

Vysoká škola ekonomická v Praze

Diplomová práce

2011

Radim Quittek

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta financí a účetnictví



Název diplomové práce:

Rizikový a rozvojový kapitál

Vypracoval: Bc. Radim Quittek

Vedoucí diplomové práce: Prof. Ing. Josef Valach, Csc.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma:

„Rizikový a rozvojový kapitál“

vypracoval samostatně. Použitou literaturu a podkladové materiály uvádím
v přiloženém seznamu literatury.

V Praze, dne 14. 12. 2010

Podpis

Poděkování:

Rád bych na tomto místě poděkoval prof. Ing. Josefu Valachovi, Csc. za odborné vedení při zpracovávání této diplomové práce a za řadu podnětných připomínek, kterými mi byl nápomocen. Také děkuji svým rodičům nejen za podporu při vypracování této diplomové práce, ale i během celého vysokoškolského studia.

Obsah

1. ÚVOD.....	3
1.1. Cíl diplomové práce.....	3
1.2. Vymezení terminologie	4
1.2.1. Typy rizikového a rozvojového kapitálu	4
1.2.2. Organizační uspořádání a základní subjekty private equity trhu	8
1.3. Přínosy a zápory rizikového a rozvojového kapitálu.....	10
1.3.1. Přínosy rizikového a rozvojového kapitálu.....	10
1.3.2. Zápory rizikového a rozvojového kapitálu	13
2. Historie, současnost a budoucí trendy rizikového a rozvojového kapitálu.....	14
2.1. Historie a původ vzniku rizikového a rozvojového kapitálu	14
2.2. Dopad ekonomické krize na trh rizikového a rozvojového kapitálu	16
2.3. Budoucí trendy rozvoje rizikového a rozvojového kapitálu	17
3. Současný stav trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice	20
3.1. Pozice České republiky v mezinárodním srovnání vývoje trhu rizikového a rozvojového kapitálu	20
3.1.1. Geografické a časové rozdělení	20
3.1.2. Rozdělení dle stádia rozvoje	22
3.2. Klíčové determinanty úspěšnosti a rozšířenosti rizikového a rozvojového kapitálu v ekonomice.....	23
3.3. Analýza klíčových faktorů determinujících současnou situaci.....	26
3.3.1. Podnikavost a její podpora v ekonomice	26
3.3.2. Podpora inovací, výzkumu a vývoje ze strany vlády.....	27
3.3.3. Růstový potenciál trhu	27
3.3.4. Výnosnost investic.....	28
3.3.5. Příznivost regulace, daňové legislativy a právního prostředí	29
3.3.6. Rozvinutost kapitálového trhu	31
4. Porovnání českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu s trhy Polska, Velké Británie a Singapuru	34
4.1. Kvantifikace private equity trhu v Polsku, Velké Británii a Singapuru.....	34
4.1.1. Časové rozdělení.....	34
4.1.2. Rozdělení dle stádia rozvoje	36
4.2. Analýza klíčových faktorů determinujících současnou situaci.....	36
4.2.1. Podnikavost.....	36
4.2.2. Podpora inovací, výzkumu a vývoje ze strany vlády.....	38
4.2.3. Růstový potenciál trhu & Výnosnost investic	39

4.2.4.	Příznivost regulace, daňové legislativy a právního prostředí	40
4.2.5.	Rozvinutost kapitálového trhu	42
4.3.	Závěry a doporučení vyplývající pro Českou republiku	43
4.3.1.	Doporučení #1: Uvolnit regulaci investic pro penzijní fondy a pojišťovny ve prospěch private equity investic	43
4.3.2.	Doporučení #2: Rozhýbat český kapitálový trh a zavést kapitálový trh pro malé a střední firmy po vzoru Polska a Velké Británie	43
4.3.3.	Doporučení #3: Snížit kapitálovou potřebu a zmenšit administrativní bariéry zakládání podnikání	44
4.3.4.	Doporučení #4: Zjednodušit daňovou legislativu a učinit obsahové úpravy vedoucí ke zlepšení daňového prostředí pro private equity	46
5.	Fungování private equity fondů v ČR	47
5.1.	Právní forma subjektů private equity trhu	47
5.1.1.	Právní forma private equity fondů	47
5.1.2.	Právní forma Manažerských společností	49
5.1.3.	„Právní forma“ Technologické agentury České republiky	50
5.2.	Operační model fungování private equity fondů	51
5.2.1.	Získávání finančních zdrojů od primárních investorů	52
5.2.2.	Vyhledávání investičních příležitostí a investování	59
5.2.3.	Řízení firmy	68
5.2.4.	Exit investice	70
5.3.	Celková výkonnost private equity investic	71
6.	Popis úspěšné zrealizované private equity investice v ČR - Keravit	72
6.1.	Základní charakteristika private equity investice	72
6.2.	Důvod vstupu private equity investora	72
6.3.	Forma navázání kontaktu	73
6.4.	Přidaná hodnota private equity fondu	73
6.5.	Dopad na výkonnost	73
6.6.	Exit investice	74
7.	Závěr	74
	Použitá literatura	77
	Příloha: přehled manažerských společností působících v ČR	79

1. ÚVOD

1.1. Cíl diplomové práce

Ačkoliv v České republice je rizikový a rozvojový kapitál (dále private equity) chápán jako okrajový zdroj financování, v rozvinutých ekonomikách, především v USA, má tento druh kapitálu své nezastupitelné místo. Private equity vyplňuje mezeru tam, kde si banky investovat netroufají, kotace na burze není výhodná, či možná a podnik nemá dostatek vlastních prostředků na další rozvoj firmy. Důležitou pozici fondů v ekonomice podtrhuje to, že bez jejich účasti by nevznikly dnes vedoucí světové firmy jako Google, Microsoft, Cisco nebo FedEx.

Toto téma jsem si vybral, neboť jsem se chtěl dozvědět více o fungování private equity trhu. Osobně jsem zastáncem tohoto druhu financování, neboť oceňuji především nefinanční přínosy private equity fondů pro rozvoj společností. Zkušenosti s vedením společností, kontakty na důležité osoby v odvětví a sdílení rizika podnikání jsou podle mého názoru přínosy, které mohou ovlivnit další rozvoj firem možná ještě více než finanční prostředky.

Mým cílem zároveň bylo orientovat svou práci co nejvíce prakticky, proto jsem se rozhodl pro makroekonomické zhodnocení současného stavu v České republice a mikroekonomický popis fungování jednotlivých private equity subjektů u nás.

První blok mé diplomové práce je věnován **makroekonomickému pohledu na private equity trh**. Cílem je popsat současný stav, srovnat jej s ekonomikami s rozvinutým private equity trhem a vyvodit doporučení, která povedou k rozvoji tohoto druhu financování u nás.

Současný stav českého private equity trhu porovnávám v mezinárodním měřítku, charakterizuji jeho rozšířenost v jednotlivých odvětvích a stádiích rozvoje firem, analyzuji základní determinanty současného stavu.

Obdobně, v rozsahu stejných determinant, porovnávám současnou situaci s předním světovým private equity trhem v Singapuru, předním evropským ve Velké Británii a také s trhem v Polsku. To především proto, že polská ekonomika má v mnoha ohledech podobné parametry jako česká, přesto tamní private equity trh je odborníky považován za rozvinutější.

Na základě analýzy současného stavu a srovnání s předními private equity zeměmi identifikuji doporučení, která povedou k větší rozšířenosti private equity u nás.

V druhém bloku se soustředím na **fungování private equity trhu z mikroekonomického hlediska**. Mým cílem je popsat fungování private equity trhu na úrovni jednotlivých subjektů, představit operační model fungování private equity trhu a analyzovat a srovnávat investiční strategie jednotlivých manažerských společností působících u nás.

Charakterizuji základní organizaci subjektů na trhu, která je determinována především daňovou optimalizací a řízením rizika. Rovněž se zde zabývám operačním modelem fungování private equity trhu. Detailně popisuji, jak probíhá získávání finančních prostředků, investiční proces, řízení a exitování investic. A na závěr popisuji úspěšnou private equity investici do společnosti Keravit.

Nedílnou součástí diplomové práce je i příloha, kde je čtenáři k dispozici kompletní přehled private equity společností (manažerských společností) působících na českém trhu, jejich investiční portfolio, popis investiční strategie a přehled transakcí, které uskutečnily za celou dobu fungování u nás.

V této diplomové práci používám metody deskripce, srovnání a analýzy. Deskripci používám při charakterizování současného stavu v České republice a popisu operačního modelu fungování private equity. Metodu srovnání při stanovení současného stavu private equity v zahraničí a následném vyvozování doporučení pro Českou republiku. Analýza je částečně zastoupena při charakterizování současného stavu a také při popisu fungování jednotlivých private equity subjektů v České republice.

Pracuji pouze s veřejně dostupnými informacemi z knih a internetu. Podrobnější analýza private equity projektů nebyla možná, neboť tato data jsou přísně chráněna private equity subjekty.

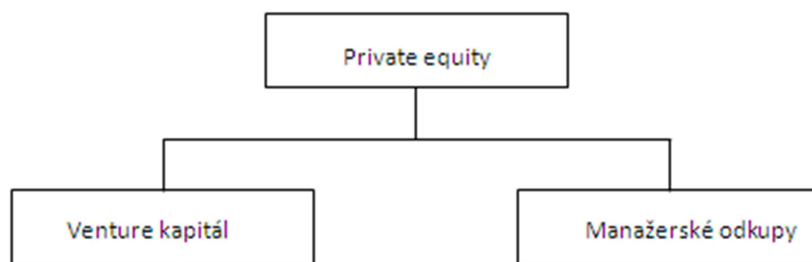
1.2. Vymezení terminologie

Ve své nejširší podobě private equity zahrnuje **střednědobé, či dlouhodobé investice** do společností s cílem **dosáhnout zisku** prostřednictvím **financování jejich založení, rozvoje, záchrany** nebo **změny vlastnictví**.

1.2.1. Typy rizikového a rozvojového kapitálu

Pro účely této diplomové práce budu, v souladu s většinou zdrojů¹, používat **členění private equity na venture kapitál a manažerské odkupy**.

¹ Například Guide on Private equity and Venture Capital for entrepreneurs. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2007



Obrázek 1: Členění private equity trh (zdroj: Rizikový a rozvojový kapitál. Ivan Dvořák, Pavel Procházka. Management Press. Praha. 1998. str. 30)

Venture kapitálem budu myslet investice do veřejně neobchodovatelných společností, od financování velmi raných stádií spojených se založením společnosti, přes investování do začátku činnosti až po financování expanze již zavedeného podniku.

Typ venture kapitálu	Charakteristika	Typická velikost investice	Horizont návratnosti investice
Předstartovní financování	- Financování velmi raných stádií podnikání, často ještě před vznikem obchodní společnosti - Patří zde financování: - výzkumu a vývoje inovativního nápadu - aplikace na patentovou ochranu - vytvoření podnikatelského plánu - kroků potřebných k založení společnosti	0,2 – 4 mln. Kč	7 – 12 let
Startovní financování	- Investování do začátku činnosti firmy. - Produkt, či služba již existuje, zdroje jsou použity především na uvedení produktu na trh, marketing a rozvoj prodejních kanálů. - Jedná se stále o velmi rizikovou formu investic. Historická data ukazují, že z 10 nových projektů dva selžou v horizontu dvou až tří let a další dva	4 – 20 mln. Kč ³	5 – 10 let

³ objem investic se může velmi lišit, především s ohledem na sektor investování, viz. Rizikový a rozvojový kapitál. Ivan Dvořák, Pavel Procházka. Management Press. Praha. 1998. str. 21

v průběhu 5 let. Ze zbylých šesti projektů, jeden sklídí velký úspěch, jeden průměrný úspěch a 4 budou generovat pouze malé zisky a nízkou návratnost pro investory.²

Rozvojové financování	• Nejrozšířenější forma venture kapitálu. • V této diplomové práci zde zařazují jak financování počátečního rozvoje, tak financování další expanze společnosti. • Jedná se o financování rozběhnutých podniků, s potenciálem dalšího růstu, které nemají dostatek interních zdrojů financování a nejsou schopny získat další prostředky úvěrem, neboť nemohou zajistit jeho dostatečné zabezpečení.	20 – 80 mln. Kč	2 – 5 let
------------------------------	---	-----------------	-----------

Tabulka 1: Charakteristika jednotlivých druhů venture kapitálu (zdroj: vlastní tvorba na základě knihy Rizikový a rozvojový kapitál. Ivan Dvořák, Pavel Procházka. Management Press. Praha. 1998. str. 25)

Manažerskými odkupy (buy-outy) budu chápat financování odkupu již existujícího a zaběhnutého podniku ve prospěch jeho (současného, či budoucího) managementu. Předmětem transakce může být jak veřejně obchodovatelná, tak veřejně neobchodovatelná společnost.

Typ buy-outu	Charakteristika	Typická velikost investice	Horizont návratnosti investice
MBO/MBI	• MBO (management buy-out) je odkup společnosti nebo její části současným managementem. MBI (management buy-in) se liší tím, že podíl neodkupují současní manažeři, ale skupina vnějších manažerů, kteří se chtějí ujmout řízení společnosti. • Private equity společnosti poskytnou managementu zdroje na	200 – 1000 mln. Kč	2 – 3 roky

² Venture Capital & Buy-outs. Brian Coyle. Chartered Institute of Bankers. Kent (Velká Británie). 2000

	uskutečnění operace výměnou za podíl ve společnosti, který společnost poté odkupuje zpět. • MBO bývá kritizováno, neboť management je orgán nakládající s vnitřními informacemi společnosti a existuje zde reálné riziko, že management bude ovlivňovat cenu společnosti ve svůj prospěch a poškozovat tím stávající vlastníky. U MBI toto riziko neexistuje.		
LBO	• LBO (leverage buy-out) je manažerský odkup charakteristický tím, že významná část financování je zajištěna dluhovým kapitálem, především bankovními půjčkami, půjčkami od private equity společností, či podnikovými dluhopisy. • Financování bývá zajištěno syndikátem finančních institucí a management získává pouze malý podíl na kapitálu společnosti.	až 600 mld. Kč	2 – 4 roky
BIMBO	• Kombinace MBO a MBI, čili transakce kdy skupina manažerů společně s dalšími vnějšími manažery kupuje od majitelů podíly ve společnosti, aby se pak ujala jejího řízení.	není dostupná	2 – 4 roky

Tabulka 2: Charakteristika jednotlivých druhů manažerských odkupů (zdroj: vlastní tvorba na základě knihy Rizikový a rozvojový kapitál. Ivan Dvořák, Pavel Procházka. Management Press. Praha. 1998. str. 25)

V praxi jsou do skupiny buy-outů zařazovány také metody záchranného financování, překlenovacího (mezzanine) a náhradního financování. **Záchranné financování** znamená, že private equity společnosti poskytují finanční prostředky nutné k záchraně firmy před krachem. Nutnou podmínkou je existence a přesvědčivost růstového plánu, který povede ke zvrácení situace a nasměrování společnosti na růstovou dráhu. **Překlenovací financování** reprezentuje poskytování „quazi kapitálu“, který stojí na pomezí mezi vstupem do základního jmění a dluhem. Používá se při dočasném financování akvizic předtím, než je transakce dlouhodobě profinancována jiným

způsobem. Při **náhradním financování** private equity společnosti investují ve firmách, kde současný extrémně vysoký podíl cizích zdrojů způsobuje silně negativní zatížení nákladovými úroky a úrokové zatížení je jedinou významnou překážkou úspěšné realizace rozvojového programu.

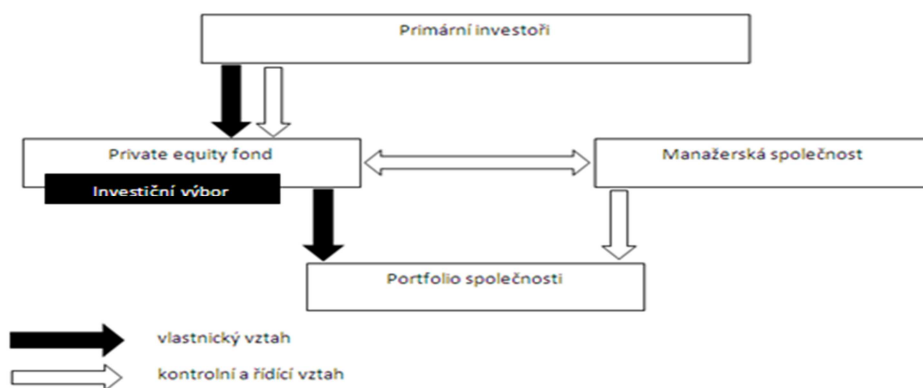
1.2.2. Organizační uspořádání a základní subjekty private equity trhu

Cílem této sekce je pouze načrtnout základní vztahy subjektů na private equity trhu, nikoliv komplexní charakteristika vazeb. Ta je předmětem páté části popisující fungování private equity trhu.

Private equity trh se základně skládá ze 4 typů subjektů⁴:

- Primární investoři (ang. Limited Partners)
- Manažerské společnosti (ang. General Partners)
- Private equity fond (ang. Private equity fund)
- Portfolio společností

Vlastnické a řídicí vztahy mezi jednotlivými subjekty je možno vidět na následujícím obrázku:



Obrázek 2: Vlastnické a řídicí vztahy mezi subjekty private equity trhu, zdroj: Rizikový a rozvojový kapitál. Ivan Dvořák, Pavel Procházka. Management Press. Praha. 1998. str. 31

Primární investoři jsou základním pilířem private equity trhu, neboť poskytují prostředky k investování. Největšími hráči jsou banky a penzijní fondy, pro které je to jedna z možných metod diversifikace portfolia a reinvestice úspor svých klientů. Nezanedbatelnou roli primárního investora má i stát, státní agentury, či mezinárodní

⁴ rozdělení a názvosloví vychází z knihy Rizikový a rozvojový kapitál. Ivan Dvořák, Pavel Procházka. Management Press. Praha. 1998. str. 29 a je zjednodušeno dle vlastní zkušenosti a na základě rozhovorů se zástupci private equity fondů

instituce. V Evropě je to především Evropská banka pro obnovu a rozvoj (EBRD), která v roce 2008 investovala 2,5 mld. EUR do celkem 119 fondů⁵.

Private equity fond je účelově vytvořený subjekt, jehož funkcí je reinvestovat kapitál poskytnutý primárními investory do vybraných portfolio společností. Private equity fond nemá zpravidla žádné zaměstnance. Je strategicky řízen investičním výborem (viz. dále) a operativně řízen manažerskou společností.

Manažerská společnost vykonává veškeré operativní řízení private equity fondu a rovněž práce spojené s vyhledáváním investic, jejich monitorováním a desinvesticemi. Není nijak majetkově propojena s primárním investorem, spravuje private equity fond na základě poradenské smlouvy. V praxi je často vidět pouze manažerská společnost, neboť ona zastupuje veškeré zájmy private equity fondu.

Investiční výbor řeší strategické otázky existence fondu (vznik, zánik, navýšení kapitálu) a schvaluje jednotlivé investiční projekty. V investičním výboru jsou zastoupeni jednotliví primární investoři a rovněž reprezentanti manažerské společnosti. Investiční výbor se schází pravidelně zhruba na tříměsíční bázi⁶. Funkce a rozhodovací proces investičního výboru jsou podrobněji popsány v páté části diplomové práce.

Private equity fondy musíme odlišit od tzv. **investičních skupin**. Investiční skupiny aplikují jiný obchodní model. Investují totiž vlastní prostředky, ne prostředky získané od primárních investorů. Odpadá mezistupeň private equity fondů a manažerských společností. V České republice se jedná především o společnosti PPF Investments, Penta Investments a J & T Group.

Významnou roli hrají rovněž **poradenské společnosti**. Poradenské společnosti mohou být najaty primárními investory, manažerskou společností nebo i portfolio společnostmi. Primární investoři je využívají při výběru vhodného fondu na investování, manažerské společnosti jak při získávání prostředků od primárních investorů, tak při vyhledávání investičních příležitostí a portfolio společnosti se na ně obrací při hledání vhodného investora. Poradenské společnosti radí v oblastech komerčního potenciálu, řídí veškerý právní rámec transakce, analyzují rizika, kontrolují správnost poskytnutých finančních údajů a pojištění klíčových položek majetku.

⁵ zdroj: Performance of Private equity funds in CEE and CIS. *Evropská banka pro obnovu a rozvoj*. Londýn. 2009

⁶ viz. Rizikový a rozvojový kapitál. *Ivan Dvořák, Pavel Procházka*. Management Press. Praha. 1998. str. 30

1.3. Přínosy a zápory rizikového a rozvojového kapitálu

1.3.1. Přínosy rizikového a rozvojového kapitálu

Studie Evropské asociace rizikového a rozvojového kapitálu (EVCA) zkoumající dopady private equity ukazují⁷, že private equity kapitál má důležité pozitivní efekty, a to jak makroekonomické na hospodářství jako celek, tak mikroekonomické na výkonnost a konkurenceschopnost jednotlivých podniků.

Závěry těchto studií ukazují, že:

- 95% dotazovaných společností by bez přispění venture kapitálu neexistovalo nebo rostlo pomaleji
- 60% dotazovaných společností by vůbec neexistovalo (211 z 351 dotazovaných společností)
- Díky private equity investicím bylo vytvořeno 16 143 nových pracovních míst (46 pracovních míst na jednu dotazovanou společnost)

Mezi **makroekonomické přínosy** patří především pozitivní dopad na zaměstnanost, zlepšení exportní schopnosti ekonomiky, zvýšení kvalifikace zaměstnanců a podpora začínajícího podnikání. Hlavními **mikroekonomickými přínosy** na jednotlivé podniky jsou potom sdílení rizika, poradenství ve strategických otázkách, kredibilita vůči klientům, dodavatelům a bankám, poskytnutí kontaktů, monitorování výkonnosti a tlak na zlepšování vnitřních procesů.

⁷ Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2002; Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2001

Tabulka makroekonomických a mikroekonomických přínosů⁸:

Makroekonomické přínosy	Mikroekonomické přínosy
Zaměstnanost 90% dotazovaných společností zvýšilo počet zaměstnanců v návaznosti na venture kapitálovou investici, pouze u 7% společností došlo k poklesu. - Celkem 16 143 pracovních míst bylo vytvořeno a to převážně u společností majících méně než 50 zaměstnanců. - U buy-outů je tento přínos diskutabilní. Private equity fondy často kupují nefungující společnosti a proces zefektivňování je často spojen s propouštěním.	Sdílení rizika - Na rozdíl od financování úvěrem, private equity investor vstupuje majetkově do portfolio společností. V případě úpadku je uspokojován až jako poslední společně s dalšími akcionáři. - To je výhodou především v období problémů. Private equity investor se podílí aktivně na jejich řešení a navíc na společnost není vytvářen tlak na splatnost ze strany externích věřitelů.
Export - Došlo ke zvýšení exportu jak zapojením dosud neexportujících společností, tak zvýšením exportu již vyvážejících firem. - Podíl exportujících společností v zárodečném a startovním stádiu vzrostl z 37,2% v době investice na 59,7% v posledním sledovaném roce (2001). Zároveň i vzrostl export již vyvážejících společností z 17,1% na 30,6%. - Podobný trend, akorát slabší můžeme vidět i u společností ve stádiu rozvojového financování a u manažerských odkupů.	Finanční podpora dalšího rozvoje - Private equity fond poskytne finanční prostředky a za ně získá určitý majetkový podíl ve společnosti. - Získané finanční prostředky portfolio společnost využívá na další expanzi – nábor nových zaměstnanců, zvýšení výrobní kapacity, marketing, či rozšíření odbytových míst do nových teritorií.
Inovační schopnost společností Vstup private equity investora má pozitivní vliv na investice společností do výzkumu a vývoje, kapitálové investice a na investice do vzdělávání zaměstnanců. Tyto tři atributy jsou důležité k udržení tempa inovací	Nefinanční podpora - V nefinanční podpoře vidím velkou komparativní výhodu private equity společností oproti jiným druhům financování. - Společnosti ve stádiu zárodečného a startovního financování nejvíce oceňují

⁸ Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2002; Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2001

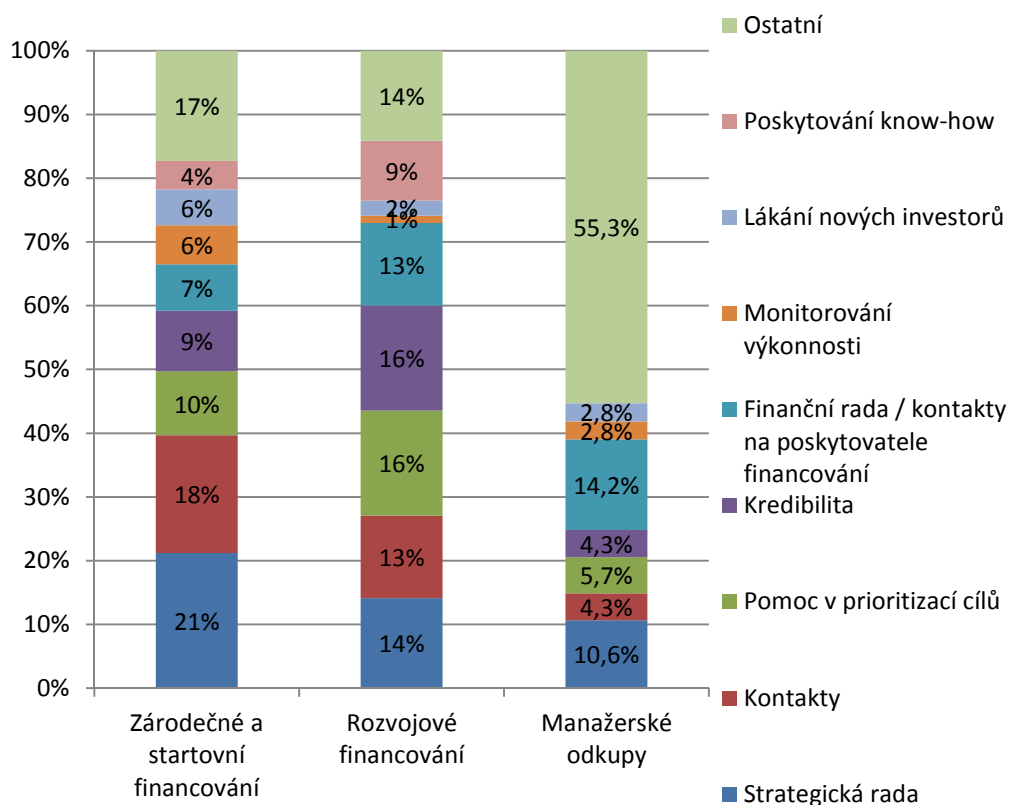
v ekonomice. Studie ukazuje, že polovina firem ve fázi zárodečného a startovního financování zčtyřnásobila své výdaje na výzkum a vývoj. Polovina společností ve fázi rozvojového financování své investice zdvojnásobila.	strategickou radu, kontakty a schopnost pomoci firmě nastavit priority (viz graf níže). Firmy ve stádiu rozvoje nejvíce ocení získání větší kredibility díky vstupu investora, schopnost nastavit priority a kontakty na instituce poskytující další financování (viz graf níže).
---	--

Podpora začínajícího podnikání

- 72% dotazovaných společností ve fázi zárodečného a startovního financování vůbec neexistovalo bez podpory venture kapitálu.

Tabulka 3: Makroekonomické a mikroekonomické přínosy private equity investic (zdroj: vlastní tvorba + Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2002; Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buins in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2002)

Výsledky průzkumu největších přínosů private equity investic:



Tabulka 4: Mikroekonomické přínosy private equity (zdroj: Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2002)

1.3.2. Zápory rizikového a rozvojového kapitálu

Tato forma financování má však i svá negativa. Z **makroekonomického** hlediska je to především dopad buy-outů na nezaměstnanost. Private equity fondy se orientují především na rychlé zhodnocení investice a pokud společnost funguje neefektivně, jsou často opatření fondů spojena s výměnou a propouštěním zaměstnanců.

Podnikatel zvažující vstup private equity investora musí zhodnotit především tato negativa:

- Dopad na rozhodovací proces ve firmě a pravomoc původního vlastníka
- Odlišný primární cíl private equity fondu a společnosti
- Vysoké nároky na výkonnost společnosti
- Náročný a nákladný proces v porovnání s jinými zdroji financování
- Private equity fond má zpravidla daleko větší zkušenosti ve vyjednávání ceny transakce

Private equity fondy často podmiňují svou investici získáním rozhodujícího majetkového podílu ve společnosti. **Původní vlastník se musí vzdát rozhodujícího slova ve firmě a ztratí kontrolu nad jejím směřováním.** Rozhodovací proces je ovlivněn, i když private equity fond nezíská rozhodující podíl. Fondy navíc nastaví odměňování vlastníka, velikost akciových opcí a další formy odměňování managementu.

Private equity fond má zájem na úspěšném fungování a růstu společnosti. **Zájmy fondu a společnosti se však mohou lišit v časovém horizontu růstu a dosahování cílů.** Primárním cílem private equity fondu je dosáhnout co nejvyššího zhodnocení investice při exitu, zatímco cílem firmy je maximalizace tržní hodnoty a dosažení dlouhodobého růstu.

Private equity fondy investují do společností s vysokým potenciálem růstu a mají **vysoké nároky na výnosnost společnosti.** Pokud však společnost nedosahuje výkonnosti podle představ fondu, může to vést k opatřením, která odporují záměrům původních vlastníků nebo i k likvidaci společnosti. To může snadno nastat například při leverage buy-out transakcích (LBO). LBO je transakce, kdy fond společnost koupí tak, že kupní cenu uhradí z vlastních zdrojů jen částečně a zbytek prostředků získá tím, že společnost zadluží. Pokud společnost není schopna dluh splácet, tak se zpravidla přistupuje k její likvidaci.

Proces získávání private equity zdrojů je nákladný a náročný, hlavně pokud mají transakce vyšší hodnotu. Navíc **podnikatel musí zájemcům odkrýt interní informace o společnosti**, aby se mohli informovaně rozhodnout, zda investovat. Ne všichni zájemci však nakonec do společnosti investují, interní informace získávají cizí subjekty a společnost může být poškozena například tím, že se některá důvěrná data dostanou ke konkurenci.

Každý fond zpravidla uskuteční několik transakcí ročně. Má proto nad prodávajícím **převahu ve zkušenostech ve vyjednávání** a proto je zpravidla schopen vyjednat lepší cenu. Podnikatel má v této situaci možnost využít služeb poradenských společností. Je však nutné zvážit, zda náklady na poradenskou společnost nepřevýší rozdíl v ceně transakce.

U manažerských odkupů dále existuje **riziko konfliktu zájmů mezi manažery, zaměstnanci a podnikem**. Management může snadno upřednostnit buy-out za účelem osobního profitu na úkor zájmů společnosti.

2. Historie, současnost a budoucí trendy rizikového a rozvojového kapitálu

2.1. Historie a původ vzniku rizikového a rozvojového kapitálu

Ekonom Michael Jensen⁹ uvádí za praotce rizikového a rozvojového kapitálu J.P. Morgana. Tento americký finančník již na přelomu 19. a 20. století řídil transakce, které lze svou velikostí srovnávat s největšími private equity transakcemi současnosti. Řadí se mezi ně fúze společností General Electric Co., United States Steel Co., International Harvester a International Mercantile Marine Co. Nicméně svou podstatou se tyto operace od private equity obchodů odlišovaly, neboť se zaměřovaly na získání vedoucího postavení na trhu, což není vždy klíčová motivace private equity.

V dalším textu se zaměřuji na popis rozvoje private equity trhu ve Spojených státech, neboť právě tento trh udával směr rozvoje tohoto druhu financování. Na závěr se rovněž krátce zmíním o rozvoji private equity v Evropě.

Moderní historie private equity započala po konci 2. světové války. V roce 1946 byly v USA založeny dvě první venture kapitálové společnosti – American Research and Development Corporation (ARDC) a J. H. Whitney & Company.

⁹ Eclipse of the public corporation. *Michael C. Jensen*. Harvard Business review. 1989

ARDC financovala první velký investiční úspěch venture kapitálu. Původní investice ve výši 70 tisíc dolarů do společnosti Digital Equipment Corporation (DEC) uskutečněna v roce 1957 měla po IPO v roce 1968 hodnotu 355 milionů dolarů (500x zhodnocení investice, roční zhodnocení 101%).

V 50. a 60. letech nastaly 2 významné mezníky, které determinovaly další rozvoj private equity trhu ve Spojených státech:

- V roce 1958 byl přijat zákon „Small business act“, na jehož základě mohly vznikat investiční společnosti zaměřující se na rozvoj podnikání.
- V průběhu 60. let došlo ke vzniku a rozvoji „limited partnershipů“. Byla tak vytvořena základní struktura spolupráce mezi primárním investorem a manažerskou společností, která ve své podstatě funguje dodnes.

Navzdory těmto událostem byl private equity trh stále objemově malý – fondům se během celých 70. let nepodařilo získat ani 1 miliardu dolarů.

Velká změna nastala v roce 1979, kdy byla uvolněna regulace amerických penzijních fondů směrem k investování. Důležitost této právní úpravy podtrhuje fakt, že dodnes penzijní fondy přispívají kolem 50% všech disponibilních prostředků private equity fondů ve Spojených státech. Mezi roky 1980 a 1983 private equity investice vzrostly pětinasobně z 0,6 miliardy dolarů na 3 miliardy dolarů.

Období mezi lety 1980 až 1995 je považováno ve Spojených státech za **takzvané „pre-boom period“, období před boomem**. Začátek byl charakteristický především financováním technologicky orientovaných projektů. Díky tomuto financování vzniklo mnoho i současných softwarových a hardwarových gigantů – například Apple a Cisco. Objem prostředků do roku 1983 masivně rostl, pak však začal stagnovat.

Koncem 80. a počátkem 90. let postihla podnikání v oblasti rizikového a rozvojového kapitálu deprese, charakterizována především poklesem předpokládaných výnosů. Příčinami byly jednak celková recese ekonomiky a dezorientace investorů¹⁰. Investoři poté opustili investice do rizikového kapitálu a soustředili se na rozvojový kapitál. Objem investic zůstal až do roku 1995 na úrovni 4 miliard dolarů.

Období boomu, které začíná v roce 1995 je spojeno s nástupem internetu. Během pěti let, do roku 2000, kdy splaskla internetová bublina, zažil private equity trh neporovnatelný růst ze 7,6 miliard dolarů v roce 1995 až na 105,9 miliard v roce 2000.

¹⁰ viz. Rizikový a rozvojový kapitál. *Ivan Dvořák, Pavel Procházka*. Management Press. Praha. 1998

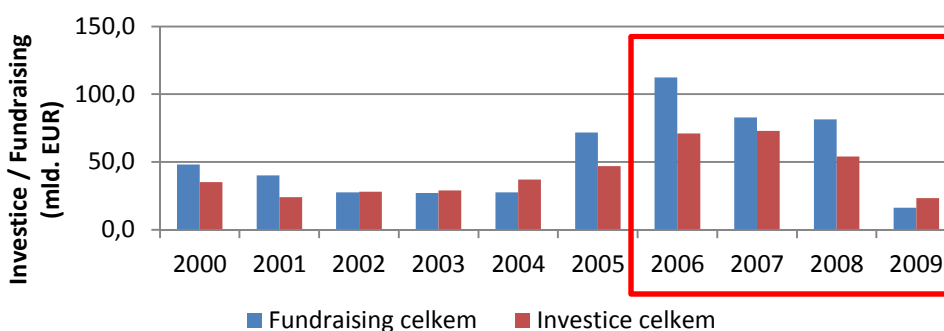
Do splasknutí internetové bubliny se objem ročních investic stabilizoval na hodnotě kolem 20 miliard dolarů.

Z prostorového hlediska je základnou private equity investic Silicon Valley, mnoho místních technologických společností financovalo svou počáteční expanzi z prostředků private equity kapitálu.

V Evropě se private equity trh začíná rozvíjet v průběhu 80. let 20. století. Za rozvojem stojí nárůst zájmu o manažerské odkupy, které stojí v čele pozornosti dodnes – zastupují kolem 70% všech private equity investic.

2.2. Dopad ekonomické krize na trh rizikového a rozvojového kapitálu

Globální ekonomická krize měla zásadní dopady na private equity trh. A to jak z hlediska množství prostředků získaných od primárních investorů, tak z hlediska množství investovaných prostředků (viz. graf níže)



11

Graf 1: Vývoj prostředků získaných od primárních investorů a investic private equity fondů v Evropě v letech 2000 - 2009, mld. EUR (zdroj: různé zdroje, Evropská asociace venture kapitálu)

Z hlediska systému fungování private equity trhu vidím tyto **dopady ekonomické krize**:

- došlo k sektorovému posunu od oblastí telekomunikací a výpočetní techniky k oblastem „zelených technologií“ a zdravotnictví
- větší společnosti zažily větší pokles investic než ty menší
- zvýšení provizí za poskytnutí kapitálu ve prospěch primárních investorů a na úkor manažerských společností
- změna struktury primárních investorů ve prospěch státu, podniků a penzijních fondů naopak v neprospěch bank, pojišťoven a nadací¹²

¹¹ ang. získávání finančních zdrojů od primárních investorů

Co se týče **stádia rozvoje portfolio společností**, očekávám, že se situace vrátí do původního stavu před krizí a private equity fondy budou opět investovat do všech stádií rozvoje a rovněž objemy investic se vrátí na původní úroveň. Můj předpoklad potvrzují i závěry Global Venture Capital Survey 2009¹³.

Naopak **sektorový posun zůstane dlouhodobý** a zaměření na „zelené technologie“ a zdravotnictví bude jeden z klíčových trendů budoucího rozvoje (viz. níže).

Vzhledem k pokračující globalizaci, která bude ovlivňovat i private equity sektor, předpokládám, že navzdory poklesu k době krize, **budou velké private equity společnosti určujícími silami rozvoje private equity trhu**. Budou těžit ze své mezinárodní přítomnosti a úspor z rozsahu, které umožní vyrovnat se s rostoucími požadavky klientů být nápomocen v několika zemích najednou a zároveň dosahovat vysoké produktivity podnikání (více viz níže Trend #3 Posun odvětví ve směru rostoucí globalizace).

Výsledky Global Venture Capital survey 2010¹⁴ naznačují, že **množství prostředků poskytnutých primárními investory se vrátí na původní úroveň**. Jinými slovy zvýší se opět nabídka, která v době krize zásadně poklesla. Pokles nabídky byl i hlavním determinantem růstu provizí ve prospěch primárních investorů. Očekávám proto návrat provizí na úroveň před krizí.

Období po skončení krize navíc může skýtat **tržní příležitosti ve formě investic do restrukturalizace** krizí postižených společností, a to ať už formou MBO/MBI, náhradního financování, či rozvojového financování.

2.3. Budoucí trendy rozvoje rizikového a rozvojového kapitálu

Trend #1: Posouvání těžiště private equity trhu směrem na východ

Prvním trendem je přesun těžiště trhu směrem na východ. Private equity odvětví se bude zmenšovat v rozvinutém světě, v čele s tradičními lídry odvětví, trhy USA a Velké Británie. Růst trhu bude tažen rozvojovými zeměmi v čele s Čínou, Indií a Brazílií.

Tento trend je potvrzován i výsledky Global Venture Capital Survey 2009¹⁵. Jak ukazují níže uvedené grafy, investoři z celého světa s výjimkou Izraele vidí rozvojové

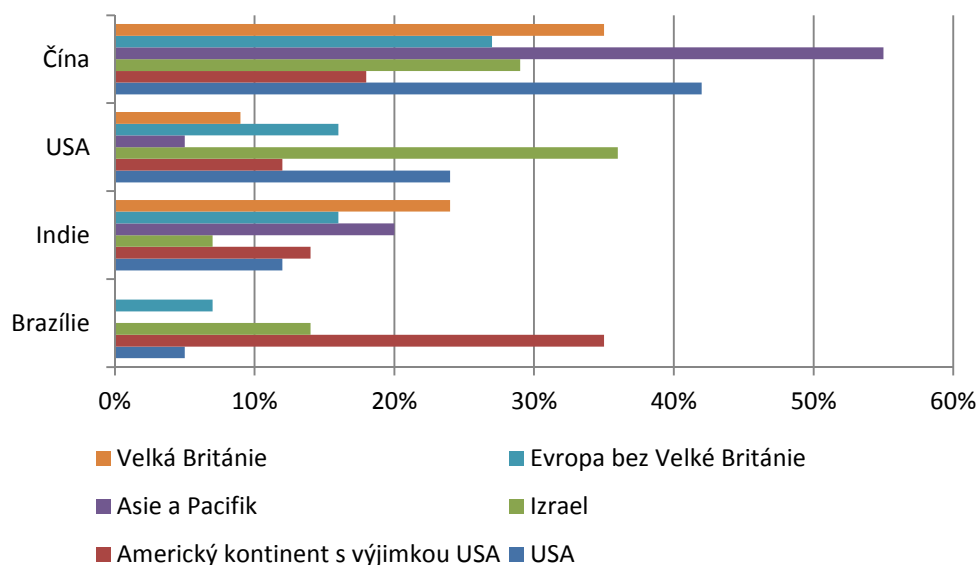
¹² zdroj: Global Venture Capital Survey 2009. Deloitte. New York. 2009

¹³ Global Venture Capital Survey 2009. Deloitte. New York. 2009

¹⁴ Global Venture Capital Survey 2010. Deloitte. New York. 2010

¹⁵ Global Venture Capital Survey 2009. Deloitte. New York. 2009

země jako oblasti, kde lze investováním získat nejvíce. USA je naopak vnímána všemi investory jako region, kde je možné nejvíce ztratit.



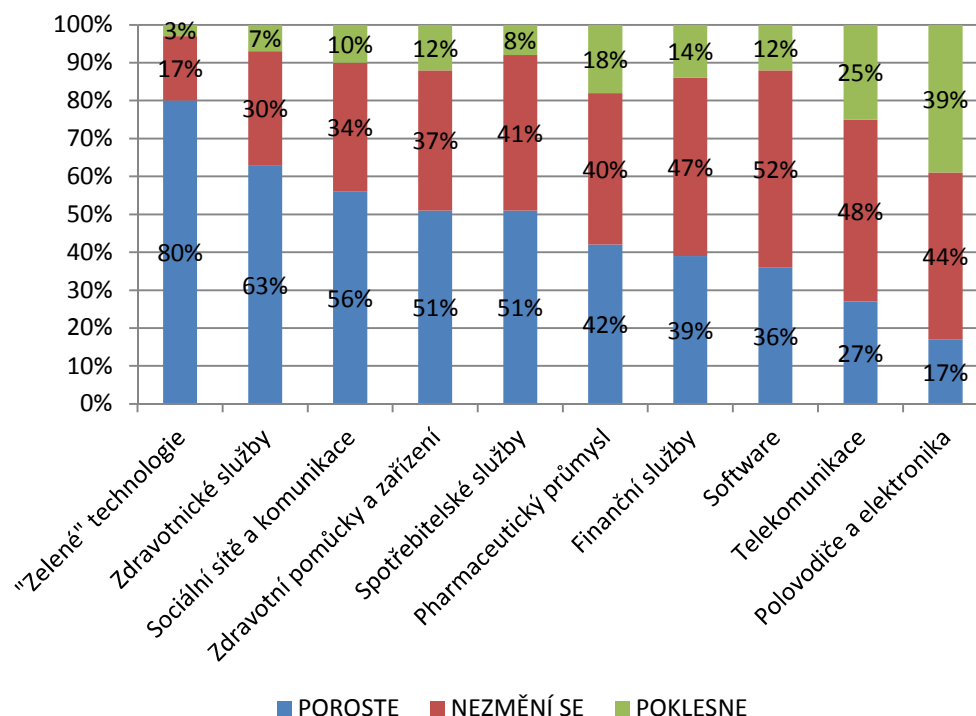
Graf 2: Výsledek hlasování jednotlivých regionů, která země může nejvíce získat vzhledem ke svému současnému ekonomickému postavení (zdroj: Global Venture Capital Survey 2009. Deloitte. New York. 2009)

Trend #2: „Zelené technologie“ a zdravotnictví budou nejperspektivnější oblasti investic

Sektorově nejperspektivnějšími odvětvím budou „zelené technologie“. Plných 97% respondentů Global Venture Capital survey 2010 předpokládá, že toto odvětví zůstane buď na stejné úrovni, nebo bude růst. Perspektivní jsou rovněž odvětví zdravotnických služeb a sociálních sítí & komunikace. Naopak trh očekává stagnaci v oblastech elektroniky a telekomunikací.

Perspektiva „zelených technologií“ je ovlivněna vládní podporou ve formě přímých i nepřímých stimulů. Odvětví napomáhá i současná tržní situace. Společnosti opět uvolňují rozpočtové restriktce, začínají intenzivněji sledovat své dlouhodobé cíle a soustředit se na to, jak jsou vnímány u společnosti.

Posun od sektorů informačních technologií a telekomunikací směrem k „zeleným technologiím“ a zdravotnictví má ještě jeden podstatný aspekt. Tato odvětví jsou charakteristická větší státní regulací než informační technologie a telekomunikace. Úspěch private equity trhu bude proto ještě více determinován vládní politikou a příznivost vládních opatření bude moci přinést komparativní výhody konkrétnímu lokálnímu trhu.



Graf 3: Trend vývoje jednotlivých odvětví v následujících 5 letech (zdroj: Global Venture Capital Survey 2010. Deloitte. New York. 2010)

Trend #3: Posun odvětví ve směru rostoucí globalizace

„Rozdílly zda je společnost americká, evropská, či asijská se smývají, protože mnoho začínajících společností potřebuje několik kanceláří v různých lokalitách. Podnikatelé mohou založit společnosti kdekoli na světě chtějí a mohou si vybrat lokalitu s pro ně příznivými podmínkami a dostupným talentem za rozumné ceny.“¹⁶

Tato slova Davida Chao, zakladatele DCM, jednoho z předních private equity fondů, potvrzují, že globalizace smývajících hranice mezi zeměmi bude mít důležitý dopad i na fungování subjektů private equity trhů – především private equity fondů a manažerských společností. Tyto subjekty budou muset být schopny operovat nejen na lokálním trhu, ale také mít znalosti všech oblastí kam chce klient expandovat.

Očekávám, že tento trend povede k posílení pozice velkých, mezinárodních manažerských společností a konsolidaci trhu na několik velkých hráčů. **Menší hráči však mohou profitovat ze své konkrétní specializace** a v případě potřeby uzavírat ad hoc spolupráce s dalšími lokálními/specializovanými manažerskými společnostmi.

¹⁶ Global Venture Capital Survey 2009. Deloitte. New York. 2009. str. 10

Dále **poroste význam využívání informačních technologií na private equity trhu.** Projekty budou vyžadovat účast jednotlivých členů týmu na různých místech světa a přitom schopných komunikovat a spolupracovat na okamžité bázi.

Podobně jako v dalších odvětvích bude docházet ke změně popisu práce zaměstnanců manažerských společností. Thomas L. Friedman uvádí ve své knize *The world is flat*¹⁷ příklad amerického účetního. Dříve byla veškerá účetní agenda obhospodařována jednou osobou. Nyní díky existenci scannerů a další výpočetní techniky mohou být veškeré účty naskenovány a poslány do Indie. Veškeré jednoduché operace jsou prováděny tam. Americký účetní má potom více času udržovat kontakt s klientem, řešit komplexní účetní případy, případně být zodpovědný za více klientů. **V oblasti private equity si dovedu představit outsourcing v oblastech, kde data lze získat z internetu a sumarizovat je do standardního formátu.** Základními oblastmi by mohly být úvodní screening investičních projektů, výzkum trhu, finanční analýza, či operativa. Stálí zaměstnanci by se potom mohli soustředit na činnosti vyžadující zkušenosti, podnikatelský cit, dobrý úsudek a kontakt s klientem.

3. Současný stav trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice

Cílem této kapitoly je představit charakter private equity trhu v České republice a zhodnotit příznivost prostředí pro private equity podnikání. Jasně přitom definovat jeho základní nedostatky. V následující kapitole budu tyto nedostatky adresovat a navrhnout zlepšení na základě porovnání s předními private equity trhy ve světě.

3.1. Pozice České republiky v mezinárodním srovnání vývoje trhu rizikového a rozvojového kapitálu

3.1.1. Geografické a časové rozdělení

Investice v oblasti Střední a východní Evropy zaujímaly v celoevropském měřítku v době před hospodářskou krizí jen marginální roli. V letech 2006 až 2008 to bylo mezi 2,5% až 5%. Změna nastala v roce 2009. Zatímco evropský private equity trh poklesl o 60% na 22,7 miliardy EUR, investice do středoevropského regionu zůstaly na loňské hodnotě okolo 2,5 miliardy EUR a jejich podíl v celoevropském měřítku rázem narostl na 11%.

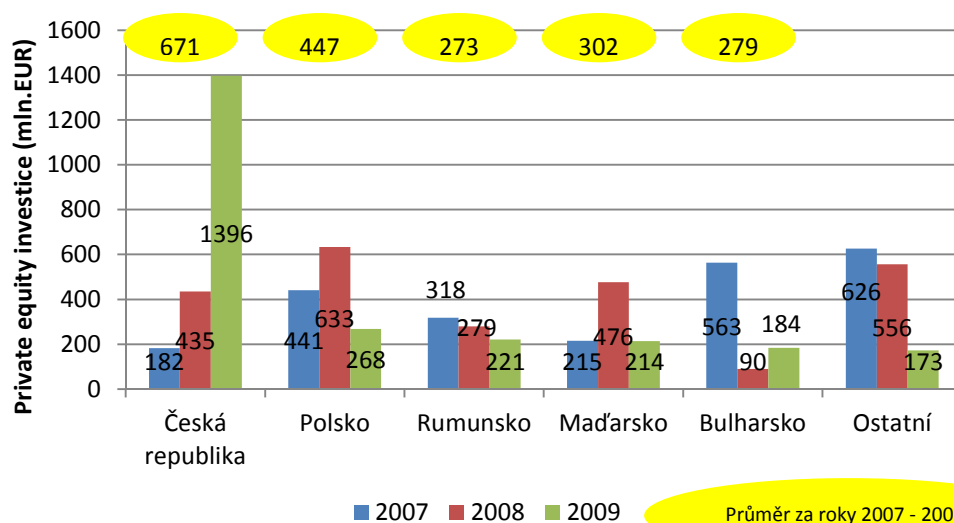
17 *The World is flat*. Thomas L. Friedman. Penguin Group. Londýn. 2006

	2006	2007	2008	2009
ČR celkem	1 306	182	435	1 396
CEE¹⁸ celkem	1 667	2 344	2 480	2 456
Evropa celkem	67 807	72 012	52 675	22 690

Tabulka 5: Porovnání private equity investic v ČR, ve Střední a východní Evropě a v Evropě jako celku v letech 2006 až 2009, mln. EUR (zdroj: Private equity & Venture Capital v České republice. Česká asociace venture kapitálu. Praha. 2010)

Private equity investice ve Střední a východní Evropě jsou silně koncentrovány. Pět zemí (Česká republika, Polsko, Rumunsko, Maďarsko a Bulharsko) společně pokrývají 81% private equity investic v regionu¹⁹.

Všech pět zemí dosahuje vyšší hodnoty private equity investic než Rakousko. Zatímco u nás byla průměrná hodnota PE investic za poslední 3 roky 671 mln. EUR, v Rakousku pouze 228 mln. EUR²⁰. Důvodem především je, že v Rakousku neprobíhá transformace ekonomiky a je zde větší podíl menších venture kapitálových transakcí a méně velkých manažerských odkupů. V roce 2009 private equity fondy v Rakousku investovaly celkem 132,6 milionů EUR, přičemž manažerské odkupy tvořily 43% a venture kapitálové transakce 57%.



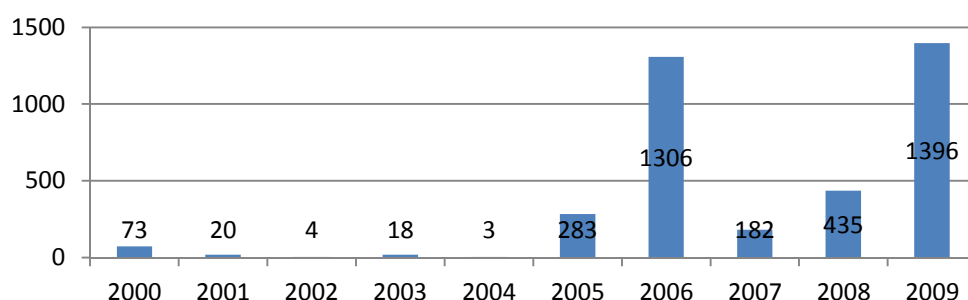
Graf 4: Porovnání ročních private equity investic ve Střední a Východní Evropě letech 2007 - 2009, mln. EUR (zdroj: Central European Statistics 2007. Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2008; Central European Statistics 2008. Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2009; Central European Statistics 2009. Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2010)

¹⁸ zkratka pro Střední a východní Evropu

¹⁹ průměr za poslední 3 roky, dle dat České asociace venture kapitálu (zdroj: Private equity & Venture Capital v České republice. Česká asociace venture kapitálu. Praha. 2010)

²⁰ Rakousko dosáhlo v roce 2007 PE investic v hodnotě 335 mln. EUR, v roce 2008 v hodnotě 216 mln. EUR a v roce 2009 v hodnotě 133 mln. EUR (zdroj: Rakouská asociace venture kapitálu, webová stránka: <http://www.avco.at/AVCO.aspx?target=12592&l=2&>)

Private equity investice v České republice dosáhly v roce 2009 hodnoty 1,4 miliardy EUR. Je to 4x více než v roce 2008 a nastala tak u nás paradoxní anticyklická situace, zatímco evropský private equity trh jako celek čelil propadu investic. Tato situace je důsledek několika velkých transakcí, které v roce 2009 nastaly. Především prodej pivovaru Staropramen do rukou private equity fondu CVC Capital. Podobná situace nastala rovněž v roce 2006, kdy několik velkých buy-out transakcí katapultovalo objem investic přes 1 miliardu EUR, aby se situace o rok později se vrátila zpět na zhruba jednu šestinu.



Graf 5: Objem ročních private equity investic v České republice v letech 1999 až 2009, mln. EUR (zdroj: Private equity & Venture capital v České republice. Česká asociace venture kapitálu. Praha. 2010)

3.1.2. Rozdělení dle stádia rozvoje

Česká republika je stejně jako zbytek Střední a východní Evropy je silně orientována na manažerské odkupy. V České republice je podíl investic do venture kapitálu jen 2%, zatímco v celoevropský průměr je 16,8%. Rozdíl vidíme ještě evidentněji, pokud situaci zhodnotíme podle ukazatele počtu investovaných firem. Zatímco v Západní Evropě má 70% investic charakter venture kapitálu, ve Střední a východní Evropě je to pouze 28%.

	Venture kapitál		Manažerské odkupy ²¹	
	mln EUR	%	mln EUR	%
ČR celkem	28	2,0%	1368	98,0%
CEE celkem	43,4	1,8%	2412,6	98,2%
Evropa celkem	3821	16,8%	18869	83,2%

Tabulka 6: Porovnání objemu investic podle stádia rozvoje v ČR, v CEE a v Evropě v roce 2009, mln. EUR (zdroj: Private equity & Venture capital v České republice. Česká asociace venture kapitálu. Praha. 2010)

Orientace na manažerské odkupy je především důsledkem transformace naší ekonomiky. Po pádu komunismu začaly společnosti vyrůstat především od poloviny 90. let a nyní dosahují dospělosti. Zakladatelé chtějí s podnikáním přestat, avšak chybí

²¹ Včetně náhradního financování a záchranného kapitálu

nástupnictví. A vzhledem k omezeným možnostem IPO na našem trhu se vlastníci obracejí buď na strategického investora nebo private equity.

Také zde stále existují společnosti, které byly řízeny nezkušeným managementem a zaostávají za svým potenciálem. Private equity fond může přinést rychlou změnu a zásadně zvýšit hodnotu společnosti už jen tím, že vymění management, zeštíhlí společnost a bude ji řídit podle tradičních evropských standardů.

Zatímco manažerským odkupům se v našich podmínkách velmi daří, **financování venture kapitálem u nás i v celé Střední a východní Evropě téměř nefunguje**. Jak můžeme vidět v tabulce níže, v České republice vůbec neproběhly investice v oblastech zárodečného, ani startovního financování.

Malá velikost českého trhu má za důsledek to, že zárodečné a startovní financování se pohybuje v tak malých částkách, které nejsou pro zahraniční fondy rentabilní. Tyto transakce by mohly být výhodnější pro domácí venture kapitálový fond, vzhledem ke znalosti místního prostředí, specializaci na tento trh a nižším nákladům na fungování.

Pozitivní je, že právě tímto směrem se již orientují české manažerské společnosti Credo Ventures a JV Capital Management a tuto oblast rovněž začíná pokrývat Technologická agentura České republiky (TAČR).

	Zárodečné financování		Startovní financování		Rozvojové financování	
	mln EUR	%	mln EUR	%	mln EUR	%
ČR celkem	0	0,0%	0	0,0%	28	100,0%
CEE celkem	2	4,5%	11	25,0%	31	70,5%
Evropa celkem	144	3,8%	1848	48,4%	1829	47,9%

Tabulka 7: Porovnání objemu venture kapitálových investic podle stádia rozvoje v ČR, v CEE a v Evropě v roce 2009, mln. EUR (zdroj: Private equity & Venture capital v České republice. Česká asociace venture kapitálu. Praha. 2010)

3.2. Klíčové determinanty úspěšnosti a rozšířenosti rizikového a rozvojového kapitálu v ekonomice

Při stanovení klíčových determinantů úspěšnosti a rozšířenosti rizikového a rozvojového kapitálu v ekonomice jsem vycházel ze studie Global Venture capital survey 2010²², kterou vytvořila mezinárodní poradenská společnost Deloitte ve spolupráci s americkou asociací venture kapitálu NVCA.

Studie se dotazovala celkem 516 respondentů z 9 zemí, kteří zastupovali investory různých velikostí s převahou investorů spravujících aktiva v rozmezí 100 – 499

²² Global Venture Capital Survey 2010. Deloitte. New York. 2010

milionů dolarů. Zastoupeni byli jak primární investoři, tak manažerské společnosti (reprezentující private equity fond).

V průzkumu byly mimo jiné položeny dvě důležité otázky, ze kterých jsem vycházel při stanovení determinantů:

- Které základní faktory determinují **příznivé prostředí** pro private equity trh?
- Které základní faktory determinují **nepříznivé prostředí** pro private equity trh?

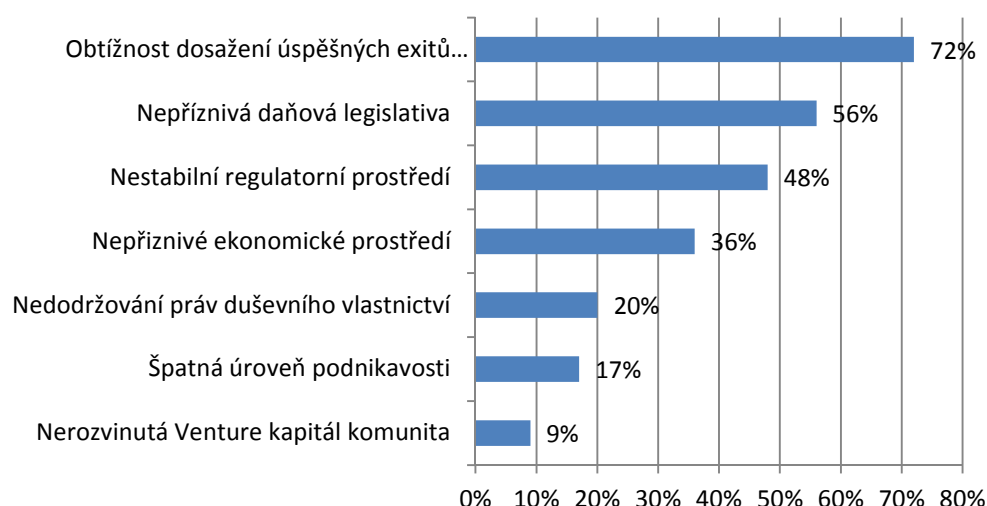
Výsledky studie jsou následující:

Závěry průzkumu ukazují, že podnikavost a její podpora v ekonomice je nejdůležitějším determinantem příznivosti prostředí pro private kapitál. Následuje podpora inovací, výzkumu a vývoje ze strany vlády a existence rostoucích trhů v ekonomice.



Graf 6: Faktory determinující příznivé prostředí pro Private equity trh (zdroj: Global Venture Capital Survey 2010. Deloitte. New York. 2010, str. 11)

Naopak obtížnost dosažení úspěšných exitů investic, nepříznivá daňová legislativa a nestabilní regulatorní prostředí byly vyjmenovány jako základní faktory negativně ovlivňující prostředí pro private equity.



Graf 7: Faktory determinující nepříznivé prostředí pro Private equity trh (zdroj: Global Venture Capital Survey 2010. Deloitte. New York. 2010, str. 13)

Na základě těchto údajů jsem určil **6 základních determinantů rozšíření rizikového a rozvojového kapitálu v ekonomice:**

Determinanta	Charakteristika determinanty
1. Podnikavost a její podpora v ekonomice	- Je klíčovým prvkem úspěšnosti rizikového a rozvojového kapitálu, neboť formuje poptávku po investicích. Bez podnikavosti by nebyly nápady a investiční příležitosti. - Úroveň podnikavosti je částečně dána naturelem obyvatelstva. Stát však může vhodnými nástroji podnikavost podněcovat a podporovat.
2. Podpora inovací, výzkumu a vývoje	- Historie nejúspěšnějších private equity transakcí ukazuje, že vždy byly spojeny s inovativními firmami (Gogole, Microsoft, Cisco). Podpora inovací a výzkumu a vývoje umožní vznik nových nápadů, které mohou vést ke vzniku či další expanzi firem. - Determinant analyzuje příznivost ekonomického prostředí pro inovace.
3. Růstový potenciál trhu	Determinant zohledňuje velikost trhu a na něj navazující růstový potenciál firem. Jiný je tržní potenciál retailových společností v Německu, kde je 80 miliónů potenciálních spotřebitelů a v České republice, kde je jich osmkrát méně.
4. Výnosnost investic	Determinant zkoumá výnosnost investic v ekonomice na základě analýzy 4 faktorů: očekávané hrubé zisky z investic, výše kapitálových výdajů, výše a systém zdanění a úroková sazba.

	- Nižší mzdové náklady zemí Střední a východní Evropy jsou klíčovou komparativní výhodou a faktorem snižujícím očekávané výdaje a tudíž zvyšující očekávanou výnosnost investic. Budu jim proto věnovat speciální pozornost. - Zaměřuji se rovněž na vývoj a současný stav úrokových sazeb a jeho dopad na velikost investic. - Výši a systém zdanění potom analyzuji zvlášť v rámci pátého determinantu.
5. Příznivost regulace, daňové legislativy a právního prostředí	Tento determinant je zaměřen na hodnocení příznivosti legislativních úprav pro fungování private equity trhu v ekonomice. Sleduji přitom 3 základní faktory: regulaci private equity trhu, daňovou legislativu a příznivost právního prostředí.
6. Rozvinutost kapitálového trhu	V rámci šestého determinantu zhodnotím příznivost současného nastavení kapitálového trhu a možnosti private equity společností své investice exitovat.

Tabulka 8: Základní determinanty rozvinutosti rizikového a rozvojového kapitálu v ekonomice a jejich charakteristika (zdroj: vlastní tvorba)

3.3. Analýza klíčových faktorů determinujících současnou situaci

3.3.1. Podnikavost a její podpora v ekonomice

Česká republika neposkytuje příznivé podmínky pro začínající podnikání. V celosvětovém měřítku jí patří až 113. místo²³, což je například až za některými africkými, či východoasijskými zeměmi.

Pro podporu podnikání je potřeba, aby nové společnosti mohly vzniknout rychle, s co nejmenšími náklady a s minimálními administrativními bariérami.

Největšími slabinami České republiky jsou:

- vysoký nutný požadovaný minimální kapitál** – zatímco ve vyspělých zemích jako Velká Británie nebo Singapur je tato minimální požadovaný kapitál nulový, u nás je to 30% průměrných ročních příjmů na osobu²⁴.
- velký počet administrativních procedur** – v České republice je potřeba na založení společnosti 8 procedur. Zatímco ve vyspělých zemích (USA, Velká Británie) je nutno pouze 6, v Singapuru dokonce jen 3.

²³ zdroj: Doing business 2010. *Evropská banka pro obnovu a rozvoj, Světová banka.* Washington. 2009. str. 150

²⁴ zdroj: Doing business 2010. *Evropská banka pro obnovu a rozvoj, Světová banka.* Washington. 2009. str. 117

3. **korupce** – Global competitiveness report 2010-2011²⁵ uvádí korupci jako nejproblematictější faktor pro podnikání u nás. Dle organizace Transparency international se Česká republika nachází až na 53. místě na světě, což nás sice řadí do průměru Střední a východní Evropy, ale s hodnotou 4,6 daleko za nejlepší země Dánsko, Nový Zéland a Singapur, které dosáhly skóre 9,3.

3.3.2. Podpora inovací, výzkumu a vývoje ze strany vlády

Inovace jsou oblast, kde Česká republika vyčnívá nad ostatními zeměmi Střední a východní Evropy a dotahuje se i na země Západní Evropy. Dle Global competitiveness reportu nám patří 27. místo na světě²⁶.

Země	Skóre	Umístění v oblasti inovací
Česká republika	3,92	27
Slovensko	2,95	85
Polsko	3,31	54
Maďarsko	3,55	41
...		
Velká Británie	4,65	14
Francie	4,48	19
Rakousko	4,48	20

Tabulka 9: Umístění vybraných zemí v oblasti inovací (zdroj: Global competitiveness report 2010-2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010)

Naší **silnou stránkou v porovnání s ostatními zeměmi Střední a východní Evropy** jsou především kvalita výzkumných institucí, výše firemních výdajů na výzkum a vývoj a kapacita na inovace.

Existují rovněž daňová zvýhodnění výdajů na výzkum a vývoj. Novelizace daňového zákona z roku 2005 umožňuje uplatnit dodatečné snížení daně ve výši 100% výdajů na výzkum a vývoj.

Slabiny spočívají v nedostatku vědeckých a technických pracovníků, chybějící podpoře technologického transferu, daňové podpoře kontraktace výzkumných pracovníků a spolupráci mezi firmami a výzkumnými ústavy.

3.3.3. Růstový potenciál trhu

Dle Ukazatele velikosti domácího trhu (ang. domestic market size index)²⁷ je Česká republika na 45. místě ve světě. **Populace 10,4 miliónu obyvatel neskýtá prostor**

²⁵ zdroj: Global competitiveness report 2010-2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010. str. 140 - 141

²⁶ zdroj: Global competitiveness report 2010-2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010

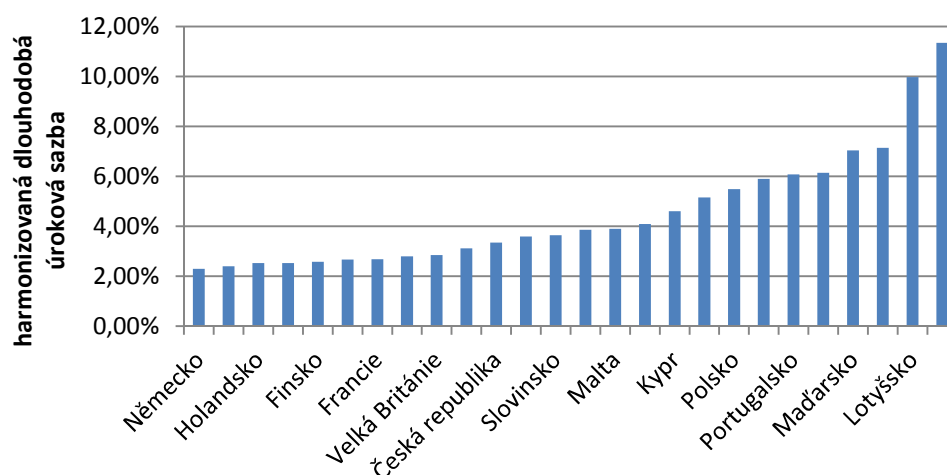
pro velký růst a expanzi firem jako například Německo nebo USA, kde je počet obyvatel několika násobně vyšší.

Česká republika má proto přirozené limity růstu trhu, což má důležitý dopad na private equity trh. Private equity fondům se nevyplatí na našem území specializovat. Firmy navíc ani vlastně nemají takovou kapitálovou potřebu, limitovanou expanzi jsou schopny financovat buď z vlastních interních zdrojů financování, či úvěrů.

3.3.4. Výnosnost investic

V porovnání se Západní Evropou však **můžeme stále profitovat z nižších pracovních nákladů, které mají za důsledek komparativně vyšší výnosnost investic**. V roce 2007 u nás byla dle údajů Eurostatu²⁸ průměrná měsíční mzda 1201,2 EUR, zatímco průměr EU27 byl 3027 EUR. Lze očekávat, že naše konvergence vůči zemím Západní Evropy bude pokračovat, přesto tato komparativní výhoda ještě několik let vydrží.

Dalším **příznivým ukazatelem pro výnosnost investic na našem území je výše harmonizovaných úrokových sazeb**. Jak ukazují údaje Evropské centrální banky, harmonizovaná dlouhodobá úroková sazba v České republice k 10. Listopadu 2010 je 3,34%, což je nejméně mezi zeměmi Střední a východní Evropy a velmi blízko nejnižším hodnotám v EU (Německo 2,3%, Dánsko 2,4%).



Graf: 1: Porovnání dlouhodobých harmonizovaných úrokových měr v Evropské unii k 10. 11. 2010 (zdroj: Evropská centrální banka - <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html#fn3>)

²⁷ Zdroj: Global competitiveness report 2010-2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010. str. 140 - 141

²⁸ http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/labour_market/labour_costs/main_tables

Příznivými faktory pro výnosnost investic jsou i **technologická vyspělost České republiky a výše zmíněná nadstandardní úroveň inovací**. V obou těchto ukazatelích jsme na prvním místě ve Střední a východní Evropě. To umožňuje realizovat investice s vyšší přidanou hodnotou a tudíž i vyšší výnosností.

	Umístění v oblasti inovací	Umístění v oblasti tech. připravenosti
Česká republika	27	32
Slovensko	85	34
Polsko	54	47
Maďarsko	41	37

Tabulka 10: Pořadí vybraných zemí Střední a východní Evropy v oblastech inovací a technologické připravenosti (zdroj: Global competitiveness report 2010 -2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010. str. 140-141, str. 20 – 22)

3.3.5. Příznivost regulace, daňové legislativy a právního prostředí

Česká republika je v konkurenci s ostatními evropskými státy hodnocena jako země s nejméně příznivým prostředím pro private equity a venture kapitálové investice. V komparativní analýze Evropské asociace venture kapitálu vydané v roce 2008²⁹ jsme obsadili úplně poslední místo. Navíc se hodnocení naší republiky od roku 2004, kdy byla komparativní analýza poprvé provedena, stále zhoršuje.

Důvody současné situace jsou následující:

1. Česká legislativa neřadí private equity aktiva mezi instrumenty, kam mohou penzijní fondy a pojišťovny investovat své prostředky.

V případě penzijních fondů lze do private equity investovat pouze v rámci 5% aktiv, které mohou penzijní fondy investovat kamkoliv. Navíc regulace penzijních fondů přísně penalizuje jakoukoliv ztrátu, která nastala během jednoho kalendářního roku.

Podle novely Zákona o pojišťovnictví č.277/2009Sb. je nyní pojišťovnám povoleno investovat až 5% technických rezerv do nekótovaných akcií a jiných cenných papírů podobných akciím, přičemž limit na 1 emitenta zůstává 3%. Tato úprava skýtá určitou, avšak velmi limitovanou možnost investovat do private equity. Například v Polsku mohou pojišťovny investovat až 10% technických rezerv.

²⁹ Benchmarking european legal & tax environments. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2008

Navíc ani pojišťovny, ani penzijní fondy nemají povoleno investovat do aktiv charakteru private equity v zahraničí.

Výše uvedené fakta vedou k tomu, že v České republice prakticky nemohou kromě vládních institucí existovat primární investoři.

2. Daňové prostředí pro zaměstnanecké opce není příliš příznivé. Dle výkladu českého daňového práva má být zaměstnanec zdaněn v okamžiku uplatnění opce ve výši daně z příjmu fyzických osob. Zároveň může dojít k dalšímu zdanění v okamžiku, kdy je aktivum prodáno (pokud je aktivum prodáno v době kratší než 6 měsíců a zároveň osoba nedrží více než 5% kapitálu³⁰).
3. Portfolio společnosti nemohou plně snížit svůj daňový základ o nákladové úroky vůči spřízněným, či nespřízněným společnostem. Jiné legislativy toto umožňují. Například ve Velké Británii jsou nákladové úroky jak vůči spřízněným, tak nespřízněným osobám plně daňově uznatelné, v Polsku je také legislativa v tomto ohledu příznivější.
4. Výkonově-orientované bonusy zaměstnanců manažerských společností nejsou daňovým zákonem nijak upraveny. Některé daňové výhodné úpravy mohou být provedeny, avšak jejich oprávněnost musí být posuzována případ od případu. To logicky vytváří nejistotu na straně zaměstnanců.
5. Žádná legislativně realizovatelná právní struktura private equity fondů v České republice není daňově transparentní³¹.

Na druhou stranu ale můžeme sledovat i zlepšení v oblasti regulace a legislativní úpravy private equity trhu. Vláda zesílila intenzitu podpory začínajícího a inovačního podnikání, což můžeme vidět především na následujících dvou opatřeních:

- V březnu 2010 spustila **Technologická agentura České republiky program Alfa**, jehož cílem je podpořit rozvoj progresivních technologií, ochranu životního prostředí, či rozvoj dopravy prostřednictvím financování a odborné podpory výzkumných organizací a firem. TAČR plánuje jen v první fázi

³⁰ Pokud osoba drží více než 5% kapitálu, kapitálové výnosy jsou daňově osvobozeny, pokud jsou drženy po dobu více než 5 let.

³¹ Daňová transparence znamená, že systém zdanění private equity subjektů je nastaven tak, že pro primárního investora je daňově indiferentní, zda bude do společnosti investovat přímo, či přes private equity fond, nedochází ke dvojímu nebo vícenásobnému zdanění.

programu rozdělit 817 miliónů Kč do zhruba 750 projektů³². V plánu jsou i další projekty (více viz kapitola 5).

- Začátkem roku 2011 **Ministerstvo průmyslu a obchodu uvede fond**, který bude z prostředků Operačního programu Podnikání a inovace (ze zdrojů Evropské Unie) financovat začínající a inovativní společnosti³³. Dvojnásobně pozitivní je, že fond bude zaměřen na startovní financování, tedy oblast kde dosud investice téměř neprobíhají.

V našem systému existují i další pozitiva, která mohou inspirovat i okolní země. Zaprvé **sazba daně z příjmů právnických osob** je v současnosti na úrovni 19%, což je **hluboko pod evropským průměrem** (24%). Zároveň sazby daně z příjmů fyzických osob i právnických osob jsou shodné jak pro kapitálové zisky, tak pro dividendy a úrokový výnos. Atraktivita investice tak pro fondy rizikového kapitálu není v horším postavení, což by nastalo, pokud by byl úrokový výnos daněn nižší sazbou.

Zadruhé pro fyzické osoby platí osvobození od daně z příjmů, pokud jsou investice drženy po dobu delší než 6 měsíců a zároveň nepřevyšují hodnotu 5% kapitálu³⁴.

Zatřetí od roku 2006 existuje v českém právním řádu **právní rámec Fondu kolektivního investování**. Tato právní struktura se jeví jako nejvýhodnější právní forma pro private equity fondy, neboť výše dvojího zdanění je nižší než u alternativních právních forem, které lze užít (podrobněji viz kapitola 5). Výnosy fondu jsou daně atraktivní sníženou sazbou daně z příjmů ve výši 5%, zvažuje se dokonce její snížení na 1%. Od 1. 8. 2009 je rovněž možné realizovat nepeněžitě vklady do základního kapitálu Fondu kolektivního investování.

3.3.6. Rozvinutost kapitálového trhu

Český kapitálový trh není tak rozvinutý jako například v okolním Polsku nebo v anglosaských zemích. Za poslední 3 roky zde došlo pouze ke 2 IPOs (což kontrastuje se 115 IPOs, které proběhly v Polsku).

Místní kapitálový trh proto není možno brát jako alternativu k financování bankami, granty, či vlastními zdroji. Private equity fondům tak ubývá jedna z důležitých

³² viz. rozhovor s Karlem Klusáčkem, předsedou Technologické agentury České republiky (zdroj: http://www.lidovky.cz/tiskni.asp?r=ln_veda&c=A100504_135624_ln_veda_hev)

³³ Viz. webové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu (zdroj: <http://www.mpo.cz/dokument80491.html>)

³⁴ Pokud osoba drží více než 5% kapitálu, kapitálové výnosy jsou daňově osvobozeny, pokud jsou drženy po dobu více než 5 let.

možností exitu své investice. Hypotetická poptávka po investicích tak klesá, což při fungování ekonomických zákonů nabídky a poptávky implikuje i její výnosnost.

Důvody současné situace kapitálového trhu v České republice jsou následující:

1. **Chybí penzijní reforma.** Penzijní reforma, kde by byl současný průběžný systém nahrazen systémem fondovým, by umožnila vznik velkých lokálních hráčů, kteří by potřebovali své portfolio vhodně investovat a diversifikovat. Na kapitálovém trhu by se jednak objevili velcí kupci a po vhodném marketingu by se začali objevovat i upisovatelé.
2. **Negativní publicita z dob kupónové privatizace.** Živelné období kupónové privatizace v 90. letech vytvořilo nechuť mnohých retailových investorů vůči českému kapitálovému trhu, která stále přetrvává. V České republice tak na burze obchoduje méně obyvatel než v okolních zemích.

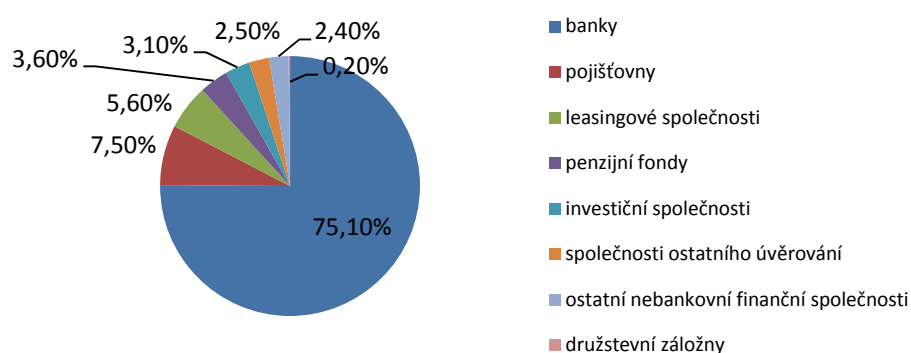
	Počet obchodujících klientů (tis.)	% z celkového obyvatelstva
Česká republika	155	1,50%
Polsko	945	2,50%
Maďarsko	184	1,80%

Tabulka 11: Počet obchodujících klientů v České republice, Maďarsku a Polsku v roce 2008 (zdroj: CYRRUS)

3. **Charakter privatizace státních podniků.** Vláda volí při prodeji státních podniků metodu přímého prodeje strategickému investorovi, ještě nenastal prodej státního podniku přes kapitálový trh.
4. **Limitovaná možnost expanze firem v důsledku velikosti ekonomiky.** Přestože existuje otevřený trh v rámci EU, expanze je stále spojena s řadou bariér. Kapitálová potřeba zdejších podnikatelů není tak velká.
5. **Neochota vlastníků se dělit o rozhodovací pravomoc.** Vstup na kapitálový trh je spojen s oddělením vlastnictví a řízení a zakládá zároveň vysoké nároky na pravidelné platby dividend, finanční reportování, transparentní interní procesy a další prvky corporate governance. Pokud však vlastník využívá pouze interní zdroje a úvěry, jeho povinnosti jsou ohraničeny pouze legislativním rámcem, který je méně přísný než dohled investora. Firemní majetek je potom de facto vlastníkův majetek a firemní peníze jsou vlastníkovy peníze a on s nimi může nakládat flexibilně dle svého uvážení.

6. **Charakter evropského trhu, který inklinuje k postupnému růstu.** Kontinentální trh se historicky vyvíjel odlišně než anglosaský. Anglosaský trh daleko více inklinuje k rychlému růstu a hledá pro to dostupné prostředky. Zatímco kontinentální trh je charakteristický postupným růstem firem, expanzí s větším podílem vlastních zdrojů a menším zadlužováním.
7. **Burzovní produkty, především dluhopisy, pouze pro velké hráče.** Český trh s dluhopisy je nelikvidní. Prakticky zde neexistují podnikové dluhopisy³⁵, takže připadá v úvahu investovat pouze do státních dluhopisů. Státní dluhopisy jsou však dostupné pouze pro velké hráče. Po dluhopisech menších společností je nízká poptávka, neboť se trh obává, že je nebude schopen prodat před dobou splatnosti.
8. **Dominantní pozice bank v českém finančním sektoru.** Českému finančnímu trhu jednoznačně dominují silné banky – ke konci roku 2008 jejich aktiva tvořila 75% celého finančního sektoru.

Dominance bank sama o sobě nemá na kapitálový trh špatný dopad. Přičteme-li však k této dominanci další charakteristiky českého kapitálového trhu, především špatnou sebepropagaci kapitálového trhu a omezenou potřebou externích zdrojů z důvodu limitované expanze, tak to vede k tomu, že bankovní produkty jsou daleko více poptávány, i když by bylo možná v daný okamžik efektivnější využít alternativních zdrojů.



Graf: 2: Struktura českého finančního sektoru dle podílu na aktivech k 31. 12. 2008 (zdroj: <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/bankovnictvi-investovani/cesky-bankovni-sektor/1000464/57975/>)

9. Nedostatečná sebepropagace Pražské burzy

³⁵ Dle webové stránky www.investujeme.cz je v ČR pouze 5 čistě korporátních dluhopisových fondů denominovaných v českých korunách (zdroj: <http://www.investujeme.cz/clanky/fondy-korporatnich-dluhopisu-zadane-ale-nedostatkove-zbozi/>)

4. Porovnání českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu s trhy Polska, Velké Británie a Singapuru

Cílem této kapitoly je porovnat český private equity trh s předním světovým trhem private equity v Singapuru, předním evropským ve Velké Británii a také trhem v Polsku. To především proto, že polská ekonomika má v mnoha ohledech podobné parametry jako česká, přesto private equity trh tam má daleko příznivější prostředí. Analýza a srovnání probíhá v rozsahu stejných determinant jak v předchozí kapitole pro trh v České republice.

Výstupem této kapitoly bude soubor doporučení, která povedou k zatraktivnění private equity trhu v České republice.

4.1. Kvantifikace private equity trhu v Polsku, Velké Británii a Singapuru

4.1.1. Časové rozdělení

Velká Británie je hned po USA zemí s největším objemem private equity investic na světě. Před začátkem hospodářské krize přesahovaly roční investice private equity fondů každoročně 20 miliard EUR, což je zhruba 1/3 veškerých investic na území Evropy. Nejvyšší objem investic byl dosažen v roce 2006, kdy private equity fondy investovaly přes 36,1 miliard EUR. Na britský private equity trh však silně dopadla celosvětová hospodářská krize. V roce 2009 došlo meziročnímu poklesu investic o více než 60%. Situace ve Velké Británii byla hlavní příčinou silného poklesu private equity trhu v Evropě.

Přes pokles v období hospodářské krize je britský private equity trh stále mezi špičkou ve světě, což dokládá ukazatel private equity investic na HDP, který dlouhodobě překračuje hodnotu 1%. Právě 1% private equity investic na HDP lze interpretovat jako ukazatel vyspělosti private equity v ekonomice.

	2005	2006	2007	2008	2009
Objem private equity investic (mln. EUR)	23 564	36 109	27 228	22 688	8 376
Podíl private equity investic na HDP	1,22%	1,96%	1,43%	1,20%	0,55%
3letý průměr private equity investic na HDP (2007 – 2009)	1,06%				

Tabulka 12: Objem private equity investic na území Velké Británie v letech 2005 až 2009 (zdroje: Seeking differentiation in the time of change, Global Private Equity report 2008. PricewaterhouseCoopers. New York. 2008; Private Equity Going Public, Global Private equity report 2006. PricewaterhouseCoopers. New York. 2006; Private Equity 2010. TheCityUK. London. 2010; Private equity 2009. Institute Financial Services London. London. 2009)

Polský private equity trh je co do objemu investic stále malý v celoevropském měřítku a stále za svým potenciálem, bereme-li v potaz velikost polského trhu. Nejlépe to vystihuje ukazatel ročních private equity investic na HDP, kde průměr za poslední 3 roky dosáhl 0,13%, což je daleko za úrovní zemí s vyspělým private equity trhem.

Roční investice dosáhly svého vrcholu v roce 2008, kdy private equity fondy na polském území investovaly přes 633 miliónů EUR. V následujícím roce došlo podobně jako ve Velké Británii k poklesu z důvodu krize.

Polsko uskutečnilo v nedávné době několik legislativních opatření, které významně posílily příznivost podnikatelského prostředí pro private equity trh. Rovněž kapitálový trh vykazuje dobrou dynamiku a umožňuje tak zajímavé příležitosti exitů (více viz. kapitola 4.2). Očekávám proto růst private equity investic.

	2005	2006	2007	2008	2009
Objem private equity investic (mln. EUR)	108	304	441	633	268
Podíl private equity investic na HDP	0,05%	0,12%	0,14%	0,17%	0,09%
3letý průměr private equity investic na HDP (2007 – 2009)					0,13%

Tabulka 13: Objem private equity investic na území Polska v letech 2005 až 2009 (zdroje: Seeking differentiation in the time of change, Global Private Equity report 2008. PricewaterhouseCoopers. New York. 2008; Private Equity Going Public, Global Private Equity report 2006. PricewaterhouseCoopers. New York. 2006; Romania Economic Journal. Izabela Pruchnicka-Grabias PhD. Warsaw School of Economics. 2006; Central and eastern europe Statistics 2009. Evropská venture kapitálová asociace. Brusel. 2009)

Singapur zažil boom private equity investic v letech 2006 až 2008, jejich objem se v tomto období téměř ztrojnásobil z 1,6 na 4,6 miliardy EUR. Singapur tak patří navzdory své velikosti (4,8 milionu obyvatel) k lídrům východoasijského private equity trhu.

Private equity investice pravidelně přesahují 3% HDP, což Singapur řadí do čela v porovnání s ostatními světovými zeměmi.

	2005	2006	2007	2008	2009
Objem private equity investic (mln. EUR)	3 722	1 575	3 633	4 573	není dostupné
Podíl private equity investic na HDP	3,78%	1,43%	3,03%	3,34%	není dostupné
2letý průměr private equity investic na HDP (2007 – 2008)					3,18%

Tabulka 14: Objem private equity investic na území Polska v letech 2005 až 2009 (zdroje: Seeking differentiation in the time of change, Global Private Equity report 2008. PricewaterhouseCoopers. New York. 2008; Private Equity Going Public, Global Private Equity report 2006. PricewaterhouseCoopers. New York. 2006)

4.1.2. Rozdělení dle stádia rozvoje

Středoevropský private equity trh je především v důsledku transformace ekonomiky daleko více orientován na manažerské odkupy než zbytek světa. Zatímco v České republice a Polsku se podíl venture kapitálových investic pohybuje v jednotkách procent (Česká republika 2,7%, Polsko dokonce jen 0,6%), ve Velké Británii jsou investice rozděleny mezi venture kapitál a manažerské odkupy téměř rovnoměrně.

	Venture kapitál		Manaž. odkupy	
	abs (mln EUR)	%	abs (mln EUR)	%
Česká republika	28	2,7%	1 022	97,3%
Polsko	2	0,6%	266	99,4%
Velká Británie	3 434	41,0%	4 942	59,0%
Singapur	není k dispozici	není k dispozici	není k dispozici	není k dispozici
Celý svět	27 313	43,0%	36 205	57,0%

Tabulka 15: Rozdělení private equity investic mezi venture kapitál a manažerské odkupy v České republice, Polsku, Velké Británii a Singapuru v roce 2009 (zdroje: Central and eastern europe Statistics 2009. Evropská venture kapitálová asociace. Brusel. 2009; Private Equity 2010. TheCityUK. Londýn. 2010; Private equity 2009. Institute Financial Services London. Londýn. 2009)

4.2. Analýza klíčových faktorů determinujících současnou situaci

4.2.1. Podnikavost

Česká republika se může inspirovat především příkladem Velké Británie a Singapuru. Dle reportu „Doing business“ vypracovaného Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj a Světovou bankou jsou obě země ve světové špičce. Polsko se pohybuje přibližně na stejné úrovni, přesto i v tomto uvádím několik výhod, které mohou podnikavost v České republice podpořit.

Polsko	Velká Británie	Singapur
- 117. místo v hodnocení zemí dle Doing business reportu³⁶. - Neexistuje žádné daňové zvýhodnění malých, inovativních firem ani speciální daňová sazba pro malé a střední podniky. - V porovnání s ČR má Polsko následující výhody: 1. Nižší kapitálová potřeba na založení podnikání. 2. Jednodušší daňová administrativa, ta zabere 395 hodin ročně, což je o 40% méně než v ČR.	- 16. místo v hodnocení zemí dle Doing business reportu³⁷. - Hlavní výhody oproti České republice: 1. Nízké počáteční náklady (pouze 0,7% ročních příjmů na osobu + minimální požadovaný kapitál je nulový). 2. Existuje snížená daňová sazba pro malé a střední podniky (20%). 3. Další daňová zvýhodnění (daňové úlevy až do výše 175% pro malé podniky a až do 130% pro střední podniky). 4. Je snadné exitovat z podnikání – lze to uskutečnit rychle a s nízkými náklady (6% majetku). 5. Příznivé nastavení daňového systému – daňová administrativa zabere 110 hodin ročně (6x méně než v ČR). 6. Efektivita místního pracovního trhu (8. místo na světě³⁸), která kontrastuje s rigiditou, kterou můžeme sledovat v dalších zemích EU (Polsko 53., ČR 33.).	- 1. místo v hodnocení dle Doing business reportu³⁹. - Hlavní výhody oproti České republice: 1. Nízké náklady na založení, nulový minimální požadovaný kapitál. 2. Rychlost vyřízení úvodní administrativy při zakládání společnosti (pouze 3 dny, Česká republika 15 dní, Polsko 32 dní). 3. Snadné opouštění podnikání, které je navíc spojeno s nízkými náklady (1% hodnoty majetku). 4. Jeden z nejvýhodnějších daňových režimů na světě (5. místo) – nízká hodnota celkového zdanění (27,8%) a rovněž náročnost daňové administrativy je nízká (84 dní, což je téměř desetkrát méně než v ČR).

³⁶ zdroj: Doing business 2010. Evropská banka pro obnovu a rozvoj, Světová banka. Washington. 2009. str. 146

³⁷ zdroj: Doing business 2010. Evropská banka pro obnovu a rozvoj, Světová banka. Washington. 2009. str. 160

³⁸ zdroj: Global competitiveness report 2010-2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010. str. 338 - 339

³⁹ Zdroj: Doing business 2010; Evropská banka pro obnovu a rozvoj; Světová banka; Washington; 2009; str. 150

	- Prostor pro zlepšení je v oblasti podpory začínajících a inovativních společností.	
--	--	--

4.2.2. Podpora inovací, výzkumu a vývoje ze strany vlády

Polsko v oblasti inovací převyšujeme ve všech parametrech, které uvádí Global competitiveness report⁴⁰. Přesto můžeme aplikovat systém daňové podpory duševního vlastnictví, který je v Polsku dobře rozvinut.

Velká Británie a Singapur se stejně jako v oblasti podnikavosti i v oblasti inovací řadí mezi nejvyspělejší země na světě. Česká republika se může inspirovat především v oblastech odpisové politiky, spolupráci univerzit, výzkumných ústavů a podnikové sféry a aplikaci moderních technologií.

Polsko	Velká Británie	Singapur
- 54. místo na světě v oblasti inovací dle Global competitiveness reportu. - Průměr regionu Střední a východní Evropy (Maďarsko 51., Slovensko 63.). - Neexistuje fiskální podpora kontraktování výzkumníků / spolupráce mezi výzkumnými ústavu a univerzitami, či zakládání inovativních společností. - Zlepšit je potřeba: 1. Spolupráci univerzit a podnikové sféry v oblasti výzkumu a vývoje.	- 14. místo na světě v oblasti inovací dle Global competitiveness reportu. - Velká Británie vyniká především: 1. kvalitou výzkumných institucí 2. spolupráci univerzit a podnikové sféry na výzkumu a vývoji. - Hlavní výhody oproti České republice: 1. Větší společnosti si mohou daňově uznávat financování výzkumných ústavů, či univerzit. 2. Pravidla umožňující	- 9. místo na světě v oblasti inovací dle Global Competitiveness reportu. - Jeho přednosti spočívají především: 1. v pořizování vyspělých technologií ze strany vlády 2. výši firemních výdajů na výzkum a vývoj 3. spolupráci mezi univerzitami a firemní sférou.

⁴⁰ kapacita pro inovace, kvalita výzkumných institucí, firemní výdaje na výzkum a vývoj, spolupráce průmyslu a univerzit na výzkumu a vývoji, vládní pořizování pokročilých technologií, dostupnost technických odborníků a vědců, počet patentů na milion obyvatel

2. Zvýšit podnikové výdaje na výzkum a vývoj. 3. Zvýšit počet výzkumníků. - Česká republika je v oblasti inovací před Polskem, přesto se může inspirovat například strukturou daňové podpory aktiv duševního vlastnictví (jen polovina generovaných příjmů musí být zdaněna)	firmám odepisovat výdaje na duševní vlastnictví (včetně know-how a technologií) na dobu delší než je doba užití a snižovat tak daňový základ. 3. Daňová uznatelnost výdajů na výzkum a vývoj poskytované buď externě, nebo subdodavateli. - Naopak prostor pro zlepšení je v oblasti státních nákupů pokročilých technologií.	
---	---	--

4.2.3. Růstový potenciál trhu & Výnosnost investic

Přirozený limit velikosti ekonomiky může Česká republika těžko ovlivnit. Velká Británie a Polsko nabízí daleko větší prostor pro růst firem, neboť trhy jsou několikanásobně větší.

Polsko	Velká Británie	Singapur
- 19. největší ekonomika na světě dle ukazatele Domestic market size ⁴¹ . - S populací 38,1 milionu obyvatel 4x větším trhem než Česká republika, což poskytuje větší prostor pro investice většího rozsahu i růst firem. - HDP per capita Polska (11,288USD) je na $\frac{3}{4}$ HDP ČR a pod průměrem CEE regionu. Předpokládaná	- 6. největší ekonomika na světě dle ukazatele Domestic market size. - 6x větší trh než Česká republika (61,6mln. obyvatel), což představuje velký vnitřní růstový potenciál pro domácí společnosti. - 2x větší HDP per capita (35,334USD).	- 49. největší ekonomika na světě dle ukazatele Domestic market size. - Singapur je o polovinu menším trhem (4,7mln. obyvatel). - HDP per capita je více než 2x větší (37 293 USD).

⁴¹ zdroj: Global competitiveness report 2010-2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010. str. 140 - 141

konvergence vůči ostatním zemím EU skýtá potenciál k dalšímu růstu trhů.	- Velká Británie musí být schopna udržet svou komparativní výhodu v produkci sofistikovaných a inovativních výrobků – v ostatních oborech může totiž vzhledem k průměrným mzdovým nákladům jen obtížně konkurovat (průměrná mzda je 4300EUR, což je 4x více než v ČR a Polsku).	
- Stejně jako Česká republika může Polsko profitovat z nízkých mzdových nákladů v porovnání s průměrem EU, což pozitivně ovlivňuje výnosnost investic (průměrná mzda byla v roce 2007 996EUR, což je na úrovni 1/3 průměru EU27).		

4.2.4. Příznivost regulace, daňové legislativy a právního prostředí

Výsledky komparativní analýzy daňového a legislativního prostředí provedené Evropskou venture kapitálovou asociací⁴² ukazují, že v Polsku došlo v rozmezí let 2006 až 2008 k výraznému zlepšení. Konkrétní důvody zlepšení budu vyjmenovávat v tabulce níže.

Velká Británie stabilně patří do první pětky zemí s nejpříznivějšími daňovými a legislativními podmínkami, ačkoliv její skóre mezi léty 2004 až 2006 kleslo. Stále se drží výrazně nad průměrem Evropské Unie.

	2004		2006		2008	
	umístění	skóre	umístění	skóre	umístění	skóre
ČR	15.	2,12	23.	2,21	27.	2,4
Velká Británie	1.	1,26	3.	1,46	4.	1,45
Polsko	16.	2,13	21.	2,16	17.	1,95
Průměr EU	-	1,97	-	1,84	-	1,85
# hodn. zemí	21		25		27	

Tabulka 16: Umístění a skóre v komparativní studii Evropské asociace venture kapitálu mapující legislativní a daňové podmínky (zdroj: Benchmarking European Tax and Legal requirements. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2008)

⁴² zdroj: Benchmarking European Tax and Legal requirements. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2008

Polsko	Velká Británie
- Výhody oproti České republice: 1. Penzijní fondy mají povoleny investice do Private equity až do hodnoty 10% aktiv fondu. Existuje ale geografické omezení, penzijní fondy mohou do zahraničí investovat maximálně 5% aktiv fondu (navíc se musí jednat o země OECD nebo země, se kterými má Polsko uzavřenu smlouvu o ochraně investic), zahraniční investice navíc musí dosahovat určité úrovně ratingu. 2. Pojišťovny také mohou investovat do private equity, a to až do 10% hodnoty technických rezerv. Existuje geografické omezení na země Evropské Unie. 3. Regulace umožňuje primárním investorům investice bez toho, aby měli sídlo v Polsku. - Naopak existuje stále mnoho nedostatků, které nejvyspělejší private equity trhy nemají: 1. neexistuje daňové zvýhodnění private equity investic 2. Zlepšení by mělo nastat rovněž ve zdaňování kapitálových příjmů a příjmů fyzických osob. 3. Úrokové náklady vůči nespřízněné straně mohou být uznány pouze v případě, že je dokázáno, že přinesly další příjem. 4. Neexistuje jasná daňová regulace akciových opcí pro zaměstnance. 5. „Management fee (carried interest)“ je normálně daněn jako příjem dle sazeb DPFO, výhodou je pouze to, že je osvobozen od DPH.	- Výhody oproti České republice: 1. Penzijní fondy, ani pojišťovny nemají žádné legislativní limity týkající se investic, kromě pravidla obezřetného podnikání a Direktivy Evropské komise 2003/41/EC. Neexistuje ani geografická restrikce investování v rámci Evropy. 2. Jak anglická, tak skotská struktura omezeného ručení („limited partnership“) je příznivá pro private equity a zároveň daňově transparentní pro domácí i zahraniční primární investory. 3. Zahraniční primární investoři nemusejí mít sídlo na území Velké Británie. 4. „Management fees“ nejsou předmětem DPH. 5. Neexistují restrikce ukončení investic. 6. Existuje daňové zvýhodnění investic fyzických osob do tzv. Venture capital Trust alespoň po dobu 5 let (pokud je investice do 200,000 GBP, daňová úleva ve výši 30% investice), prostředky následně investované Venture Capital Trust nebudou předmětem daně. 7. Úrokové náklady vůči jak spřízněným, tak nespřízněným společnostem, jsou plně daňově uznatelné (u spřízněných stran platí pravidla transferových cen). 8. Je umožněno strukturovat výkonově-orientované bonusy pro manažery private equity fondů jako kapitálové příjmy a tak je i danit. 9. Není stanoven minimální vklad pro založení private equity fondů. - Zdanění kapitálových příjmů i daň z příjmů fyzických osob je nad evropským průměrem (kapitálové příjmy:

- Stejně jako v případě České republiky je polskou předností výhodná daňová sazba u DPPO, která je 19% (oproti Evropskému průměru 24%).	18%, oproti evropskému průměru 15,2%, max. daň z příjmů: 41%, oproti evropskému průměru 39,6%). - Neuplatňuje se finanční regulace private equity fondů (kdežto u fondů kolektivního investování v ČR pravidla pro investice stanoví statut schvalovaný ČNB + povinný pololetní reporting a omezený dozor ČNB). Což je výhoda pro dynamiku private equity investic, avšak nese to s sebou rizika nekalého podnikání a bankrotu.
---	--

4.2.5. Rozvinutost kapitálového trhu

V Polsku a Velké Británii funguje kapitálový trh velmi dobře jako alternativa financování. Existuje zde jak standardní burza cenných papírů, tak její obdoba pro malé a střední firmy. To dává private equity fondům prostor realizovat exit investic přes veřejný úpis akcií.

Polsko	Velká Británie
- Výhody oproti České republice: 1. Existuje kapitálový trh pro malé a střední firmy - New Connect. Tato obdoba burzy pro malé a střední firmy přinesla za posledního 2,5 roku kapitál celkem 164 firmám. 2. Fungující Varšavská burza, kde se uskutečnilo 61 IPOs (bez New Connectu) za poslední 3 roky.	- Výhody oproti České republice: 1. Existuje kapitálový trh pro malé a střední podniky (AIM). V roce 2009 na něm došlo k celkem 23 IPOs. 2. Fungující London Stock Exchange (40 IPOs za poslední 3 roky).

4.3. Závěry a doporučení vyplývající pro Českou republiku

4.3.1. Doporučení #1: Uvolnit regulaci investic pro penzijní fondy a pojišťovny ve prospěch private equity investic

Nejpříznivějším řešením by bylo uvolnění systému, tak jak je tomu ve Velké Británii. Tam neexistují žádné limity nad úroveň Direktivy 2003/41/EC⁴³ a pravidla obezřetného podnikání.

Direktiva umožňuje investovat až 10% aktiv penzijního fondu do jednoho typu aktiv. A navíc investice nejsou limitovány na území daného státu. Stejná logika se aplikuje na investování technických rezerv pojišťoven.

Tato reforma by uvolnila domácí kapitál na private equity trh a umožnila rozvoj domácích private equity fondů. Domácí private equity fondy by potom díky nižším režijním nákladům byly schopny rentabilně investovat i do objemově menších investic (1 – 5 milionů EUR).

V dlouhodobém hledisku by dalšímu rozvoji pomohla reforma penzijního systému. Jakmile začne být současný průběžný systém financování důchodu nahrazován fondovým systémem, penzijní fondy začnou disponovat velkým množstvím dodatečných prostředků k investování. Navíc se bude jednat o prostředky s dlouhou dobou návratnosti, což se svým charakterem ideálně hodí pro investování do private equity.

Na druhé straně uvolnění regulace musí být provedeno s velkou opatrností. Private equity je velmi výnosný trh, který je však spojen s velkým rizikem. Private equity fondy čerpající kapitál z penzijních fondů by proto měly být pod dohledem regulátora a navíc limity investic by měly být pravidelně zhodnocovány a kontrolovány.

4.3.2. Doporučení #2: Rozhýbat český kapitálový trh a zavést kapitálový trh pro malé a střední firmy po vzoru Polska a Velké Británie

Na Pražské burze jsou pravidelně obchodovány prakticky pouze tituly velkých společností, o menší společnosti není zájem. Příkladem je například česká společnost KIT Digital, která nabídla své cenné papíry koncem ledna 2010 a ony nejsou prakticky vůbec obchodovány.

⁴³ Direktiva Evropské komise upravující dohled nad aktivitami a investováním penzijních fondů

Rozvoji českého kapitálového trhu mohou pomoci 4 opatření:

1. Rozhýbat český kapitálový trh prodejem velkých státních podniků pomocí IPO. Dosud byly velké státní společnosti (Česká spořitelna, Český Telecom) prodávány vždy strategickému investorovi, v České republice nenastala jediná IPO velké státní firmy. Prodej určitého podílu v některé ze zbývajících státních společností (Česká Pošta, Letiště Praha) přes IPO by mohl nalákat nové investory a zvýšit likviditu Pražské burzy. Jako pozitivní externalita by poté mohly nastat větší investice do menších společností na Pražské burze a také větší zájem podnikatelů a private equity fondů na této burze exitovat.
2. Ve druhém kroku zavést burzu pro malé a střední podniky. V Polsku a Velké Británii tento systém zafungoval. Ve Varšavě existuje New Connect, v Londýně AIM.

New Connect je součástí Varšavské burzy. Nabízí možnost veřejného úpisu akcií mladým společnostem s vysokým potenciálem růstu hledající kapitál v rozmezí stovek tisíc až několika milionů zlotých.

Úspěch a dobré jméno New Connectu potvrzuje 64 IPOs, které nastaly v roce 2010 i to, že zde emitují nejen polské, ale i zahraniční společnosti, včetně českých firem Photon Energy a iCom.

3. Zaopatřit likviditu burzy teritoriálním omezením investic domácích penzijních fondů a pojišťoven. Například administrativně stanovit, že určité procento investic musí být investováno do subjektů domácí burzy.

4.3.3. Doporučení #3: Snížit kapitálovou potřebu a zmenšit administrativní bariéry zakládání podnikání

Domnívám se, že legislativa musí reagovat na strukturální změny ekonomiky, které jsou charakteristické stále větším zastoupením služeb a oborů s nízkou vstupní kapitálovou potřebou (především informační technologie), a to i na úkor potenciálního zvýšení kreditního rizika.

Zároveň stále existují náročné administrativní bariéry vstupu na trh. Proces založení společnosti je komparativně delší než v Západní Evropě a je potřeba uskutečnit více procedur.

Možná opatření:

1. **Snížit minimální potřebný kapitál při zakládání** akciové společnosti a společnosti s ručením omezeným, eventuálně **ustavit novou právní formu podnikání**, například po vzoru anglosaského limited partnershipu.

Pro private equity trh by bylo příznivé, kdyby česká legislativa adoptovala investiční schéma SICAV jako zvláštní formu podnikání. SICAV je právní forma společnosti charakteristická variabilním kapitálem. V Evropě je již široce rozšířená, je dokonce součástí existující evropské legislativy a zajišťuje tak vysoký stupeň ochrany investorů.

V úvahu přichází také právní forma, kde by byla výše minimálního kapitálu odvozena podle odvětví.

2. **Snížit délku administrativního procesu založení společnosti.** Příznivé je, že tento cíl je již ustanoven v národních cílech „Strategie Evropa 2020“, která spadá do hlavní reformní hospodářské agendy Evropské Unie. Je především potřeba pokračovat ve snižování administrativního zatížení podnikatelů, a to především pomocí 2 metod:

- a. **Digitalizace procedur.** Digitální agenda je jednou z priorit „Strategie Evropa 2020“. Je zaměřena na roli a využití informačních a komunikačních technologií s cílem odstranit nejružnější bariéry v daném sektoru v Evropě. Důležitou roli v procesu digitalizace bude mít uvedení digitálního podpisu do běžného používání, to umožní aktivní vyřizování administrativy přes internet. Nutné však bude upravit problematiku ochrany osobních údajů a soukromí.

- b. **Zkvalitňování služeb Jednotného místa pro podnikatele** – tuto roli v současnosti plní portál www.businessinfo.cz. Tento portál má své nevyvratitelné výhody, poskytuje komplexní informace o zahájení podnikatelské činnosti. Začínající podnikatel se zde může dozvědět o všech aktualitách v legislativě, procedurách, které musí podstoupit, podpoře podnikání a může si také stáhnout veškeré potřebné formuláře. Mnoho informací získává online, odpadá tak jedna nadbytečná návštěva úřadu. V dalším kroku však bude potřeba portál transformovat z pasivního poskytovatele informací na aktivní prostor,

kde bude možné podávat žádosti a komunikovat s příslušným úřadem. Nutnost vyřizovat osobně administrativní záležitosti na mnoha různých úřadech je v současnosti největší administrativní bariérou.

4.3.4. Doporučení #4: Zjednodušit daňovou legislativu a učinit obsahové úpravy vedoucí ke zlepšení daňového prostředí pro private equity

Doporučení v oblasti daní lze rozdělit do 2 oblastí:

1. Ve formě **obsahové úpravy daňové legislativy**
2. Ve formě **úpravy techniky vybírání daní a zjednodušení administrativní náročnosti daňové legislativy**

Co se týče **obsahových úprav**, na základě porovnání s legislativou Polska, Velké Británie a Singapuru, doporučuji zvážit tato opatření:

1. Upravit v daňovém zákoně systém podpory akciových opcí pro zaměstnance.
2. Umožnit strukturovat výkonově-orientované bonusy pro private equity manažery jako kapitálové příjmy a tak je i danit.
3. Daňová podpora duševního vlastnictví, například po vzoru Polska, kde musí být pouze polovina takto generovaných příjmů daněna nebo umožnit daňovou odepisovat výdaje na duševní vlastnictví nad rámec doby užití.
4. Daňově uznávat výdaje na výzkum a vývoj, které jsou poskytované externě nebo subdodavateli a finanční podporu výzkumných ústavů a univerzit.
5. Zavést speciální daňovou sazbu pro malé a střední podniky. Podniky by přitom měly nárok na zvýhodněnou sazbu pouze v případě, že nebudou vyplácet dividendy (například další 3 roky), aby bylo zajištěno, že daňová úspora bude použita na rozvoj podniku (vytváření nových pracovních míst, inovace technologií) a nikoliv na výplatu dividend akcionářům.

Klíčem pro **zjednodušení daňové legislativy** je především kompletní daňová reforma, která minimalizuje různé dodatky a výjimky. Dále navrhuji tato doporučení:

1. Sjednotit termíny výběru daní. V roce 2010 má daňový kalendář celkem 62 různých termínů výběru daní⁴⁴.
2. V souladu s návrhem dle „Strategie Evropa 2020“ co nejrychleji vytvořit jednotné inkasní místo pro příjmy z veřejného rozpočtu. Zde budou hrazeny veškeré daně, cla a pojistné na sociální a zdravotní pojištění. Firmám to jednak zjednoduší proces plateb a rovněž sníží výdaje na bankovní poplatky.

⁴⁴ výpočet autora dle údajů www.businessinfo.cz (<http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/dane-ucetnictvi/danovy-kalendar-pro-rok-2010/1000465/55558/>)

3. Rozšířit možnosti elektronické komunikace. Podobně jako zakládání společností, je i daňová administrativa spojena s velkým množstvím úkonů a návštěv úřadů. Řešením je elektronické daňové přiznání. To v současnosti již existuje, avšak není téměř používané. Hlavním důvodem je nutnost mít buď datovou schránku, nebo elektronický podpis, avšak ani jedna z metod není u nás zatím rozšířena. Překážkou je rovněž nezvyk obyvatel. Klíčovými opatřeními bude upravit legislativu, která zajistí dostatečnou právní ochranu při používání elektronických podpisů a následně vytvoření jednoduchého, intuitivního systému, který přesvědčí občany postupně na elektronická daňová přiznání přecházet. S tím bude souviset i propagace v médiích a podpora elektronického podání (např. finanční nebo ve formě pozdějšího termínu podání přiznání).

5. Fungování private equity fondů v ČR

5.1. Právní forma subjektů private equity trhu

Základním **cílem strukturování** celého systému je **daňová optimalizace**. Struktura by měla být daňově transparentní, aby se subjekty na trhu vyhnuly dvojímu nebo i vícenásobnému zdanění. Pro investora by mělo být daňově indiferentní, jestli investuje do společnosti přímo nebo přes private equity fond.

Struktura by měla rovněž poskytovat určitou **flexibilitu** tak, aby vyhovovala všem typům investorů (institucionální investoři, korporátní investoři, individuální investoři). Ve většině zemí existuje model omezeného ručení. Ve vyspělých ekonomikách je ale koncept omezeného ručení (ang. limited partnership) definován jen rámcově a je smluvním stranám poskytnut prostor definovat ručení v rámci smlouvy mezi společníky. Lze tak lépe zohlednit potřeby různých investorů.

Zároveň musíme stále respektovat rozdělení na private equity fond a manažerskou společnost, ačkoliv navenek často vystupují jako jeden subjekt.

5.1.1. Právní forma private equity fondů

V rámci současných možností české legislativy se jeví jako nejvhodnější tři typy právních forem private equity fondů:

- Komanditní společnost
- Veřejná obchodní společnost

- Fond kolektivního investování⁴⁵

Komanditní společnosti dle českých předpisů má dvě základní nevýhody oproti tradiční formě používané v Západní Evropě:

1. **Není daňově transparentní** – nastává dvojí zdanění, neboť příjem je daněn jednak na úrovni společnosti a také na úrovni investora.
2. **Neposkytuje dostatečnou flexibilitu pro různé skupiny investorů** – flexibilita je nižší v porovnání, než je standard v Západní Evropě (např. v oblasti rozdělování zisků mezi komanditistou a komplementářem). Omezením je rovněž to, že statutárním orgánem musí být český občan nebo osoba mající residenční vízum.

Výhodou právní formy **veřejné obchodní společnosti** je její **daňová transparentnost**. Zisk není daněn na úrovni společnosti, daně jsou jednotliví společníci na základě jejich příjmů.

Nevýhodou však je, že **neexistuje rozdělení na omezené a neomezené ručení**. Primární investoři by tak za závazky museli ručit celým svým majetkem. To by však popíralo jeden ze základních pilířů private equity. Investoři investují přes private equity právě proto, aby zmenšili riziko investice na úroveň svého vkladu.

Fond kvalifikovaných investorů⁴⁶

Právní formu Fondu kvalifikovaných investorů lze nejlépe vystihnout jako **regulovanou akciovou společnost**. Fond musí před zápisem do obchodního rejstříku získat licenci od České národní banky a je i dále pod jejím dozorem.

Fond kvalifikovaných investorů může být založen jako podílový fond (v tom případě potřebuje ke svému založení a správě regulovanou investiční společnost) nebo jako investiční fond. Investiční fondy mohou být samosprávné nebo používat třetí osoby k výkonu vymezených činností na principu outsourcingu.

Fondy kvalifikovaných investorů **nejsou plně daňově transparentní**. Avšak příjmy na úrovni fondu jsou daněny pouze 5% sazbou daně z příjmů právnických osob. Fond kvalifikovaných investorů je tak v českých podmínkách **výhodnější než komanditní**

⁴⁵ Nejedná se sice o typickou právní formu dle Obchodního zákoníku, ale domnívám se, že pro účely této diplomové práce lze toto členění použít

⁴⁶ Fond kvalifikovaných investorů je legislativně upraven dle Zákona č.189/2004Sb. o kolektivním investování ve znění pozdějších předpisů

společnost, neboť v jeho případě je dvojité zdanění menší. Zároveň je to výhodnější právní forma než veřejná obchodní společnost, neboť **omezuje riziko pro investora**.

Naopak **nevýhody** jsou následující:

1. Není kompatibilní s evropským standardem UCITS, což znamená, že cenné papíry fondu nesmějí být nabízeny mimo Českou republiku bez příslušné licence vydané fondem v zahraničí. Tato bariéra komplikuje proces získávání finančních zdrojů od zahraničních primárních investorů, což je nevýhoda dvojnásob, bereme-li v úvahu, že u nás existují restrikce pro české primární investory (viz. regulace investování private equity fondů a pojišťoven výše).
2. Vysoké nároky na minimální kapitál fondu. U samosprávného fondu se jedná o 300,000 EUR a u nesamosprávného fondu o 2 milióny Kč. Navíc fond musí do 1 roku nabýt vlastní kapitál nejméně 50 miliónů Kč za splnění podmínky, že fond nebude mít pouze 1 akcionáře po dobu delší než půl roku.

Diskutabilní otázkou je regulace. V mnoha zemích Západní Evropy (například Velká Británie, Holandsko) se regulace vůbec neuplatňuje, zatímco v České republice musí být Fondy kolektivního investování schváleny Českou národní bankou již při jejich založení a následně podléhají pololetnímu reportingu.

V současnosti existuje v České republice přes 70 Fondů kvalifikovaných investorů obhospodařujících kolem 11 miliard Kč⁴⁷. Jedná se ale především o nemovitostní fondy. Statistika EFAMA⁴⁸ neevidovala k 30. 9. 2010 ani jeden Speciální fond rizikového kapitálu na území České republiky. Tento fakt potvrzuje, že manažerské společnosti (jak domácí, tak zahraniční) sice na našem území existují, ale k financování investic dochází přes private equity fondy ze zahraničí. Ty jsou zakládány v daňových rájích jako například Jersey (Argus Capital) nebo Bermudy, především s cílem vyhnout se dvojímu zdanění.

5.1.2. Právní forma Manažerských společností

Manažerská společnost má zpravidla status **společnosti s ručením omezeným**, aby limitovala původní neomezené ručení v private equity fondu, jak to bývá u limited partnershipů. V České republice mají tuto právní formu všechny největší manažerské společnosti.

⁴⁷ <http://www.stavebni-forum.cz/cs/article/17902/fondy-kvalifikovanych-investoru-miri-na-burzu/>

⁴⁸ zdroj: <http://www.akatcr.cz/public/vypisUniversal.do?typZpravy=7>; EFAMA je zkratka pro Evropskou asociaci fondů a asset managementu (ang. European Fund and asset management association)

5.1.3. „Právní forma“ Technologické agentury České republiky⁴⁹

Cílem TAČR je financování rizikových projektů, na které si firmy samy netroufnou vzhledem k jejich rizikovosti, nicméně celkový mix financovaných projektů má přidanou hodnotu pro české hospodářství. TAČR nemá být konkurencí tradičních private equity fondů, ale doplňovat trh v těch oblastech, kde to sice není tržně výhodné, ale společensky přínosné.

Výběr projektů probíhá podobně jako u běžných private equity investic. Zaměstnanci TAČR budou společnosti, které získaly prostředky pravidelně sledovat a vyhodnocovat a v posledním roce budou vyžadovat plán uplatnění získaných prostředků v praxi během následujících tří let. TAČR bude mít však i řadu odlišností. **Zaprvé rizikový profil projektu by měl být takový, aby to pro běžné firmy bylo nevýhodné** a nedocházelo tak k vytěsňování investic.

Další rozdíly od tradičních private equity investic:

1. Bonifikace spolupráce mezi firmou a vysokou školou, či výzkumným ústavem.
2. Zohlednění dopadu na žadatele, pokud by investici nedostal.
3. Firma může získat maximálně 80% podporu investice, alespoň 20% je třeba získat z neveřejných zdrojů. Jiná situace je u výzkumných ústavů, které mohou získat podporu až ve výši 100%.

Hodnocení projektu probíhá na základě posudků oponentů, kteří se hlásí přes webové stránky TAČR. Každý projekt musí mít dle pravidel TAČR dva oponenty, ty vylosuje počítač a pracovník TAČR zkontroluje, zda u nich nedochází ke střetu zájmů. Jako nevýhoda se mi jeví to, že oponent může být pouze z České republiky. Výběr projektů je tak ochuzen o externí názor ze zahraničí. Především oponenti z ekonomik s rozvinutým private equity trhem by mohli přinést vítanou přidanou hodnotu.

⁴⁹ Technologická agentura České republiky (dále TAČR) byla založena zákonem č.130/2002Sb., o podpoře aplikovaného výzkumu, experimentálního vývoje a inovací, který nabyl účinnosti dne 1. 7. 2009.

TAČR v současnosti chystá následující programy:

Název projektu	Charakteristika	Čas. horizont	Rozpočet
Alfa	Cílem je podpořit rozvoj progresivních technologií, ochranu životního prostředí, či rozvoj dopravy prostřednictvím financování a odborné podpory výzkumných organizací a firem.	3 fáze v období 2011 až 2016	7,5 mld. Kč ⁵⁰
Omega	Zaměřen na aplikovaný výzkum ve společenských vědách, především ekonomii a sociologii.	2011	zatím 54 mln. Kč
Beta	Zaměřen výzkum oblastí, které zajímají jednotlivá ministerstva. Ministerstvo vždy definuje, kterou ve které oblasti chce uskutečnit výzkum a TAČR na to vypíše veřejnou soutěž	bude definováno	100 mln. Kč

Tabulka 17: Plánované projekty Technologické agentury České republiky a jejich charakteristika (zdroj: <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/brezen-2010/program-alfa-ma-sblizit-vyzkum-s-praxi/1001909/56836/>, http://www.lidovky.cz/tiskni.asp?r=ln_veda&c=A100504_135624_ln_veda_hev)

5.2. Operační model fungování private equity fondů

Private equity fond je právní entita, která zpravidla nemá žádné zaměstnance. Většina aktivit je zajišťována manažerskou společností. V tradičním modelu fungování provádí manažerská společnost čtyři základní činnosti:

- získávání finančních zdrojů od primárních investorů
- vyhledávání investičních příležitostí a investování
- řízení investic
- exit investic

⁵⁰ <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/brezen-2010/program-alfa-ma-sblizit-vyzkum-s-praxi/1001909/56836/>



Obrázek 3: Operační model fungování private equity fondů (zdroj: vlastní nákres)

Významnou roli v celém procesu také hrají zástupci primárních investorů, kteří tvoří **investiční výbor** (ang. Investment committee). Výbor rozhoduje o klíčových otázkách fungování fondu – navýšení zdrojů, rozhodování o investicích a desinvesticích a také hodnotí řízení fondu ze strany manažerské společnosti.

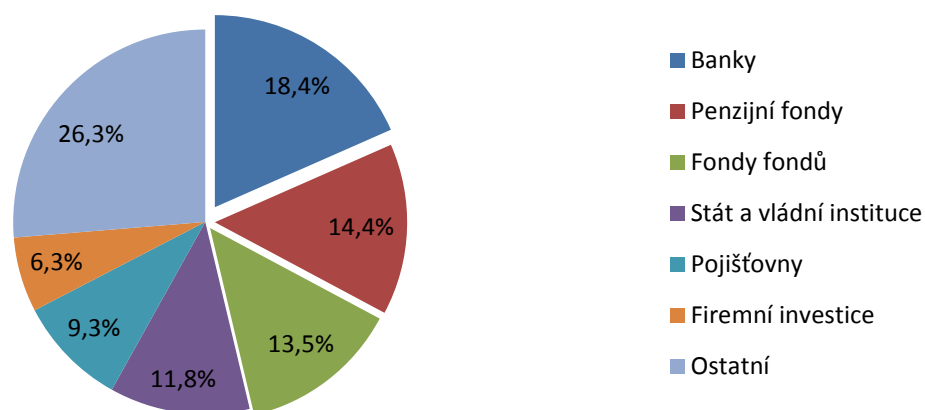
V této sekci budu popisovat tradiční model fungování private equity fondů. Státem založené společnosti (jako například TAČR) mohou fungovat na jiném principu a mít jiné cíle, což ostatně bylo zmíněno v předchozí sekci.

5.2.1. Získávání finančních zdrojů od primárních investorů (ang. fundraising)

Získávání finančních zdrojů je bezesporu klíčovou aktivitou pro fungování private equity fondů, neboť pouze dostatek zdrojů umožní uskutečnit investice podle nastavené investiční strategie. Zdrojem financování jsou primární investoři. **Největšími primárními investory jsou banky a penzijní fondy** (viz. graf níže). Především v Evropě má významnou roli Primárního investora i stát, respektive mezinárodní instituce. Evropská banka pro obnovu a rozvoj investovala jen v roce 2008 celkem 2,5 miliardy EUR do celkem 119 fondů⁵¹.

Proces získávání finančních zdrojů může být různě komplexní. Závisí na výši finančních prostředků, které chce fond získat a původu a různorodosti primárních investorů.

⁵¹ zdroj: Performance of Private equity funds in CEE and CIS. *Evropská banka pro obnovu a rozvoj*. Londýn. 2009



Graf 8: Distribuce prostředků získaných private equity fondy dle primárního investora v Evropě v roce 2009 (zdroj: Evropská asociace venture kapitálu, www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=414)

V procesu **získávání finančních zdrojů** musí manažerská společnost provést **následující kroky**⁵²:

1. Vybrat **právního zástupce**, který bude spolupracovat na správném strukturování private equity fondu a další doprovodné legislativě spojené s jeho fungování.
2. Vybrat tzv. „**placement agenta**“ – společnost, která bude asistovat v procesu získávání prostředků. Zpravidla se jedná o investiční banky jako například UBS, Credit Suisse, Citigroup nebo Lazard.
3. Vytvořit a prezentovat nabídkové memorandum primárním investorům.
4. Řídit due diligence na private equity fond.
5. Připravit smlouvu o účasti primárního investora.

5.2.1.1. Výběr právnícké firmy

Právnícká firma hraje důležitou roli v průběhu celého životního cyklu fondu, nejen při získávání zdrojů od primárních investorů. V začátcích existence fondu pomáhá s výběrem nejvhodnější právní formy s ohledem daňové, či rizikové aspekty. V průběhu fungování fondu řeší právní aspekty investování a na konci životnosti fondu je zodpovědná za správné uzavření fondu z legislativního hlediska.

Základní podmínkou výběru právního zástupce by měla být jeho kvalifikace v oblasti private equity a získávání prostředků od primárních investorů. Odbornost musí pokrývat oblasti obchodního práva, daňové legislativy a regulatorních režimů všech zúčastněných jurisdikcí (minimálně jurisdikce primárních investorů, jurisdikce private equity fondu a jurisdikce manažerské společnosti).

⁵² Na základě studie The Guide to private equity fundraising (zdroj: The Guide to private equity fundraising. Mvision private equity advisors limited. Londýn. 2009)

Pokud jsou mezi investory i primární investoři z USA, bude muset právní firma zpravidla úzce spolupracovat s jinou právní firmou z této účasti (pokud se nejedná o mezinárodní právnickou firmu s pobočkou ve Spojených státech).

Při výběru právnické firmy může pomoci domácí venture kapitálová asociace. Právnické firmy specializující se na private equity jsou zpravidla jejími přidruženými členy. K České venture kapitálové asociaci je v současnosti přidruženo celkem 9 právnických firem.

5.2.1.2. Výběr placement agenta

Zapojení placement agenta může mít různý rozsah. Závisí to jednak na zkušenostech manažerské společnosti se získáváním prostředků od primárních investorů a také na charakteru získávání prostředků. Nové, menší manažerské společnosti zpravidla spoléhají na komplexní balíček služeb, zatímco zkušení manažeři fondů služeb placement agentů nemusí využít vůbec.

I zkušení manažeři fondu využijí služeb placement agenta, pokud dochází k výraznému navýšení kapitálu fondu, změně investiční strategie, či rozšíření portfolia primárních investorů z méně rozvinutých trhů. Význam placement agentů také vzrostl v období ekonomické krize, kdy bylo problematické získat prostředky i pro velmi dobře fungující fondy.

Základní role placement agentů:

1. **Představit manažery fondu primárním investorům.** Kvalitní placement agent nemá organizovat jen náhodné setkávání manažerů fondu a primárních investorů. Primární kritériem je, aby požadované investiční záměry primárních investorů korelovaly s investiční strategií fondu.
2. **Vytvoření marketingového plánu fundraisingu.** Načasování celého procesu fundraisingu je klíčové. Pokud je fond delší dobu⁵³ bez dostatečných prostředků, tak je vnímán investory jako nedůležitý, či neúspěšný. Placement agent musí společně s manažerskou společností naplánovat konsistentní plán aktivit, které v relativně krátkém časovém horizontu zaujmou dostatečný počet primárních investorů.
3. Placement agent se podílí společně se zástupci manažerské společnosti a právní firmou na přípravě **nabídkového memoranda** (ang. Private placement

⁵³ V roce 2006 to bylo 3 – 6 měsíců, v roce 2009 pak 12 – 18 měsíců (zdroj: What to expect from placement agent, things you should know. Kelly DePonte, Probitas Partners. USA. 2009)

memorandum - PPM). Především sestavuje prezentaci pro investory, kde je nutné vypíchnout klíčová rizika a přidanou hodnotu fondu.

4. **Strategický poradce** v oblastech cílové hodnoty získaných prostředků, personálního obsazení fondů, sestavení plánu vyjednávacího procesu, vhodného načasování spuštění fondu.
5. **Příprava vyjednávacího procesu a asistence při vyjednávání.** Manažerské společnosti se primárně soustředí na vyhledávání investičních příležitostí a řízení investic. Do procesu fundraisingu vstupují zpravidla jednou za 3 až 5 let⁵⁴. Placement agent má v této fázi velkou přidanou hodnotu, neboť může aplikovat své know-how a zkušenosti, které získal pravidelným působením na obdobných transakcích. Placement agent musí primárně zajistit, že nabídka má parametry, které jsou akceptovatelné trhem, především v oblasti poplatků manažerské společnosti a její incentivizace za úspěšné fungování fondu.

Odměňování placement agentů je historicky odvozováno jako procento z peněz získaných od primárních investorů, zpravidla se jedná o 2 – 2,5%.

5.2.1.3. Vytvořit a prezentovat nabídkové memorandum

Nabídkové memorandum je právní dokument. Jeho základním cílem je **prezentovat všechna potenciální rizika investorům a dokázat, že fundraising je v souladu s regulatorními podmínkami a platným právem**. Nabídkové memorandum de facto chrání manažerskou společnost, pokud investice selže. Proto je nezbytné, aby bylo sestaveno co nejpřesněji a nejkompletněji. Jedná se o velmi podrobný dokument, jehož vypracování trvá až několik týdnů. Právnícké firmy si za něj účtují dle rozsahu a složitosti 5 000 – 20 000 USD.

Placement agent sestaví na základě nabídkového memoranda shrnutí a prezentaci, které slouží k prvnímu oslovení primárních investorů. Vážní zájemci se poté dohodnou s manažerskou společností na provedení due diligence fondu.

5.2.1.4. Due diligence na private equity fond

Due diligence na private equity fond má prokázat nebo vyvrátit, že **private equity fond má potenciál zhodnotit prostředky primárních investorů** a že neexistují žádné klíčové nedostatky, které dosažení tohoto cíle brání.

Procesně se due diligence soustředí na 5 oblastí:

1. Historie fondu – zhodnocení zrealizovaných investic

⁵⁴ V roce 2006 to bylo 3 – 6 měsíců, v roce 2009 pak 12 – 18 měsíců (zdroj: What to expect from placement agent, things you should know. Kelly DePonte, Probitas Partners. USA. 2009)

2. Kvalifikace týmu
3. Investiční strategie fondu
4. Nastavení investičního procesu
5. Legislativní zajištění

Proces zpravidla trvá 2 – 3 týdny, někdy se ale může protáhnout až na 6 – 10 týdnů. Závisí na dostupnosti informací o fondu.

5.2.1.5. Příprava smlouvy o účasti primárního investora

Nabídkové memorandum funguje jako úvodní materiál pro vyjednávání mezi manažerskou společností a primárním investorem. Následuje několik kol vyjednávání a due diligence. Pokud obě strany dospějí k dohodě, nabídkové memorandum je upraveno a transformováno do smlouvy o účasti primárního investora (ang. Limited partnership agreement).

Smlouva o účasti primárního investora upravuje především následující oblasti:

1. Provize manažerské společnosti (ang. Management fee)

Provize Manažerské společnosti se pohybuje v rozmezí 1,5 – 2,5%, v závislosti na typu a velikosti fondu.

Provize však může být strukturována i tak, že se bude v průběhu životnosti fondu měnit, zpravidla klesat. Manažerská společnost je totiž nejvíce zatížena budováním a správou fondu v prvních pěti až šesti letech a její zapojení je postupem času slabší. Navíc management manažerské společnosti je zpravidla vstřícný ke snížení poplatků v pokročilém období investice, neboť chce napomoci získání nových zdrojů v dalších kolech fundraisingu.

Méně rozšířenou alternativou jsou rozpočtově založené provize. Roční rozpočet je sestaven na základě dohody primárního investora a manažerské společnosti.

2. Podíl na zisku private equity fondu (ang. Carried interest)

Smlouva o účasti primárního investora dále upravuje nárok manažerské společnosti na podíl na zisku private equity fondu. Ve většině případů platí pravidlo, že private equity fond musí nejprve ze svých zisků uhradit kapitál vložený primárním investorem a až potom manažerská společnost nabývá práva podílet se na zisku.

Standardní rozdělení zisku je 80% pro primárního investora a 20% pro manažerskou společnost. Důležitým aspektem je však reputace a výsledky manažerské společnosti. Renomované a úspěšné manažerské společnosti si často vyjednávají carried interest až na úrovni 25 - 30%.

Jiným modelem je, že primární investoři požadují, že fond musí dosáhnout určité minimální výkonnosti (měřeno zpravidla pomocí ROIC) předtím než se manažerská společnost může začít podílet na zisku.

Výjimečně primární investoři umožní manažerské společnosti získat podíl z jednotlivých exitovaných transakcí, bez potřeby předchozího splacení kapitálu.

3. Typ investic

Mezi primárním investorem a manažerskou společností není zpravidla žádné majetkové propojení. Primární investor tedy nemůže nijak ovlivňovat její rozhodování. Může však smluvně upravit / omezit způsob řízení private equity fondu.

Může například ve smlouvě definovat, do kterých odvětví private equity fond smí investovat nebo naopak některá odvětví zakázat.

Tradičně je také smluvně omezena velikost investice do jednoho subjektu a maximální výše zadlužení.

V oblasti venture kapitálových investic je časté, že manažerské společnosti nemohou použít kapitál z nově vzniklého fondu na investování do společnosti, kam již dříve investoval jiný starší fond téže manažerské společnosti.

4. Maximální výše vkladu primárního investora, zainteresovanost manažerské společnosti (ang. Commitment)

Maximální výše vkladu zmíněna v kontraktu je kalkulována již včetně provizí manažerské společnosti a nákladů na provoz fondu.

Primární investoři zpravidla požadují částečnou majetkovou zainteresovanost manažerské společnosti. Odvětvový standard je 1%, úspěšné manažerské společnosti ale často investují i více.

Některé manažerské společnosti místo přímého nákupu podílu v private equity fondu vystavují směnky.

5. **Platební rozvrh pro primárního investora** (ang. Takedown⁵⁵)

Při stanovení platebního rozvrhu pro primárního investora je potřeba brát v úvahu, že manažerská společnost potřebuje čas na spuštění fungování private equity fondu a vyhledání vhodných investiční příležitosti. Relativně velké a brzké platby jsou proto neefektivní, neboť hotovost čekající na investování je jen minimálně zhodnocena, což snižuje celkovou návratnost fondu.

V praxi se rozšiřuje metodika just-in-time. Private equity fond požádá primární investory o domluvené prostředky, až jakmile bude mít domluvenu vhodnou investiční příležitost.

Smlouva o účasti primárního investora také zpravidla ustanovuje maximální časový limit pro reinvestování prostředků. Zpravidla se jedná o 6 let.

6. **Pravidla vypořádání investice**

Smlouva zde upravuje časový rozvrh (časové limity) a formu (hotovost, cenné papíry) vypořádání vkladu primárního investora.

Jednotlivé paragrafy zde rovněž nastavují pravidla pro tzv. clawback provize. Clawback provize vyjadřuje část již vyplaceného podílu na zisku private equity fondu (carried interest), který si primární investor může nárokovat zpět, pokud byl již carried interest vyplacen a následně se významně zhorší výkonnost private equity fondu.

7. **Podmínky vystoupení primárního investora**

Zaprvé primární investor má zpravidla možnost vystoupit z private equity fondu, pokud dojde k určitým výjimečným událostem na straně private equity fondu / manažerské společnosti, které mohou významně narušit další fungování fondu a tím pádem i ohrozit výnosnost investice. Může se například jednat o úmrtí, či odchod klíčových zástupců manažerské společnosti.

Zadruhé primární investoři zpravidla prosazují do smlouvy klauzuli, která jim garantuje většinu (supervětšinu) v private equity fondu. Tato klauzule zpravomocňuje primární investory rozpustit fond, pokud ztratí důvěru v manažerskou společnost.

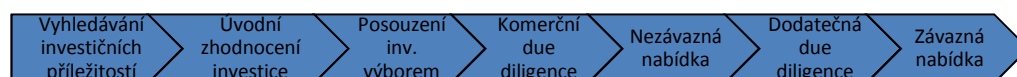
⁵⁵ Tento termín se používá také ve smyslu podílu konkrétní platby na celkovém závazku primárního investora

Zatřetí smlouva upravuje vystoupení primárního investora v případě, že nemá dostatek finančních prostředků na splacení dohodnutých vkladů. Pokud tato situace nastane, manažerská společnost zpravidla pomáhá primárnímu investorovi prodat podíl na sekundárním trhu. V případě neúspěchu si manažerská společnost může nárokovat penále.

5.2.2. Vyhledávání investičních příležitostí a investování

Jakmile private equity fond získá prostředky od primárních investorů, může začít provádět činnost, pro kterou byl primárně založen: reinvestovat prostředky do společností s potenciálem růstu a řídit je s cílem zvýšit jejich hodnotu a následně je exitovat.

Investiční činnost se skládá z následujících fází:



Obrázek 4: Souslednost investičních činností private equity fondu (zdroj: vlastní nákres)

Investiční činnost private equity fondů není nahodilá. **Private equity fondu následují určitou investiční strategii, které byla definována při jeho vzniku.**

5.2.2.1. Volba investiční strategie

Investiční strategie private equity fondů je formulována na 4 pilířích:

- Regionální zaměření
- Odvětvové zaměření
- Stádium rozvoje firem
- Velikost investice

Regionální zaměření

Private equity fondy ve Střední a východní Evropě se zpravidla zaměřují na více zemí najednou, protože žádný trh zde není dostatečně velký. Jak ale ukazuje následující tabulka, na našem trhu existují i manažerské společnosti, které se soustředí čistě na investice v České republice.

	jen ČR	ČR a SR	jen CEE ⁵⁶	Globální	Ostatní
Reg.zaměření	2	3	9	2	8

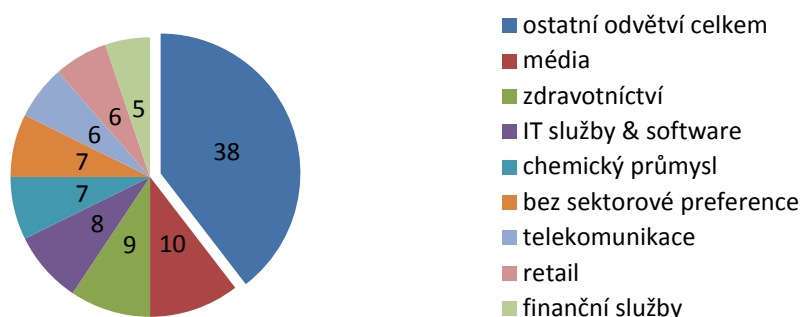
Tabulka 18: Regionální zaměření investičních strategií manažerských společností investujících v České republice (zdroj: vlastní výpočet)

Odvětvové zaměření

Fondy investujících v České republice se primárně odvětvově zaměřují na média, zdravotnictví, IT služby & software a chemický průmysl. Nejvíce – 10 – manažerských společností se věnuje médiím, 9 zdravotnictví. V České republice není ještě tolik rozšířeno zaměření na „zelené technologie“ a životní prostředí. Věnují se mu pouze 4 manažerské společnosti.

7 z 24 manažerských společností nemá sektorovou preferenci, jedná se buď o globální fondy, které se zaměřují téměř na všechna odvětví nebo o lokální fondy zaměřující se na vhodné investiční příležitosti v České republice nezávisle na cílovém sektoru.

Podrobnější informace viz graf níže⁵⁷.



Graf 9: Odvětvové zaměření private equity fondů působících na území České republiky (zdroj: vlastní výpočet na základě průzkumu webových stránek manažerských společností)

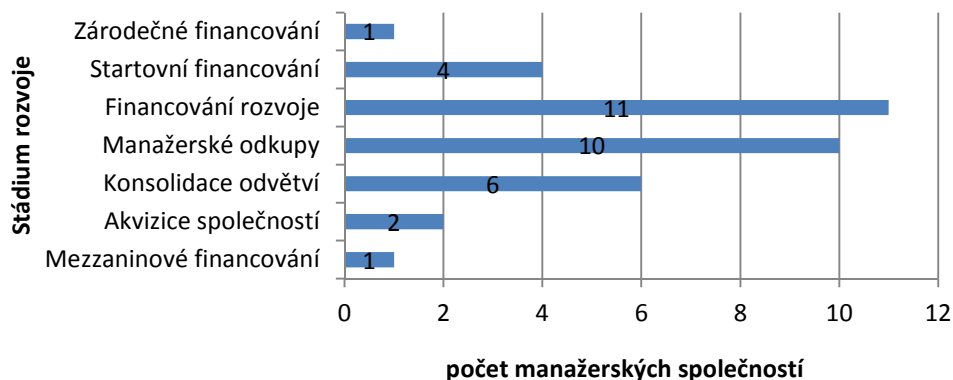
Stádium rozvoje firem

U manažerských společností sdružených do České asociace venture kapitálu⁵⁸ převládají investiční strategie zaměřené na financování rozvoje a manažerské odkupy. Významné procento manažerských společností se rovněž zabývá konsolidací odvětví. Investice do ranějších fází rozvoje jsou v České republice méně významné.

⁵⁶ anglická zkratka pro Střední a východní Evropu

⁵⁷ V private equity odvětví je běžné, že se manažerská společnost věnuje více odvětvím najednou – proto je výsledek průzkumu takový, že 24 manažerských společností má celkem 96 různých odvětvových zaměření.

⁵⁸ Na rozdíl od zhodnocení regionálního a odvětvového zaměření, kde jsem zkoumal všechny manažerské společnosti působící v České republice, zde analyzuji pouze společnosti, které jsou členy České venture kapitálové asociace, neboť u zbytku společností jsou tyto informace špatně dostupné.



Graf 10: Zaměření private equity fondů podle stádia rozvoje působících na území České republiky - pouze členové České venture kapitálové asociace (zdroj: vlastní výpočet na základě příručky Private equity & Venture capital v České republice, Česká venture kapitálová asociace, Praha, 2010)

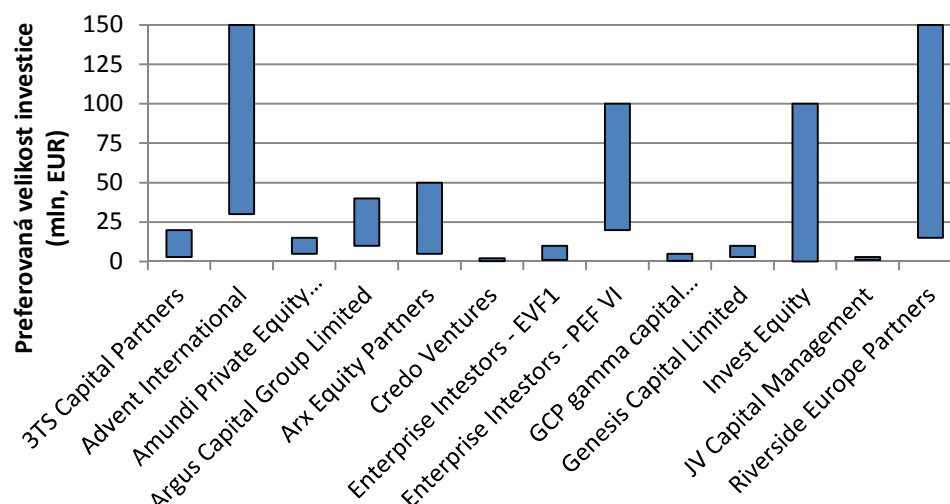
Velikost investice

Jak můžeme vidět v grafu č. 12 rozpětí preferovaných investic jednotlivých fondů je široké. Prakticky od 0,25 do 150 miliónů EUR.

Nejnižší preferované rozpětí v České republice má společnost Credo Ventures (0,25 – 2 milióny EUR). Nižší preferované rozpětí mají i společnosti JV Capital Management, Genesis Capital Limited a GCP gama capital partners. Tyto společnosti se specializují na venture kapitálové investice a menší buy-outy. Společnosti s tímto zaměřením ještě donedávna v České republice nepůsobily. Je dobře, že se „díra na trhu“ zaceluje, povede to k podpoře i ranějších stádií podnikání.

Naopak Advent International a Riverside Europe Partners preferují velké transakce nad 15 miliónů EUR. Tyto společnosti se specializují na velké buy-outy a konsolidace odvětví, zpravidla realizují maximálně 1 až 2 transakce ročně.

Zajímavá situace je u společnosti Enterprise Investors. Tato společnost řídí na českém území 2 fondy s odlišnou investiční strategií. Zatímco fond EVF1 se zaměřuje na investice v intervalu 1 – 10 miliónů EUR. Fond PEF VI se soustředí na větší transakce v rozmezí 20 – 100 miliónů EUR.



Graf 11: Zaměření private equity fondů působících v České republice podle preferované výše jedné investice - jen členové České venture kapitálové asociace (zdroj: Private equity & Venture capital v České republice. Česká venture kapitálová asociace. Praha. 2010)

5.2.2.2. Vyhledávání investičních příležitostí

Vyhledávání investičních příležitostí může proběhnout různými způsoby. Základní metodou je tradiční analýza trhu prováděna **aktivně** investičními analytiky manažerských společností. Pokud analytici určitá společnost zaujme, tak v další fázi zjišťují, zda je na prodej.

Analytik při hodnocení investičních příležitostí berem v úvahu především následující faktory:

- politické a podnikatelské prostředí země
- parametry produktového portfolia (hledá konkurenční výhody, důležité patenty)
- kompatibilita se sektorovou strategií fondu
- kvalita managementu
- vývoj základních finančních ukazatelů a tempa jejich růstu
- potenciální „quick wins“⁵⁹ a synergie s aktuálním portfoliem fondu
- faktory, které umožní získat náskok nad konkurencí
 - konexe s aktuálním managementem
 - napojení na bývalý management

První impuls k prozkoumání určité investiční příležitosti může však také přijít **zvenčí**. Manažerská společnost se může o investiční příležitosti dozvědět na různých

⁵⁹ jednoduchá opatření, která by měla rychlý pozitivní dopad na hodnotu investice

specializovaných konferencích či na základě „teasers“ od podnikatelů, či poradenských společností (pracujících pro společnost, která chce být prodána).

Teasers by měly potenciálního investora hlavně upoutat a projevit u něj zájem prozkoumat danou investiční příležitost blíže. Správný teaser by měl obsahovat:

- klíčové silné stránky navrhované investice (například zmínka, že společnost je tržní lídr ve svém odvětví, vlastní významné patenty, dosahovala významného růstu tržeb v posledních letech)
- základní finanční údaje (výnosy, EBITDA, včetně projekce na další 2 roky)
- informace o produktovém portfoliu
- základní údaje o kvalifikaci managementu
- jasnou definici cílů navrhované transakce – o co má prodejce zájem – jestli je cílem prodej majoritního podílu, získání likvidity, rekapitalizace nebo získání dodatečného kapitálu na rozvoj

Při tom všem však teaser musí zůstat na určité úrovni obecnosti. Podnikatel (poradenská společnost) by nikdy neměl odhalovat jméno společnosti dříve než je nutné. Hlavně proto, aby neupozornil konkurenci a neodhalil jí své záměry, eventuálně aby zbytečně nevyvolal neopodstatněnou paniku mezi zaměstnanci.

Pokud teaser manažerskou společnost zaujme, investiční analytici zpravidla ještě provedou rychlé zhodnocení investice z hlediska:

- kompatibility s investiční strategií fondu
- existence „quick wins“, či konkurenčních výhod
- kontroly zda neexistují bariéry investování (například že už do dané společnosti existoval jiný fond řízený stejnou manažerskou společností a smlouva s primárním investorem tyto investice zakazuje)

Další proces závisí na velikosti investice. U kapitálově nenáročných venture kapitálových investic se může investor rozhodnout investovat přímo, bez dalšího průzkumu, pouze na základě intuice. Takový příklad nastal například při zakládání Googlu, když investor Andy Bechtolsheim vypsál zakladatelům Larry Pageovi a Sergei Brinovi šek na 100 000 USD hned na první schůzce. Zpravidla však proces bývá daleko komplikovanější. Po rychlém průzkumu analytik investiční příležitost ocení (předběžný model na základě dosud známých informací). Výsledky analýzy a oceňovacího modelu pak slouží jako podklady pro investiční výbor, který rozhodne, zda se bude private equity fond o investici dále zajímat a přistoupí k due diligence.

5.2.2.3. Vytvoření oceňovacího modelu

Leverage buy-out model (LBO model)

LBO model nejpoužívanější oceňovací model v private equity praxi. Je využíván investičními bankami a private equity subjekty za účelem ohodnocení investic, na jejichž financování se **významně podílí dluh**⁶⁰.

Leverage buy-out model je založen na předpokladu, že **kupujícím je finanční investor**, například private equity fond, který nevlastní žádné jiné společnosti v odvětví prodávané společnosti. Očekává se tedy, že celkové výnosy budou pouze výsledkem výkonnosti pořizované společnosti. Neexistují žádné operační, ani jiné synergie vzniklé díky akvizici. Z jiného úhlu pohledu se dají výsledky LBO modelu interpretovat jako minimální ocenění pro strategického investora, který může profitovat ze synergií a je ochoten tím pádem zaplatit vyšší cenu než finanční investor.

Výstupem LBO modelu je výpočet hodnoty vnitřního výnosového procenta investice (IRR) a rentability investice (ROI). Dosažené hodnoty jsou porovnávány s požadovanou výnosností private equity fondu. Pokud je dosažené IRR / ROI větší než požadované, investice je přijata.

LBO model může být sestaven ve 2 variantách, podle toho co je požadovaný výstup modelu:

1. Odhad pořizovací ceny investice (ang. Enterprise value), při které investor dosáhne požadovaného ROI, či IRR.
2. Odhad kolik bude ROI před zdaněním investora s ohledem na cenu, kterou nabízí prodávající.

Postup sestavení LBO modelu:

1. Definovat časový horizont modelu (odvětvový standart je 5 let).
2. Stanovit cílovou kapitálovou strukturu transakce (podíl dluhu a vlastního kapitálu).
3. Vložit historická finanční data do modelu (především tržby, EBITDA, čistý pracovní kapitál a kapitálové výdaje).

⁶⁰ Aktiva pořizované společnosti jsou použity jako zástava. Pořizovatel není zodpovědný, pokud dluh není splacen. Tento způsob je atraktivní pro kupující na trhu, neboť oni musí poskytnout pouze zlomek zdrojů na akvizici. To v důsledku tzv. pákového efektu snižuje riziko a zvyšuje ROI, avšak pokud pořizovaná společnost dosáhne očekávaných cílů. Tento způsob transakce je však i rizikovější, neboť pokud investice nedosahuje požadovaných výsledků, důsledky pákového efektu mohou vést k tomu, že investice bude rychle bezcenná.

4. Dopočítat finanční ukazatele
 - a. podíl čistého pracovního kapitálu na tržbách
 - b. podíl kapitálových výdajů na tržbách.
5. Vytvořit predikci tržeb a na ni navazující rozvrh splácení dluhu.
6. Vypočítat exit hodnotu leverage buy-out transakce.
7. Ze získaných údajů dopočítat ROI a IRR.
8. Porovnat IRR s požadovaným IRR.

Metoda tržního porovnání

Metoda je založena na ocenění podniku na základě porovnání investorem oceňovaného podniku s podobnými podniky. Podobnost by měla spočívat v tom, že podniky jsou ze stejného odvětví, mají stejnou rizikovost, velikost, kapitálovou strukturu a tempo růstu cash flow.

Výhodou této metody je její jednoduchost a tím pádem možnost rychle a snadno odhadnout hodnotu podniku. Proto je tato hodnota vhodná pro rané fáze výběru investičního projektu. Klíčovou nevýhodou však je obtížnost najít podobné podniky. Hlavně pokud hodnotíme malé, začínající společnosti, či nová a inovativní odvětví. Tato metoda je proto spíše vhodná při počátečním oceňování velkých buy-out transakcí, v oblasti venture kapitálu je těžko použitelná. Při objemově menších venture kapitálových transakcích lze ke zhodnocení investice použít metody Čisté současné hodnoty nebo Vnitřního výnosového procenta.

Princip výpočtu je následující:

1. Definujeme si soubor podobných podniků.
2. Z některé dostupných databází (Reuters, Bloomberg) získáme hodnotu násobitele pro tyto podniky. Násobitel vyjadřuje jaký násobek vztahové veličiny (v praxi zpravidla EBITDA) vyjadřuje tržní cenu podniku.
3. Násobitele zprůměrujeme podle podobnosti cílovému podniku a výslednou hodnotou pak násobíme jeho příjmy.
4. Výsledkem je hodnota investice.

Jakmile je oceňovací model hotov, jsou výsledky společně s analýzou investiční příležitosti prezentovány investičnímu výboru, který rozhodne, zda bude projekt hned zamítnut nebo zda se uskuteční due diligence.

5.2.2.4. Investiční výbor – role a popis fungování

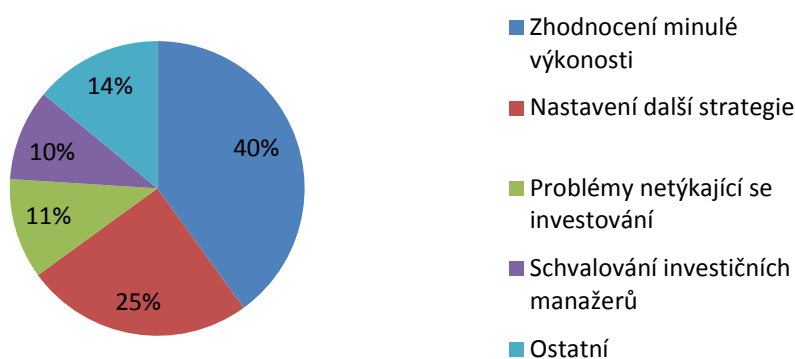
Zatímco manažerská společnost je zodpovědná za operativní řízení private equity fondu a portfolio společností, **investiční výbor je hlavním orgánem fondu činícím klíčová rozhodnutí pro jeho fungování.**

Základními zodpovědnostmi investičního výboru jsou:

- Rozhodovat o investicích a desinvesticích do jednotlivých portfolio společností.
- Monitorovat a zhodnocovat výkonnost private equity fondu.
- Nastavovat a hodnotit investiční strategii fondu.
- Schvalovat zástupce manažerské společnosti (investiční manažery), kteří budou zodpovídat na určitou portfoliovou společnost.

Investiční výbor má zpravidla 6 – 10 členů⁶¹ a jsou v něm zastoupeni zástupci primárních investorů a manažerské společnosti. Hlasovací síla se zpravidla odvíjí podle podílu na kapitálu vloženém do fondu.

Výbor se zpravidla schází 1x za čtvrt roku. Obsah jednání závisí na konkrétní situaci, průzkum společnosti Vanguard ukazuje, že největší prostor je věnován zhodnocení minulé výkonnosti (40%) a rozhodování o budoucí strategii (25%).



Graf 12: Průměrné rozvržení času na zasedáních investičního výboru (zdroj: Investment committee decision making study. Vanguard. Valley Forge. 2009)

5.2.2.5. Due diligence

Due diligence je komplex analýz, především v oblastech práva, daní, financí, managementu, vnitřních procesů, jehož účelem je identifikovat synergie, rizika a silné a slabé stránky podniku.

⁶¹ Dle průzkumu společnosti Vanguard (zdroj: Investment committee decision making study. Vanguard. Valley Forge. 2009) má investiční výbor nejčastěji 6 – 10 členů (52% případů), následuje <5 členů (42%), v 5% má investiční výbor 11 – 15 členů.

Rozsah due diligence závisí opět na velikosti a rizikovosti transakce. V případě velkých transakcí může due diligence nastat v několika stupních. První fáze due diligence nastane ještě před podáním nabídky. Cílem si je „na vlastní oči“ věřit kvalitu podniku a identifikovat rizika plynoucí z potenciální akvizice. Tato fáze trvá 2-3 týdny a due diligence na nabízené firmě může provádět i několik investorů. Investoři se na základě due diligence rozhodnou, zda podat nabídku na koupi, či ne. Pokud due diligence dopadne úspěšně a investor je spokojen s nabídnutou cenou, tak podává nezávaznou nabídku. V případě, že ji prodávající strana přijme, investor provádí ještě další kolo due diligence – tato due diligence je již podrobnější a trvá 1 až 2 měsíce. Zaměřuje se již méně na komerční, více však na právní a finanční aspekty. Investor na závěr buď podá závaznou nabídku, nebo investici odmítne.

Typy prováděných due diligence:

- **Komerční due diligence** (ang. Commercial due diligence nebo Business due diligence) – Probíhá ve fázi před podáním nezávazné nabídky. Cílem komerční due diligence v poměrně krátkém časovém období důkladně porozumět současné výkonnosti společnosti a jejím vyhlídkám do budoucnosti.
- **Právní due diligence** (ang. Legal due diligence) - Právní due diligence se provádí zpravidla po podání nezávazné nabídky. Cílem právní due diligence je zkontrolovat, že společnost nemá žádné významné právní problémy a že klíčové aspekty konkurenční výhody společnosti (například patenty, ochranné známky) nejsou předmětem soudních sporů a nehrozí jejich ztráta.
- **Finanční due diligence** (ang. Financial due diligence) - Finanční due diligence se provádí společně s právní due diligence v pozdější fázi investičního procesu, po podání nezávazné nabídky. Cílem je především odhalit finanční rizika spojená s prodávanou společností.

5.2.2.6. Závěrečné schvalování státními orgány

Pokud je závazná dohoda uzavřena, pro úspěšné zrealizování transakce je potřeba již splnit pouze poslední krok – získat povolení od příslušných orgánů státní správy. Základem je schválení od Úřadu pro ochranu hospodářské soutěže.

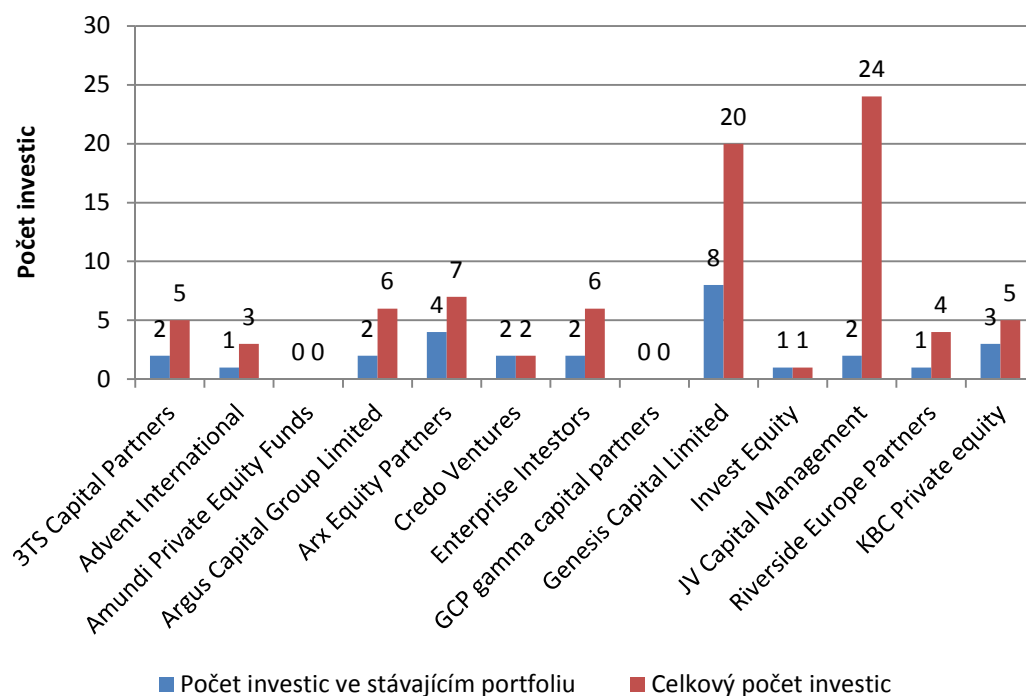
Další povolení se odvíjí od druhu investice. V odvětví energetiky se například může jednat také o Energetický regulační úřad.

5.2.3. Řízení firmy

Historicky private equity fondy uskutečnily v České republice celkem 122 investic⁶², včetně transakcí s v současnosti předními českými společnostmi. Private equity fond při společnosti Mid Europa se podílel na založení mobilního operátora Oskar, globální private equity fond Warburg Pincus zase několik let vlastnil podíl ve farmaceutické společnosti Zentiva.

V současné době se private equity fondy u nás podílejí na řízení celkem 42 společností⁶³ (44 investic – Kofola a AVG Technologies mají za investory 2 private equity fondy), mezi nejznámější společnosti se zastoupením private equity se řadí Kofola, Centrum Holdings nebo výrobce antivirů AVG Technologies.

Počet stávajících a historických transakcí manažerských společností zastoupených v České asociaci venture kapitálu vyjadřuje následující graf:



Graf 13: Celkový počet transakcí a počet aktuálních transakcí private equity fondů na území České republiky - pouze členové České venture kapitálové asociace (zdroj: Private equity & Venture Capital v České republice. Česká venture kapitálová asociace. Praha. 2010)

⁶² Vlastní kalkulace na základě dat z příručky Private equity & Venture Capital v České republice (Česká asociace venture kapitálu. Praha. 2010) a průzkumu webových stránek společností

⁶³ Vlastní kalkulace na základě dat z příručky Private equity & Venture Capital v České republice (Česká asociace venture kapitálu. Praha. 2010) a průzkumu webových stránek společností

Jakmile fond získá podíl v cílové společnosti, prvním krokem, který uskuteční je vytvoření **100denního akčního plánu**.

Obsah akčního plánu vyplývá z výsledků due diligence a zpravidla pokrývá tyto oblasti:

- Identifikování slabých článků v managementu cílové společnosti. Nahrazení těchto vedoucích pracovníků musí být provedeno co nejdříve, aby mohly být rychle realizovány změny. Manažerská společnost může do těchto pozic dosadit vlastní zaměstnance, povýšit stávající zaměstnance nebo najmout někoho zvenčí.
- Revidování:
 - strategického plánu včetně cílové struktury a podnikového prostředí, pokud je potřeba
 - rozpočtu a finančního plánu
 - způsobu monitorování a reportování výsledků
 - modelu kompenzace a motivace zaměstnanců
- Nastavení způsobu komunikace se zástupci manažerské společnosti a definování obsahu, rozsahu a pravidelnosti reportingu.
- Implementování quick-wins (rychlá a jednoduchá opatření), která byla zjištěna při due diligence.

Pokud private equity fond získal investici, která je v problémech (ang. distressed investment), bude 100denní akční plán zpravidla obsahovat i opatření na zlepšení likvidity (například prodej majetku) a manažerská společnost bude aplikovat důslednější a pravidelnější dohled. To se projeví například v častějším a podrobnějším reportingu a jmenováním zástupce manažerské společnosti do pozice, kde se bude podílet na každodenním řízení společnosti.

Další zapojení do fungování společnosti závisí na konkrétní situaci a filosofii manažerské společnosti. Existují 2 základní modely:

1. **Aktivní podíl na každodenním řízení** – Manažerská společnost toto učiní, chce-li na investici přímou kontrolu a ovlivňovat její fungování na denní bázi. Manažerská společnost dosadí svého zaměstnance do jedné z exekutivních pozic v cílové společnosti, zpravidla na pozici generálního, či finančního ředitele. Tento model u nás aplikuje například manažerská společnost Benson Oak. Viceprezident společnosti Tomáš Fencel působí zároveň jako finanční ředitel ETA, jedné z portfoliových společností.

2. **Řízení na úrovni členství v představenstvu** – Manažerská společnost v tomto případě nezasahuje do každodenního dění v cílové společnosti, kontroluje výkonnost své investice dosazením některého svého zaměstnance do neexekutivní role v představenstvu. V tomto případě je však nutné nastavit odpovídající reportingový systém, aby se investice nevymkla kontrole.

5.2.4. Exit investice

Jedním z charakteristických rysů private equity investic je to, **že fondy vždy drží investici jen omezenou dobu a ve vhodnou chvíli ji exitují**. Možností exitu investic je několik, jde především o:

- Veřejný úpis akcií na burze (ang. Initial public offering – IPO)
- Prodej strategickému investorovi (ang. Trade sale)
- Prodej jinému finančnímu investorovi (ang. Secondary sale)
- Zpětné odkoupení
 - o Prodej managementu (ang. Sale to management)
 - o Splacení „tichého“ partnershipu (ang. Repayments of silent partnerships)
 - o Splacení půjčky (ang. Repayment of principal loans)
- Nedobrovolné vystoupení - odpis investice (ang. Write-off)

Veřejný úpis akcií na burze

Tato varianta počítá s tím, že private equity fond exituje svou investici tak, že portfolio společnost uvede na burzu. Tento způsob exitu indikuje, že portfolio společnost dosahuje určitých standardů reportingu, které umožní, že společnost bude na burze přijata. Exit pomocí IPO je typický pro americký trh, v Evropě se tato metoda rozvíjí společně se zakládáním burz pro malé a střední podniky. Stále jde o minoritní alternativu exitu.

Prodej strategickému investorovi

Strategický investor má zájem koupit podnik, především pokud vidí potenciál realizovat synergie, které vzejdou s připojení portfolio společnosti (například odběratel koupí významného dodavatele a sníží tak své náklady, investor koupí podobný podnik v jiném regionu a získá tak přístup k novým zákazníkům a na nové trhy apod).

Zpětné odkoupení

Zpětným odkoupením je myšlen takový exit, kdy společnost zůstane de facto ve stejných rukou. Existují 3 alternativy. Jednak podíl private equity fondu odkoupí stávající management nebo dojde ke splacení „tichého partnershipu“, což znamená, že subjekt kterému private equity fond pomáhal transakci financovat je již schopen závazek uhradit. Poslední alternativou je, že dojde ke splacení půjčky, kterou private equity fond poskytl.

Nedobrovolné vystoupení – odpis investice

Pokud investice dlouhodobě dosahuje horší výkonnosti, než byly představy investora, může private equity fond přistoupit k jejímu odpisu, aby dále neprohluboval ztrátu. Investor prodá portfolio společnost pod cenou nebo započne likvidaci.

V České republice došlo v roce 2009 k 8 exitům investic. Rozdělení exitu podle jejich typu vyjadřuje následující tabulka:

	Počet	Hodnota v mln. EUR
Prodej jinému finančnímu investorovi	2	30,3
Věřejný úpis akcií na burze	0	0,0
Ostatní	0	0,0
Splacení půjčky	2	2,2
Prodej jinému private equity fondu	3	14,0
Splacení „tichého“ partnershipu	0	0,0
Prodej managementu	0	0,0
Nedobrovolné vystoupení - odpis investice	1	1,1
Prodej strategickému investorovi	0	0,0
Celkem	8	47,6

Tabulka 19: Exit investic v České republice v roce 2009 (zdroj: EVCA Yearbook 2010. Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2010)

5.3. Celková výkonnost private equity investic

Forma exitu a prodejní cena jsou významnými determinantami úspěšnosti investičního projektu. Obecně platí, že 10% projektů dopadne neúspěšně, ostatní udělají zisk a 10% nejvýnosnějších investic „zaplatí“ veškeré ztráty private equity fondů⁶⁴.

⁶⁴ Fondy rizikového kapitálu vydělají až osmnáct procent. František Mašek. Ekonom. 2006. webová stránka: http://fpweb.ihned.cz/c4-10108850-19475650-Q00000_d1-fondy-rizikoveho-kapitalu-vydelaji-az-osmnact-procent

Údaje Evropské venture kapitálové asociace ukazují, že **průměrná výnosnost (IRR) private equity trhu v roce 2008 byla 9,5%**⁶⁵. Přičemž v současnosti platí 2 základní charakteristiky:

- Manažerské odkupy jsou výnosnější než venture kapitálové investice.
- Investice s dlouhodobým horizontem jsou výnosnější než investice s krátkodobým horizontem.

	Celkem	1roční (08)	3letá (06 - 08)	5leté (04 - 08)	10leté (99 - 08)	20leté (89 - 08)
Venture kapitál	3,00%	-19,60%	-0,60%	1,80%	0,20%	3,00%
Man.odkupy	13,00%	-31,00%	3,50%	10,80%	11,60%	12,90%
Private equity celkem	9,50%	-30,50%	2,60%	8,10%	8,00%	9,60%

Tabulka 20: Výnosnost private equity fondů v Evropě v roce 2008, měřeno ukazatelem IRR (zdroj: Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2009. webová stránka: http://www.evca.eu/uploadedFiles/News1/News_Items/2009-06-17-PR_final_perf_data.pdf)

6. Popis úspěšné zrealizované private equity investice v ČR - Keravit

Popis této investice vychází ze studie Americké obchodní komory „Snadná cesta k rozvoji firmy“⁶⁶ a studie Evropské venture kapitálové asociace „Central and Eastern Europe success stories“⁶⁷.

6.1. Základní charakteristika private equity investice

Keravit je **přední výrobce žáruvzdorných keramických licích materiálů pro ocelárny a slévárny**. Firma dodává své produkty nejen v České republice, ale rovněž exportuje do Itálie, Francie, Německa, Velké Británie, Španělska, Polska a Rakouska. V roce 2009 došlo k fúzi s dalšími předními českými společnostmi v oboru žáruvzdorných keramických materiálů a v současnosti firma působí pod názvem SEEIF Ceramic, a.s.

6.2. Důvod vstupu private equity investora

Investor – private equity fond Czech Venture Partners vstoupil do společnosti v červnu roku 1995, když koupil 100% podíl od mateřské společnosti Vítkovice, a.s. **Mateřská společnost právě procházela restrukturalizací a managementu Keravitu bylo jasné, že se matka bude chtít společnosti vzhledem k jejímu**

⁶⁵ zdroj: Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2009. webová stránka: http://www.evca.eu/uploadedFiles/News1/News_Items/2009-06-17-PR_final_perf_data.pdf

⁶⁶ Snadná cesta k rozvoji firmy. Pro Americkou obchodní komoru vypracovala společnost Venture Investors Corporate Finance. Praha. 2005

⁶⁷ Central and Eastern Europe success stories. Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2004

jednostrannému zaměření zbavit jako nepotřebné. Hlavním důvodem, proč management oslovil private equity fond byl nezájem bank poskytnout úvěr z důvodu vysokého rizika – banky ohodnotily společnost nízkým ratingem a její podnikatelský plán označily za nereálný.

6.3. Forma navázání kontaktu

Management Keravitu se dozvěděl o private equity fondu z regionálního tisku. Následně Keravit investora oslovil s nabídkou schůzky. Na schůzce byl investorovi předložen podnikatelský plán a byly diskutovány základní podmínky transakce. Private equity fond se během 2 měsíců rozhodl pro realizaci investice.

6.4. Přidaná hodnota private equity fondu

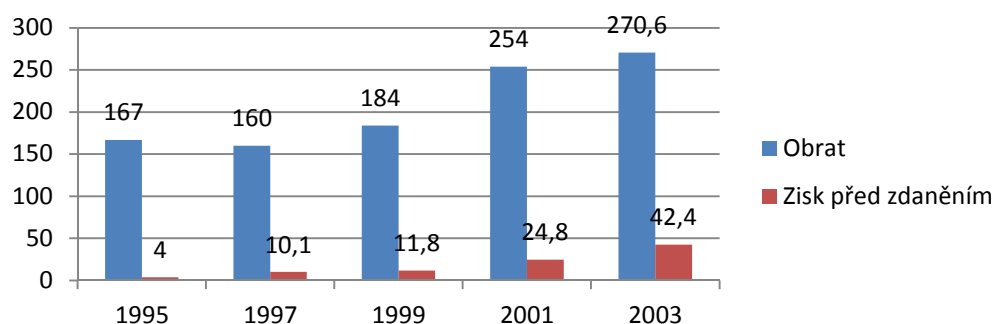
Investoři na základě zkušeností **přesvědčili management o změně orientace firmy, potřebě diversifikovat portfolio a zbavit se tak závislosti na bývalé mateřské společnosti.**

Po vstupu investora byly nastartovány **procesy restrukturalizace**, snižování nákladů a zvyšování produktivity práce. Dále se **zvýšily nároky na monitoring** – investor vyžadoval měsíční reporting výkazů.

Investor rovněž **finančně vypomohl v době ekonomické recese** v roce 1998, kdy měla společnost problémy se splatností pohledávek.

6.5. Dopad na výkonnost

Zisk společnosti se během působení private equity fondu zdesetinásobil, tržby téměř zdvojnásobily. Společnost široce diversifikovala své portfolio, závislost na mateřské společnosti v roce 1995 byla transformována na širokou síť odběratelů z Velké Británie, Německa, Itálie, Francie nebo Číny.



Graf 14: Vývoj tržeb a zisku společnosti Keravit v průběhu investice private equity fondu (zdroj: Snadná cesta k rozvoji firmy. Venture Investors Corporate Finance. Praha. 2005; Central and Eastern Europe success stories. Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2004)

6.6. Exit investice

První potenciální kupce (strategický investor) oslovil akcionáře v roce 2000, avšak nabídnutá cena nesplnila očekávání. Private equity fond se proto rozhodl změnit strategii a rozhodl se, že bude preferovat prodej finančnímu investorovi. Exit se uskutečnil v roce 2003, kdy podíl Czech Venture Partners odkoupila jiná česká finanční společnost – Progresse.

Prodejní cena byla 6,75 miliónů EUR, výsledná výnosnost investice (IRR) byla 31%.

7. Závěr

Má diplomová práce měla dva základní cíle. Prvním bylo seznámit čtenáře se současným stavem private equity v České republice, charakterizovat jeho silné a slabé stránky a na základě porovnání se zeměmi s rozvinutým private equity trhem definovat doporučení, která povedou k dalšímu rozšíření private equity v České republice. Druhým potom popsat fungování private equity trhu na úrovni jednotlivých subjektů, představit operační model fungování private equity trhu a analyzovat a srovnávat investiční strategie jednotlivých manažerských společností působících u nás.

Závěry prvního cíle:

Český private equity trh se začal rozvíjet již v devadesátých letech minulého století, významný růst však nastal po roce 2004. Hlavními důvody expanze private equity trhu u nás jsou především vstup do Evropské Unie, stabilní makroekonomické podmínky, existence investičně zajímavých příležitostí, dobré tempo inovací a kvalifikovaná a přitom stále levná pracovní síla.

Český private equity trh je charakteristický svou orientací na manažerské odkupy. Venture kapitálové investice podporující rané stádia podnikání jsou pouze minoritní, dosahují pouze 2% všech private equity investic.

V letech 2007 až 2009 dosáhl průměr ročních private equity investic v České republice 671 miliónu EUR, což je nejvíce v regionu Střední a východní Evropy. V celosvětovém měřítku však stále zaostáváme. Podíl private equity investic na HDP u nás dosáhl 0,48%, zatímco země s nejrozvinutějším private equity trhem dosahují hodnot v horizontu 1 – 3%.

Ve své analýze jsem zjistil, že největšími překážkami dalšího rozvoje private equity v České republice jsou velikost lokálního trhu, nepříznivá regulace a daňová legislativa a omezená možnost vystoupení private equity investic přes český kapitálový trh.

A na základě srovnání s praxí v zemích s rozvinutým private equity trhem jsem definoval čtyři základní doporučení, které mohou vést k dalšímu rozvoji private equity trhu u nás.

První doporučení je spojeno s regulací penzijních fondů a pojišťoven u nás. Česká legislativa neřadí private equity aktiva mezi instrumenty, kam mohou penzijní fondy a pojišťovny investovat své prostředky, což je naopak běžná praxe v zemích Západní Evropy. Uvolnění regulace by umožnilo příliv nového kapitálu na private equity trh a potažmo vznik domácích private equity fondů, které zde zatím chybí.

Druhé doporučení je rozhybat český kapitálový trh prodejem některého z velkých státních podniků pomocí IPO a zavedením burzy pro malé a střední podniky. Toto opatření by rozšířilo možnosti exitů private equity investic.

Třetí doporučení je zaměřeno na snížení kapitálové potřeby a zmenšení administrativních bariér podnikání. Cílem opatření je především zlepšit podmínky pro začínající podnikání, podpořit vznikání nových společností a zvýšit tak poptávku po private equity kapitálu.

Čtvrté doporučení adresuje zjednodušení a obsahové změny daňové legislativy v oblastech týkajících se private equity. Základními cíly v této oblasti je odstranění dvojího zdanění primárních investorů a podpora začínajícího podnikání a výzkumu a vývoje.

Česká republika by rovněž měla pokračovat v krocích, které již byly započaty. A to v podpoře podnikání přes Technickou agenturu České republiky a také uvolňováním pravidel pro Fondy kolektivního investování.

Závěry druhého cíle:

V České republice lze aplikovat tři různé právní struktury private equity fondů. Komanditní společnost, veřejnou obchodní společnost a Fond kolektivního investování. Nejvhodněji se jeví Fond kolektivního investování, neboť je zde dvojitý zdanění nejnižší a navíc riziko primárního investora je limitováno výší jeho vkladu. Manažerské společnosti jsou vždy založeny jako společnost s ručením omezeným.

Operační model private equity trhu se skládá ze čtyř základních fází. V první fázi private equity fond získává prostředky od primárních investorů, následně vybírá investiční příležitosti na základě své investiční strategie. Jednotlivé investice manažerská společnost řídí buď dohledem na výkonnost podniku z neexekutivních pozic v představenstvu, nebo dosazením svého zástupce do jedné z řídicích rolí v managementu. V horizontu 2 – 10 let, podle charakteru investice, private equity fond investici exituje. V České republice nejčastěji prodejem jinému private equity fondu.

Analýza jednotlivých private equity fondů působících v České republice ukázala, že fondy u nás v současnosti vlastní nebo spoluvlastní celkem 44 investic, včetně společností, které jsou mezi lídry na trhu jako například Kofola nebo AVG Technologies.

Private equity fondy investující ve Střední a východní Evropě se zaměřují na více zemí najednou, protože žádný trh zde není dostatečně velký. Přesto existují dva private equity fondy investující pouze na území České republiky. Odvětvově se private equity fondy u nás zaměřují primárně na odvětví médií a zdravotnictví a co se týče stadia rozvoje společností, tak do financování rozvoje a manažerských odkupů. Rozpětí, do kterého private equity fondy v České republice investují je velmi široké, od fondů investujících v rozmezí 0,25 až 2 milióny EUR až po fondy investující pouze nad 20 miliónů EUR.

Mým původním záměrem bylo rovněž podrobně analyzovat konkrétní investiční projekt. Tuto část jsem bohužel nemohl zrealizovat, neboť jednotlivé manažerské společnosti tato data přísně tají. Jako náhradu jsem zvolil alespoň stručný popis private equity investice do společnosti Keravit, která byla dostupná z veřejných zdrojů. Vstup private equity investora měl v tomto případě úspěch. Investor napomohl společnosti zdesetinásobit zisk, diversifikovat portfolio, expandovat na nové trhy a při exitu dosáhl vysokého zhodnocení původní investice. Tento příklad jasně ukazuje, že přínosy private equity investora nejsou jen ve formě peněz, ale vysoká hodnota spočívá také ve směřování a řízení společnosti.

Použitá literatura

Knihy

VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Ekopress. Praha. 2006. ISBN 80-86929-01-9

BREALEY, RICHARD A.; MYERS STEWARD C.: Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin Companies, Inc. USA. 2003. ISBN 0-07-246766-5

DVOŘÁK, I.; PROCHÁZKA, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Management Press. Praha. 1998. ISBN 80-85943-74-3

FRIEDMAN, THOMAS L.: The World is flat. Penguin Group. Londýn. 2006. ISBN – 13: 978-0-141-03489-8

METRICK, A.: Venture Capital and the Finance of Innovation. John Wiley & Sons, Inc. USA. 2007. ISBN 13978-0-470-07428-2, ISBN 10 0-470-07428-0

COYLE, B.: Venture Capital & Buy-outs. *Brian Coyle*. Chartered Institute of Bankers. Kent (Velká Británie). 2000. ISBN 0-85297-461-2

LERNER, J.; HARDYMAN, F.; LEAMON, A.: Venture Capital & Private Equity – a casebook. John Wiley & Sons, Inc. USA. 2005. ISBN 0-471-23069-3

Diplomové a bakalářské práce

SEDLÁKOVÁ, P.: Developement of Private Equity Funds in the Czech Republic. Univerzita Karlova, Institut ekonomických studií. 2008

VESELÝ, T.: Private equity v České republice. Vysoká škola ekonomická v Praze. 2008

ZÁMEČNÍKOVÁ, J.: Rizikový a rozvojový kapitál. Vysoká škola ekonomická v Praze. 2006

MIŠKOVIČ, B.: Private equity business model. Vysoká škola ekonomická v Praze. 2008

Odvětvové reporty a články

Benchmarking european tax & legal environments. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2008

Central European Statistics 2007. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2008

Central European Statistics 2008. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2009

Central European Statistics 2009. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2010

Central and Eastern European success stories. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2004

Doing business 2010. *Evropská banka pro obnovu a rozvoj, Světová banka*. Washington. 2009

Eclipse of the public corporation. Michael C. Jensen. Harvard Business review. 1989

EVCA Yearbook 2010. Evropská asociace venture kapitálu. Brusel. 2010

Fondy rizikového kapitálu vydělají až osmnáct procent. František Mašek. Ekonom. 2006.

Global competitiveness report 2010 – 2011. *World economic forum*. Ženeva. 2010

Global Venture Capital Survey 2009. *Deloitte*. New York. 2009

Global Venture Capital Survey 2010. *Deloitte*. New York. 2010

Guide on Private Equity and Venture Capital for entrepreneurs. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2007

Investment decision making study. *Vanguard*. Valley Forge. 2009

Performance of Private Equity funds in CEE and CIS. *Evropská banka pro obnovu a rozvoj*. Londýn. 2009

Private equity 2009. *Institute Financial Services London*. Londýn. 2009

Private Equity 2010. *TheCityUK*. Londýn. 2010

Private Equity Going Public, Global Private equity report 2006. *PricewaterhouseCoopers*. New York. 2006

Private Equity & Venture Capital v České republice. *Česká asociace venture kapitálu*. Praha. 2010

Seeking differentiation in the time of change, Global Private Equity report 2008. *PricewaterhouseCoopers*. New York. 2008

Snadná cesta k rozvoji firmy. *Pro Americkou obchodní komoru vypracovala Venture Investors Corporate Finance*. Praha. 2005

Survey of the Economic and Social Impact of Management Buy-outs in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2001

Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. *Evropská asociace venture kapitálu*. Brusel. 2002

The Guide to Private Equity fundraising. *Mvision private equity limited*. Londýn. 2009

Venture Capital, Due Diligence. *Justin J. Camp*. John Wiley & Sons, Inc. USA. 2002. ISBN 0-471-12650-0

What to expect from placement agent, things you should know. *Kelly DePonte, Probitas Partners*. USA. 2009

Příloha: přehled manažerských společností působících v ČR

Název firmy	Geografické zaměření	Odvětvové zaměření	Zaměření podle stádia rozvoje firem	Společnosti v současném portfoliu	Celkový počet transakcí v ČR
3TS Capital partners	Střední a východní Evropa, Balkán, Pobaltí. Zvažuje i investice na Ukrajině a Turecku.	telekomunikace, média a marketing, služby, životní prostředí, energetika	financování rozvoje, Manažerské odkupy	Internet Mall, BKS Cable - Nej TV	5
Advent International	Bulharsko, Česká republika, Polsko, Rumunsko, Slovensko, Turecko, Ukrajina	obchodní a finanční služby, zdravotnictví, retail, spotřební elektronika, média, telekomunikace	financování rozvoje, manažerské odkupy, konsolidace odvětví	CCS	3
Amundi Private equity funds	Střední a východní Evropa	všeobecný fond bez sektorové preference	financování rozvoje, manažerské odkupy, konsolidace odvětví	-	0
Argus Capital	Střední a východní Evropa, Balkán, Pobaltí, Turecko	všeobecný fond bez sektorové preference	financování rozvoje, manažerské odkupy, konsolidace odvětví	Palace Cinemas, Rio Media	6
Arx Equity	Střední a východní Evropa	chemický průmysl, stavební materiály, zdravotnictví, zvířecí potřeby, výroba lan, horolezecké potřeby, oděvy, výpočetní technika	financování rozvoje, manažerské odkupy, konsolidace odvětví, akvizice společností	VUES, Lanex, Lexum, KVK	7
Genesis	Česká republika, Slovensko	všeobecný fond bez sektorové preference	manažerské odkupy, konsolidace odvětví, příležitostně také financování rané fáze, růstový kapitál	AB Facility, ESB Rozvaděče, Gumotex, Pietro Filipi, CTS-servis, Roltechnik, Profimedia, GTH Catering	20
Riverside company	Evropská Unie, Turecko, Švýcarsko, Chorvatsko	všeobecný fond bez sektorové preference	financování rozvoje, manažerské odkupy	Computer Press	4
Venture Investors Corporate Finance	Česká republika, Slovensko, Polsko	spíše poradenství	není k dispozici	-	0

MCI Management	Česká republika, Slovensko, Polsko	finanční služby, média, zdravotnictví, biotechnologie, "zelené technologie", IT služby	není k dispozici	Invia.cz, Geowa	2
Sgrow Venture Partners	Česká republika, Slovensko	služby, realitní sektor	není k dispozici	není k dispozici	není k dispozici
Winslow Partners Enterprise Investors	Česká republika Střední a východní Evropa	není k dispozici finanční služby, telekomunikace, média, IT služby, zdravotnictví	není k dispozici financování rozvoje, manažerské odkupy, konsolidace odvětví, Akvizice společností	není k dispozici AVG Technologies, Kofola	není k dispozici 6
Royalton Partners	Střední a východní Evropa a Jihovýchodní Evropa se zaměřením na země EU	finanční služby, média, vzdělávání, retail, doprava, zdravotnictví	není k dispozici	City Parking Group	1
Credo Ventures	Česká republika, Slovensko, Střední Evropa	IT služby, zdravotnictví	startovní financování, financování rozvoje	Shopguru.cz, Sardis	2
Invest Equity	Německy mluvící země, Střední a východní Evropa	zpracovatelský průmysl, obchodní služby, stavební materiály, chemický průmysl, elektronika, komunikace, zdravotnictví, IT služby, retail	manažerské odkupy, financování rozvoje	Roltechnik	1
Mid Europa	Střední a východní Evropa	telekomunikace, média, zdravotnictví, energetika, doprava, zpracovatelský průmysl, chemický průmysl, retail, zemědělství	není k dispozici	Energy 21, České Radiokomunikace, T-Mobile	5
Benson Oak	Česká republika, Slovensko	IT průmysl, elektronika, chemický průmysl	není k dispozici	AVG Technologies, Bochemie, ETA, Grapo Technologies	8

Bancroft Private equity	Střední a východní Evropa, Pobaltské země, Balkán, Turecko. Fond navíc zvažuje investice v Řecku, Střední Asii a na Kavkaze.	potravinářský průmysl, chemický průmysl, média, finanční služby, těžký průmysl, zábavní průmysl, strojírenství, telekomunikace, jeden fond nemá investiční preference	není k dispozici	Bonton	5
Warburg Pincus	Globální zaměření	spotřební a průmyslové zboží, energetika, finanční služby, technologie, média, telekomunikace, zdravotnictví, IT&software	není k dispozici	Centrum Holdings	2
JV Capital Management	Česká republika	všeobecný fond bez sektorové preference	startovní financování, financování rozvoje, manažerské odkupy	Holmes Place, Newstin	24
GCP gamma capital partners Beratungs- und Beteiligungs AG	Německy mluvící země, Střední a východní Evropa	média, software a IT služby, elektronika a hardware, zdravotnický materiál, chemický průmysl, "zelené technologie"	předstartovní financování, startovní financování, financování rozvoje, mezzaninové financování	-	0
Arca Capital Bohemia	Česká republika, Slovensko, Ukrajina	strojírenství, potravinářství, energetika, chemický průmysl, biotechnologie, ekologie, IT služby, média, telekomunikace	není k dispozici	Brno Inn, Natura, Ondrášovka, The Easy Company	16
CVC capital partners	Globální zaměření	všeobecné fondy bez sektorové preference	není k dispozici	Starbrew (Staropramen)	1
DBG Eastern Europe, s.r.o.	Střední a východní Evropa	IT, dopravní průmysl, knižní vydavatelství	není k dispozici	není k dispozici	není k dispozici
KBC Private equity	Belgie, Střední a východní Evropa	všeobecný fond bez sektorové preference	nespecifikováno	Tatra, Hamé, Novaservis	5