutí manažery k opatrnosti a nejen penzijní fondy neinvestují v takové míře jako v předešlých letech. To dokazuje např. údaj z roku 2009, kdy celkový objem investic do všech vývojových fází dosáhl pouhých 14,8 % hodnoty objemu z roku 2001, kdy celkový objem investic čítal přes 119 miliard amerických dolarů. Důvodem, proč se podíl investic do start up v posledních letech zvýšil, je tak rapidní úbytek celkového objemu investic, především pak investic do rozvojových fází cílové firmy. Finanční krize se projevila ve všech odvětvích. Například dva největší kalifornské penzijní fondy CalPERS a CalSTRS ztratily v posledních letech miliardy dolarů na své hodnotě díky investicím na trhu s nemovitostmi, který byl jednou z příčin světové finanční krize.[29] Proto musí manažeři penzijních fondů být zvláště opatrní při jakémkoliv investování, protože ztratí-li příliš mnoho hodnoty, dopad to bude mít především na zaměstnance, kteří si penzijní pojištění platí.

Pokud bychom se chtěli podívat na vývoj investic do jednotlivých fází vývoje firmy z pohledu podnikatele, který potřebuje private equity kapitál pro svou firmu, důležitý aspekt kromě vývoje celého odvětví je také stabilita investic,

[29] MARTINEZ K.: *California Pension Funds Close To Bankruptcy*, Global Research, Feb 1, 2009, dostupné na: http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=12114

které do jednotlivých fází plynou. K tomu nám pomůže variační koeficient, který ukáže, jak moc se v jednotlivých letech investice do fází vývoje liší od průměrné hodnoty. Čím je nižší, tím je příliv investic stabilnější. Jinak řečeno, podnikatel může zjistit, jestli se jednotlivé objemy investic do „jeho" fáze vývoje mezi roky hodně mění nebo ne. To je velmi důležitá informace při rozhodování o typu financování, o které může podnikatel zažádat.

V případě private equity jsou tak hodnoty variačního koeficientu vypočteny podle tabulky:

Tabulka č. 8: Statistické hodnoty investic pro jednotlivé fáze vývoje firmy

	Start Up	Early Stage	Expansion	Later stage	Total
Rozptyl	591982,39	259581338,53	128344147,43	19913882,69	745521376,18
Směr. odchylka	769,40	16111,53	11328,91	4462,50	27304,24
Průměr	957,89	5931,75	7650,03	3847,41	18387,08
Var. Koeficient	0,80	2,72	1,48	1,16	1,48

Zdroj: vlastní zpracování podle dat z tabulky č. 6

Jak vidíme, variační koeficient pro období posledních 30 let je pro start up fázi znatelně nižší než koeficienty fází ostatních. Podnikatel v začínající fázi má tak oproti ostatním lehkou výhodu toho, že může předpokládat, že do firem ve stádiu vývoje jako je jeho firma plyne relativně stabilní suma investic. Do pozdějších stádií sice celkem plyne investic více a jejich objem se s vývoje zvyšuje podstatně více, na druhou stranu v období poklesu se také více snižuje. Pro podnikatele s firmami v pozdějších fázích vývoje je tak obtížnější počítat s předpokládanou sumou investic, protože může být jak vyšší, tak nižší.

3.3 Vývoj IPO v USA

IPO je nejžádanější forma exitu. Zároveň je však nejkomplikovanější, protože ji provází přísná pravidla a proces IPO se tak může protáhnout na podstatně delší dobu, než je běžná u ostatních forem exitu. Vývoj IPO je také úzce spjatý s vývojem celého odvětví.

Následující tabulka ukazuje vývoj tzv. venture backed IPOs. Jde o firmy, které vstoupily na veřejně obchodovaný trh a které v době nebo v předešlém čase

byly částečné vlastněny venture capital investorem. Statistika tedy nezahrnuje IPOs, na nichž se v jejich minulosti podílely buy out fondy, ale pouze venture capital fondy nebo instituce.

Tabulka č. 9: Vývoj venture backed IPO na trhu USA v letech 1995-2010

Rok	# VC backed IPOs	Ø hodnota IPO ($Mil)
1995	207	157,15
1996	281	234,83
1997	142	210,08
1998	78	221,19
1999	271	484,95
2000	263	490,81
2001	41	440,98
2002	22	361,36
2003	29	284,72
2004	94	656,15
2005	57	290,49
2006	57	390,21
2007	86	622,74
2008	6	441,00
2009	12	623,25
2010	72	458,65

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z: NVCA Yearbook 2011, str. 50

Během let předcházejících splasknutí tzv. dot-com bubliny, kdy zkrachovalo mnoho nových internetových firem, do kterých bylo vloženo značné množství investičního kapitálu a které však neměly dobře promyšlený svůj business plán, zaznamenal trh fenomén mohutného nástupu soukromých firem na veřejný trh. Počet nových IPO se ročně pohyboval v řádech stovek IPO ročně. Po roce 2000 se však počet rapidně snížil, z 263 na 41 meziročně. Celková hodnota firem, které vstoupily na burzu, se snížila také, z 131 421 miliónů amerických dolarů v roce 1999 na absolutní historické minimum 2 646 miliónů dolarů v roce 2009. Vezmeme-li v úvahu, že 14 % firem, do kterých byl v 90. letech vložen venture capital, vstoupilo dříve či později na veřejný trh, je propad ještě markantnější. V posledních letech venture capital financuje ročně více než 1000

firem, vstup na burzu by tedy mělo zaznamenat minimálně 140 firem ročně.[30] To se však neděje a počet firem, které jdou cestou IPO, naopak silně poklesl. Možné zdůvodnění je takové, že po problému s dot-com bublinou se trh vyvinul směrem k preferenci nižší diversifikace, s cílem získat opravdu stabilní a perspektivní firmy. Dokazují to také čísla průměrné hodnoty jednoho IPO. Zatímco v roce 1995 při počtu 207 IPO dosahovala průměrná hodnota IPO 157 miliónů amerických dolarů a v roce 1196 při počtu 281 IPO 234 miliónů dolarů, v roce 2004, 2007 a 2009 (všechny roky jsou po dot-com krizi) přesahovaly průměrné hodnoty IPO 600 miliónů amerických dolarů.

3.4 Srovnání efektivity PEVC a ostatních trhů

Nyní bych chtěla postavit celkovou produktivitu private equity vedle produktivity veřejných trhů. K tomuto porovnání se používají indexy, které jsou složeny z různých seskupení předem vybraných firem a představují tak vývoj trhu. Jejich hodnoty se používají jako tzv. benchmark, čili srovnávací hodnoty. Indexy jsou[31]:

DJIA – Dow Jones Industrial Average je cenově vážený průměr 30 nejvýznamnějších společností obchodovaných na NYSE[32] nebo NASDAQ

Russell 2000 Composite – toto je index výkonnosti 2000 nejmenších firem v indexu Russell 3000, který je složen z akcií 3000 největších amerických společností.

S&P 500 – S&P 500 je tržní hodnotou vážený index složený z akcií 500 velkých firem obchodovaných na NYSE nebo NASDAQ, které jsou vybírány podle své velikosti, likvidity a industriálního zaměření. S&P 500 je jeden z nejužívanějších indexů, protože relativně objektivně reprezentuje stav amerického trhu.

[30] NVCA Yearbook 2011: Exits: IPOs and Acquisitions, str. 49
[31] definice indexů převzaty z: http://www.investopedia.com/
[32] NYSE = New York Stock Exchange

NASDAQ Composite – Nasdaq je tržní hodnotou vážený index představující všechny firmy, které jsou obchodované na burze Nasdaq (přes 3000). V posledních letech se na Nasdaq zvýšila četnost technologických firem, což způsobilo posun indexu do popředí při porovnávání produktivity jednotlivých trhů.

K porovnání výkonnosti private equity a trhu použijeme výnosy z horizontu 20 let, končícím k datu stanovení indexů.

Tabulka č. 10: U.S. Private Equity[33] a Venture Capital Index v porovnání s nejvýznamnějšími americkými indexy k 31. 12. 2010 (výnosy v %)

Index	1 rok	3 roky	5 let	10 let	15 let	20 let
U.S. PE	19,9	2,8	9,5	9,7	12,2	13,1
U.S. VC	13,5	-0,3	5,7	-2,0	34,7	26,3
DJIA	14,1	-1,6	4,3	3,1	7,9	10,3
Russell 2000 Composite	26,9	2,2	4,5	6,3	7,6	10,8
S&P 500	15,1	-2,9	2,3	1,4	6,8	9,1
NASDAQ Composite	16,9	0,0	3,8	0,7	6,4	10,3

Zdroj: CAMBRIDGE ASSOCIATES LLC: *Private Equity and Venture Capital Funds Closed 2010 with Seventh Consecutive Quarter of Positive Returns, According to Cambridge Associates' Benchmarks*,str. 2

Přestože za poslední čtvrtletí roku 2010 vykázaly PE a VC nižší výnosy než veřejné trhy[34], za celý rok 2010 je celkovými výnosy s přehledem překonaly ve všech časových intervalech končících 31. prosince. Data podporují předchozí tvrzení, že venture capital investice jsou nejvýhodnější především v dlouhodobém horizontu, zatímco v krátko- a střednědobém horizontu se vyplatí investovat spíše do jistějších investic buy out. Vysoké střednědobé pozitivní hodnoty z konce roku 2010 mohou být způsobeny faktem, že roky 2005-7 a 1999-2000 byly obecně úspěšné roky pro private equity (jak můžeme vidět v tabulkách č. 3 a 6).

Podle studie společnosti Cambridge Associates LLC jsou vysoké hodnoty private equity a venture capital fondů způsobeny také faktem, že některé fondy

[33] v souvislosti s těmito daty je za private equity považována pouze část buy out, mezzanine a ostatní formy, které nespadají do definice venture capital

[34] CAMBRIDGE ASSOCIATES LLC: *Private Equity and Venture Capital Funds Closed 2010 with Seventh Consecutive Quarter of Positive Returns, According to Cambridge Associates' Benchmarks*,str. 1, dostupné na: https://www.cambridgeassociates.com/about_us/news/press_releases/30.%20PE%20adn%20VC%20Funds%20Closed%202010%20with%20Seventh%20Qtr%20of%20Positive%20Returns.pdf

investují mimo Spojené státy a díky nízké hodnotě amerického dolaru v posledních letech inkasují vyšší výnosy z investic, které jsou nominované v USD. Vydělaly tak nejen na investici samotné, ale také na kurzovním rozdílu z roku investice a z roku inkasování výnosů.[35]

Na druhou stranu jsou investice do odvětví private equity značně rizikovější než investice na veřejném trhu, zhruba třetina případů investic je neúspěšných. Je tedy pozoruhodné, že je o private equity velký zájem (samozřejmě s přihlédnutím na finanční krize je logické, že v určitých obdobích jsou objemy investic vyšší či nižší). To je zapříčiněno především nepřekonatelnými výnosy, které private equity v některých situacích přináší. Podle studie amerického profesora Stevena Kaplana vykázal v posledních 25 letech top 25 % všech private equity fondů roční výnosy téměř 39 %, což je v porovnání s 12,1 % S&P 500 indexu a 12,3 % NASDAQ[36] indexu více než 3 krát vyšší zhodnocení. Toto je bezesporu pro investory největší pobídkou, proč investovat do private equity (mimo jiné jako např. diverzifikace, snaha o vlastní manažerskou realizaci v konkrétním odvětví atd.).

3.5 Srovnání amerického a evropského trhu

Americký trh je jednoznačně nejdůležitějším private equity trhem, je však také trhem nejstarším a sahají do něj počátky celého odvětví. V Evropě však private equity má také značné zastoupení a činí Evropu trhem číslo 2. V této části kapitoly se zaměřím na základní porovnání amerického a evropského trhu především z hlediska objemů a rozmístění investic a jako podkladová data vezmu údaje z roku 2010.

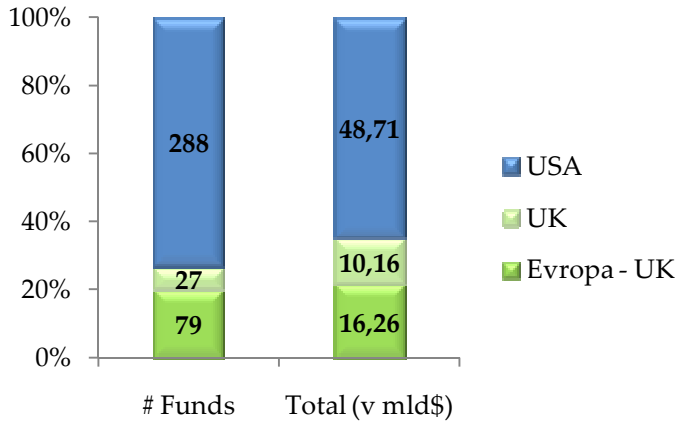
[35] CAMBRIDGE ASSOCIATES LLC: *Private Equity and Venture Capital Returns Continued to Improve in Q3 2009, Though Both Lagged Public Equities fot the Quarter, Says Cambridge Associate*, str. 3, dostupné na: https://www.cambridgeassociates.com/about_us/news/press_releases/15.%20Private%20Equity%20and%20Venture%20Capital%20Returns%20Ctd%20to%20Improve%20in%20Q3%202009.pdf

[36] PRIVATE EQUITY GROWTH CAPITAL COUNCIL: *What makes private equity an attractive investment?*, dostupné na: http://www.pegcc.org/just-the-facts/private-equity-frequently-asked-questions/

3.5.1 Množství kapitálu plynoucího do Private Equity

Nejprve se podíváme na celkovou velikost dvou daných trhů. Podíváme-li se například na objem smluveného kapitálu k datu uzavření fondů, dostaneme následující data, které jsou shrnutá v grafu č. 3.

Graf č. 3: Fundraising v USA a v Evropě v roce 2010 (v mil $)



Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z: *NVCA Yearbook 2011* a *EVCA Yearbook 2011*[37]

V roce 2010 vzniklo na americkém a evropském trhu dohromady 394 nových PE fondů a získalo se celkem zhruba 75, 13 miliard USD. 64,84 % této hodnoty se vybralo v USA a co do počtu založených fondů dokonce 73,10 %. Uvážíme-li, že co do velikosti trhu (podle počtu obyvatel) je USA srovnatelné s Evropou, dokazuje to, že USA je jednoznačně nejsilnější zemí v odvětví. Pokud navíc přičteme hodnotu UK, procentuální rozdělení se nám změní na neuvěřitelných 76,36 % celkové hodnoty smluveného kapitálu a 79,94 % z celkového počtu nově založených fondů. Vidíme tak, že anglosaský systém private equity drtivě převažuje systém evropský v poměr téměř 4/1. To je způsobeno nejen delší historií odvětví v této oblasti, ale také faktem, že v USA a v Británii je private equity považováno za čistý „byznys" a vztahuje se na něj tedy méně regulací než na private equity v Evropě, kde je odvětví považováno

[37] Hodnoty evropského kapitálu 12,3 (Evropa – UK) a 7,7 mld. (UK) euro byly převedeny podle kurzu 1EUR=1,23USD, což byl průměrný kurz za prosinec 2010, zdroj: http://www.x-rates.com/d/USD/EUR/hist2010.html

v podstatě za finanční instituci a je více regulováno (jako nová směrnice AIFMD[38], která klade vyšší důraz na transparentnost a kapitálové zaopatření manažerů fondů atd., dále např. kontrola centrální bankou atd.). Obě varianty mají své výhody. Anglosaský trh je díky menší kontrole přístupnější k riskantnějším investicím, které mohou zajistit obrovskou návratnost investice ale i snadněji selhat a investor pak ztratí vše. Investice pod evropskou regulací jsou méně rizikové, na druhou stranu jsou i méně výnosné. Při zřizování fondu záleží tedy na preferenci manažera. Čísla však jasně dokazují, že risk a vysoké výnosové procento přece jenom stále vítězí.

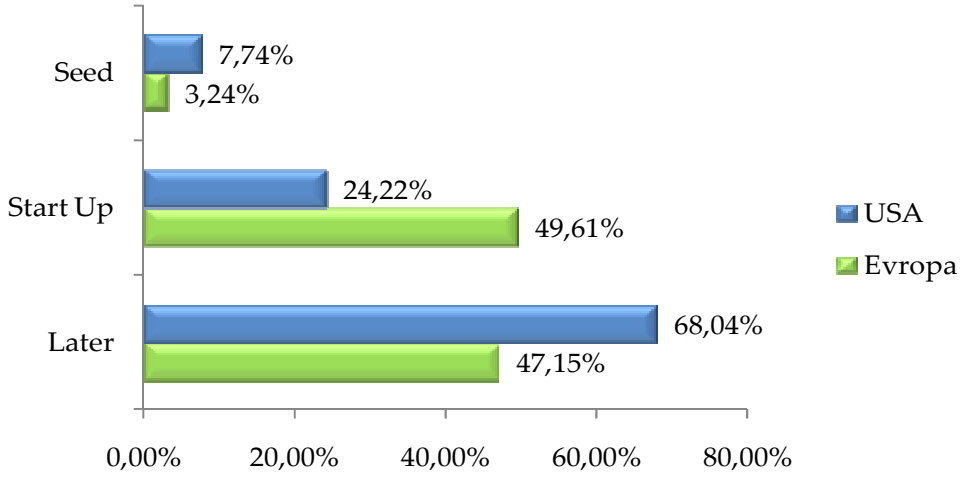
3.5.2 Rozprostření investic

Nyní se podíváme na rozdíl v rozprostření investic venture capitalu do jednotlivých fází firmy a do jednotlivých odvětví. V předešlé kapitole, která se zabývala vývojem venture capital investic do jednotlivých fází v USA, jsme zjistili, že v roce 2010 bylo investováno ve Spojených státech celkem přibližně 21,97 miliard dolarů. V Evropě se za stejné období investovalo v přepočtu na americké dolary 4,64 miliard[39]. USA tak zajišťují ještě větší podíl celkových americko-evropských venture capital investic, než je procento zastoupení v celém odvětví, protože v tomto případě zaujímá USA naprosto převažující podíl 82,29 %. Rozdělení investic do jednotlivých fází vývoje podniku se však geograficky celkem liší. Následující graf ukazuje, v jakém podílu rozmisťují své investice americké fondy a jak fondy evropské.

[38] AIFMD = Directive on Alternative Investment Fund Managers, zdroj: http://www.cliffordchance.com/publicationviews/publications/2011/01/aifm_directive_andprivateequity.html

[39] Zdroj: *NVCA Yearbook 2011* a *EVCA Yearbook 2011*, přepočet 1EUR = 1,32USD

Graf č. 4: Podíly jednotlivých fází vývoje cílových firem na rozdělení venture capital investic v USA a v Evropě



Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z: *NVCA Yearbook 2011* a *EVCA Yearbook 2011*

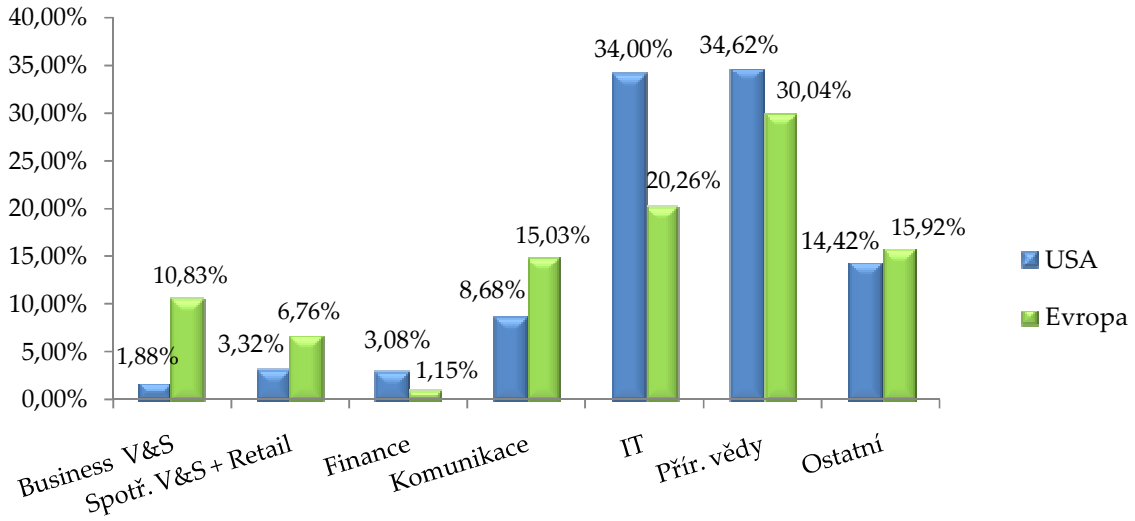
European Venture Capital Association bere v úvahu hlavní tři fáze, tedy Seed, Start Up a Later stage. Pokud tomuto rozdělení přizpůsobíme data z americké asociace (sečteme tedy data pro expansion a later, protože pokud musíme expansion do jedné z fází zhrnout, určitě je to pravděpodobněji later než start up fáze, která představuje fázi rozjezdu firmy a počátku fungování), dostaneme zajímavá data.

Seed fáze je samozřejmě fází nejrizikovější a tak je logické, že do ní plyne nejméně investic. Podnikatelský nápad musí být opravdu dobrý a perspektivní, aby investoři byli ochotni financovat činnost, která ve výsledku ani nemusí vést k založení firmy. Přece jen však se v USA věnuje této fázi trochu větší pozornost, protože USA obecně hodně podporuje oblast výzkumu a vývoje, nebo možná jsou podnikatelé v USA inovativnější. Podíl této fáze na celkovém počtu amerických venture capital investic je totiž více než dvojnásobný oproti evropskému. I v dalších dvou fázích je podstatný rozdíl. Zatímco v Evropě jsou investice relativně rovnoměrně rozděleny mezi fází započetí firmy a pozdější fáze (rozvoj při již zavedeném produktu, financování za účelem IPO exitu atd.), v USA převažují investice do pozdějších fází nad startovní fází téměř třikrát. Důvodem pro toto jednání může být fakt, že protože jsou fondy v Evropě více kontrolovány

a regulovány, jistota investic je o něco vyšší než v USA, kde je odvětví řízeno především trhem. Proto v USA investoři raději volí jistější pozdější fáze a v Evropě si naopak mohou dovolit investovat i do jinak vysoce rizikových počátečních fází.

Dále se podíváme na srovnání amerických a evropských investic do jednotlivých hospodářských sektorů. K ucelení představy nám pomůže graf, který představuje podíly nejdůležitějších sektorů na celkovém objemu investic v USA a v Evropě, jimiž jsou především průmyslové výrobky a služby, spotřební výrobky a služby a jejich distribuce, finance, komunikace, IT (do této kategorie jsem v rámci potřebného ucelení kategorizace zahrnula sektory jako vývoj software, počítačů, služeb spojených s nimi a jinou elektrotechnologii), přírodní vědy (biotechnologie, medicína, zdravotnictví) a ostatní (které měly na jednotlivých objemech relativně malé podíly a kvůli autorské rozdílnosti výročních zpráv byly nesrovnatelné).

Graf č. 5: Podíly jednotlivých cílových sektorů na rozdělení venture capital investic v USA a v Evropě



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z: *NVCA Yearbook 2001* a *EVCA Yearbook 2001*

Stejně jako u předchozího grafu je zřejmé, že evropské investice jsou obecně více rozprostřené než americké, které se soustřeďují více kolem jedné fáze nebo dvou či tří sektorů.

Americkému trhu vládnou investice do informačních technologií a přírodních věd. Proč právě tato odvětví? Investice do přírodních věd, jako jsou

biotechnologie, farmaceutický výzkum a zdravotnictví obecně, budou pravděpodobně perspektivní vždy, protože to jsou oblasti, které jsou pro lidstvo vždy životně důležité, a jejich vývoj je stále na pořadu dne. Totéž platí pro Evropu. V druhé nejdůležitější skupině, kterou představují informační technologie, se však podíl amerických a evropských investic již dost liší. Spojené státy americké byly vždy centrem pro rozvoj nových technologií, které jsou rozvíjeny ve značné míře v univerzitním prostředí a silně podporovány státem. Je logické, že pak v USA vznikají perspektivní firmy zabývající se IT a tak lákají mnoho investorů.

Evropské investice jsou na rozdíl od amerických více rozmělněné. Samozřejmě přírodní vědy a IT pro svou aktuálnost, perspektivnost a díky tomu slibný budoucí výnos zabírají stejně jako ve spojených státech první dvě místa co do podílu na celkovém objemu investic, na úkor podílu informačních technologií se zvyšují podíly především investic do komunikace a výrobních podniků (průmyslové a spotřební výrobky a služby). Evropa je oproti USA více zaměřena na rozvoj komunikace a celoplošné zasíťování. Evropa je relativně hustě osídlená ve většině oblastí, státy a firmy kladou důraz na to, aby komunikační sítě sahaly do všech koutů, protože to může představovat konkurenční výhodu. V USA se osídlenou centralizuje kolem několika nejvýznamnějších bodů a celoplošné pokrytí území není pro firmy lákavé, protože některé oblasti by byly zaručeně ztrátové. Co se týče investování do průmyslových a spotřebních výrobků a služeb, je rozdíl mezi USA a Evropou ještě patrnější. Domnívám se, že důvodem pro tak nízké procento tohoto sektoru v USA je způsobeno tím, že Spojené státy drtivou většinu výrobků importují ze zahraničí. Pokud se výrobou nezabývají, není pak mnoho firem v sektoru, do kterých by mohly investice plynout.

3.6 Atraktivita trhů

V poslední části této kapitoly bych se chtěla zaměřit na porovnání jednotlivých světových trhů z hlediska atraktivity pro private equity a venture

capital investice. K tomu je nutné představit tzv. Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, který vznikl na základě výzkumného projektu iniciovaného IESE Business School v Barceloně v roce 2006 a který se od té doby sestavuje každoročně.

Dříve než investor vstoupí na nový trh, s jehož podmínkami není obeznámen, musí nejprve v zájmu žádoucího úspěchu nedostatek informací doplnit, což je nejen finančně, ale i časově náročné. Účelem tohoto indexu je tedy poskytnout investorům jednoduchou ucelenou informaci o stavu trhu jednotlivých zemí na světě, která bere v úvahu nejdůležitější faktory, které mají na investora při vstupu, působení a výstupu vliv. Jednotlivé faktory jsou seskupeny do kategorií a index je pak součtem jejich hodnot. Hodnota kategorie je dána poměrem faktorů, které obsahuje, ku celkovému počtu všech faktorů. Ze studie faktorů je pak jasné, jaké silné a slabé stránky země má a investorovi to tak může pomoci se rychleji zorientovat a zaměřit se rovnou především na problémové oblasti. Celkový index atraktivity trhu pro private equity a venture capital se dá spočítat i jako index dílčích oblastí – z faktorů se pak vypustí ty, které neovlivňují příliš buď private equity nebo venture capital.

Indexové kategorie jsou:

→ **Economic Activity/ Ekonomická aktivita** – stav hospodářství jistě ovlivňuje tržní aktivitu. Rostoucí ekonomika, nezaměstnanost a další podporují podnikatelskou aktivitu a vytváří tak atraktivnější prostředí pro investory.

→ **Depth of Capital Market/ Rozvinutost kapitálových trhů** – podle studie Black and Gilson (1998)[40] existuje významný rozdíl mezi ekonomikou, která má kapitálový trh orientovaný na banky a která na burzu. Dobře vyvinutý burzovní kapitálový trh podporuje exity ve formě IPO podstatně lépe než silný bankovně orientovaný trh, který není příliš efektivní v podporování procesu uzavírání PEVC

[40] BLACK and GILSON (1998) in: GROH A., LICHTENSTEIN H., LIESER K.: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*, 2011 annual, str. 13

kontraktů. Dalšími faktory jsou rozvinutost kreditního trhu, úroveň IPO, fúzních a akvizičních aktivit a další.

→ **Taxation/ Daňové prostředí** – daňové prostředí ovlivňuje obecně vstup na trh a výstup z něj a daňové pobídky mohou zároveň podporovat podnikatelské prostředí, které láká private equity investory.

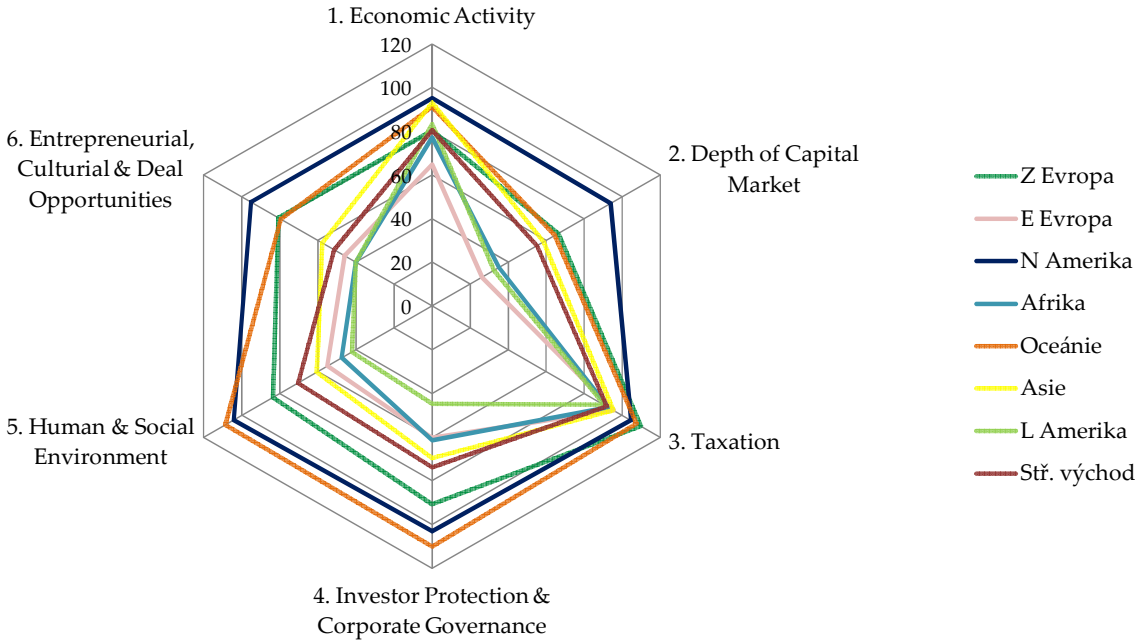
→ **Investor Protection & Corporate Governance/ Ochrana investorů a Corporate governance** – právní struktura a ochrana vlastnických práv obecně ovlivňuje pozitivní investiční prostředí a schopnost firem získat zahraniční financování.

→ **Human and Social Environment/ Pracovní a sociální prostředí** – do této kategorie patří faktory jako flexibilita pracovního trhu, míra vzdělanosti pracovníků, pracovní zvyky ovlivněné kulturou (míra korupce a další), které mají vliv na kvalitu pracovníků a tedy kvalitu výkonů místních firem.

→ **Entrepreneurial, Cultural & Deal Opportunities/ Podnikatelské, kulturní a jednací příležitosti** – míra inovativnosti, úroveň výzkumu a úroveň podmínek při zakládání společností ovlivňují silně počet a charakteristiku nově vzniklých a rostoucích podniků a jejich očekávání obdržení investičního kapitálu.

Složením vah těchto kategorií dostaneme souhrnný index atraktivity jednotlivých trhů. Podle této studie je v současnosti nejatraktivnějším trhem USA, kterému byla přepočtem přidělena hodnota 100, a ostatní indexy se odvíjejí od této základní hodnoty. Na druhém místě tak skončilo Spojené království a Kanada s indexem 93,3. Graf č. 6. nám pak ukazuje, jak si stojí v porovnání s ostatními hlavní světové regiony (index v současné době hodnotí 80 zemí z celého světa).

Graf č. 6: Hodnoty jednotlivých kategorií tržní atraktivity světových regionů pro rok 2011



Zdroj: vlastní zpracování podle dat z: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*

Každý paprsek grafu představuje jednu z hlavních kategorií indexu. Celkové postavení zemí jedné vůči druhé je zřejmé na první pohled – čím je velikost plochy ohraničené křivkou představující jednotlivý region větší, tím atraktivnější je trh pro PEVC investice.

Z grafu je viditelné, že nejatraktivnějším trhem je tak oblast severní Ameriky, dále západní Evropa, Oceánie, dále Asie a střední východ jsou přibližně na stejné úrovni a na konci pak zůstává východní Evropa a úplně poslední Latinská Amerika. Toto potvrzuje již dřívější konstatování, že USA a Evropa (především tedy západní) jsou hlavními trhy pro private equity. Neznamená to však, že by se nemělo investovat do méně atraktivních trhů. Jednotlivé země mají sice svá negativa, která investici budou ztěžovat a činit ji více rizikovou, na druhou stranu konkurence v tomto odvětví na rozvíjejících se trzích není tak vysoká jako na trzích vyspělých. Dále výhoda rychle rostoucích ekonomik (jako jsou například země BRIC) je, že nutně potřebují financování a je v nich potenciál zlepšení podmínek, které nejsou v současnosti příliš příznivé. Na druhou stranu ne všechny podmínky se ideálně zlepší v krátkodobém horizontu, vývoj

ekonomiky je zdlouhavý proces, a tak musí investor před vstupem na trh rozvíjející se ekonomiky vždy důkladně zvážit všechna pozitiva i negativa budoucí investice.

4 Vyšší šance na úspěšný IPO exit - alternativní investiční trh

V druhé kapitole jsem vyložila, že IPO je oproti ostatním exitům jednoznačně nejvýnosnější, a protože vysoký výnos je hlavní důvod investování do private equity (nemůžeme říci, že je to důvod jediný, zcela jistě je ale nejvýznamnější), je logicky také nejžádanější formou exitu.

Vstup na renomované burzy je však relativně komplikovaný, zdlouhavý a především značně nákladný. Pro firmy, které nevykazují ještě valné zisky (poněvadž jsou v brzkých stádiích vývoje), je prakticky nedostupný. I tento fakt tak může odrazovat venture capital investory, aby investovali do začínajících firem ve start up nebo early stage fázi, protože vývoj firmy do doby, než by byla schopna vstoupit na burzu, by mohl trvat značnou dobu a ne všichni venture capital investoři mají zájem vložit svůj kapitál na dobu např. 10 let. Orientují se tak na firmy v pozdějším stádiu vývoje nebo na buy out transakce.

Aby byly odstraněny tyto hlavní nevýhody velkých veřejných trhů a vstup byl umožněn i menším, mladým, inovativním a perspektivním firmám, vznikly nové investiční trhy, jejichž podmínky pro vstup jsou snadněji dosažitelné. Kontrola je mírnější a i náklady jsou podstatně nižší než u velkých známých burz. Tyto trhy často vznikají jako dceřiné trhy velkých veřejných trhů. Jsou to například TSX Ventures v Torontu, KOSDAQ v Jižní Korei, NASDAQ v New Yorku, New Connect v Polsku a další. Nejznámější a jeden z nejvýznamnějších je však londýnský AIM – Alternative Investment Market of London, což je mezinárodní trh pro malé a střední podniky, který spadá pod London Stock Exchange.

V této kapitole se tedy snažím objasnit, jaká je struktura trhu AIM a především zdůraznit výhody, které představuje pro venture capital investory a které se na závěr snažím dokázat daty založenými na vlastních analytických výpočtech.

4.1 Charakteristika AIM trhu

Již od 80. let se britské vlády snažily rozvinout schopnost malých a středních firem získat externí zdroje. Většina pozornosti podniků se tak orientovala na business angely a venture capital investory. Vlády však pobízely i londýnskou burzu, aby zpřístupnila trh i menším firmám. Alternativní investiční trh (AIM) v Londýně byl tak založen v roce 1995 jako součást London Stock Exchange jako trh poskytující služby uspokojující potřeby malých a středních podniků, které jej jasně odlišovaly od hlavního trhu (Main Market). Koncem 90. let (tedy relativně brzy po počátku) však přišla dot-com krize, po které následovala krize kapitálových trhů v letech 2000-2001. AIM ji nicméně přežil mnohem lépe než jiné investiční trhy, protože tato burza byla podstatně méně závislá na akciích technologických firem než ostatní burzy.

Od roku 2002 začal AIM lákat zahraniční firmy, nejprve z Commonwealth zemí a ze Spojených států. Důvodem proč americké firmy, přesto že na svém území mají k dispozici vyspělé trhy, přišly na AIM v Londýně je ten, že AIM poskytuje levnější a méně komplexní prostředky k vstupu na veřejný trh a lépe se tak hodí pro menší firmy[41]. Od té doby se trh stal mezinárodním a díky zahraničním firmám začala také průměrná hodnota IPO od roku 2005 stoupat.

Příkladem firmy původně financované private equity firmou je společnost HaloSource, americká firma sídlící v americkém Seattlu zabývající se poskytováním technologií čištění vody do rozvíjejících trhů, která v říjnu 2010 vstoupila na AIM. Private equity firma Origo Partners, která do firmy investovala $10 miliónů, prodala při vstupu 60 % svého podílu a přišla tím k $11 miliónům v hotovosti.[42] 6 miliónů se tak zhodnotilo na 11, což je nárůst přes 80 %. Na období ne zcela ještě zbavené krize bychom mohli říci, že to je velice uspokojivé číslo.

---

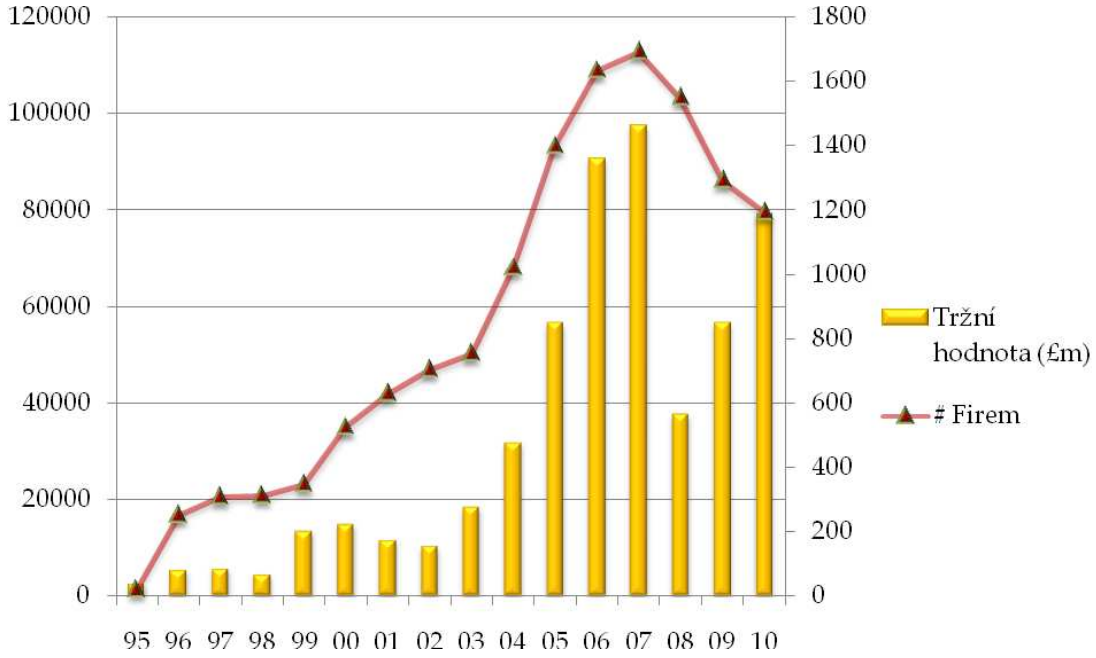
[41] ARCOT S., BLACK J., OWEN G.: *From Local to Global: The raise of AIM as a stock market for growing companies*, London School of Economics, 2007, str. 5, dostupné na: http://www.lse.ac.uk/collections/law/staff%20publications%20full%20text/black/AIMFullreportV5.pdf

[42] AltAssets: Origo Capital-backed water company HaloSource dives into AIM, dostupné na: http://www.altassets.net/private-equity-news/article/nz19422.html

AIM však stále zůstává zaměřen především na malé a střední firmy. Dnes je AIM světovým vedoucím trhem pro malé a rostoucí podniky a celková hodnota tržní kapitalizace postupně stoupá. I přes finanční krizi v roce 2009 navýšil celkový kapitál o 5,5 miliard liber, z toho 4,7 miliard[43] bylo z druhotného emitování akcií. Fakt, že investoři byli ochotni koupit nově emitované akcie i v období krize, svědčí o tom, že firmy na AIM lze obecně považovat za perspektivní a trh se těší důvěře investorů. Ve skutečnosti je AIM jediným z hlavních alternativních trhů, který přežil dva celé ekonomické cykly. Působí na něm firmy ze zhruba 40 různých sektorů, především z ropného, těžebního, finančního průmyslu a z oblasti nemovitostí (viz. tabulka č. 13) a celkově působí AIM i jako odrazový můstek pro vstup na hlavní trh. Na druhou stranu, pokud se na hlavním trhu firmám nedaří, často přechází z něj na AIM, což je fenomén zejména posledních krizových let.

Následující grafy č. 7 a 8 a tabulka č. 11 charakterizují vývoj velikosti trhu a jeho současné složení.

Graf č. 7: Vývoj velikosti trhu AIM v letech 1995 – 2010

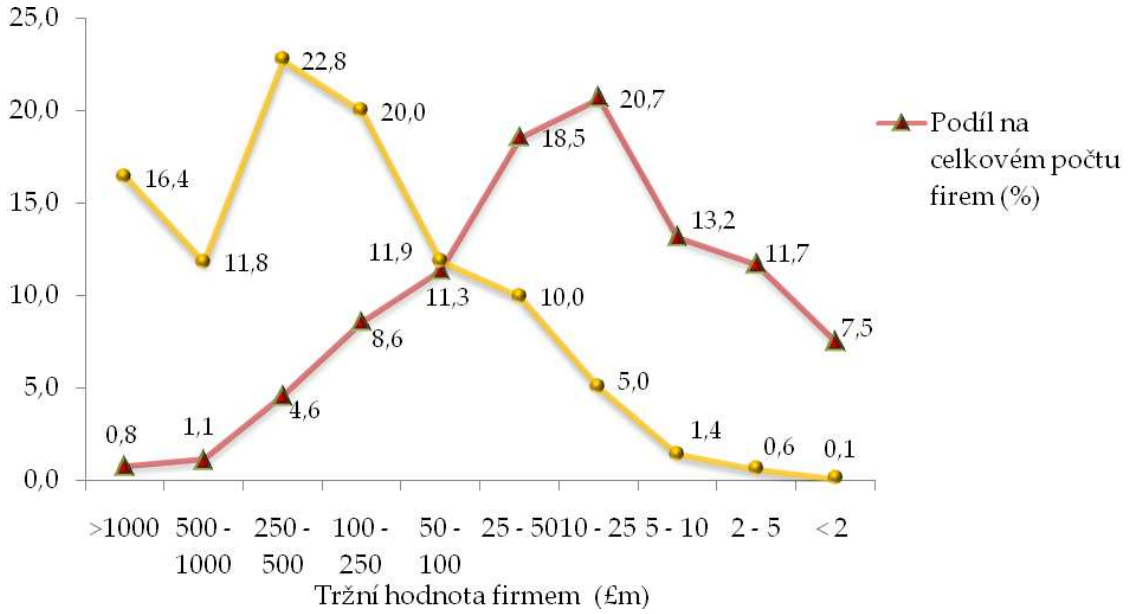


Zdroj: London Stock Exchange statistics, květen 2011

[43] LONDON STOCK EXCHANGE: A guide to AIM, London Stock Exchange plc and White Page Ltd, 2010, str. 4, dostupné na: http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf

Celková tržní hodnota AIM relativně koresponduje také s počtem firem, které jsou na trhu obchodovány, a z dlouhodobého hlediska je zjevné, že trh roste (i přes pokles během krize v letech 2008-2009 byla celková hodnota trhu než v roce 2003, tj. před nástupem boomu v roce 2004). Od roku založení vstoupilo na AIM již více než 3100 firem, které navýšily svou tržní hodnotu o více než 67mld liber.[44]

Graf č. 8: Podíl firem jednotlivých velikostí na celkovém počtu firem a celkové hodnotě trhu



Zdroj: London Stock Exchange statistics, květen 2011

Z grafu je jasně vidět, že AIM je stále útočištěm pro malé podniky, protože drtivá většina firem obchodovaných na AIM nepřekračuje svou tržní hodnotou 1 miliardu liber. Nicméně je zde znát vliv menšiny největších firem, jichž je (rozdělíme-li graf podle pomyslné symetrické osy, což graf sám svým tvarem nabízí) necelých 27 % a představují přes 82 % celkové hodnoty trhu, zatímco zbylých více než 70 % malých firem zaujímá v celkovém objemu trhu pouhých 17 %. V současné době tak rozdělení AIM trhu představuje klasický příklad rozevřených nůžek. Je to způsobeno především přílivem větších zahraničních

[44] LONDON STOCK EXCHANGE: A guide to AIM, London Stock Exchange plc and White Page Ltd, 2010, str. 4, dostupné na: http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf

firem, pro které je vstup na AIM výhodnějším způsobem, jak si zaopatřit dodatečný kapitál, i přesto, že by měly šanci vstoupit i na větší trhy.

Následující tabulka pak ukazuje, jaké je zaměření jednotlivých firem obchodovaných na AIM. Vidíme, že technologie nemají na trhu až tak zásadní postavení jak by se dalo čekat, protože technologické zaměření je pravděpodobně jedno z nejčetnějších ze všech start up fází vůbec (přesto nelze říci, že by jejich zastoupení bylo nepodstatné). Je to pravděpodobně způsobeno tím, že IT firmy a jim podobné vznikají hodně ve spojených státech a burza NASDAQ je hodně technologicky orientovaná a IT firmy mají často velmi rychlý start a mohou tedy na ni vstoupit.

Tabulka č. 11: Rozdělení počtu firem na AIM a jejich tržní hodnoty podle sektoru působení

Sektor	# Firem	% celkového # firem	Tržní hodnota	% celkové tržní hodnoty
Energetické zdroje	119	10,30%	18 260	23,48%
Přírodní zdroje	162	14,03%	16 638,4	21,39%
Průmyslové výrobky	213	18,44%	7 364,4	9,47%
Spotřební zboží	61	5,19%	3 166,2	4,07%
Health Care	60	5,19%	3 744,0	4,81%
Spotřební služby	132	11,43%	6 369,9	8,19%
Telekomunikace	13	1,13%	1 033,0	1,33%
Spotřební energie	12	1,04%	810,0	1,04%
Finance	269	23,29%	14 715,5	18,92%
Technologie	114	9,87%	5 678,3	7,30%
Celkem	**1 155**		**77 780**	

Zdroj: London Stock Exchange statistics, květen 2011

Na AIM tedy převažují především firmy specializující se na těžbu a zpracování zdrojů (ať už přírodních nebo energetických), průmyslové výrobky a finance, a to jak početní proporcí, tak tržní hodnotou. Obecně bych však řekla, že rozprostření trhu mezi sektory je relativně vyrovnané, protože i přesto, že některé sektory jsou trochu početnější, žádný nepřekračuje při celkem malému počtu sektorů ani 25 % trhu.

4.2 Důvody pro vstup na AIM

Nyní bych chtěla shrnout, jaké jsou ony nesporné výhody, kterými AIM disponuje oproti velkým hlavním trhům a umožňuje tak i menším firmám v raném stádiu podniku vstoupit na burzu a stát se obchodovatelnými. Výhody jsou především:

→ **Dostupnost**: oproti velkým veřejným trhům nestanovuje AIM minimální kritéria pro[45]:

- **velikost firmy** – na AIM může vstoupit firma jakékoliv velikosti na rozdíl od hlavních trhů, kde je minimální tržní hodnota firmy, která chce nabídnout své akcie veřejnosti, stanovena. Main Market londýnské burzy má oproti tomu například kritérium pro vstup minimální tržní hodnotu firmy 700 000 liber.
- **podíl akcií v rukou veřejných investorů** – AIM nevyžaduje žádný podíl v rukou soukromých investorů, zatímco Main Market vyžaduje podíl alespoň 25 %.
- **finanční zpráva** – protože AIM podporuje především malé podniky, které často v raných fázích nevykazují zisk, nevyžaduje se pro vstup na trh žádná zpráva zachycující finanční minulost firmy. Main Market však pro vstup na trh vyžaduje údaje alespoň za poslední 3 roky.
- **souhlas bývalých akcionářů** – souhlas bývalých akcionářů s transakcemi je vyžadován pouze v případě zpětného převzetí nebo opravdu stěžejních rozhodnutích. Na Main Market je souhlas vyžadován u vícera typů speciálních transakcí.
- **kontrola dokumentů před vstupem na burzu** - přístupové dokumenty nejsou před zahájením procesu vstupu na AIM

[45] porovnávací data převzata z: PWC: *London Stock Exchange Listing Requirements*, dostupné na: http://www.pwchk.com/home/eng/ipo_cmsg_lse.html

kontrolovány. Při vstupu na Main Market je nutné podstoupit kontrolu dokumentů od Financial Services Authority.

- **funkce poradců a makléřů** – na AIM je činnost poradců a makléřů ve prospěch firmy vyžadována po celou dobu, zatímco na Main Market pouze při vstupu a při zvláštních transakcích. Malé firmy mají tak nepřetržitě k dispozici rady zkušených obchodníků.
- **corporate governance** – pro fungování na AIM stačí, aby firma dodržovala opatření předem dohodnutá s poradcem. Na Main Market je nutno držet se daného řádu.

→ **jednoduchý přístupový proc**es – aby mohla firma vstoupit na AIM, musí zajistit následující[46]:

- najmout si poradce, tzv. Nomad (Nominated Adviser) z oficiálního seznamu – Nomad má za úkol posoudit, zda je firma připravena pro vstup na trh, vysvětlit manažerům pravidla a po vstupu na trh dohlíží na dodržování pravidel
- najmout makléře (může být zároveň Nomad), který firmě pomůže sehnat vhodné investory
- najmou právního a účetního poradce a v neposlední řadě poradce na vztahy s investory, který zajistí kvalitní přísun informací manažerům firmy

→ **regulace** – všechny firmy jsou povinny zpřístupnit informace o jejich finančním výkonu a také další informace, které by mohly ovlivnit budoucí výsledky obchodu s akciemi a výši akcií. Na druhou stranu nemusí poskytovat dokumenty dokládající změnu strategie, pokud je vytvoří náhle a v rámci úspory nákladů.

→ **mezinárodní aspekt** – AIM je trhem mezinárodním, což oproti jiným trhům přináší výhodu širokého spektra investorů ze všech zemí světa a různých

[46] BARROW P:. *Essential Business Finance : a Complete Guide to Starting, Expanding and Selling Your Business*, 2. vydání, Kogan Page Ltd, 2009,, str. 72, in Proquest

zkušeností. Navíc to také umožňuje firmám z celého světa se k těmto investorům dostat. Dále je trh daňově zvýhodněn. Akcie firmy jsou pro daňové účely považovány za neobchodovatelné pro některé daňové položky, např. pokud jsou akcie v jednom roku ztrátové, může si investor v dalším roce ztrátu odečíst ze zisku.[47] Toto a jiné pobídky samozřejmě láká ještě více investorů, což je z hlediska venture capital investora, který působí ve firmě před jejím vstupem na AIM, výhodné, protože široké spektrum investorů skýtá vyšší potenciál k násobení hodnoty při IPO.

→ **výhody veřejného trhu** – stejně jako jiné veřejné trhy poskytuje AIM vstupujícím firmám značné výhody:

- navýšení kapitálu pro další růst a akvizice
- možnost exitu venture capital investora
- zviditelnění firmy, zlepšení reputace
- rozšíření základny akcionářů
- poskytnutí korektního ocenění firmy

V porovnání s ostatními trhy je AIM druhým největším „junior" veřejným trhem na světě (větší je TSX Ventures v Kanadském Torontu) a zároveň je jediným mezinárodním trhem. I přesto, že je AIM velkým trhem, není podle mého názoru trhem nejznámějším. Tím je pravděpodobněji New Yorský NASDAQ, který je také trhem pro mladé rostoucí firmy, je však zaměřen spíše na firmy působící v oboru technologie. Pro ilustraci nákladů AIM uvádím tabulku srovnávací náklady na působení na AIM a na NASDAQ, kterou zpracovala firma Canaccord Adams, která je sama obchodovaná na AIM.

Jak vidíme, AIM je podstatně levnější než např. NASDAQ a i proto je vhodná pro malé firmy, které musí v době ne příliš vysoké ziskovosti brát v úvahu veškeré náklady.

[47] WATSON, FARLEY& WILLIAMS: AIM – The Alternative Investment Market, str. 18, dostupné na: http://www.wfw.com/Publications/Publication603/$File/AIM%20Guidance%20Notes.pdf

Tabulka č. 12: Porovnání ročních nákladů působení na AIM a NASDAQ

	NASDAQ ($)	AIM ($)
Directors and officers insurance	c.500,000	c.100,000
Directors fees and expenses	c.150,000	c.150,000
Annual audit fees	c.300,000	c.150,000
404 Compliance	c.500,000	N/A
Legal fees	c.300,000	c.300,000
Internal costs for SEC and Exchange compliannce	c.300,000	N/A
SEC filing expenses and listing fees	c.35,000	c.7,000
Nomad expenses	N/A	c.90,000
Other (investor relations, mailing etc)	c.250,000	c.125,000
Total approximate cost	c.2,335,000	c.922,000

Zdroj: CANACCORD ADAMS: *'AIM: a global financing alternative for small-cap companies'*, Executive Briefing Series 2006, in ARCOT S., BLACK J., OWEN G.: *From Local to Global: The raise of AIM as a stock market for growing companies*, London School of Economics, 2007, str. 40,

4.3 Analýza trhu AIM London

4.3.1 Teoretická stránka analýzy AIM

V této části kapitoly bych chtěla objasnit účinnost AIM trhu z dvou různých úhlů pohledu – z pohledu venture capital fondu, který má zájem, aby firma vstoupila na burzu, a z pohledu investora, který na burze působí. Abych mohla zjistit účinnost, zvolila jsem porovnání výkonu AIM a výkony burz, které považuji za nejvhodnější. Cílem analýzy je tak zjistit, zdali je AIM úspěšným trhem a vhodnou volbou pro exitovou IPO formu výstupu z venture capital investice.

Abych dostala objektivně vypovídající výsledky, zvolila jsem následující indikátory, podle kterých budu trhy porovnávat:

1) **Return on Investment (ROI)** nebo výnosnost investice je podíl zisku z investice na její celkové počáteční hodnotě. V této práci jsem se rozhodla použít roční aritmetickou ROI. Vzorec pro výpočet je tedy takovýto:

ROI = (Closing value – Initial value)/ Initial value

2) **Volatilita** - volatilitu použiji k vyjádření rizika trhu. Čím „rozházenější" jsou jednotlivé hodnoty trhu, tím méně se dá předpovídat budoucí vývoj. Volatilitu zjistíme pomocí variačního koeficientu. Jeho výhodou je, že podle něj lze porovnat dvě skutečnosti, které nemají shodné jednotky měření. Koeficient vypočítáme takto:

CoV = σ/μ, kde:

σ je směrodatná odchylka, počítaná podle vzorce: $\sigma = \sqrt{\frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}(x_i - \mu)^2}.$

a **μ** je aritmetický průměr

3) **Korelace** – dále pomocí korelaci zjistíme, jak pevně je AIM vázána na ostatní trhy

Pro porovnání jsem použila tyto indexy:

- **FTSE AIM All-Share Index** – burzovní index skládající se ze všech společností obchodovaných na AIM, které vyhovují podmínkám pro likviditu a free float (část základního kapitálu společnosti, která je veřejně obchodovatelná, ale kterou nevlastní strategičntí investoři[48]).
- **FTSE All-Share Index** – tržní hodnotou vážený index představující výkon všech společností obchodovaných na London Stock Exchange, které splňují podmínky likvidity, velikosti, free float a další.
- **NASDAQ Composite (National Association of Securities Dealers Automated Quotation Systém)** – na předchozích stranách již zmiňovaný NASDAQ je největším elektronickým obchodním trhem s kapitálovými cennými papíry ve Spojených státech. NASDAQ poskytuje financování malým a rozvíjejícím se firmám především technologického zaměření a je velice efektivní. Proto je dobře porovnatelný s AIM.

[48] ČESKÁ SPOŘITELNA: Investiční příručka, str. 1 dostupné na: http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Investicni_prirucka.pdf

4.3.2 Výsledky analýzy AIM

Pro stanovení výnosnosti investic jsem jako výchozí údaje vzala v úvahu statisky indexů FTSE AIM All-Share, FTSE All-Share a NASDAQ Composite a společně s vypočítanou ROI je uvádím v této tabulce:

Tabulka č. 13: Výkony jednotlivých trhů v letech 1999 – 2010

	FTSE AIM All-Share		FTSE All-Share		NASDAQ Composite	
Rok	**Closing i.**	**ROI**	**Closing i.**	**ROI**	**Closing i.**	**ROI**
31.12.2010	933,63	42,72%	3062,85	10,94%	2700,08	18,99%
31.12.2009	654,17	70,68%	2760,80	30,76%	2269,15	43,89%
31.12.2008	383,27	-63,25%	2111,37	-35,91%	1577,03	-40,54%
31.12.2007	1042,80	-1,12%	3294,60	2,27%	2652,28	9,81%
31.12.2006	1054,60	0,81%	3221,42	13,15%	2415,29	9,52%
31.12.2005	1046,10	5,23%	2847,02	18,10%	2205,32	1,37%
31.12.2004	994,10	21,48%	2410,75	10,03%	2175,44	8,59%
31.12.2003	818,30	36,16%	2190,98	18,70%	2003,37	50,01%
31.12.2002	600,98	-30,08%	1845,85	-27,11%	1335,51	-31,53%
31.12.2001	859,50	-40,22%	2532,47	-15,13%	1950,40	-21,05%
29.12.2000	1437,76	-25,61%	2983,81	-7,97%	2470,52	-39,29%
31.12.1999	1932,68		3242,06		4069,31	

Zdroj: statistiky Google Finance: *FTSE AIM All-Share Index historical prices a FTSE All Share historical prices,* Yahoo Finance: *NASDAQ Composite (^IXIC)*

Z tabulky je patrné, že ani u jedné burzy není vývoj jasně předvídatelný. Čísla nejsou na první pohled příliš vypovídající, zpracovala jsem je podle předešlých kritérií následovně:

Tabulka č. 14: Výsledky zpracování dat jednotlivých trhů v letech 1999 - 2010

	FTSE AIM		FTSE All-Share		NASDAQ	
	CI	**ROI**	**CI**	**ROI**	**CI**	**ROI**
Průměr	979,82	**1,53%**	2708,67	**1,62%**	2318,64	**0,89%**
Median	963,87	0,81%	2803,91	10,03%	2237,24	8,59%
Směr.odch	402,26		486,43		683,67	
CoV	**0,41**		**0,18**		**0,29**	
Ø Pozitivní roky		**29,51%**		14,85%		20,31%
Ø Negativní roky		-32,05%		-21,53%		**-33,10%**

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z tabulky č. 13

Abych mohla zhodnotit výkonnost jednotlivých trhů, vypočítala jsem průměrnou ROI za celé období 1999 – 2010. Vychází nám tak, že průměrná roční

výnosnost AIM trhu je 1,53 %, 1,62 % celé londýnské burzy a 0,89 % trhu NASDAQ. Z tohoto hlediska bychom mohli říci, že nejvýhodnější pro firmu je být obchodována na hlavním londýnském trhu. Abychom však výnosnosti správně porozuměli, musíme vzít v úvahu, že AIM a NASDAQ jsou trhy pro malé firmy, na kterých má značné zastoupení sektor technologie (především na NASDAQ), a tak na ně měla dot-com krize větší dopad než na velký trh FTSE. Krize v roce 2008 postihla celý svět a je logické, že menší a slabší firmy více, protože neměly oproti velkým firmám mnoho záložního kapitálu. Tyto roky způsobily na AIM a NASDAQ velké propady, podstatně větší než na FTSE.

Porovnáme-li však pozitivní a negativní výnosové roky zvlášť, zjistíme, že trhy zaměřující se na menší a mladé firmy mají tendenci zacházet více do extrému. V pozitivních letech je průměrný roční výnos AIM za posledních 10 let 29,51 %, což je o 14,47 procentních bodů více než je průměrný roční výnos FTSE v pozitivních letech, který je 14,85 %. Na druhou stranu v období propadu trhů ztrácí AIM ročně průměrně – 32,05 % hodnoty, jedná se o propad o 10,52 procentních bodů hlubší než v případě FTSE, který má průměrnou hodnotu ztráty – 23,53 %. Tato situace dokazuje, že alternativní trh je mnohem citlivější na změny, než hlavní trh. Opodstatnění je logické – malé perspektivní firmy v době boomu snadněji dosáhnou vysokého hodnocení, protože se většinou jedná o inovace, ve kterých se skrývá potenciál do budoucna. Na druhou stranu v době krize nemají dostatečné zázemí pro udržení situace a jsou tak ztrátovější.

Další krok, který jsem učinila, bylo vypočítání variačního koeficientu jako ukazatele volatility. Čím vyšší variační koeficient, tím vyšší volatilita a tím méně se dá vývoj předvídat, což zvyšuje riziko investic. Hodnota koeficientu pro AIM trh je 0,41 (což se nezdá příliš vysoké v porovnání s hodnotami koeficientu při předešlé analýze investic do jednotlivých fází firmy, musíme však brát v úvahu, že index trhu se pohybuje v podstatně nižších hodnotách, logicky tak bude koeficient nižší. Posuzování tak přizpůsobujeme konkrétní situaci.). To je více než dvojnásobek koeficientu pro hlavní trh, jehož hodnota je 0,18, a je to dokonce i

podstatně více, než je hodnota NASDAQ (0,29), kterého jsem určila jako „peer" market pro AIM. Investoři tak musí dbát více na opatrnost a měli by podporovat silnější risk management, který je však nákladnější, což samozřejmě znamená nevýhodu AIM.

Při korelační analýze jsem nejprve korelační koeficient pro vztah vývoje AIM a vývoje hlavního trhu FTSE a dále pak pro vztah vývoje AIM a vývoje NASDAQ. Tímto dostáváme zajímavé výsledky.

Tabulka č. 15: Korelační koeficient vztahu vývojů AIM, FTSE a NASDAQ

	FTSE All-Shares	NASDAQ
FTSE AIM	0,68	0,88

Zdroj: vlastní zpracování na základě tabulky č. 13

Tyto výsledky relativně korespondují s očekávanými výsledky. NASDAQ je trhem pro firmy podobného charakteru jako jsou firmy obchodované na AIM, proto je hodnota korelačního koeficientu pro vztah vývoje AIM a NASDAQ podstatně vyšší než koeficientu pro vztah AIM a FTSE. Nemůžeme ale říci, že by korelace s NASDAQ byla příliš těsná. Trhy se tedy budou pravděpodobně vyvíjet podobným směrem, hodnotově však odlišně. To je zřejmě i přes podobný charakter obchodovaných firem způsobeno odlišným zaměřením činnosti firem. Zatímco firmy obchodované na NASDAQ jsou zaměřené především na technologie, AIM má diverzifikovanější portfolio. Případný úspěch v technologickém odvětví nebude mít na AIM takový vliv jako na NASDAQ, naopak však při krizi bude mít nižší negativní dopad.

FTSE je velký trh s obrovskými stabilními firmami veškerého zaměření. Vývoj FTSE a AIM se tak nebude vyvíjet na základě stejných impulzů (pokud nebereme v úvahu vývoj světové ekonomiky jako takové, který ovlivňuje stejným směrem všechny trhy – pouze některé více než jiné).

Díky provedené analýze vyvozuji několik důležitých poznatků. AIM je pro venture capital investory výhodným trhem pro IPO exit portfoliové firmy, protože pravidla přístupu jsou mírnější než ta, která je nutno splňovat při vstupu na velké trhy. Oproti svému největšímu (co se týče prestiže) soupeři – americkému trhu NASDAQ - je AIM zaměřením mnohem univerzálnější, bude se na něm tak pohybovat širší spektrum investorů. Dále je působení na AIM méně nákladné, což manažeři malých podniků jistě zpočátku ocení. K tomu všemu je AIM v konjunktuře i průměrně výnosnější než je hlavní trh. Toto jsou bezesporu výhody, které činí z AIM lákavý prostředek ukončení venture capital investice.

Na druhou stranu je nutné si uvědomit, že přestože je AIM v konjunktuře výnosnější, je také rizikovější a v krizových letech podstatně ztrátovější než velké trhy. Je tak důležité správné načasování IPO, aby exit z investice přinesl očekávaný úspěch. A protože investoři kupující akcie na tomto trhu musí klást vysoký důraz na správný risk management a diverzifikaci, dobré jméno venture capital investora může pomoci firmě přilákat po vstupu na trh důležité instituce, které její akcie koupí.

Obecně bychom tak mohli říci, že AIM skýtá mnoho výhod i nevýhod. Pro venture capital investory však představuje především výhody a ti se tak musí svým předešlým působením a jednáním při IPO exitu snažit o co největší eliminaci nevýhod druhých, aby IPO bylo úspěšné.

Závěr

Private equity investování je důležitým prvkem investičního a vůbec finančního sektoru a i přesto, že např. v Evropě dosud není příliš využíváno a tvoří pouze zlomek procenta hrubých domácích produktů, je jeho role v ekonomice nezanedbatelná.

Cílem této diplomové práce bylo objasnit strukturu a základní fungování Private Equity odvětví a jeho členění, charakterizovat hlavní subjekty zapojené do financování a objasnit proces financování.

Private Equity představuje velice specifickou formou financování, jež nabývá na důležitosti především v posledních 30 letech. Jedná se o investice do podniků, které nejsou veřejně obchodovatelné. Na rozdíl od bank, které běžně poskytují podnikatelské úvěry a další formy financování, za něž vyžadují mimo pravidelné splácení ještě úroky, poskytnou investoři firmě kapitál bezúročně a bez nutnosti splácení. Za svou investici obdrží podíl na firemním majetku, akciích nebo rozhodovacích právech. Investor není pouze poskytovatel financí, současně s investicí se často osobně angažuje v dalším rozvoji podniku, k čemuž využívá své manažerské zkušenosti, znalosti z oboru a rozsáhlou síť kontaktů. Vidíme tak, že private equity není pro firmu pouze zdrojem financí, je také pramenem zkušeností, které společně s financemi pomáhají vytvářet přidanou hodnotu. Tento typ financí mohou navíc obdržet i firmy na úplném počátku fungování, což je období, ve kterém se větší finanční obnos od banky obdrží za velmi tvrdých podmínek splácení nebo vůbec. Private equity je tak díky poskytování financí v úvodní fázi podnikání motorem pro vývoj nových technologií, protože mnoho mladých a perspektivních firem by bez podpory investorů vůbec nevzniklo. Díky pomoci firmám, které mají vysoký růstový potenciál, dále pomáhají i k vytváření nových pracovních míst v perspektivních oborech.

Private equity je forma středně- až dlouhodobého financování a dělíme jej na dvě hlavní podskupiny. Jsou jimi venture capital, která představuje investice do podniků v brzkých stádiích vývoje a je většinou dlouhodobějšího charakteru, a buy out transakce, které představují střednědobý typ financování, jehož podstatou je odkup majoritního podílu firmy investorem často za použití finančních pák. Financování se pak realizuje nejčastěji přes fondy (jde však investovat i přímo do firmy, což dělají např. business angels), do kterých jednotliví investoři (jako např. penzijní fondy, univerzity, individuální investoři, pojišťovny a další) vloží svůj kapitál, který je pak spravován a investován vybranou skupinou manažerů. Private equity je obecně rizikovější než investice na veřejném trhu, zároveň jsou investice minimálně likvidní. Kompenzací k těmto nevýhodám však je v ideálním případě výnos mnohonásobně převyšující výnosy na veřejném trhu, který plyne z využívání neefektivity trhu (na neveřejném trhu je mnohem obtížnější orientace v informacích, protože není vyžadováno zveřejňování). Klíčovým faktorem úspěchu investora je tak správný výběr fondu se schopným managementem, který je díky svým zkušenostem a interním informacím schopen překonat průměrný výsledek trhu.

Stěžejní částí práce je třetí kapitola, která se zabývá analýzou odvětví z hlediska vývojových trendů především na americkém trhu, který je „kolébkou" tohoto způsobu financování a v současnosti je nejrozvinutějším a největším private equity trhem na světě. V úvahu jsem vzala statistická data o venture capital a buy out sektorech, které jsem následně zpracovala pomocí statistických ukazatelů trendů a stability.

V posledních 30 letech se objem financí plynoucí do firem prostřednictvím private equity investorů dlouhodobě zvyšuje. Vrcholu bylo dosaženo v roce 2000, kdy pouze v USA přibylo do odvětví 181 miliard dolarů. Významnou roli v rozprostření kapitálu mezi venture capital a buy out operace hrají penzijní fondy jako investoři. Jsou to instituce, které investují do odvětví nejvíce, především

v USA, a protože je jejich povaha nutí k větší averzi vůči riziku, investují především do buy out operací. Jejich objem proto značně převyšuje objem venture capitalu. I v Evropě, která představuje druhý nejvýznamnější trh, převažují buy out operace nad investicemi typu venture capital. Co se však týče rozdělení investic, je mezi Evropou a USA rozdíl. Protože je private equity v Evropě více regulováno a na investice je více dohlíženo, je jejich jejich rozmístění rovnoměrněji rozděleno mezi počáteční fáze vývoje firmy a fáze růstu. Naproti tomu v USA je private equity téměř čistě podnikatelskou záležitostí a záleží především na schopnostech manažerů a jejich jednání. Větší procento celkových investic tak směřuje spíše do fází vývoje, které jsou oproti počáteční fázi méně rizikové.

I když jsou USA a Evropa nejrozvinutějšími trhy v odvětví, z dlouhodobého hlediska je perspektivní orientovat se i na jiné trhy, kde existuje menší konkurence a i přes některé nepříznivé podmínky mají potenciál stát se v budoucnu atraktivními trhy. K porovnání trhů lze použít indexu atraktivity, který porovnává skupiny kritérií, které přímo ovlivňují private equity investice na trhu. Mimo severní Ameriku a západní Evropu jsou tak v současnosti perspektivní například Oceánie, střední východ, asijské oblasti jako Singapur, Čína, či ostatní země skupiny BRIC.

Dále jsem vyjasnila, proč je IPO nejžádanější formou exitu investice. Je to sice nejkomplikovanější a nejzdlouhavější forma, ale pokud je IPO úspěšné, návratnost investice je značná. Pokud se však jedná o veture capital investici, není pro firmu po několika letech vstup na burzu téměř možný (pokud se nejedná o velmi rychle se rozvíjející firmy zaměřené na informační technologie). Přesto se mohou venture capital investoři pokusit o IPO exit a nemusí do firmy vstupovat pouze z vidinou dlouhodobé investice. Pro malé rozvíjející se firmy existují alternativní investiční trhy, které jsou často tzv. juniorským trhem velkých burz. Nejvýznamnějším a jediným zcela mezinárodním alternativním trhem je AIM London, který spadá pod London Stock Exchange.

Ve čtvrté kapitole jsem se snažila zjistit, zdali je AIM trh výhodný pro IPO exit venture capital investice. Pro venture capital investory je to určitě výhodný trh, protože nabízí nižší nároky na vstup na trh a protože firmy, které na něj vstupují, jsou začínající a rozvíjející se. Je to také trh značně výnosný ve srovnání s trhem hlavním. Na druhou stranu povaha firem jej činí také rizikovějším. Dobrá příprava firmy na vstup je tedy velice důležitá a pomoc venture capital investora tak může být klíčem k úspěchu, protože nejen že díky svým zkušenostem může firmu dobře připravit, ale jeho dobrá pověst může po vstupu přilákat nové kvalitní investory a tím firmě pomůže i po svém výstupu z investice.

Domnívám se, že private equity je šancí pro začínající podnikatele a určitě by měli podnikatelé tento typ financování zvážit, pokud potřebují finance pro rozvoj podniku. Na rozdíl od bankovní půjčky se totiž firmě dostane i dlouholetých zkušeností z oblasti podnikání a otevře se nová síť kontaktů. Investor (hlavně v případě venture capital) počítá s možnými ztrátami v prvních letech, ztráta tedy firmu nemusí zruinovat, protože není nutno ještě splácet půjčku. Fakt, že investor za investici obdrží podíl ve firmě, bych považovala za spravedlivé vyrovnání proti všem výhodám, které financování poskytuje. Pokud panuje mezi partnery důvěra a jednají ve shodě, je to určitě vzájemně výhodný typ financování. Myslím, že i přes rozsáhlou finanční krizi, po které všichni nabádají k opatrnosti, tomuto odvětví nehrozí zánik a stane se nedílnou součástí mezinárodních finančních trhů.

Zdroje

Knižní zdroje a odborné články

[1] BARROW, P.: *Essential Business Finance: a Complete Guide to Starting, Expanding and Selling Your Business*, 2. vydání, Kogan Page Ltd, 2009,

ISBN: 978-0-7494-5398-5, [in Proquest, ID: 2049908441]

[2] CASELLI S.: *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Elsevier, New York, 2010, ISBN: 978-0-12-375026-6

[3] CASELLI, S., GATTI, S., *Venture Capital : A Euro-System Approach*, Berlin Heidelberg New York : Springer Verlag, 2004, ISBN: 3-540-40234-9

[4] CENDROWSKI H. MARTIN J. P., PETRO L. W., WADECKI A. A.: *Private Equity: History, Governance, and* Operations, John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, NJ, 2008, ISNB – 978-0-470-17846-1

[5] CUMMING D., editor: *Private Equity: Fund Types, Risk and Returns, and Regulation*, John Wiley and Sons, Hoboken, NJ, 2010 ISBN: 978-0-470-49915-3

[6] FRASER - SAMPSON, G. *Private* Equity *as an Asset Class*, 2. vydání, John Wiley & Sons, 2010, ISBN: 978-0-470-66138-3

[7] GERVASONI, A., SATTIN, F. L.: *Private equity e venture capital: manuale di investimento nel capitale di rischio*, 3. vydání, Milano: Edizioni Angelo Guerini e Associati, 2006, ISNB: 88-8335-594-6

[8] GOMPERS P. A., *A Note on the Venture Capital Industry*, Harvard Business School, 9-295-065, rev. July 12, 2001

[9] GRABENWARTER U., WEIDIG. T.: *Exposed to J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investment*, Euromoney Books, London,

ISBN: 1-84374-149-0

[10] INCE, Ö.: *Venture Capital and Investment Banking*, Pamplin College of Business, USA, 2009

[11] LERNER J., HARDYMON F., LEAMON A.: *A Note on Private Equity Fundraising, Harvard Business School*, 9-201-042, rev: August 13, 2007

[12] LERNER J., HARDYMON F., LEAMON A.: *Note on Private Equity Partnership* Agreement, Harvard Business School, 9-294-084, rev. August 14, 2007

[13] MÜLLER, K.: *Investing in Private Equity Partnership: The Role of Monitoring and Reporting*, GWV Fachverlage GmbH, 2008, ISBN 978-3-8349-0934-3

[14] POVALY, S.: *Private Equity Exits: DIvestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Springer Verlag Berlin Heidelberg, 2007, str. 123,

ISBN: 978-3-540-70953-4

[15] SATO A., ČERNOHLÁVKOVÁ E., TAUŠER J.: *Finanční strategie v mezinárodním podnikání*, ASPI, 2007, ISBN: 978-80-7357-321-8

Odborné články na internet a další internetové zdroje

[16] ALTASSETS: *Origo Capital-backed water company HaloSource dives into AIM*, [online]. [cit. 13-06-2011]

http://www.altassets.net/private-equity-news/article/nz19422.html

[17] ARCOT S., BLACK J., OWEN G.: *From Local to Global: The raise of AIM as a stock market for growing companies*, London School of Economics, 2007, [online]. [cit. 09-06-2011].

http://www.lse.ac.uk/collections/law/staff%20publications%20full%20text/black/AIMFullreportV5.pdf

[18] BAPAT, A.: *How to value startup and emerging companies?*, [online].

[cit. 01-05-2010]. http://www.cpd.ogi.edu/mst/capstone/startupvaluation.pdf

[19] CAMBRIDGE ASSOCIATES LLC: *Private Equity and Venture Capital Funds Closed 2010 with Seventh Consecutive Quarter of Positive Returns, According to Cambridge Associates' Benchmarks*, [online]. [cit. 08-06-2011], https://www.cambridgeassociates.com/about_us/news/press_releases/30.%20PE%20adn%20VC%20Funds%20Closed%202010%20with%20Seventh%20Qtr%20of%20Positive%20Returns.pdf

[20] CLIFFORD CHANCE: *AIFM Directive and Private Equity*, [online].

[cit. 27-02-2011].
http://www.cliffordchance.com/publicationviews/publications/2011/01/aifm_directive_andprivateequity.html

[21] CZECH INVEST: *Business Angels*, [online]. [cit. 26-02-2001],

http://www.czechinvest.org/business-angels

[22] ČESKÁ SPOŘITELNA: *Investiční příručka*, [online]. [cit. 13-06-2011],

http://www.csas.cz/banka/ content/inet/internet/cs/Investicni_prirucka.pdf

[23] CZECH PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION [online]. [cit. 26-02-2011], http://www.cvca.cz/cs/

[24] EVCA: *AIFM Directive: Capital Requirements and their Impact on private equity and venture capital fund managers and their investors,* [online]. [cit. 27-02-2011], http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Public_And_Regulatory_Affairs/AIFM_Directive/UPDATED%20Note%20on%20the%20capital%20requirements%20-%20040610.pdf

[25] EVCA: *Private Equity Fund Structures in Europe*, [online]. [cit. 19-02-2011], http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf

[26] EVCA: *Yearbook 2011* [online]. [cit. 28-05-2011]

http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf

[27] FORTH WASHINGTON CAPITAL PARTNERS GROUP: *Investing in Private Equity Through a Fund of Funds*, [online]. [cit. 27-02-2011],

http://www.altassets.com/pdfs/FW-280-0609.pdf

[28] FTSE: FTSE *All-Share Index*, [online]. [cit. 09-06-2011],

http://www.ftse.com/Indices/UK_Indices/Downloads/FTSE_All-Share_Index_Factsheet.pdf

[29] GROH A., LICHTENSTEIN H., LIESER K.: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index, 2011 annual*, [online].

[cit. 05-06-2011].

http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2011/05/IESE_VCPE_Index_Annual_2011.pdf

[30] GOOGLE FINANCE: *FTSE All Share historical prices,* [online]. [cit. 10-06-2011],

http://www.google.com/finance/historical?cid=9721590&startdate=Jul+11%2C+1999&enddate=Jun+10%2C+2011&histperiod=weekly&num=30

[31] GOOGLE FINANCE: *FTSE AIM All-Share Index historical prices*, [online]. [cit. 10-06-2011], http://www.google.com/finance/historical?cid=5912173&startdate=Jul+11%2C+2001&enddate=Jun+10%2C+2011&histperiod=weekly&num=30

[32] HUB PAGES: *Types of Private Equity Investments*, [online]. [cit. 07-05-2011], http://hubpages.com/hub/Types-of-private-equity-investments

[33] HOSPODÁŘSKÉ NOVINY: *Vedlejší trh v Londýně*, [online]. [cit. 10-06-2011], http://hn.ihned.cz/c1-51002880-vedlejsi-trh-v-londyne

[34] INVESTMENT U: *The History of Private Equity*, [online]. [cit. 26-02-2011], http://www.investmentu.com/research/private-equity-history.html

[35] LERNER J., WILLINGE J.: *A Note on Valuation in Private Equity Settings*, Harvard Business School, 9-297-50, rev. April 8, 2002, [online]. [cit. 28-05-2011], http://welgwu.files.wordpress.com/2009/04/a-privateequityvaluation1.pdf

[36] LONDON STOCK EXCHANGE: *A guide to AIM*, [online]. [cit. 11-06-2011], http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf

[37] MARTINEZ K.: *California Pension Funds Close To Bankruptcy, Global Research*, Feb 1, 2009, [online]. [cit. 03-06-2011], http://www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=12114

[38] NVCA: *Yearbook 2010*, [online]. [cit. 03-06-2011], http://growthandjustice.typepad.com/files/nvca_2010_yearbook.pdf

[39] NVCA: *Yearbook 2011*, [online]. [cit. 03-06-2011], http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103

[40] PWC: *London Stock Exchange Listing Requirements*, [online]. [cit. 12-06-2011], http://www.pwchk.com/home/eng/ipo_cmsg_lse.html

[41] PRIVATE EQUITY GROWTH CAPITAL COUNCIL: *What makes private equity an attractive investment?*, [online]. [cit. 08-06-2011],

http://www.pegcc.org/just-the-facts/private-equity-frequently-asked-questions/

[42] SMALL BUSINESS NOTES: *Small Business Investment Companies (SBICs)*, [online]. [cit. 18-02-2011], http://www.smallbusinessnotes.com/business-finances/small-business-investment-companies-sbics.html

[43] STRAMARK CAPITAL GROUP: *AIM (Alternative Investment Market)*, [online]. [cit. 10-06-2011],

http://www.stramarkcapital.com/eng/pdfs/AIM_e.pdf

[44] THOMSON REUTERS': *Private Equity Perofmance Index, Investment Horizon Through 9/30/2009,* [online]. [cit. 08-06-2011] www.hkvca.com.hk/hkvcpea/files/mar10r04.pdf

[45] THOMSON REUTERS': *Private Equity Perofmance Index, Investment Horizon Through 9/30/2010*, [online]. [cit. 08-06-2011], http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/Content/Files/Q3%2010%20PE%20Performance%20Release.pdf

[46] TUCK SCHOOL OF BUSINESS AT DARTMOUTH: *Note on Private Equity Deal Structure*, [online]. [cit. 18-02-2011], http://seca.ch/sec/files/Deal_Structure_PE.pdf

[47] VENTURE CHOICE: *What Are Business Angels*, [online]. [cit. 18-02-2011], http://www.venturechoice.com/articles/who_are_angels.htm

[48] VENTURE CHOICE: *Venture Capital Firms*, [online]. [cit. 18-02-2011], http://www.venturechoice.com/articles/vc_firms.htm

[49] WRALtechwire: *Venture Capitalists Cash In on LinkedIn IPO*, May 20, 2011, [online]. [cit. 09-06-2011],

http://wraltechwire.com/business/tech_wire/news/blogpost/9621811/

[50] X-RATES: *Exchange rate USD/EUR*, [online].[cit. 06-06-2011], http://www.x-rates.com/d/USD/EUR/hist2010.html

[51] YAHOO FINANCE: *NASDAQ Composite (^IXIC)*, [online]. [10-06-2011], http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^IXIC&a=01&b=5&c=1999&d=05&e=10&f=2011&g=m

Seznam tabulek

Tabulka č. 1: Typy investic podle stádia vývoje firmy 8

Tabulka č. 2: Porovnání výnosnosti IPO s ostatními formami exitu 30

Tabulka č. 3: Objem fundraisingu PEVC v USA v letech 1980 – 2010 33

Tabulka č. 4: Private Equity Performance Index – PEPI (%) 35

Tabulka č. 5: Centrální tendence odvětví PEVC v USA v letech 2008 – 2010 36

Tabulka č. 6: Investice podle stádia vývoje cílové firmy (v mil. $) 37

Tabulka č. 7: Vybrané dílčí hodnoty podílů jednotlivých stádií vývoje firmy na celkovém objemu investic v daném roce 38

Tabulka č. 8: Statistické hodnoty investic pro jednotlivé fáze vývoje firmy 40

Tabulka č. 9: Vývoj venture backed IPO na trhu USA v letech 1995-2010 41

Tabulka č. 10: U.S. Private Equity[49] a Venture Capital Index v porovnání s nejvýznamnějšími americkými indexy k 31. 12. 2010 (výnosy v %) .. 43

Tabulka č. 11: Rozdělení počtu firem na AIM a jejich tržní hodnoty podle sektoru působení 58

Tabulka č. 12: Porovnání ročních nákladů působení na AIM a NASDAQ 62

Tabulka č. 13: Výkony jednotlivých trhů v letech 1999 – 2010 64

Tabulka č. 14: Výsledky zpracování dat jednotlivých trhů v letech 1999 – 2010 .. 64

Tabulka č. 15: Korelační koeficient vztahu vývojů AIM, FTSE a NASDAQ 66

[49] v souvislosti s těmito daty je za private equity považována pouze část buy out, mezzanine a ostatní formy, které nespadají do definice venture capital

Seznam schémat a grafů

Obrázek č. 1: Model investičních struktur v Private Equity 10

Obrázek č. 2: Struktura a pohyb financí v PE fondu: 14

Graf č. 1: Typy investorů v USA a Evropě 9

Graf č. 2: Výnosy podle typu PE investora 27

Graf č. 3: Fundraising v USA a v Evropě v roce 2010 (v mil $) 45

Graf č. 4: Podíly jednotlivých fází vývoje cílových firem na rozdělení venture capital investic v USA a v Evropě 47

Graf č. 5: Podíly jednotlivých cílových sektorů na rozdělení venture capital investic v USA a v Evropě 48

Graf č. 6: Hodnoty jednotlivých kategorií tržní atraktivity světových regionů pro rok 2011 52

Graf č. 7: Vývoj velikosti trhu AIM v letech 1995 – 2010 56

Graf č. 8: Podíl firem jednotlivých velikostí na celkovém počtu firem a celkové hodnotě trhu 57

Příloha 1: Příklad oceňování podniku

Pro lepší pochopení oceňování podniku, které slouží investorům k rozhodování o vstupu do firmy, uvádím názorný příklad jednoho výpočtu podle látky vyložené v kapitole 2.2.1.

Nejprve si zadáme data, která si investor musí zjistit, aby mohl výpočet provést.

Vstupní data	
Požadovaná investice - podíl ve firmě	$ 200 000 000 - 60 %
Doba trvání investice	3 roky
Počet kol - retention rate	3. kolo - 60 %
Očekávané roční výnosové procento z investice	18 %
Pravděpodobnost IPO exitu	40 %
Pravděpodobnost odprodeje za poloviční cenu	30 %
Pravděpodobnost likvidace	30 %
Plánovaný čistý zisk	$ 20 000 000
Plánované prodeje	$ 200 000 000
Míra zadlužení	10 %

Zdroj: vlastní zvolené hodnoty

Pro vypočtení hodnoty podniku si zvolíme například metodu porovnání. Jako **první krok** se tedy musíme podívat po firmách, které jsou svým zaměřením podobné, a zjistit, podle kterého porovnávacího kritéria budeme hodnotu našeho podniku určovat (nejspolehlivější kritérium bude to, které ve skupině firem dosáhne nejnižší hodnoty variačního koeficientu). Předpokládejme, že jsme našli 4 firmy s následujícími hodnotami:

Firma	Prodeje $	Čistý zisk $	Tržní hodnota $	Dlouho-dobý dluh $	Hodnota podniku/ Prodeje	Tržní hodnota/ čistý zisk
A	600	40	4000	600	7,67	100,00
B	650	50	4400	900	8,15	88,00
C	200	30	1700	0	8,50	56,67
D	3200	500	21200	150	6,67	42,40
Průměr					7,75	71,77
Sm. Odch.					0,79	26,78
CoV					0,10	0,37

Zdroj: vlastní zvolené hodnoty

Ze dvou kritérií, která jsme z podnikových údajů vypočítali, zjišťujeme, že podíl celkové hodnoty podniku a prodejů je více vyhovující kritérium, protože variační koeficient je nízký a firmy jsou si v tomto ohledu velice podobné. **Druhým krokem** tak bude vypočtení celkové hodnoty našeho podniku vynásobením průměrné hodnoty na trhu a předpokládané prodeje naší firmy.

EV (Enterprise Value) = 7,75 * 200 000 000 = **$ 1 549 619 391**

Budoucí tržní hodnotu získáme odečtením dluhu od celkové hodnoty podniku.

MV (Market Value) = $ 1 549 619 391 – (1 549 619 391*0,1) = **$ 1 394 657 452**

Nyní máme budoucí tržní hodnotu firmy čili hodnotu, které by firma mohla dosáhnout, pokud by vstoupil na veřejný trh. Jako třetí krok vypočteme současnou hodnotu firmy. Pro její vypočtení musíme diskontovat nejen budoucí tržní hodnotu po IPO exitu, ale musíme započítat také jiné pravděpodobné varianty exitu. Diskontujeme hodnotou, ve které se promítá roční očekávané výnosové procento z investice.

PV (Present Value) = {Σ hodnota výstupu* pravděpodobnost výstupu}/ {(1+ očekávané roční výnosové procento z investice)^n}

PV = {(1 394 657 452*0,4)+ (1 394 657 452*0,3)+ (0*0,3)}/ (1,18)^3

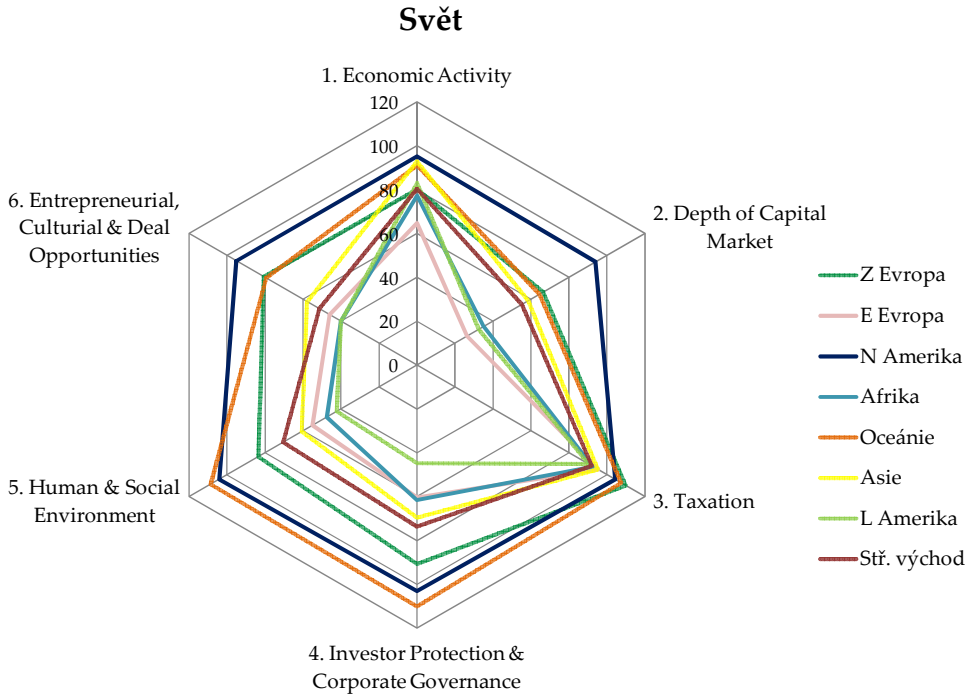
= $ 466 857 370

$ 466 857 370 je tedy současná tržní hodnota firmy 3 roky po investici.

Retention rate investice je 60 %, pokud investor dostane za svou investici ve firmě 60% podíl, po ukončení investice bude jeho podíl činit 36 % (0,6*60 %). 36 % z hodnoty 466 857 370 je 168 068 653, což je současná hodnota jeho investice za 3 roky. Vzhledem k tomu, že výše současné hodnoty investice za 3 roky je nižší než její požadovaná výše dnes, investor za těchto podmínek do firmy investovat nebude. Aby investice byla realizována, bude investor požadovat vyšší vlastnický podíl ve firmě nebo investuje nižší částku.

Příloha 2: Atraktivita trhů podle jednotlivých geografických oblastí

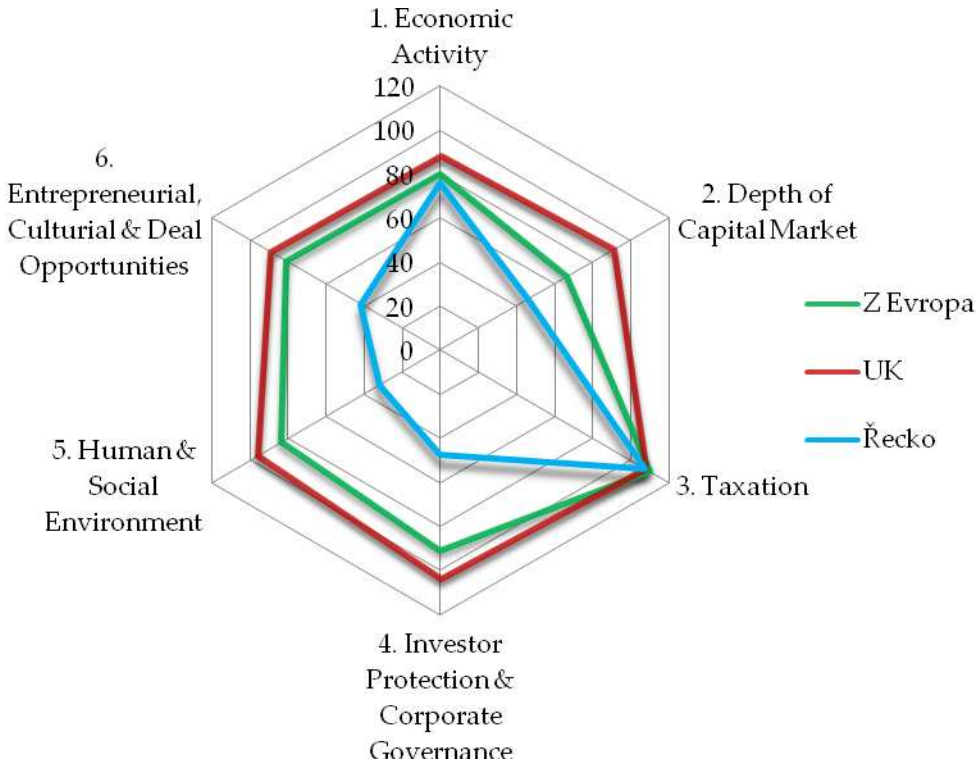
V kapitole 3.6 jsem představila hodnocení trhů pro private equity podle indexu atraktivity trhu. V této příloze uvádím zajímavé grafy představující jednotlivé geografické oblasti zvlášť. Každý graf se skládá z hodnot pro celou geografickou oblast a hodnot nejsilnější a nejslabší země z oblasti. Z grafů je zřetelné, které oblasti jsou obecně vyrovnanější (např. severní Amerika nebo Střední východ) a které obsahují diametrálně odlišné trhy.[50]



Zdroj: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*.

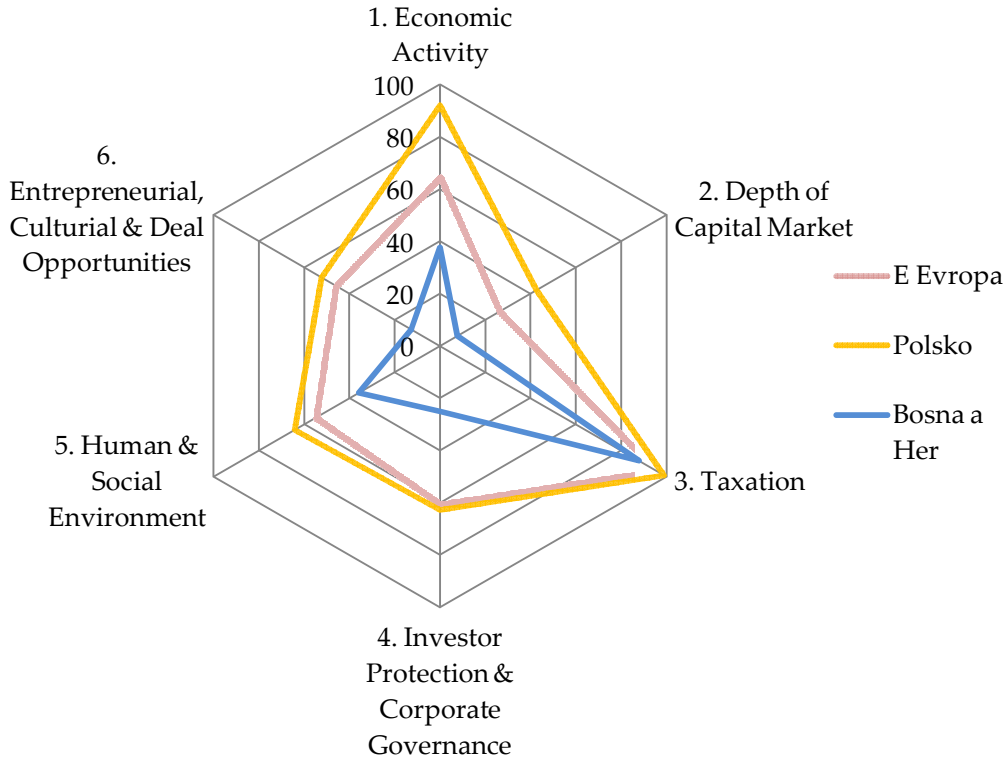
[50] Příloha neobsahuje grafy o Africe a Oceánii, protože index byl vytvořen zatím pouze pro malé množství trhů spadajících do těchto oblastí. Myslím, že grafy by tak nebyly příliš vypovídající. I ostatní grafy však slouží především pro ilustraci.

Západní Evropa



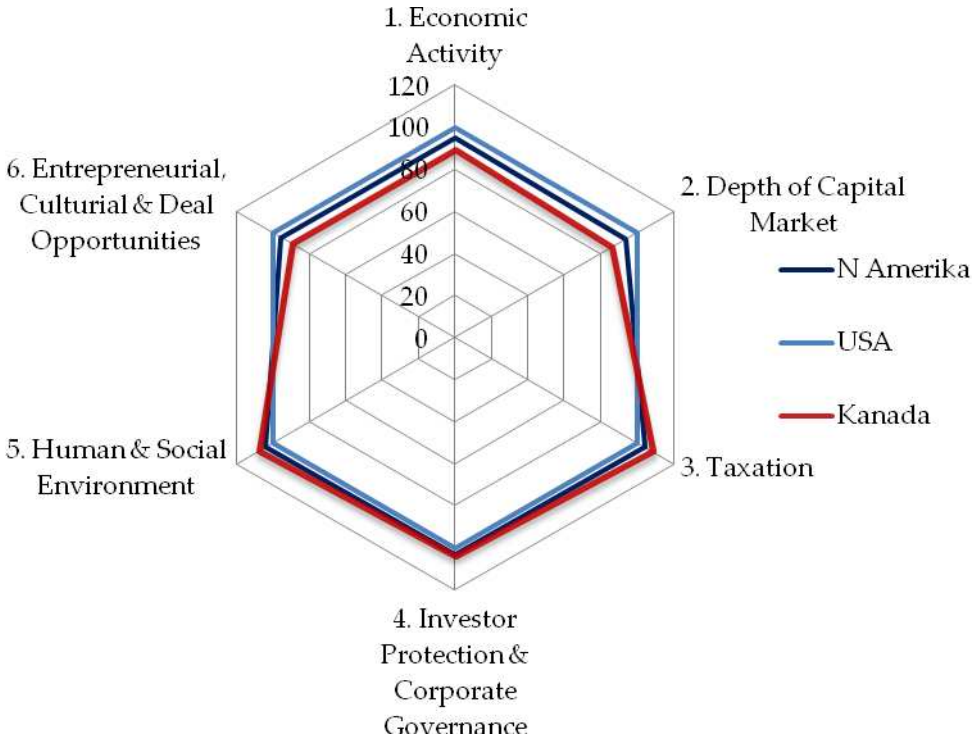
Zdroj: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index.*

Východní Evropa



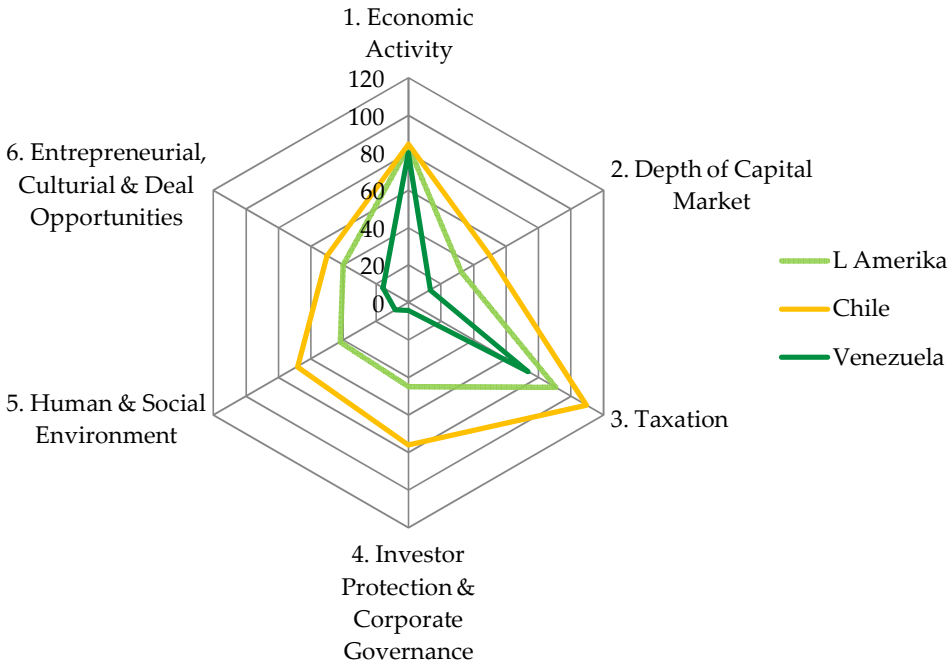
Zdroj: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index.*

Severní Amerika



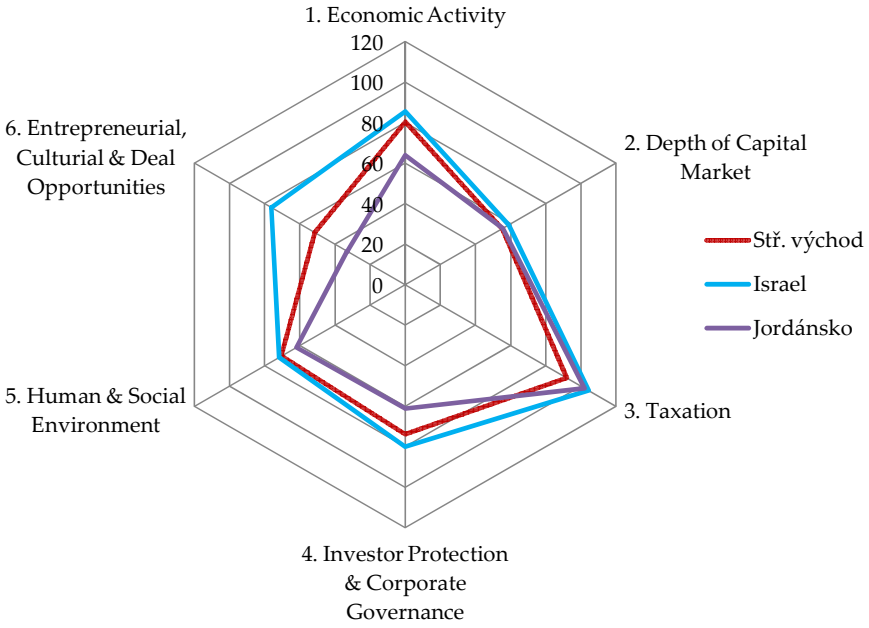
Zdroj: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index.*

Jižní Amerika



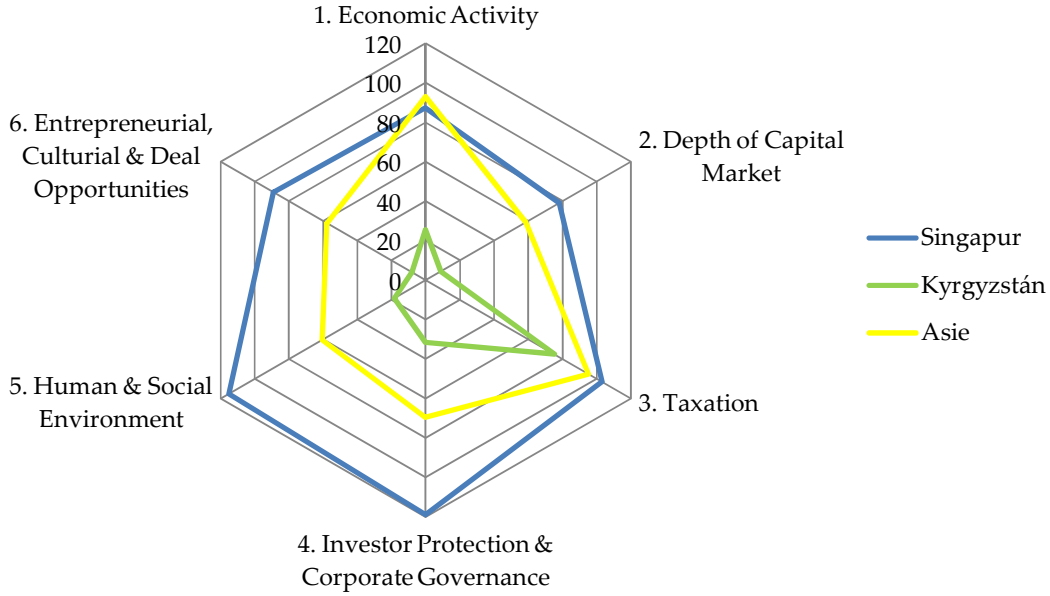
Zdroj: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*

Střední východ



Zdroj: *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*

Asie



Zdroj: The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index