

Vysoká škola ekonomická
Fakulta podnikohospodářská
Katedra podnikové ekonomiky

Private equity v České republice

Diplomová práce

Vypracoval: Bc. Tomáš Veselý

Vedoucí práce: Ing. Helena Kopalová, Ph.D.

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že diplomovou práci na téma „Private equity v České republice“ jsem vypracoval samostatně. Použitou literaturu a podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu zdrojů.

V Praze dne 17. listopadu 2007

Tomáš Veselý

PODĚKOVÁNÍ

Rád bych na tomto místě poděkoval především Ing. Heleně Kopalové, Ph.D. za odborné vedení při zpracovávání této diplomové práce a její podnětné připomínky. Dále děkuji všem, kteří mne při zpracovávání této práce podporovali.

Anotace

Tato diplomová práce se zabývá investicemi soukromým kapitálem – private equity. Teoretická část popisuje základní principy, klíčové subjekty a konkrétní formy investic trhu private equity, zatímco analytická část identifikuje a hodnotí faktory, které přímo ovlivňují fungování a rozvoj tohoto trhu v České republice.

Annotation

The diploma thesis is focused on private equity financing. Theoretical part describes basic principles, key market players, individual forms of investment and possible exit channels. Analytical part identifies and evaluates key factors determining development of private equity market in the Czech Republic.

Obsah

Úvod	8
A. Teoretická část	10
1. Úvod do private equity	10
2. Rizikový kapitál a soukromý kapitál.....	13
2.1 Rizikový a rozvojový kapitál (Venture capital).....	15
3. Historie	18
3.1 Vznik trhu private equity.....	18
3.2 Boom v 80. letech.....	18
4. Světový trh private equity	19
4.1.1 Nejvýznamnější PE společnosti.....	19
4.1.2 Srovnání regionů	20
5. Klíčoví hráči trhu private equity	23
5.1 Podniky	23
5.2 Typická struktura private equity fondů	24
5.3 Fond fondů (Fund of funds)	24
5.4 Investoři.....	25
5.4.1 Institucionální investoři	25
5.4.2 Fyzické osoby	27
5.4.3 Korporátní investoři.....	27
5.4.4 Vládní a akademické instituce	28
5.5 Agenti a poradci.....	28
6. Konkrétní formy investice	29
6.1 Rozjezd společnosti (Seed).....	30
6.2 Počáteční fáze (Start-up)	30
6.3 Počáteční rozvoj (Early Stage Development Capital)	30
6.4 Expanze	31
6.5 Změnový kapitál (Replacement)	31
6.6 Záchranný kapitál (Rescue Capital)	31
6.7 Refinancování bankovních úvěrů.....	31
6.8 Mezzanine.....	31

7. Způsoby odchodu z investice.....	34
7.1 Trade sale.....	34
7.2 Refinancování	35
7.3 Write-off	35
7.4 Buyouts (LBO, MBO, MBI)	35
7.4.1 Buyout tým.....	36
7.4.2 Výhody MBO	38
7.4.3 Struktura financování	38
7.4.4 Průběh MBO	41
7.4.5 Další typy odkupů.....	42
7.5 Vstup na burzu (IPO)	44
8. Public vs private equity	48
B. Analytická část.....	51
9. Makroekonomický pohled	51
10. Podnikatelské prostředí v České republice	54
10.1 Legislativa	55
10.1.1 Obchodní zákoník.....	55
10.1.2 Konkursní legislativa.....	58
10.1.3 Regulace vybraných subjektů.....	59
10.2 Daňový systém.....	62
10.3 Korupce	65
11. Kapitálový trh a problematické IPO	67
Závěr.....	70
Zdroje	72
Seznam tabulek a grafů.....	75
Příloha A – Použité pojmy	76
Příloha B – CVCA	80
Příloha C – Adresář členů CVCA	81
Příloha D – Daňové sazby v EU	82

Úvod

Řada manažerů stojí před nesnadným úkolem, jakým způsobem zajistit kapitálové prostředky pro úspěšné podnikání. Od počátku devadesátých let, kdy začalo docházet k transformaci naší ekonomiky do modelu tržního hospodářství, se objevila řada nových forem získávání kapitálu a investičních alternativ, do jisté míry běžných v rozvinutých ekonomikách. Investování soukromým kapitálem (private equity) zažilo v osmdesátých letech zejména ve Spojených státech amerických nebývalý rozvoj a stalo se nejrychleji rostoucí oblastí corporate finance.

Při základní definici private equity vycházíme ze zdrojů British Venture Capital Association (BVCA). Private equity představuje středně až dlouhodobě poskytnuté finanční prostředky výměnou za podíl na vlastním kapitálu zpravidla veřejně neobchodovaným společností s potenciálem vysokého růstu.

Se změnou politicko-ekonomického prostředí zemí Střední a Východní Evropy dochází s jistým časovým posunem k rozvoji private equity i v tomto regionu a stává se stále častěji součástí portfolií institucionálních investorů.

Prvním z cílů této práce je vytvořit průvodce financování soukromým kapitálem, objasnit existující možnosti a principy a zhodnotit jejich pozitivní i negativní aspekty. Důraz je kladen na získávání financování v České republice, ale popsané obecné principy jsou používány na různých trzích světa. V úvodní teoretické části definuji základní pojmy tak, aby bylo jejich chápání v celé práci konzistentní. Dále popisuji historický vývoj trhu private equity a jeho příčiny. Pro podnikatele hledající kapitál je klíčové znát hlavní aktéry trhu, jejich specifické role a logiku toku finančních prostředků mezi nimi. Kapitola 6. Konkrétní formy investice objasňuje typy investic v závislosti na vývojové fázi projektu či společnosti. Fáze, ve které se společnost nachází, determinuje výši nejen potřebných, ale i dostupných finančních prostředků a samozřejmě také strukturu financování. Pro investora private equity hledajícího maximální možné výnosy je primární maximalizace tržní hodnoty společnosti, do které investoval. Investovaný kapitál je však fixován ve společnosti a zpravidla z něj v průběhu investice neplynou žádné prostředky. Klíčový je tedy okamžik, kdy investor investici opouští a získává zpět investovaný kapitál včetně požadovaného zhodnocení. Tento okamžik je zpravidla definován složitým smluvním vztahem a podle vývoje

projektu se liší způsoby, jakými je investice ukončena. Ty jsou také blíže popsány v teoretické části práce.

Práce poskytuje statistiky vývoje trhu private equity v měřítku světovém i evropském. Nechybí adresář členů české venture kapitálové asociace (CVCA) a seznam organizovaných investorů (business angels), kteří hledají společnosti se zájmem o poskytnutí kapitálu.

Ve druhé, analytické části diplomové práce se zaměřuji na konkrétní podmínky trhu private equity v České republice. Při analýze podnikatelského prostředí v České republice vycházím zejména ze studie Světové Banky – Doing Business 2007. Existuje řada faktorů, které prostředí ovlivňují a určují, nicméně pro trh private equity jsou podle mého názoru klíčové zejména podmínky na kapitálovém trhu, přístup ke kapitálu, podmínky vzniku pražské burzy, legislativa s důrazem na obchodní zákoník, dále konkursní legislativa, daňový systém České republiky, míra korupce, celková kvalita veřejné správy a další. Český trh private equity je považován za málo rozvinutý a nehraje významnou roli v rozvoji a růstu začínajících inovativních společností. Přesto je považován za dlouhodobě perspektivní. Tato práce má mimo jiné za cíl identifikovat současné bariéry rozvoje tohoto trhu. Pro podnikatele v České republice má tato práce představovat jistou formu příručky či manuálu, podle kterého lze identifikovat vhodné zdroje financování pro podnik, porozumět způsobům, jakými je financování technicky prováděno a jaké jsou možné konkrétní zdroje. Zároveň upozorňuje na existující komplikace a specifika České republiky, na která je nutno brát při rozhodování zřetel.

Již druhým rokem působím v poradenství a mé primární zaměření a zájem je funkční oblast corporate finance. Podílel jsem se na několika projektech typu due dilligence pro potřeby private equity investorů. Výběr tématu diplomové práce pro mne tedy představoval snadný úkol, také díky přístupu k příslušné literatuře a dalším relevantním zdrojům. Při přípravě diplomové práce jsem využil své dosavadní zkušenosti a dále prohloubil znalosti v tomto oboru. Věřím, že tato práce nalezne své uplatnění.

A. Teoretická část

1. Úvod do private equity

Private equity je široký pojem používaný pro financování soukromým kapitálem téměř výhradně společností, které nejsou obchodovány na burze cenných papírů. Pro přesnost, private equity představuje spíše způsob, jakým jsou finanční prostředky získávány tedy na soukromých trzích, v protikladu k trhům veřejným. Do této definice spadá řada investic různé povahy. Sám název napovídá, že velmi specifické podmínky nákupu akcií jsou zpravidla důkladně osobně vyjednány. Private equity zahrnuje investice do počáteční fáze (3F¹, business angels, seed capital), expanze a růstu (venture capital), stádia pokročilého růstu (mezzanine finance), pozdní fáze (private equity), ale také různé formy zpětného odkupu (buyout). „Private equity slouží především k aktivnímu investování do nových podniků a k podpoře podniků s vysokým potenciálem růstu. O investice tohoto typu mohou požádat podnikatelé ze všech odvětví, v kterékoli fázi rozvoje jejich společnosti.“²

Pro nově vznikající a rozvíjející se podniky, nebo transformující se společnosti usilující o získání kapitálu představuje private equity alternativu k jiným typům financování – samofinancování z vlastních zdrojů, dluhovému, navýšení základního kapitálu prostřednictvím veřejné nabídky akcií, či vstupu na burzu formou primární veřejné nabídky. Vzhledem ke skutečnosti, že výnos private equity investorů je přímo vázán na výkonnost a rozvoj společností, kterým poskytují finanční prostředky (portfolio společnosti), poskytují také poradenství a strategickou podporu vedoucí ke zvýšení efektivity podniku. Do každodenního řízení činností cílové společnosti (portfolio company) však PE investoři zpravidla nezasahují. Podle rozsahu podpory ze strany investora lze rozlišit přístupy:

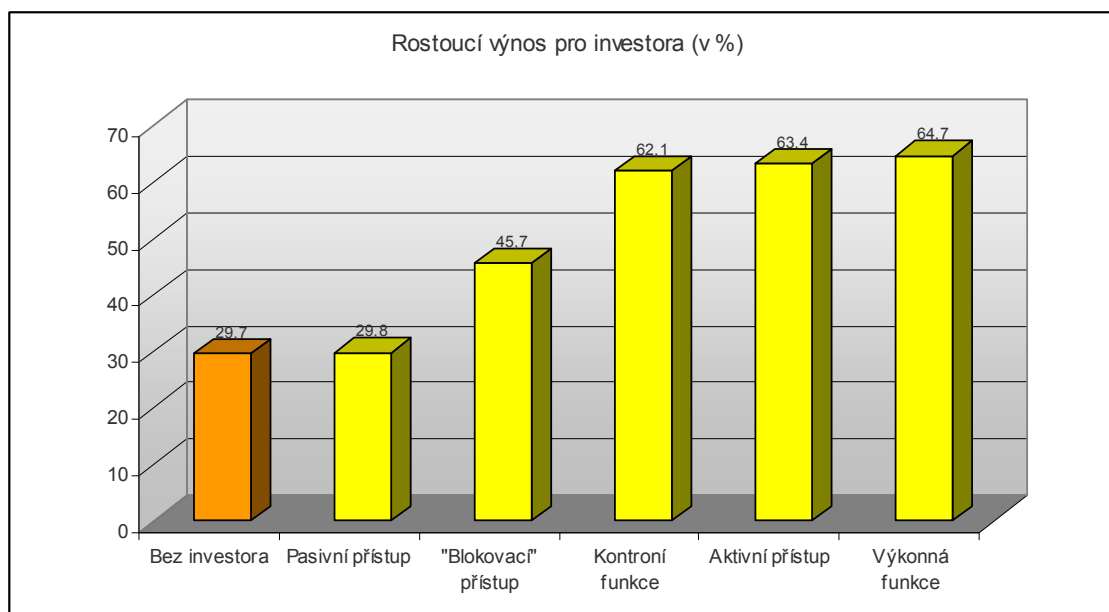
- » Hands-on představuje aktivní strategické poradenství ze strany investora. Tento přístup je vhodný pro rychlý rozvoj a expanzi podniku.
- » Hands-off je opačným pasivním přístupem, kdy vedení společnosti je plně v rukou jejího managementu a investor pouze vyžaduje, mít pravidelné informace o aktuální výkonnosti. Do chvíle, kdy se rozhodne odstoupit z investice do chodu společnosti nijak nezasahuje.

¹ 3F je zkratkou anglických slov family, friends a fools (pozn.: česky rodina, přátelé a blázni)

² Význam private equity a venture kapitálu pro mladé podnikatele; www.evca.com

Uvedené situace jsou do jisté míry extrémními případy a v realitě se setkáme s různými úrovněmi aktivity investora. Podle studie společnosti Roland Berger – European private equity outlook 2008 ze září 2007 má aktivní přístup investora v průběhu restrukturalizace podstatný vliv na hodnoty ROI³, tedy návratnost investice. Na grafu č. 1 je demonstrován rostoucí výnos pro investora s jeho rostoucím vlivem na řízení společnosti. Od pasivního přístupu (hands-off) roste potenciální hodnota směrem k aktivní až výkonné funkci investora ve společnosti (hands-on).

Graf č. 1 Rostoucí výnos pro investora



Zdroj: Roland Berger Strategy Consultants, European private equity outlook 2008

Private equity jsou zpravidla aktivní investice dlouhodobějšího charakteru. Proto nabízí tento trh investorům příležitosti s nadstandardním střednědobým až dlouhodobým výnosem, jaký není dosažitelný u tradičních pasivních akciových a dluhopisových investic do veřejně obchodovaných společností. Vyšší výnosy představují kompenzaci za poskytnutí kapitálu do značně nelikvidních a rizikových investic. „*Riziko je na straně toho, kdo prostředky poskytuje a je vyšší než riziko, které podstupuje banka poskytující úvěr. Investor však na druhé straně získává podíl na budoucím zisku.*“⁴

Přístup k soukromému kapitálu je velmi odlišný od získání půjčky či úvěru např. od banky, která zpravidla požaduje záruky a zatíží podnik pravidelnými splátkami jistiny a úroků. Banky mají zákonné právo na úroky z úvěru a splácení kapitálu bez ohledu na

³ ROI je ukazatel poměřující zisk a celkovou investovanou částku.

⁴ Průmysl a podnikání, Magazín agentury CzechInvest pro podnikatele 1/2006, s.1

to, zda se podniku daří, nebo ne. Odměnou za investování soukromého kapitálu je získání podílu na vlastním kapitálu podniku. Z investorů se stávají akcionáři společnosti a návratnost jejich investic je založena na růstu a ziskovosti podniku.

Společnosti private equity však neinvestují pouze do firem, které nejsou obchodovány na burze. Velcí private equity investoři jako například KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co.) nebo The Blackstone Group investují do veřejně obchodovaných firem tak, že je stáhnou z burzy a následně je přetvoří do podoby „private“ firem.

2. Rizikový kapitál a soukromý kapitál

Existuje jistá nejednotnost v používání pojmů private equity (soukromý kapitál) a venture capital (rizikový kapitál). Od doby, kdy Jean Witter na sjezdu Investment Bankers Association of America v roce 1939 poprvé použil termín venture capital došlo k dynamickému rozvoji tohoto způsobu financování. Podle BVCA se v Evropě často používá venture capital pro popis všech fází, a je tedy synonymem private equity. Naopak v Americe je venture capital chápán úzce, pouze jako investice do počáteční fáze rozvoje společnosti a private equity zahrnuje pouze manažerské odkupy. Pro účely této práce používáme termín private equity pro popis celého odvětví, zatímco pojmem venture capital budeme rozumět jakousi podskupinu investic do úvodní fáze rozvoje společnosti.

Graf č. 2 znázorňuje strukturu trhu private equity zejména ve vztahu k venture kapitálu, tak jak jí budeme rozumět i pro účely této práce. Toto rozčlenění bylo definováno Evropskou asociací venture kapitálu (EVCA).

Private equity tedy zastřešuje celé odvětví, kde se setkává poptávka a nabídka po rizikovém, rozvojovém a soukromém kapitálu. Za předpokladu určitého zjednodušení můžeme tvrdit, že na základě fáze vývoje společnosti se pohybujeme v jedné z následujících oblastí:

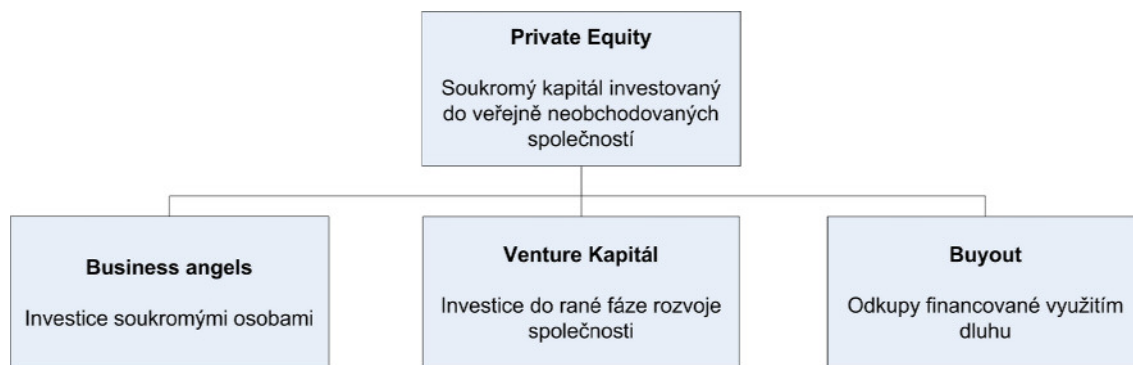
- » Business angels
- » Venture kapitál
- » Odkupy (Buyouts)

Business andělé stojí zpravidla na počátku rozvoje společnosti a jsou prvním článkem trhu private equity, se kterým se začínající podnikatelé hledající financování soukromým kapitálem setkávají. Jedná se o jednotlivé investory se zájmem investovat do společností s potenciálem vysokého růstu.

Venture kapitál (rizikový a rozvojový kapitál) představuje širší oblast zahrnující investování formou soukromého kapitálu. Cílovými společnostmi jsou ty, nacházející se ve fázi rozjezdu (Seed), počátečního rozvoje (Early Stage Development Capital) či expanze.

Zadlužené či manažerské odkupy (LBO, MBO) představují specifický způsob ukončení investice prodejem podílu stávajícímu či externímu managementu (další specifické typy odkupů jsou popsány v jedné z dalších kapitol) s využitím značného zadlužení.

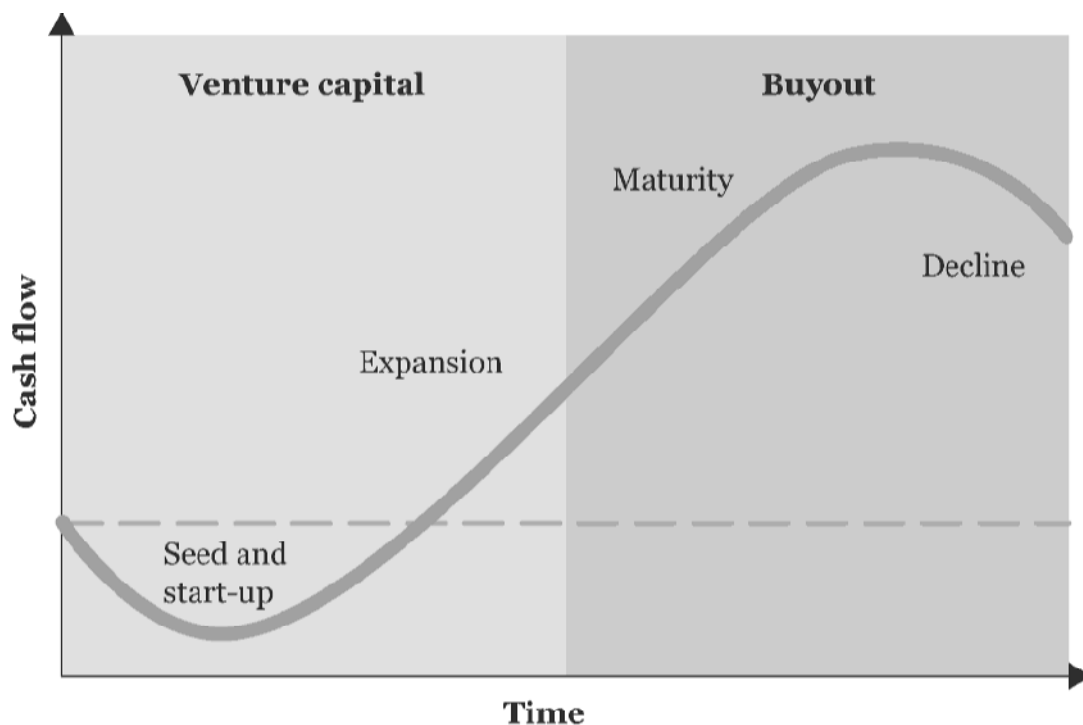
Graf č. 2 Struktura private equity



Zdroj: European Venture Capital Association

Schéma znázorněné v grafu č. 3 v podstatě navazuje a rozšiřuje výše vysvětlenou strukturu trhu private equity, ale nahlíží na celou oblast z mírně odlišné perspektivy. Důraz v tomto případě není kladen na dekompozici jednotlivých oblastí private equity a jejich vymezení a rozlišení, ale na vývoj cash flow v čase. Z tvaru křivky je zřejmé, že schopnost společnosti generovat cash flow je dramaticky odlišná v různých fázích vývoje. V době zakládání společnosti dochází k řadě menších či větších investic, ale produkt ještě není připraven k uvedení na trh a prodeji, proto je tok finančních prostředků zpravidla záporný a musí být zajištěny příslušné zdroje. S postupem v čase se finanční toky stabilizují a rostou se zráním podniku. Neznamená to, že podnik nepotřebuje v tomto období jiné než vlastní finanční zdroje. Jsou však využívány jiné typy financování vhodné např. pro expanzi podniku. Cílem investorů je určitým způsobem odkupu získat zpět zhodnocené prostředky, dříve než se společnost dostane do fáze úpadku. Ta je znázorněna v krajní pravé části grafu, kde se cash flow začíná snižovat.

Graf č. 3 Vývoj cash flow



Zdroj: European Venture Capital Association, Why and How to Invest in Private Equity

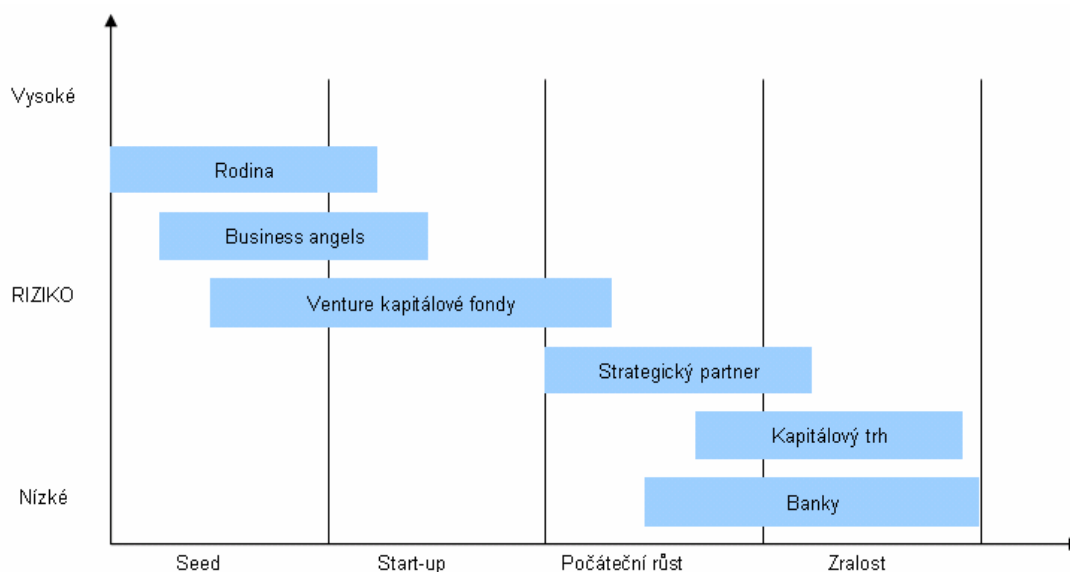
Fáze rozvoje, ve které se podnik aktuálně nachází, determinuje účel a typ požadované investice a způsob financování. Každá fáze podniku má specifické způsoby financování, zpravidla různý objem potřebných prostředků, a také typ investora. V úvodu této kapitoly bylo uvedeno, že význam pojmu private equity bude v této práci chápán široce, od vlastního založení podniku, až po odchod investora. Celá diplomová práce pojednává o private equity jako celku, dovoluji mi však zastavit se blíže u klíčového pojmu rizikového a rozvojového kapitálu (venture kapitál), který je velmi významnou podoblastí.

2.1 Rizikový a rozvojový kapitál (Venture capital)

Každý nápad či myšlenka pro kterou se podnikatel snaží získat finanční prostředky, musí být zformulována do podoby podnikatelského záměru. „Podnikatelský plán lze bez nadsázky označit za vůbec nejdůležitější prvek v procesu získávání kapitálu pro rozjezd podnikání nebo rozšíření aktivit.“⁵ Kvalitní podnikatelský plán je nutný předpoklad pro postup do fáze výběru nejvhodnějšího zdroje financování.

⁵ Michael Prokop, Průmysl a podnikání, Magazín agentury CzechInvest pro podnikatele 1/2006, s.6

Graf č. 4 Zdroje financování



Zdroj: Průmysl a podnikání, Magazín agentury CzechInvest pro podnikatele 1/2006

V oblasti venture kapitálu (rizikový a rozvojový kapitál) existuje řada různých zdrojů financování (viz graf č. 4). Je patrné, že s pokračujícím časem projektu se mění míra rizika s ním spojená, a s tím i patřičná forma financování. Investoři se liší v celé řadě různých charakteristik, nicméně pro nás je klíčový zejména přístup k riziku, požadovaný výnos a množství disponibilních prostředků. Vidíme, že rizikovost investice klesá s vývojem společnosti a její schopností generovat cash flow. Nejvyšší riziko existuje u samotného zrodu projektu nebo vývoje produktu, kdy panuje značná nejistota, zda bude produkt tržně úspěšný a splní očekávání podnikatele. Prvotní finanční prostředky pochází zpravidla z úspor samotných podnikatelů nebo jejich rodinných příslušníků a přátel. Jedná se o menší finanční částky nutné k pokrytí mimo jiné i administrativních nákladů spojených s projektem. Dále vstupují do hry tzv. business angels, kteří mají obvykle kvalitní know-how v určité oblasti a značné volné finanční prostředky. Přirozeně se tedy zaměřují na investice do začínajících společností působících v jim známém odvětví, s cílem nastartovat rychlý růst a nadstandardně tak hodnotit své investované prostředky. Venture kapitálové fondy představují další možnost financování. Zpravidla nemají srovnatelné know-how v oboru s business anděly a neúčastní se každodenního provozu firmy. „*Problémem financování malých projektů prostřednictvím venture kapitálu je to, že na českém trhu působí fondy financované zahraničními institucemi, které hledají větší ryby.*“⁶ Pro společnosti, které mají určitou historii se otevírá

⁶ Jaroslav Horák, Průmysl a podnikání, Magazín agentury CzechInvest pro podnikatele 1/2006, s.7

přístup k tradičním zdrojům financování, např. bankovním úvěrům, které jsou levnější pro společnosti s pozitivním finančním hodnocením. Dále je možný odkup podílu strategickým partnerem nebo možnosti kapitálového trhu, např. vstup na burzu (IPO). Jak zdůrazňuje Ing. Petra Kursová v Magazínu agentury CzechInvest pro podnikatele, společnost hledající jakékoli zdroje financování musí prověřit svůj podnikatelský plán a přesvědčivě komunikovat podnikatelský záměr potenciálním investorům.

Ministerstvo průmyslu a obchodu nabízí podnikatelům Operační program Podnikání a Inovace (OPPI), který má za cíl zpřístupnit finanční zdroje zejména začínajícím podnikům. Klíčovým programem v této skupině je Program START. Vymezení cíle tohoto programu odpovídá filozofii venture kapitálu, ale způsob jakým je financování prováděno se liší, protože finanční prostředky nevstupují do vlastního kapitálu společnosti. *„Cílem programu je umožnit realizaci podnikatelských záměrů osob vstupujících do podnikání poprvé nebo s delším časovým odstupem, a to poskytnutím podpory ve formě bezúročného úvěru nebo zvýhodněné záruky s finančním příspěvkem k zaručovanému úvěru.“*⁷ Každopádně se jedná o zajímavou příležitost jak získat finanční prostředky pro začínající podnikání. Prostředky jsou poskytovány ze záručního fondu nebo úvěrového fondu, které jsou spravovány Českomoravskou záruční a rozvojovou bankou, a.s. Část prostředků poskytuje Evropský fond pro regionální rozvoj.

⁷ CzechInvest, Operační program Podnikání a Inovace, Program podpory začínajících podnikatelů START

3. Historie

3.1 *Vznik trhu private equity*

Počátky organizovaného trhu investic do private equity se datují ke vzniku evropských organizací Charterhouse Development Capital v roce 1934, ³ⁱ v roce 1945 nebo americké veřejně obchodovatelné investiční společnosti American Research and Development Corporation (ARD) založené v roce 1946. Pojem private equity se významně rozšířil až v druhé polovině osmdesátých let, kdy vzrostl zájem o aktivity fondů spojené s odkupem společností (LBO) převážně ve Spojených státech amerických.

³ⁱ⁸ byla založena anglickými clearingovými bankami ve spojení s Bank of England za účelem podpory menších společností ve smyslu nedostatku dlouhodobého kapitálu dostupného pro jejich rozvoj.

ARD vznikla z důvodu obavy neadekvátního nárůstu počtu nových společností a nedostatečných zdrojů dlouhodobého financování. Cílem ARD, mezi jejíž zakladatele patřili Ralph Flanders (prezident bostonské Federal Reserve Bank) a Georges Deroit (profesor Harvard Business School), bylo nalezení způsobu řešení nedostatku finančních prostředků pro malé vznikající společnosti.

3.2 *Boom v 80. letech*

K největšímu rozmachu zejména transakcí LBO došlo v osmdesátých letech a to hlavně díky rostoucímu trendu ekonomiky ve Spojených státech amerických. K vrcholu došlo v roce 1988, kdy výnosové míry dosahovaly podle údajů EVCA rekordních 50 % až 125 %. V Evropě začalo docházet ke strukturálním a legislativním změnám, které do jisté míry liberalizovaly působení penzijních fondů a pojišťoven. Změny v daňovém systému napříč Evropou učinily výnosy z private equity velmi atraktivními a vedly k dalšímu rozvoji odvětví. Mezi okolnosti vedoucí k uvedenému boomu LBO se také řadí nízká hladina úrokových sazeb a celkový pozitivní ekonomický vývoj ve Spojených státech amerických a v Evropě.

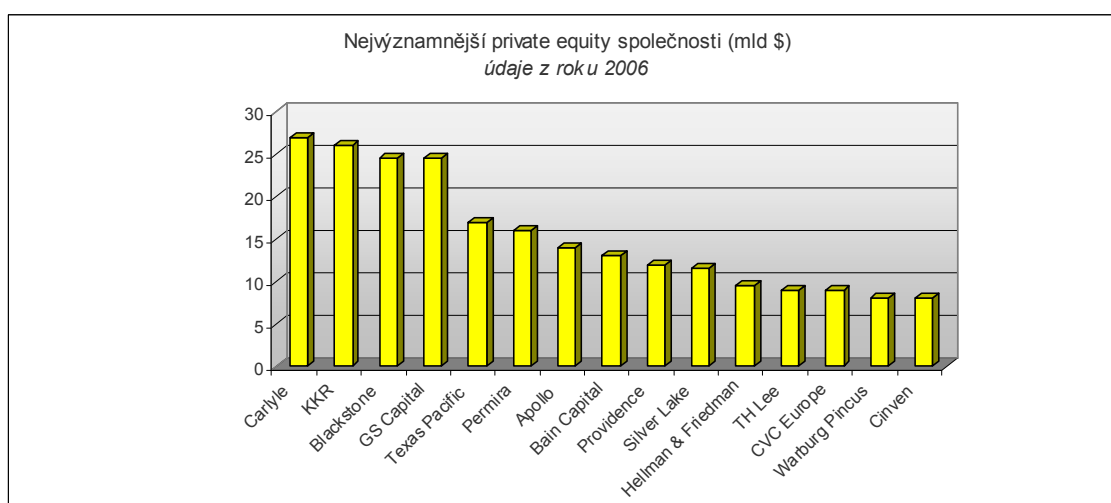
⁸ Původní název: Industrial and Commercial Finance Corporation

4. Světový trh private equity

4.1.1 Nejvýznamnější PE společnosti

Světový trh private equity je značně konsolidovaný. Z grafu č. 5 je zřejmé, že patnáct největších světových společností, v jejichž portfoliích se podle OECD nachází téměř osmdesát procent finančních prostředků trhu (220 miliard dolarů). Zbývajících přibližně 60 miliard dolarů je vázáno v portfoliích ostatních menších společností, penzijních a dalších fondů.

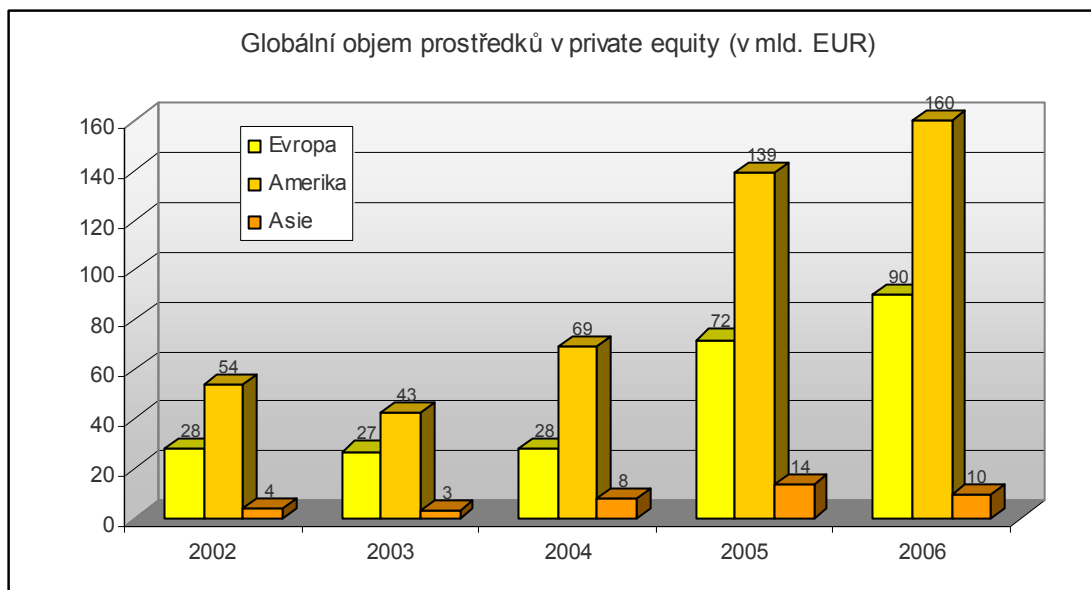
Graf č. 5 Nejvýznamnější private equity společnosti



Zdroj: OECD

4.1.2 Srovnání regionů

Graf č. 6 Vývoj globálních objemů prostředků na trhu private equity

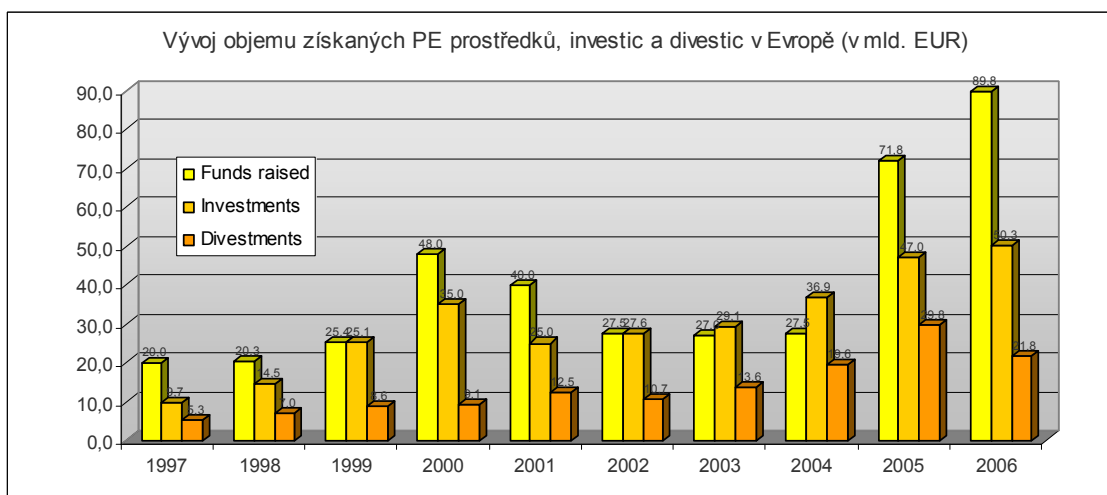


Zdroj: European Venture Capital Association, Activity Report, 2006

Evropa

Vývoj evropského trhu PE je zachycen na grafu č. 7. Je zřejmé, že převládá rostoucí trend s hodnotami 89,8 mld. EUR získaných prostředků, 50,3 mld. EUR investic a 21,8 mld. EUR desinvestic v rekordním roce 2006.

Graf č. 7 Vývoj objemu získaných PE prostředků v Evropě

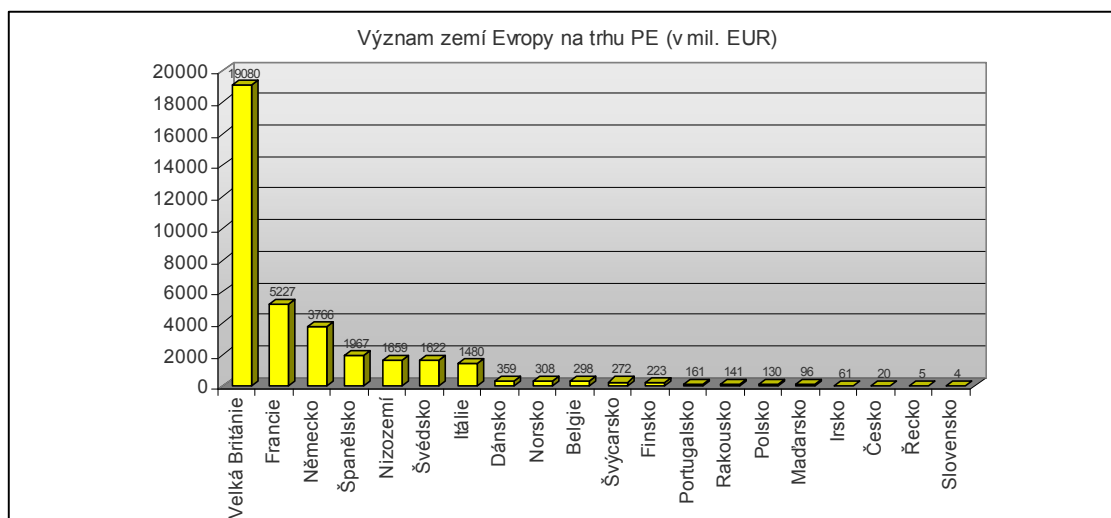


Zdroj: PricewaterhouseCoopers, Global Private Equity Report 2006

Z grafu č. 8 je patrné, že v rámci Evropy nadále trhu private equity dominují státy Západní Evropy v čele s Velkou Británií, dále Francií a Německem. Mezi hlavní důvody

zájmu o tento region patří geografická dostupnost, s tím související znalost prostředí, jazyka, obchodní kultury a lokálních regulačních systémů. Ze studie Private Equity Trend Report 2007 vypracované společností PricewaterhouseCoopers vyplývá, že skandinávské země jsou pozitivně vnímány pro svůj inovační potenciál a vysoce vzdělanou pracovní sílu. Jako země s relativně příznivým daňovým systémem jsou hodnoceny Belgie, Francie, Irsko, Lucembursko, Nizozemí, Švýcarsko a Velká Británie.⁹

Graf č. 8 Význam zemí Evropy na trhu PE



Zdroj: European Venture Capital Association, Activity Report 2006

Region Střední a Východní Evropy stále nehraje významnou roli v investičních portfolích globálních private equity fondů. Přesto roste zájem o tyto trhy, zejména pak Polsko, Maďarsko a Českou republiku. Mezi důvody proč si investoři vybírají tento region patří: rychlý ekonomický růst, vysoký potenciál růstu cílových společností, nižší náklady na pracovní sílu a uspokojivou míru regulace.

Spojené Státy Americké

Vývoj private equity trhu ve Spojených státech amerických vykazuje podle studie North American Private Equity in Review vypracované společností Mergermarket značnou aktivitu a objemy získaných prostředků překonávají již v první polovině roku 2007 rekordní hodnoty roku 2006. Konkrétní objemy prostředků na americkém trhu private equity jsou jednou ze složek grafu č. 6. Studie dále naznačuje, že ochota poskytovat

⁹ Zdroj: PricewaterhouseCoopers, Private Equity Trend Report 2007

dluhové financování klesá v souvislosti s kreditní krizí, a proto lze v následujícím roce očekávat pokles získaných PE prostředků.

Asie

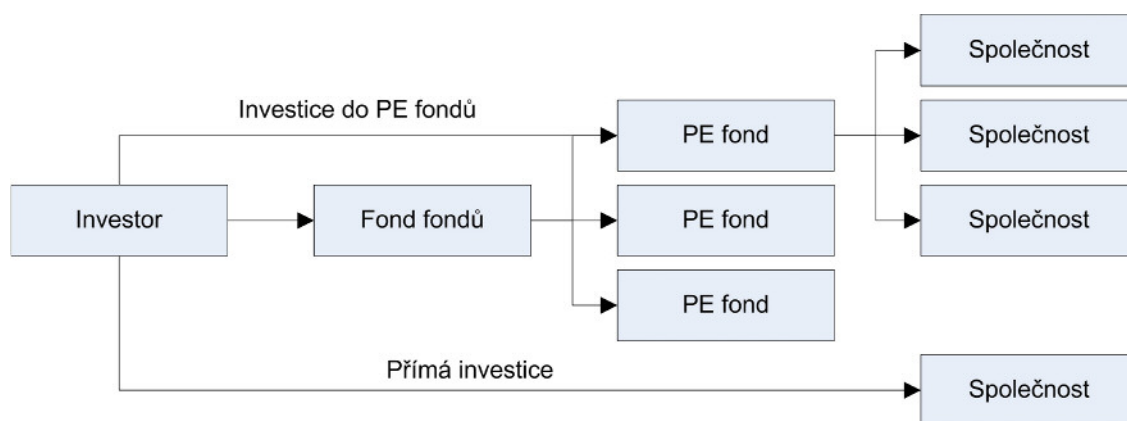
Asie stále hraje spíše druhořadou roli na trhu private equity a podle studie se tato situace změní v blízké budoucnosti jen nepatrně. Důvodem pro investice v těchto zemích je podle PricewaterhouseCoopers vysoký růst a značná velikost trhů. Mezi nejzajímavější země z tohoto pohledu se řadí zejména Čína, Indie a Japonsko.

5. Klíčoví hráči trhu private equity

Dříve než se pustíme do bližšího popisu jednotlivých aktérů trhu private equity, je důležité vyjasnit si celkovou strukturu trhu a způsob, jakým investice probíhají. Existují v podstatě tři základní způsoby, jakými probíhá investice. Ty vymezují úlohu a opodstatňují přítomnost jednotlivých prvků tohoto trhu.

- » Investice do private equity fondu
- » Investice do fondu fondů
- » Přímá investice do podniku

Graf č. 9 Způsoby private equity investic



Zdroj: European Venture Capital Association, Why and How to Invest in Private Equity

5.1 Podniky

Podniky vyhledávající financování soukromým kapitálem se mohou značně lišit velikostí či oborem činnosti. Společným důvodem proč tyto společnosti využívají jednu z nejnákladnějších forem financování, jakou private equity bezesporu je, může být neschopnost získat kapitál v podobě dluhu či jinou formou. Pro tyto společnosti se zažil termín *portfoliové* nebo *cílové* společnosti, protože tvoří určitou část portfolia private equity investora.

Společnosti využívající soukromý či rizikový kapitál jsou obvykle mladé firmy vyvíjející inovativní technologie s předpokladem velmi vysokého růstu v budoucnosti.

5.2 *Typická struktura private equity fondů*

Trh private equity má řadu specifických znaků. Podle studie *The development and performance of European private equity* Tima Jenkinsona je většina fondů v Evropě strukturována jako komanditní společnost s omezenou životností (obvykle 10 let s možností prodloužení). Společnost se skládá z investorů představujících komandisty (limited partner), jejichž ručení je omezeno a dále komplementáře (general partner), který je představován samotným fondem. Generální partner obvykle vloží určitou část finančních prostředků do základního kapitálu fondu, ale převážnou většinu poskytnou investoři (limited partners). Investoři svěří prostředky fondu, ale generální partner je použije až tehdy, když identifikuje konkrétní investici. Existuje tedy prodleva mezi svěřením finančních prostředků a investicí.

Ačkoliv většina evropských private equity fondů je strukturovaná jako komanditní společnosti, existují i výjimky potvrzující pravidlo. Některé private equity fondy jsou veřejně obchodovatelné a nevrací investorům kapitál okamžitě po realizaci. Namísto toho vyplácejí dividendy stejně jako veřejně obchodované společnosti. Jedním příkladem za všechny je organizace 3i, která je, co do počtu portfolio společností, největší private equity společností v Evropě.

Investoři platí poplatek managementu, který se pohybuje mezi 1 % až 3 % svěřených prostředků, za profesionální správu kapitálu. Někdy se poplatek snižuje v druhé půli desetiletého životního cyklu společnosti, protože většina kapitálu je tou dobou již investována a většina nákladů managementu je spojena se zajišťováním investic. Kromě tohoto poplatku platí investoři určitou část ze zisku – nejčastěji 20 % čistého zisku fondu. Podíl ze zisku se může u různých fondů lišit od 10 % do 30 %.¹⁰

5.3 *Fond fondů (Fund of funds)*

Fondy fondů shromažďují kapitál různých investorů a jejich manažeři poté rozhodují jakým způsobem alokují kapitál mezi různé private equity fondy. Manažeři fondu fondů zpravidla udržují obchodní vztahy s manažery významných private equity fondů, a tím nabízejí investorům příležitost získat přístup k velmi žádaným PE fondům. Některé fondy fondů negarantují přístup k žádným konkrétním PE fondům a investoři se rozhodují o vhodnosti investice také podle osoby manažera. Nicméně, fondy fondů zpravidla zveřejňují portfolio současných investic a nabízejí tak jisté vodítko při

¹⁰ JENKINSON, T., *The development and performance of European private equity*

rozhodování. Investoři od investice do fondu fondů obvykle očekávají snazší a širší přístup na trh private equity formou portfolia vytvořeného profesionály v oboru, specializujícími se na analýzu, oceňování, investování a řízení private equity investic. Značná diverzifikace mezi několika investicemi významně snižuje riziko celkové ztráty, které je v porovnání s přímou investicí výrazně nižší.

5.4 Investoři

Klíčovou roli na trhu private equity hrají investoři, kteří poskytují finanční prostředky a tím představují nabídku na trhu. Podle povahy investora rozlišujeme několik skupin, které budou blíže popsány v této části:

- » Institucionální investoři
- » Fyzické osoby
- » Korporátní investoři
- » Vládní a akademické instituce

Tabulka č. 1 ukazuje poměrné rozdělení investovaných prostředků prostřednictvím evropských fondů mezi jednotlivé aktéry trhu private equity. Klíčovou roli hrají penzijní fondy, které poskytují v současné době až čtvrtinu všech investovaných prostředků. Následují fondy fondů těsně stíhané bankami.

Tabulka č. 1 Investoři private equity v Evropě

Investor	Podíl na investovaných prostředcích
Penzijní fondy	25%
Fondy fondů	21%
Banky	19%
Pojišťovny	9%
Vládní a akademické instituce	8%
Jednotlivci	7%
Ostatní	11%

Zdroj: Soukromý kapitál jako zdroj financování firem, Michal Ruml, www.finance.cz, 5.10.2007

5.4.1 Institucionální investoři

Jedná se zejména o banky, penzijní fondy, pojišťovny a jiné investiční společnosti. S cílem maximálně zhodnotit vložené prostředky zakládají své vlastní private equity

fondy nebo fondy rizikového kapitálu nebo investují do fondu již existujícího. Rozhodují se primárně podle zvolené strategie investičního portfolia a míry rizika.

Banky

Banky poskytují podle European Venture Capital Association přibližně pětinu investovaných prostředků na evropském trhu private equity a jejich role je tudíž velmi významná. Do private equity investují s očekáváním vyššího výnosu odvozeného od vyšší míry rizika. Určitou motivací je dále využití synergií mezi trhem private equity a jinými aktivitami bank. Poskytují například úvěrové financování malým a středním podnikům, které představují potenciální zájemce o investice formou soukromého kapitálu (PE).

Investiční banky

Investiční banky obvykle vstupují na trh private equity prostřednictvím partnerství, ve kterém zastávají roli generálního partnera. Tento způsob se stal populárním v 80. letech, kdy sloužil k zajištění finančních prostředků pro velké odkupy. Dodnes platí, že investiční banky směřují investice do pokročilejších fází rozvoje společnosti a využívají úspor z rozsahu ve spojení s poskytováním dalších služeb. Příkladem může být poskytnutí mezzanine financování společnosti před vstupem na burzu s očekáváním, že společnost následně využije i dalších služeb investiční banky (vedoucí manažer emise). U velkých transakcí může investiční banka také fungovat jako poradce při fúzích a akvizicích. Přímé investice investičních bank nejsou obvyklé.

Penzijní fondy

Důvody, proč penzijní fondy investují do private equity, jsou zpravidla ryze finanční. Lákavé jsou vysoké výnosy a možnosti zajímavé diversifikace rizika. Činnost některých fondů může být omezena jen na investice v regionu působnosti.

Pojišťovny

Mnoho let financovaly pojišťovny své rizikovější klienty odkupem jejich dluhu, který měl povahu vlastního kapitálu. Dále pojišťovny poskytovaly mezzanine dluh k financování raných odkupů, dříve než došlo k rozvoji veřejného trhu „junk“ dluhopisů.

5.4.2 Fyzické osoby

Business angels

Pod pojmem business angel se podle EVCA rozumí jednotlivec disponující značnými finančními prostředky a zájmem investovat do rizikových projektů (zpravidla rodící se technologické, či jiné vysoce inovativní společnosti) s potenciálem nadstandardního budoucího růstu a výnosů. Vedle úspěšných podnikatelů a příslušníků zámožných rodin se do kategorie „business andělů“ často řadí bývalí top-manažeři a významní klienti obchodních a investičních bank. Anděl se aktivně podílí na chodu firmy, do které investoval. Poskytuje svoje know how a snaží se společnost rozvíjet v rukou stávajících majitelů. Zpravidla nepožaduje kompenzaci ve formě úroků, zhodnocení dosáhne, až když prodá svůj podíl a vystoupí z firmy.

Vzhledem k nižšímu objemu poskytovaných prostředků, mají tyto investice význam hlavně při vzniku a v počáteční fázi rozvoje společnosti, a slouží tedy jako jeden z prvních zdrojů financování. Podnik má obvykle v této etapě velmi omezený přístup k úvěrům z důvodu vysoké rizikovosti a minimálního zajištění a „business andělé“ tak mohou představovat poslední instanci.

Relativní zastoupení těchto investic na trhu private equity klesá kvůli rostoucímu významu institucionálních investorů. Jejich role je však do jisté míry specifická a nezastupitelná.

V České republice působí kromě řady soukromých investorů tyto asociace:

- » BANET – www.banet.cz
- » Business Angels Czech – www.bac.cz
- » Angel Investor Association – www.aia.cz
- » CEAA

5.4.3 Korporátní investoři

Korporátní investoři využívají principů investování soukromým kapitálem v rámci společnosti, s cílem např. podpořit vývoj určité technologie. V této souvislosti se setkáme s pojmy internal start-up či internal start-in. Pozorujeme snahu velkých korporací eliminovat konkurenci začínajících technologických společností jejich plnou či částečnou akvizicí přímo, nebo prostřednictvím specializovaných fondů. Tímto

způsobem si předem zajistí přístup k potenciálně převratným technologiím, které by mohly ohrozit jejich pozici na trhu.

5.4.4 Vládní a akademické instituce

Cílem státem realizovaných investic je podpora malého a středního podnikání, podpor zaměstnanosti, zprostředkování výsledků výzkumu pro rozvoj podnikání, zvyšování výkonnosti ekonomiky. Jsou to organizace, které čerpají alespoň část prostředků ze státního rozpočtu. Tyto investice jsou většinou menšího rozsahu a jsou pro investory private equity a rizikového kapitálu z pohledu jejich výnosnosti a ohledem k nákladovosti projektů nezajímavé.

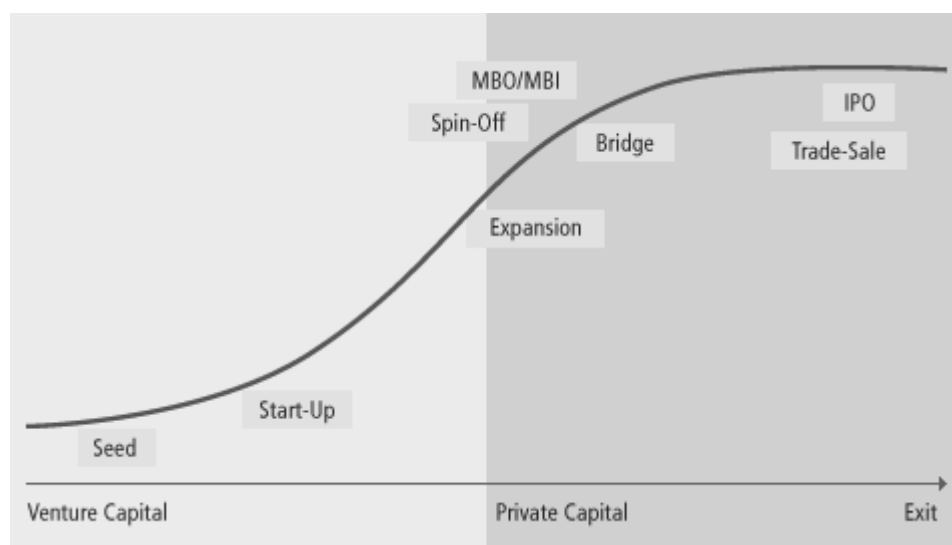
5.5 Agenti a poradci

Významnou roli na trhu private equity hrají také agenti a poradci, jejichž klíčovou kompetencí je tvorba a poskytování informací. Jejich existence pomáhá snižovat náklady spojené s informovaností jednotlivých subjektů trhu. Usnadňují vyhledávání vhodných zdrojů financování soukromým společnostem. Dále zajišťují podporu při volbě struktury, správného načasování, optimální ceny a dalších otázek spojených s procesem vyjednávání o investici.

6. Konkrétní formy investice

Fáze, ve které se aktuálně společnost nachází, determinuje způsob či formu financování. Množství potřebných finančních prostředků a struktura, v jaké jsou poskytnuty se s vývojem společnosti mění. Existují samozřejmě specifika jednotlivých odvětví a konkrétních společností, nicméně nalezneme obecné aspekty pozorovatelné u většiny podniků. S postupujícím vývojem společnosti obvykle klesá riziko spojené s investicí. Největšímu riziku čelí investor v úvodní fázi, kdy existuje celá řada nepředvídatelných faktorů, které mohou mít kritický vliv na vývoj celého projektu. Společnost v této chvíli často ani formálně neexistuje, nabízený produkt či služba nejsou definitivně připraveny a podnik negeneruje cash flow. Vysoké riziko v úvodní fázi musí být na druhé straně kompenzováno vyššími výnosy, které s vývojem společnosti klesají adekvátně s klesajícím rizikem.

Graf č. 10 Fáze financování



Zdroj: European Venture Capital Association, Why and How to Invest in Private Equity

V této kapitole budou blíže popsány jednotlivé formy financování, jejich charakteristické znaky, využití, pozitiva a negativa. Zaměříme se především na následující formy financování, které jsou podle EVCA typické pro trh private equity:

- » Rozjezd společnosti (Seed)
- » Počáteční fáze (Start-up)
- » Počáteční rozvoj (Early Stage Development Capital)
- » Expanze

- » Změnový kapitál (Replacement)
- » Záchranný kapitál (Rescue Capital)
- » Refinancování bankovních úvěrů
- » Mezzanine

6.1 Rozjezd společnosti (Seed)

Jedná se o financování projektů v raném stádiu vývoje, kdy společnost často ještě ani formálně neexistuje. Jde o vysoce rizikovou investici do vývoje nového produktu, jeho patentování, samotného založení firmy, tržních průzkumů či jiných administrativních kroků. Riziko je způsobeno řadou nepředvídatelných událostí a faktorů, které mohou ohrozit celý projekt, a tedy očekávaná cash flow plynoucí z investice. Riziku musí přirozeně odpovídat požadovaný budoucí výnos, který je v této fázi maximální, ale přesto existuje jen velmi málo společností ochotných do podobných projektů investovat. Zpravidla tyto prostředky investují sami podnikatelé ze svých úspor či různých půjček, dále pak rodina, a přátelé (3F), případně business angels a venture kapitálové společnosti.

6.2 Počáteční fáze (Start-up)

Pro pokročilejší fázi financování se používá výrazu start-up a jedná se již o financování úvodních aktivit podniku. V této fázi jsou prostředky využívány převážně k přípravě samotné výroby a identifikaci možných trhů, kde budou výrobky či služby prodávány. Klíčová je aktivní spolupráce mezi manažerským týmem a investorem rizikového kapitálu, který má možnost využít zkušeností a know-how k tomu, aby maximálně zefektivnil fungování podniku, a co nejdříve nastartoval generování zisku. Riziko je nižší než v případě seed kapitálu, protože už zpravidla existuje produkt a podnik má za sebou nutné administrativní kroky spojené se založením. Jako souhrnný název pro první dvě fáze, tedy seed a start-up se vzhledem k využití při raných fázích zažil pojem Early Stage Investments.

6.3 Počáteční rozvoj (Early Stage Development Capital)

Investice do společností fungujících zpravidla méně než tři roky s potenciálem vysokého budoucího růstu a rozvoje spadají do této kategorie. Společnosti nedosahují zisku, a proto nejsou schopny obstarat si kapitál ve formě úvěru z důvodu nedostatečného zajištění. Rizikový kapitál v tomto případě značně urychlí expanzi

společnosti. Riziko se s dalšími fázemi rozvoje snižuje, nicméně stále je poměrně vysoké. Tyto typy investic spadají do definice venture kapitálu, následující fáze budou součástí širšího pojetí private equity.

6.4 Expanze

Financování růstu a expanze společnosti, která začíná být zisková. Kapitál se zpravidla využívá k financování nárůstu produkční kapacity, rozšíření tržního podílu, inovace produktu, nebo k navýšení pracovního kapitálu.

6.5 Změnový kapitál (Replacement)

Jde o nákup akcií od jiného investora za účelem snížení poměru dluhu a vlastního jmění prostřednictvím refinancování dluhu.

6.6 Záchranný kapitál (Rescue Capital)

Již z názvu je zřejmé, že tento typ financování spočívá v poskytnutí finančních prostředků společnosti nalézající se v tísnivé situaci. Tyto prostředky jsou nutné k záchraně samotné společnosti. Nejedná se o typickou venture kapitálovou investici. Toto financování se zpravidla používá v kombinaci s dalšími typy jako např. manažerskými odkupy nebo refinancováním bankovních úvěrů, protože společnost je obvykle silně zadlužená cizími zdroji. Investoři vyžadují růstový program, který nastartuje požadovanou expanzi. Tyto investice mají obvykle nižší výnosy z důvodu nižšího rizika než na jaké jsme zvyklí u rozvojových fází venture kapitálu.

6.7 Refinancování bankovních úvěrů

Tento typ financování se používá v případech, kdy je společnost předlužena a z toho plyne přílišné zatížení nákladovými úroky, které má katastrofický vliv na cash flow společnosti. Investor podstupuje značné riziko a je nezbytné, aby důkladně prověřil, zda požadované ziskovosti brání pouze nákladové úroky, a zda existuje po oddlužení potenciál k úspěšnému růstu. Cílem je tedy snížit poměr dluhů k vlastním kapitálům.

6.8 Mezzanine

Mezzanine kapitál je jakousi hybridní formou financování, která zaujímá zprostředkující pozici mezi dluhem a financováním vlastním kapitálem. Výraz mezzanine má původ v italském slově "Mezzanino" a používá se v architektuře již od dob renesance pro popis

mezipatra mezi dvěma hlavními podlažími.¹¹ Ve světě financí tento výraz popisuje instrument kombinující vlastnosti dluhu a equity. V kontextu venture kapitálu je termín mezzanine obvykle používán pro přechodné financování (bridge financing) nebo pre-IPO financování. Jak bylo výše zmíněno, mezzanine je na pomezí dluhu a investice do vlastního kapitálu a z toho plynou jeho charakteristické vlastnosti. Délka období využití tohoto typu financování se pohybuje mezi pěti až deseti lety a je tedy srovnatelná s obdobím využití prioritního dluhu. Při použití financování vlastním kapitálem je období použití prakticky neomezeno. Ve smyslu výnosu opět spojuje vlastnosti financování vlastním kapitálem, tedy přímá participace na zisku, a fixní míry typické pro dluhové financování. Uvedená tabulka shrnuje vlastnosti tří popisovaných typů financování.

Tabulka č. 2 Srovnání různých forem financování

	Vlastní kapitál	Mezzanine	Prioritní dluh
Období	Neomezené	5 – 10 let	5 – 10 let
Výnos	Dividendy; Podíl na zisku	Fixní míry; Podíl na zisku	Fixní míry
Zajištění	Žádné	Obvykle zajištěn	Obvykle zajištěn
Priorita	Nejnižší	Podřízený	Prioritní
Podmínky předčasného splacení	Žádné	Méně restriktivní	Restriktivní
Insolvence	Plné ručení		Žádné ručení
Podíl na kapitálu	15% - 45%	5% - 15%	50% - 70%

Zdroj: Roland Berger, Introduction to Mezzanine Finance

Mezzanine kapitál je podřízen prioritnímu dluhu, ale má větší prioritu než vlastní kapitál. Vyšší riziko musí být zákonitě kompenzováno vyšším výnosem ve formě fixních plateb a podílu na výkonnosti společnosti. Řídící a hlasovací práva však nejsou obvykle garantována. Mezzanine financování má řadu nesporných výhod. Investoři se obvykle rozhodují na základě očekávaných budoucích cash flow a menší důraz kladou na aktuální finanční výkazy. Mezzanine také nevyžaduje zajištění aktivity společnosti a je velice flexibilní.

Na základě specifické struktury podmínek se mezzanine kapitál blíží buď více dluhu nebo financování vlastním kapitálem. Rozlišujeme tedy dvě formy:

¹¹ Zdroj: <http://www.thefreedictionary.com/mezzanines>, 20.11.2007

- » Debt Mezzanine
- » Equity Mezzanine

Tabulka č. 3 Srovnání různých forem mezzanine financování

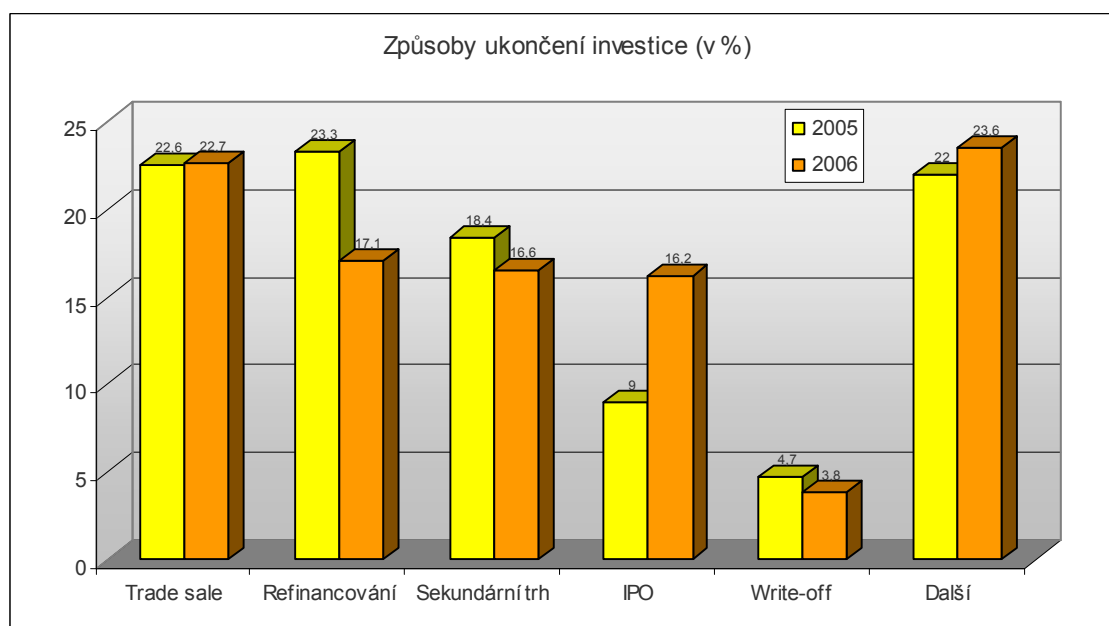
	Debt Mezzanine	Equity Mezzanine
Charakteristika	Důraz na fixní periodické platby Vyšší riziko kompenzované rizikovou prémie Omezená práva na informování Ukončení prostřednictvím refinancování	Malá část fixních periodických plateb Participace na zisku Equity kicker ve formě opce (warrantu) nebo konvertibilního dluhopisu Práva na informovanost a částečně řídící práva Ukončení prostřednictvím IPO nebo trade sale
Zájem investora	Opakované kupónové platby Splacení v nominální výši Prioritou je cash flow Omezená závislost na výkonnosti společnosti	Účast na hodnotě společnosti a její výkonnosti Důraz na budoucí zhodnocení Důraz na ziskovost
Formy	Podřízené půjčky Neznámé formy participace	Právo podílet se na zisku Netypické neznámé formy participace

Zdroj: Roland Berger, Introduction to Mezzanine Finance

7. Způsoby odchodu z investice

Cílem PE investora je maximalizace tržní hodnoty společnosti, do které investoval. Proto v okamžiku, kdy nastanou optimální podmínky, nebo to vyplýne ze smlouvy, investici ukončí a výměnou získá peněžní prostředky. V závislosti na vývoji konkrétního projektu se poté liší způsob a okamžik odchodu investora. Graf č. 11 znázorňuje vývoj poměrného zastoupení jednotlivých způsobů ukončení investice mezi lety 2005 a 2006 na evropském trhu PE.

Graf č. 11 Způsoby ukončení investice



Zdroj: European Venture Capital Association Yearbook 2007

7.1 Trade sale

V případě trade sale prodává původní investor svůj podíl novému partnerovi, který zpravidla neposuzuje investici ryze z pohledu zhodnocení vložených prostředků s daným rizikem a likviditou, ale sleduje řadu jiných strategických cílů:

- » Rozšířit obchodní strategii o aktivity nakupované společnosti,
- » Získat přístup na nové trhy,
- » Zvýšit akvizici tržní podíl,
- » Využít legislativních, kulturních i obchodních znalostí společnosti pro úspěšnou expanzi v novém teritoriu.

7.2 *Refinancování*

Refinancování je nahrazení podílu na kapitálu jinými finančními zdroji, či prodej podílu jinému investorovi. Tento způsob výstupu z investice je doporučován společností, které ještě nejsou připraveny na vstup na burzu nebo z jiného důvodu zatím nechtějí k tomuto kroku přistoupit, nicméně investor potřebuje z investice odstoupit.

7.3 *Write-off*

Write-off je obecně považován za jeden z nejhorších způsobů ukončení investice a používá se v situaci, kdy je společnost neúspěšná a ztrátová. Ta může nastat i v případě, že došlo před vstupem do společnosti k důkladným analýzám a prověřením managementu, podnikatelského záměru i finanční situace. Nenaplnění stanovených cílů může být důsledkem neočekávaných událostí, neschopnosti managementu provést potřebné změny v organizaci a podobně. Cílem tohoto odchodu od investice je minimalizace ztráty a záchrana maximálního možného objemu investovaných prostředků včasným prodejem podílu pod cenou. Případně může dojít k likvidaci společnosti a rozprodání aktiv po částech podle různého stupně jejich atraktivnosti. Na trhu existují specializované fondy, které se specializují na nákup takto postižených investic, kde tržní cena nabízených aktiv je výrazně vyšší než cena nabízené společnosti. Tyto fondy jsou označovány jako supí fondy (vulture funds).

7.4 *Buyouts (LBO, MBO, MBI)*

Leveraged buy-out (LBO)

V osmdesátých letech se stalo běžným, že členové managementu společnosti ve spojení s investiční skupinou odkupovali vlastní společnosti, pobočky či divize. Pro tyto odkupy se zažil pojem leveraged buy-out (LBO), protože odkupující skupina financovala transakci prostředky vypůjčenými proti aktivům a očekávaným budoucím cash flow společnosti. V těchto transakcích se využívají zejména prioritního a podřízeného dluhu. LBO však získalo negativní pověst pro své použití při nepřátelském převzetí, a mimo jiné i proto se začal používat pojem management buy-out (MBO).

Management buy-out

MBO je obvykle financováno kombinací prioritního dluhu, podřízeného dluhu a investicí do vlastního kapitálu. Částka požadovaného vlastního kapitálu je determinována výší prostředků dostupných formou dluhu, a je tedy svým způsobem

rozdílem mezi požadovanými prostředky a prostředky dostupnými ve formě dluhu. Role managementu je u MBO významnější než v případě LBO – získává zpravidla větší podíl na vlastním kapitálu. V této části blíže popisujeme jednotlivé komponenty financování typické transakce MBO.

7.4.1 Buyout tým

Rozhodující roli pro úspěšné zvládnutí manažerského odkupu hraje sestavení profesionálního týmu odborníků. Měl by se skládat z těchto členů:

Investiční bankéř

Investiční bankéř by měl mít zkušenosti s tvorbou srozumitelných modelů historických a budoucích projekcí v kontextu transformace společnosti. Klíčovou znalostí je oceňování podniků. Bankéř dále vyjednává podmínky kupní smlouvy, podmínky financování, připravuje nabídky ve formě dopisů, apod.

Právní zástupce

Výběr kvalitního právního zástupce se zkušenostmi s transakcemi typu MBO je po výběru bankéře druhou klíčovou podmínkou úspěchu. Výhodou je zástupce se zkušenostmi s MBO transakcemi zejména na straně kupujícího.

Poskytovatel prioritního dluhu

Volba vhodných zdrojů financování je neméně důležitým krokem a investiční bankéř by měl být schopen poskytnout podporu v této oblasti. Důležité je porozumět klíčovým otázkám souvisejícím se zajištěním zdrojů, kterými jsou zejména: maximální částka, jakou může společnost získat, nová struktura kapitálu a náklady na tyto prostředky. Existují v podstatě dva typy prioritního dluhu: odvozený od hodnoty aktiv a odvozený od budoucích cash flow. Některé instituce poskytují pouze úvěry odvozené od hodnoty aktiv společnosti, zatímco jiné nabízí oba typy.

- » Úvěr odvozený od hodnoty aktiv je plně zajištěn aktivy společnosti. Tyto úvěry jsou založeny na vzorci, který využívá tzv. "advanced rate" na aktiva společnosti s cílem zjistit maximální výši prostředků, která může být vypůjčena. Tato "advanced rate" je odvozena od stáří a kvality aktiv společnosti, nicméně pro pohledávky je obvykle 85%; pro zásoby 40% a pro vybavení 50%. Mezi výhody těchto úvěrů patří poměrně snadné určení maximální dostupné částky a mechanismus

umožňující zjistit možný růst úvěru s růstem společnosti. Nevýhodou je obvykle vyšší úroková míra požadovaná investorem.

- » V případě úvěru založeném na budoucích cash flow se investor více zaměřuje na schopnost společnosti generovat cash flow na splácení úvěru. Tito investoři zaměřují svou pozornost na plánované tržby a zisky s cílem určit možnou výši úvěru. Tento typ úvěru se nazývá termínovaný úvěr a je zpravidla splatný za tři až pět let. Investoři považují EBITDA¹² za jakýsi ukazatel schopnosti společnosti generovat cash flow. Typicky poskytují určitý násobek EBITDA. Tento násobek se může značně lišit v závislosti na odvětví, zdraví společnosti a konkurenční pozici. Pro účely předběžné analýzy je trojnásobek EBITDA mediánem pro prioritní dluh. Při pokusech o manažerské odkupy lze zpravidla získat více prostředků ve formě cash flow úvěru než úvěru odvozeném od hodnoty aktiv.

Poskytovatel podřízeného dluhu

Nespornou výhodou je financování maximální možné části MBO transakce pomocí dluhu, protože ten je levnější než investice do vlastního kapitálu. Cílem je získat maximum prostředků ve formě prioritního dluhu, následujícím zdrojem financování je potom dluh podřízený. Tyto prostředky jsou zapůjčeny na základě množství a předvídatelnosti cash flow přesahující ty, požadované pro poskytnutí prioritního dluhu. Podřízený dluh obvykle představuje 15 % až 30 % použitých prostředků.

Equity investor

Equity investor je obvykle vnímán jako primární článek celé MBO transakce, a to i navzdory skutečnosti, že poskytuje poměrně nejmenší část finančních prostředků. Tito investoři dodají zbývající část požadovaného kapitálu poté co byly zajištěny prostředky ve formě prioritního a podřízeného dluhu. Tato část zpravidla představuje 10% až 30% v celkové kapitálové struktuře. Management obvykle investuje do vlastního kapitálu MBO společnosti ve spojení s LBO fondem, korporátním investorem nebo skupinou skládající se z institucionálních investorů. Investice do vlastního kapitálu nemá žádné zajištění, a proto je považována za nejvíce rizikovou. Zejména proto je přístup investora mírně odlišný a je zaměřen hlavně na analýzu růstového potenciálu

¹² EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – Zisk před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace je zjednodušený způsob měření provozního cash flow společnosti založený na datech z výkazu zisků a ztrát. EBITDA není definován v GAAP, a proto se jeho kalkulace může u různých společností lišit.

společnosti. Typicky investor očekává celkový složený roční výnos za období pěti let 30 % až 40 % v závislosti na riziku.

7.4.2 Výhody MBO

- » Současný management společnosti obvykle daleko lépe rozumí fungování společnosti než externí zájemce.
- » Management může znát skrytou hodnotu společnosti, která není na první pohled zřejmá.
- » Management zpravidla potřebuje méně času k ohodnocení společnosti.
- » Management obvykle disponuje plánem jak řídit společnost, dosáhnout růstu a redukovat náklady.
- » Nezávislá společnost často nevyžaduje tak intenzivní reportování.
- » Současný management má obvykle osobní vazby na finanční zdroje společnosti.
- » Představenstvo, které musí transakci odsouhlasit, je více nakloněno nabídce podporované managementem.

7.4.3 Struktura financování

Prioritní dluh

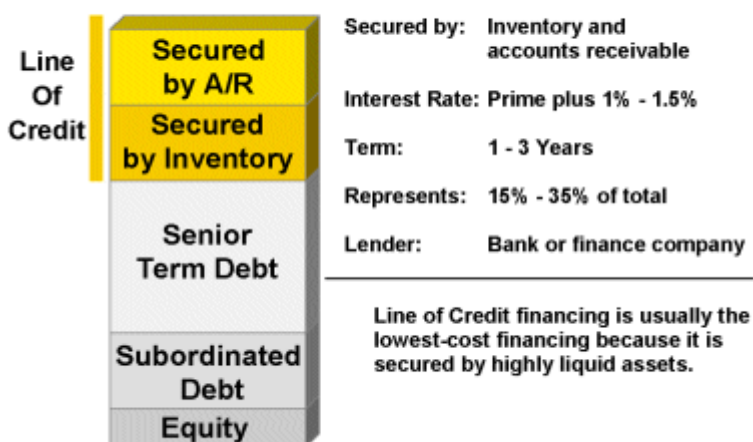
Prioritní dluh obvykle představuje 50 % až 60 % finančních prostředků MBO. Tyto prostředky typicky poskytují banky, nicméně zdrojem může být příležitostně i emise dluhopisů.

Jedním z komponentů prioritního dluhu je téměř vždy úvěrová linka¹³. Maximální výše úvěru je odvozena od odhadní likvidační ceny příslušných pohledávek a zásob. Tyto úvěry jsou dále limitovány předvídatelností cash flow. Jsou obvykle poskytovány na dobu jednoho roku s možností obnovení. Úrokové sazby se mohou pohybovat od bezrizikové úrokové míry po bezrizikovou míru zvýšenou o 1,5 procentního bodu.

¹³ Úvěrový rámec v české nebo cizí měně určený k financování krátkodobých nebo střednědobých provozních potřeb, který je možné čerpat formou kontokorentního úvěru nebo krátkodobých provozních úvěrů (tranží) s možností revolvingu dílčích čerpání a případného obnovení úvěrové linky. Zdroj: Česká spořitelna

Graf č. 12 Financování úvěrovou linkou

Line of Credit Financing in a Company's Capital Structure

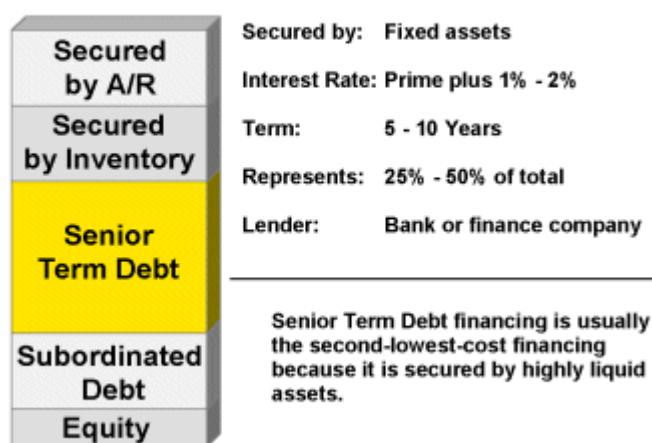


Zdroj: American Capital, Management Buyouts

Druhou součástí prioritního dluhu je dlouhodobý úvěr, který je odvozen od odhadní tržní ceny pozemků a budov a strojů a vybavení. Tyto úvěry jsou poskytovány na období pěti až osmi let.

Graf č. 13 Financování dlouhodobým úvěrem

Senior Term Debt Financing in a Company's Capital Structure



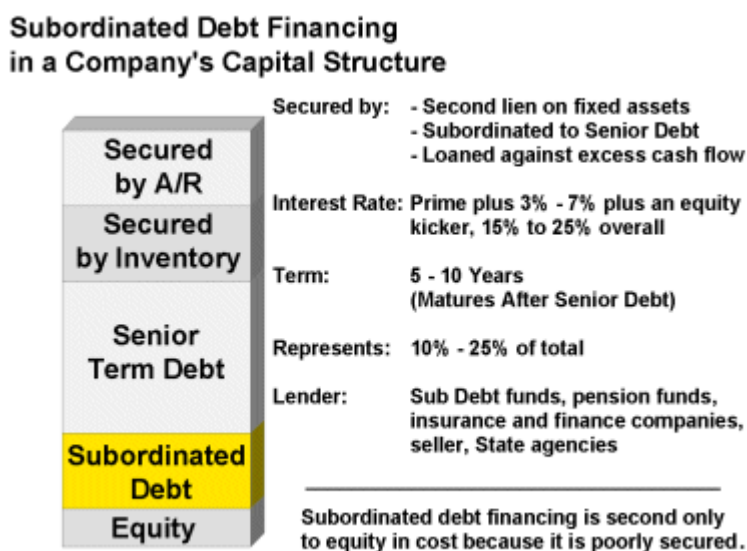
Zdroj: American Capital, Management Buyouts

Podřízený dluh

Podřízený dluh představuje 15% až 30% prostředků v MBO transakci. Tyto zdroje jsou podřízeny prioritnímu dluhu, jsou zpravidla hůře zajištěny a jsou poskytovány z

podřízených soukromých či veřejných zdrojů, u velkých transakcí, přímo od pojišťovacích společností. V některých případech jsou tyto prostředky zajištěny veřejnou nabídkou "junk" dluhopisů pojišťovnám, penzijním fondům, či jiným institucionálním investorům. Období splatnosti se pohybuje mezi pěti a deseti lety a hlavní platby jsou zpravidla odloženy až po splatnosti prioritního dluhu. Výše těchto zdrojů je odvozena od částky a předvídatelnosti cash flow přesahující požadavky na prioritní dluh. Z důvodu slabšího zajištění se věřiteli poskytuje tzv. equity kicker¹⁴ slibující ve spojení s úroky celkový složený roční výnos za období pěti let ve výši 18% až 27%. Požadovaná výnosnost může být různá v závislosti na riziku spojeném s transakcí, společností, trhem či odvětvím.

Graf č. 14 Financování podřízeným dluhem



Zdroj: American Capital, Management Buyouts

Vlastní kapitál

Financování MBO ve formě vlastního kapitálu představuje obvykle 10% až 20% celého objemu transakce. Tyto prostředky jsou v podstatě rozdílem mezi požadovanou výší financí a financemi dostupnými ve formě dluhu. S investicemi do vlastního kapitálu nabývají investoři zpravidla těchto práv:

- » Hlasovací práva
- » Právo na dividendu

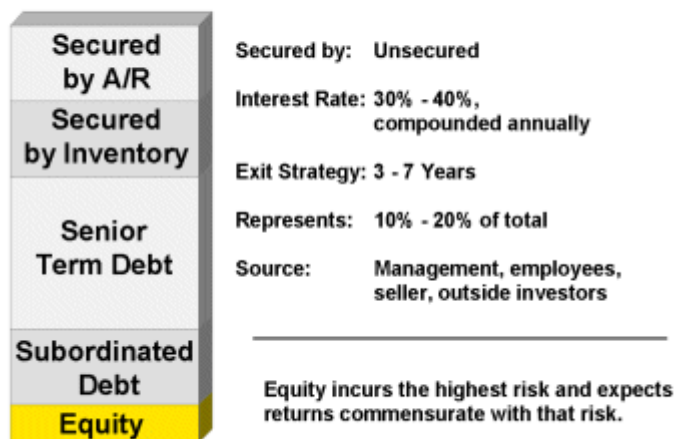
¹⁴ Equity kicker může být warrant či opce na nákup určité části vlastního kapitálu společnosti se slevou poskytovaná zpravidla k dluhovému financování z důvodu zvýšení potenciálního výnosu.

- » Právo obchodovat akcie
- » Právo na účast na likvidačním zůstatku
- » Právo zastavit akcie
- » Právo na informace

Práva na dividendu a účast na likvidačním zůstatku jsou zpravidla podřízena zájmu zajištěných investorů společnosti. Právo na likvidačním zůstatku je dále podřízeno nezajištěným věřitelům. Management zpravidla investuje do vlastního kapitálu společně s private equity či korporátním investorem, nebo skupinou složenou z institucionálních equity investorů. Prodávající a poskytovatel podřízeného dluhu někdy získávají část vlastního kapitálu v nové společnosti. Institucionální investor obvykle očekává celkový složený roční výnos ve výši 30% až 40% za období pěti let. Toto jsou však pouze očekávání a investor nemá návratnost v této výši zakotvenou ve smlouvě.

Graf č. 15 Financování formou vlastního kapitálu

Equity Financing in a Company's Capital Structure



Zdroj: American Capital, Management Buyouts

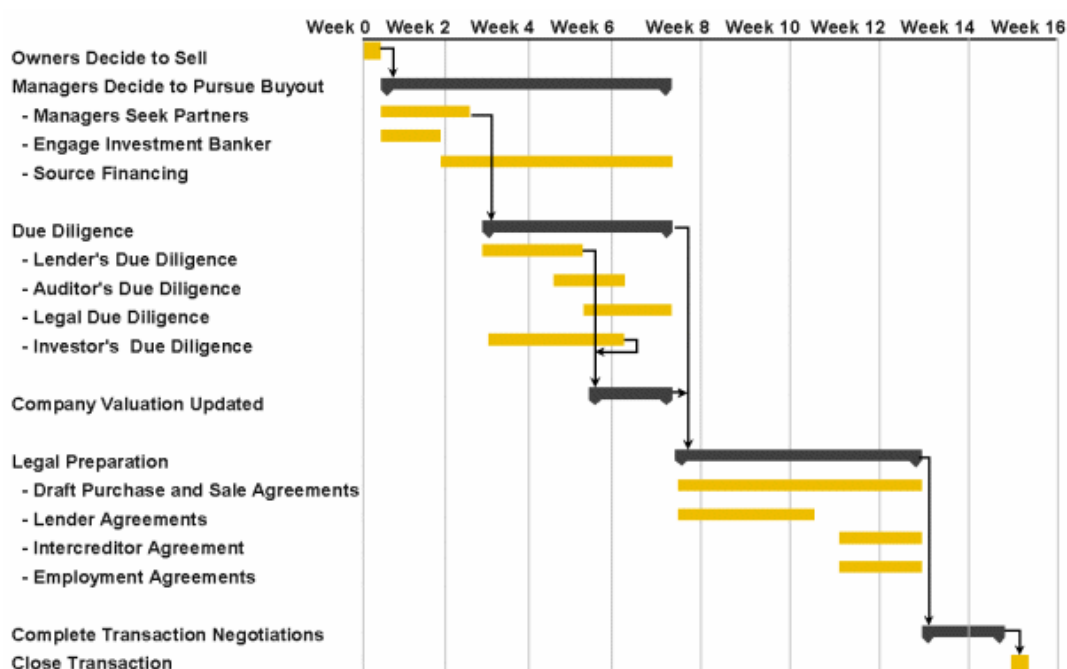
7.4.4 Průběh MBO

V této části stručně popisují harmonogram typické MBO transakce. Obrázek č. 16 ukazuje návaznosti jednotlivých kroků. Pro účely této práce se zaměřím jen na popis hlavních fází celé transakce.

- » Prvním krokem je rozhodnutí vlastníků o prodeji společnosti.

- » Ve druhé fázi dojde k rozhodnutí managementu o provedení odkupu, sestavení týmu a předběžnému zajištění zdrojů financování.
- » Současně probíhají hloubková prověření společností (due diligence) z pohledu ekonomického i právního.
- » Na základě provedených due diligence se upřesní ocenění společnosti a identifikuje se konkrétní výše potřebných finančních prostředků.
- » Následuje příprava velmi komplexních smluv, kterou provádí právní zástupce ve spojení s ostatními členy týmu a právními zástupci dalších zúčastněných stran.
- » Finální jednání a podpis kontraktu ukončí celou transakci.

Graf č. 16 Harmonogram manažerského odkupu



Zdroj: American Capital, Management Buyouts

7.4.5 Další typy odkupů

Management buy-in

Management buy-in je situace, kdy manažer nebo tým manažerů získá prostředky a koupí společnost, ve které nepůsobí. Tím se stávají novým managementem společnosti. Tento tým obvykle konkuruje několika dalším zájemcům. Hlavní rozdíl mezi MBO a MBI tedy spočívá v tom, že v případě MBO již management ve společnosti působí, zatímco u MBI do společnosti přichází management externí.

Buy-in Management Buyout (BIMBO)

BIMBO je forma odkupu spojující charakteristiky transakcí management buy-out a management buy-in. V této transakci dochází k odkupu společnosti z rozhodnutí současného a externího managementu. Současný management představuje buyout, tedy prodejní stranu a externí management představuje buy-in, tedy kupující stranu. BIMBO spojuje pozitivní aspekty obou částí transakce a zpravidla nabízí vyšší efektivitu převodu. Stávající management zná velmi dobře fungování podniku, zatímco externí nabízí klíčové know-how a znalosti, které v současnosti společnosti chybí.

Employee Buy-out (EBO)

Jedná se o strategii restrukturalizace, kde většinou část podniku získávají jeho zaměstnanci. Tento postup využívají společnosti hledající alternativu k zadluženému odkupu. U malých společností se odkup týká zpravidla všech aktiv, zatímco u těch velkých dochází k prodeji jedné z divizí nebo poboček. Transakce probíhá prostřednictvím motivačního opčního plánu (ESOP - employee stock ownership plan) a je dokončena v okamžiku, kdy zaměstnanci získají 51% nebo více běžných akcií.

Owners Buy-out (OBO)

Při Owners-Buy-Out (OBO) dochází k převedení podílu na vlastním kapitálu příslušného podniku na nově založenou společnost, jejíž vlastní kapitál od private equity společností a původních společností se rozšíří.

Investor-driven Buy-out (IBO)

V tomto případě nehrají klíčovou roli členové managementu, ale investoři private equity. Investor získává většinový podíl, zatímco role managementu je méně významná - získává jen menšinový podíl. Tato forma je podle BVCA v poslední době oblíbená zejména z důvodu své jednoduchosti a rychlosti.

Vendor Initiated Management Buy-out (VIMBO)

Jedná se o odkup iniciovaný prodávajícím, zpravidla nadnárodní společností prodávající divizi, která nespadá do portfolia klíčových činností společnosti. Výhodou je skutečnost, že celá transakce je v rukou prodávajícího.

Secondary Management Buy-out (SEMBO)

Při této transakci dochází ke změně externího private equity investora, zatímco management se nemění.

Secondary Buy-in Buy-out (SIMBO)

Tato transakce je podobná typu SEMBO. Jedná se tedy o změnu externího private equity investora, ale zároveň dochází ke změně managementu.

Leveraged Build-up (LBU)

Jedná se o strategickou transakci postupného odkupu dominantního podniku odvětví, který se následně stává prostředkem pro odkup dalších podniků stejného odvětví. Konsolidací odvětví vznikne společnost, která se následně prodá formou IPO, trade sale, či jiným typem manažerského odkupu.

7.5 Vstup na burzu (IPO)

IPO (Initial public offering) neboli primární veřejná nabídka je první prodej akcií investorům na tuzemské či zahraniční burze cenných papírů. Hlavním cílem je získání finančních prostředků pro společnost. Trh nově emitovaných cenných papírů se označuje jako trh primární, zatímco na trhu sekundárním se obchodují již prodané cenné papíry. Rozlišujeme dva druhy emisí kmenových akcií na primárním trhu. Jsou jimi IPO a tzv. „seasoned equity offering“, které představuje novou emisi akcií již fungující společnosti.

Pokud se společnost rozhodne pro financování způsobem IPO, nachází se podle Komise cenných papírů pravděpodobně v jedné z následujících čtyř situací:

- » Akcie společnosti jsou již na trhu veřejně obchodovány a nová emise má za cíl poskytnout další finanční zdroje a zvýšit základní kapitál.
- » Existující společnost provádí primární veřejnou nabídku ve spojení se změnou právní formy. (např.: společnost s ručením omezeným → akciová společnost, státní podnik → akciová společnost) Většinu akcií zpravidla získává bývalý vlastník, druhá část se dostává do rukou investorů odměnou za poskytnuté finanční prostředky.

- » Nově vznikající, zpravidla vysoce inovativní technologická společnost se zajímavým podnikatelským záměrem a potenciálem vysokého růstu upisuje akcie za účelem získání kapitálu.
- » Dceřinná společnost se odděluje od své matky (spin-off).

Primární emise akcií z pohledu emitenta má na jedné straně řadu pozitivních a na straně druhé řadu negativních aspektů:

Tabulka č. 4 Pozitiva a negativa primární emise akcií

Pozitiva	Negativa
Zvyšuje kapitál a nabízí finanční zdroje pro investice a rozvoj společnosti;	Omezuje podíl na řízení stávajících vlastníků a manažerů společnosti;
Posiluje zájem ze strany veřejnosti a médií;	Dochází k dělení zisku s novými akcionáři;
Pozitivně ovlivňuje image společnosti;	Narůstají zveřejňovací povinnosti a společnost pozbývá důvěrnost informací;
Zlepšuje podíl dluhu na kapitál a úvěrovou bonitu společnosti;	S realizací IPO jsou spojeny značné náklady, obvykle vyšší než u dluhového financování;
Zajišťuje právní kontinuitu a profesionalizaci řízení společnosti;	Mohou se vyskytnout problémy s přednostními právy stávajících akcionářů;

Zdroj: Komise cenných papírů, Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu, 2004

Průběh primární emise se sestává nejen z kroků, které vyžaduje zákon, ale neměly by podle Komise cenných papírů chybět ani kroky žádoucí z pohledu marketingu. Proces primární emise se standardně sestává především z následujících:

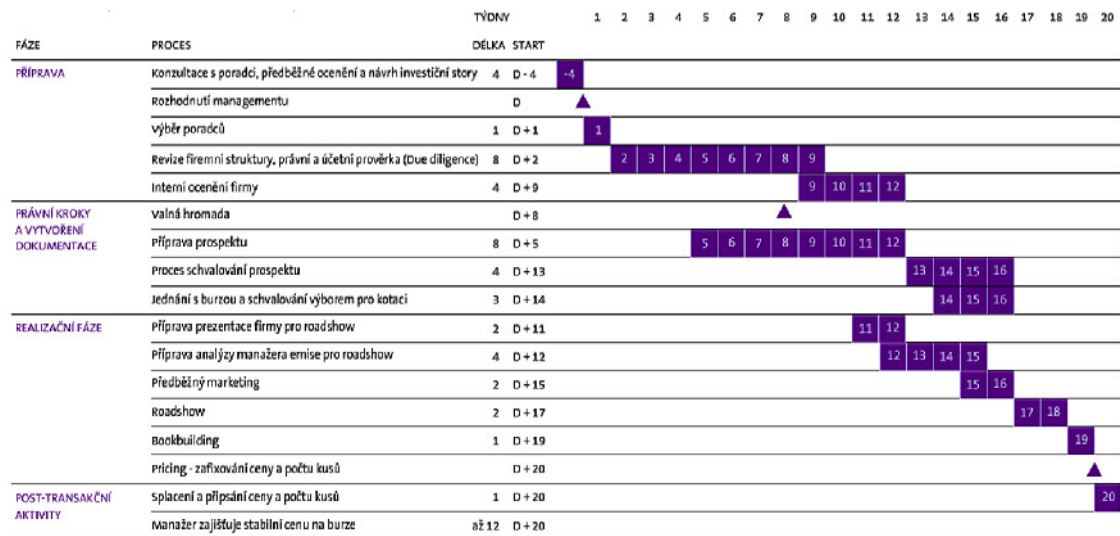
- » Výběr zkušeného externího poradce, zpravidla investiční banky (vedoucí manažer emise), která vystupuje v pozici obchodníka s cennými papíry. Ta nejenže vypomáhá s vlastním úpisem, ale koordinuje také celou transakci a publikaci analytických zpráv zajišťuje marketing emise. Nepostradatelní jsou kvalitní právní poradci, kteří se snaží předcházet komplikacím ve formě právních sporů. Neméně významná je asistence auditorů, jenž zajišťují ověření finančních informací zveřejněných emitentem.
- » Zapsání rozhodnutí příslušného statutárního orgánu o vydání cenného papíru do obchodního rejstříku. Pokud dochází úpisem ke zvýšení základního kapitálu

společnosti, musí valná hromada nebo představenstvo s pověřením valné hromady rozhodnout o zvýšení základního kapitálu a podat návrh na zápis do obchodního rejstříku.

- » Vytvoření prospektu emise – emisní prospekt je dokument sloužící jako jakýsi právní popis emise a představení společnosti potenciálním investorům. Musí být vytvořen, pokud mají být cenné papíry obchodovány na regulovaném trhu.
- » Předběžný prospekt je finální verze prospektu, ve kterém chybí údaje, které budou známy až po shromáždění všech objednávek. Je to zpravidla cena emise, data a celkový počet emitovaných cenných papírů.
- » Schválení prospektu – předběžný prospekt cenného papíru musí schválit Komise pro cenné papíry.
- » Marketingové aktivity – v průběhu této fáze je investorům a obchodníkům s cennými papíry prezentován předběžný prospekt a další analýzy společnosti. Tímto způsobem manažer emise zjišťuje, zda bude o emisi zájem a za jakou cenu.
- » Bookbuilding je několikadenní období, kdy investoři posílají manažerovi emise nákupní příkazy, na jejichž základě se vytvoří emisní kurz (cena akcie) a objem emise.
- » Právní kroky následující po bookbuildingu – v okamžiku, kdy je kompletně upsána a splacena celá emise, podává představenstvo návrh na zápis změněné výše základního jmění do obchodního rejstříku. Následně je objem navýšen v depozitáři cenných papírů.
- » Žádost o přijetí cenného papíru na regulovaný trh – příslušná burzovní pravidla upravují přijetí cenného papíru na regulovaný trh. Předchází mu žádost emitenta či jím pověřeného člena burzy.

Na následujícím schématu vidíme orientační časový harmonogram typického průběhu IPO v České republice, jak jej sestavila Komise cenných papírů.

Graf č. 17 Časový harmonogram primární emise společnosti



Zdroj: Komise pro cenné papíry, Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR, 2001

8. Public vs private equity

Porovnáním s veřejně obchodovatelnou společností objevíme řadu pozitivních aspektů financování soukromým kapitálem (private equity):

- » Jednoduchost
- » Propojení vlastnictví a řízení
- » Dividendová politika
- » Kapitálová struktura

Jednoduchost

Z důvodu nepřítomnosti public equity investorů jsou požadavky private equity společnosti na finanční výkaznictví příslušným státním institucím omezeny. Tím se zjednoduší povinnosti managementu a sníží transakční náklady. Rozhodnutí managementu nejsou přímo ovlivněna reakcemi trhů cenných papírů na krátkodobé výkyvy zisku a dalších ukazatelů výkonnosti podniku. Výsledkem může být vyšší efektivita rozhodování a orientace na dlouhodobé cíle.

Propojení vlastnictví a řízení

V běžné veřejně obchodovatelné společnosti nejsou vždy optimálně sladěny zájmy managementu a vlastníků. V ekonomické teorii je tato situace popisována jako existence morálního hazardu ve vztahu nájemce a zmocněnce (Principal-Agent). Vlastníci jsou v roli nájemce, management zmocněnce, který vykonává každodenní rozhodování o chodu firmy. Management zpravidla nenese plné následky svého jednání a jeho činnost je často obtížně kontrolovatelná. Vzniká tedy riziko, že zmocněnec upřednostní vlastní zájmy před zájmy nájemce.

Za předpokladu dostatečně vysoké části vlastního kapitálu ve vlastnictví managerů je zajištěn soulad mezi jejich jednáním a prospěchem vlastníků.

Dividendová politika

Zisk plynoucí z nárůstu hodnoty akcií bude zdaněn v budoucnu až při realizaci prodeje a to sazbou pro zdanění kapitálových příjmů. Z této skutečnosti plynou dvě výhody použití private equity:

- » První je samotný odklad daně,

- » druhou představuje nižší sazba daně z kapitálových příjmů v porovnání s obvyklou sazbou daně z příjmů právnických osob.

Private equity společnosti zpravidla nemají potřebu vyplácet dividendy. Investoři preferují odměnu ve formě platu zaměstnance, nebo přeměnu investice do kapitálových příjmů, které jsou zdaněny nižší sazbou až při realizaci prodeje.

Kapitálová struktura

Charakteristickým znakem private equity společnosti je značný podíl dluhu na financování. Cílem vysokého zadlužení je přesun rizika na věřitele a zvýšení výnosu na vlastní kapitál pro investora. U veřejně obchodovatelné společnosti převažuje nižší tolerance k financování prostřednictvím vysokého dluhu, protože příliš vysoký poměr dluhu k EBITDA může signalizovat neschopnost splácení dluhu, a to se projeví negativní reakcí trhu a horší hodnotou investičního ratingu. Společnosti financované soukromým kapitálem naopak využívají značného zadlužení – 5 až 8 násobek EBITDA.

Běžné veřejně obchodovatelné společnosti mají na jedné straně manažery a akcionáře na straně druhé. Ačkoliv manažeri mohou často také vlastnit akcie společnosti, hodnota jejich podílu je obvykle řádově nižší než současná hodnota jejich platů a bonusů. Top management je tedy motivován jednat tak, aby neohrozil stabilní budoucí příjmy vyplývající ze své pozice.

V případě private equity společnosti se relativní poměr hodnoty platů a bonusů a podílu na vlastnictví mění a management je motivován k maximalizaci dlouhodobé hodnoty společnosti. Incentivy ve výši 0,5 – 1% podílu na základním kapitálu z rozsahu celého obchodu pro management jsou běžné. Cílem je přilákat a udržet kvalitní manažery ve společnosti, což je klíčové pro stabilitu ve fázi provozních změn. Existují různé restrikce, např.: Management nesmí opustit společnost dříve než investor. V takovém případě by pozbyl veškerý podíl na vlastním kapitálu.

Tabulka č. 5 Srovnání veřejně obchodované a LBO společnosti

	Veřejně obchodovaná společnost	LBO společnost
Kapitálová struktura	Nižší tolerance k financování prostřednictvím vysokého zadlužení	Výše zadlužení dosahuje 5 až 8 násobku EBITDA
Struktura vlastnictví	Akcie společnosti jsou často rozděleny mezi řadu akcionářů, kteří jsou značně odtrženi od jejího řízení	Investor drží majoritní podíl ve společnosti a má značný vliv na její řízení.
Operativní řízení	Pokračující investice za účelem expanze; Neochota k výrazným dezinvesticím	Přísná redukce nákladů; Prodej non-core aktiv
Finanční výsledky	Tlak ze strany trhu na splnění čtvrtletní či pololetní výkonnosti společnosti	Důraz na dlouhodobé hledisko; Maximalizace hodnoty pro případný odchod investora soukromého kapitálu
Incentivy pro management	Odtržení zájmů managementu od zájmů vlastníků; Kompenzace opčními programy	Značný podíl na základním kapitálu společnosti; Neexistuje zveřejňovací povinnost
Corporate governance	Přísné zveřejňovací povinnosti; Morálního hazard ve vztahu managementu a vlastníků (Principal-Agent)	Omezená zveřejňovací povinnost; Analytici a investoři nemají přístup k informacím o vlastním obchodu; Morální hazard a struktura poplatků; Transfer rizika prostřednictvím dluhu a sekuritizace

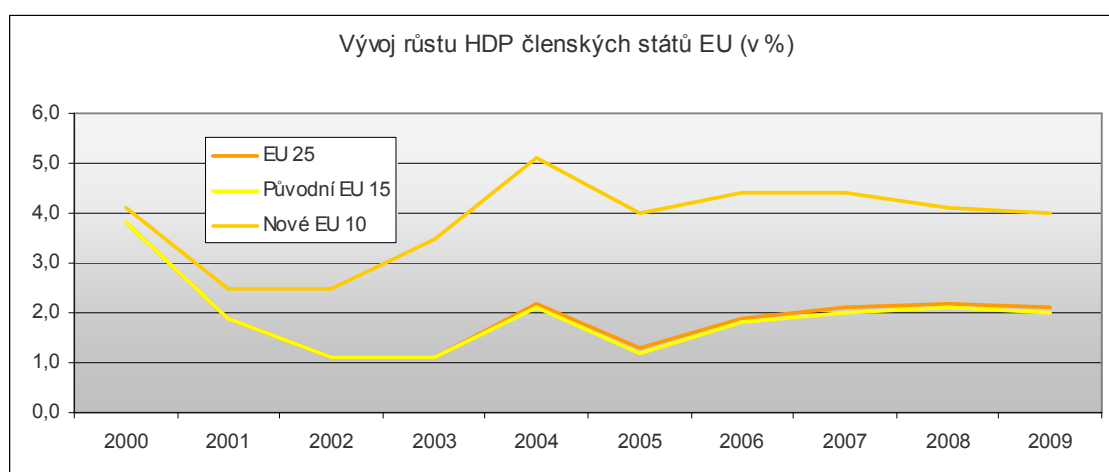
Zdroj: American Capital, Management Buyouts

B. Analytická část

9. Makroekonomický pohled

Mezi lety 2001 a 2002 došlo ke značnému zpomalení světové ekonomiky, zejména ve smyslu vývoje HDP. Toto období bylo vystřídáno pětiletou expanzí s průměrným růstem okolo 5 %. Dynamický růst asijského regionu a rozvojových ekonomik kompenzuje zpomalení ekonomiky Spojených států amerických způsobené krizí na trhu nemovitostí a hypoték. Situaci v České republice determinuje zejména ekonomika Evropské unie, která představuje přes 80 % poptávky po českém vývozu a nejvýznamnější zdroj investic. Podle Ročenky konkurenceschopnosti České republiky 2006-2007 vydané Centrem ekonomických studií VŠEM se v období 2001 až 2006 růst české ekonomiky výrazně zrychlil na hodnotu ročního průměru 4,2 %. Vedla k tomu řada pozitivních aspektů, např.: příliv přímých zahraničních investic, vyšší výkonnost podniků pod zahraniční kontrolou, expanze domácích investic a exportu, konsolidace bankovního sektoru a v neposlední řadě expanzivní fiskální politika ČNB. Nejvyššího růstu dosáhla česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005 a to 7 %. Vstupem do Evropské unie nastartovalo období nadstandardního růstu podpořeného kultivací institucionálního prostředí, možností volného pohybu zboží, služeb, pracovní síly a kapitálu. Dlouhodobě je podstatný příliv zahraničních investic a na něj navazující restrukturalizace výroby a rozmach vývozu.

Graf č. 18 Vývoj růstu HDP členských států EU

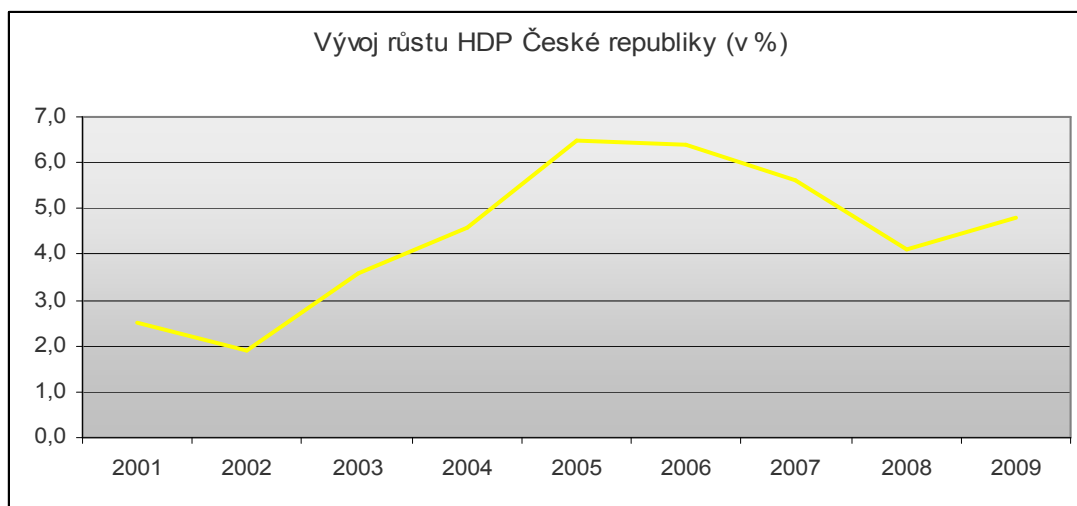


Zdroj: The Economist Intelligence Unit – Country Forecast

Z grafu č. 18 je zřejmé, že ekonomický růst 25 členských zemí Evropské unie včetně predikce do roku 2009. Je zřejmé, že růst nové desítky zemí je téměř dvojnásobně vyšší

než růst původní patnáctky. Mezi desítkou nových členských států jsou Kypr, Česká republika, Estonsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Malta, Polsko, Slovensko a Slovinsko.

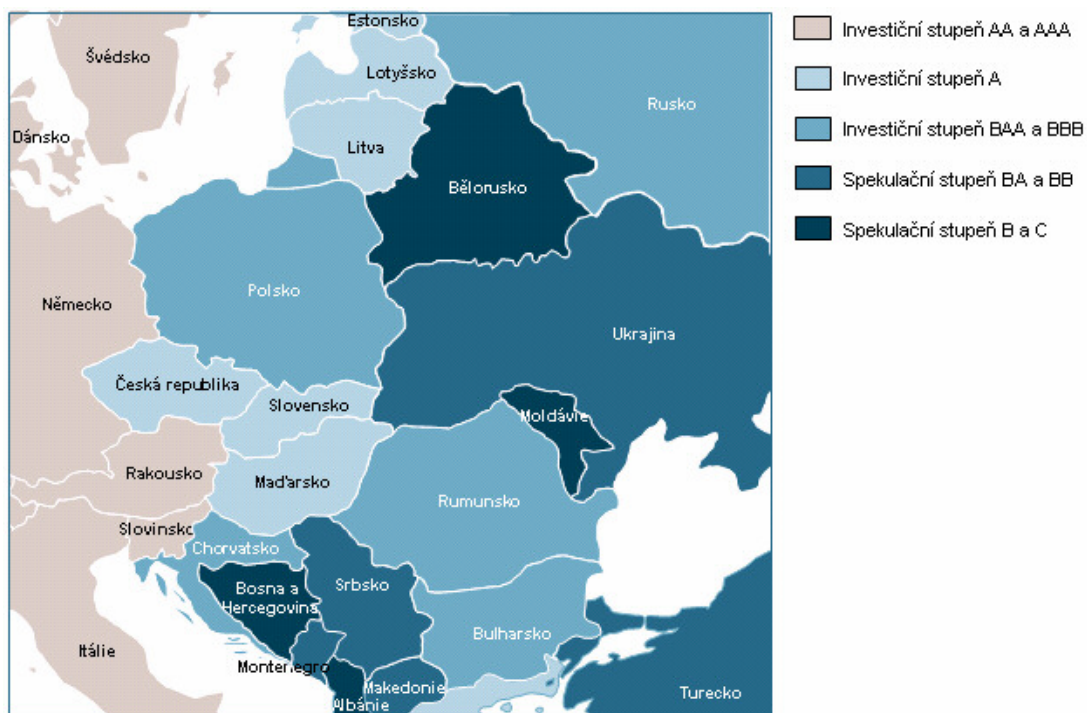
Graf č. 19 Vývoj růstu HDP České republiky



Zdroj: Česká spořitelna – Ekonomika pod lupou 3. čtvrtletí 2007

Česká republika dosahuje relativně rychlejšího růstu HDP než činí průměr členských států Evropské, a ten by se podle předpovědí České spořitelny měl udržet i po mírném zpomalení zejména v roce 2007.

Graf č. 20 Kreditní rating zemí Střední a Východní Evropy



Zdroj: Moody's, Standard & Poor's, Fitch-IBCA

Kreditní rating obecně hodnotí kreditní schopnosti jednotlivce, společnosti, či v našem případě celé země. Rating kalkulovaný na základě historických dat poskytuje investorovi informaci o pravděpodobnosti, s jakou budou v dané zemi splaceny poskytnuté úvěry. Slabší rating vyjadřuje vyšší riziko a vede k vyšším úrokovým sazbám.

Česká republika dosahuje podle kreditních hodnocení společností Moody's, Standard & Poor's a Fitch investičního stupně A stejně jako Slovensko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko a Estonsko. V rámci Střední a Východní Evropy se jedná o nejlepší hodnocení, nicméně ve srovnání s Evropou západní stále zaostáváme o jeden stupeň.

V České republice tedy existují vhodné podmínky pro růst trhu private equity, neboť ekonomika stále vykazuje růstové hodnoty, neexistují formální bariéry různých možností ukončení investice a dostupnost kapitálu se zlepšuje.

10. Podnikatelské prostředí v České republice

Při analýze podnikatelského prostředí jsem částečně vycházel ze studie Světové Banky - Doing Business, která hodnotí podmínky pro podnikání v 175 zemích světa podle deseti kritérií. Světová banka definuje tato hlediska jako klíčová pro zhodnocení kvality podnikatelského prostředí:

- » Zahájení podnikání
- » Udělování povolení
- » Regulace zaměstnanosti
- » Registrace vlastnictví
- » Získávání úvěrů
- » Ochrana investorů
- » Platba daní
- » Zahraniční obchod
- » Vynutitelnost smluv
- » Ukončení podnikání

Světová banka přisuzuje klíčový vliv na podmínky podnikání právní tradici té či oné země. Identifikuje rozdíly mezi anglosaským a kontinentálním (franko-německým) systémem. Anglosaský systém je podle empirických dat Světové banky příznivější pro efektivní rozvoj podnikání, protože preferuje soukromoprávní ochranu oprávněných zájmů před intervencí a státním dohledem. Kontinentální systém má tendenci k rozsáhlé legislativě, větší procedurální náročnosti a obecně silnější regulaci, která efektivitu podnikání pouze snižuje. Česká republika patří historicky ke kontinentálnímu systému a po skončení období komunismu se k této tradici opět vrací.

Všechny výše zmíněné faktory mají bezpochyby vliv na celkové prostředí, nicméně mezi relevantní pro trh private equity se podle mého názoru řadí zejména: stav a podmínky na kapitálovém trhu, obecně legislativa s důrazem na obchodní zákoník, konkurní legislativu, ochranu investorů, vynutitelnost práva, dále struktura daňového systému a výše jednotlivých sazeb, míra korupce a kvalita a rychlost soudnictví.

Podnikatelské prostředí České republiky hraje klíčovou roli při rozhodování investorů a má tedy obrovský vliv na celý trh private equity. Podle pravidelného ekonomického

přehledu České republiky vypracovaného OECD v roce 2006 je „...*finanční prostředí pro podnikání relativně dobré s nízkou inflací a cenou výpůjček, ale pomalý pokrok reforem v oblasti trhu práce tlumí rozvoj podnikání. Zdokonalení administrativního procesu, překonání slabín v určitých oblastech podnikatelské legislativy a boj s korupcí zůstává i nadále výzvou pro hospodářskou politiku. Další výzvou je zajistit, aby zdanění a podpora podnikání dosahovaly efektivně cílů hospodářské politiky, konkrétně pak v oblasti inovačních strategií.*“¹⁵

10.1 Legislativa

10.1.1 Obchodní zákoník

V obchodním zákoníku není explicitně definován pojem akcionář. Rozumíme jím osobu vlastníci určitý podíl společnosti. Velikost tohoto podílu vyjadřuje míru účasti na společnosti a práva a povinnosti z něj vyplývající. Základní práva spojená s vlastnictvím akcií vyplývají z obchodního zákoníku a stanov společnosti. Stanovy však nemohou omezit práva zakotvená v obchodním zákoníku. Můžeme je rozdělit do dvou logických skupin:

Práva na řízení společnosti

Práva vykonatelná pouze na valné hromadě

- » Právo účastnit se valné hromady
- » Právo hlasovat na valné hromadě
- » Právo požadovat vysvětlení
- » Právo na podávání návrhů

Práva vykonatelná na valné hromadě i mimo ni

- » Právo na protest proti rozhodnutí valné hromady
- » Právo požádat o svolání mimořádné valné hromady
- » Právo na zařazení určité otázky na program valné hromady
- » Právo požádat dozorčí radu o přezkoumání činnosti představenstva

Práva vykonatelná mimo valnou hromadu

- » Právo na podání žaloby na vyslovení neplatnosti usnesení valné hromady
- » Právo na vydání kopie zápisu z valné hromady
- » Právo na vydání výpisu ze seznamu akcionářů

¹⁵ OECD - Ekonomický přehled České republiky, 2006, s. 9

Majetková práva

Práva na podíl na majetku společnosti

- » Právo na podíl na zisku
- » Právo na podíl na likvidačním zůstatku
- » Právo na vykoupení akcie

Práva na zachování podílu na základním kapitálu společnosti

- » Právo na přednostní upisování akcií
- » Právo podílet se na zvýšení základního kapitálu

Vymezení práv akcionáře je rozhodující pro další transakce s akciemi, ke kterým na trhu private equity dochází. V případě práv na řízení společnosti záleží na velikosti podílu private equity investora a jeho zastoupení v řídicích orgánech, ale zejména na konkrétních podmínkách zakotvených v kontraktu a samotném přístupu investora. Majetková práva jsou samozřejmě pro investora klíčová. PE společnost zpravidla nevyplácí dividendy a konečný výnos je spojen s prodejem podílu. Legislativní zajištění a vymahatelnost majetkových práv spojených s vlastnictvím podílu mají přímý vliv na riziko investice a samotné rozhodnutí investora.

Následuje část zabývající se kvalitou ochrany investorů, která opět vychází převážně z obchodního zákoníku.

Ochrana investorů

Ochranou investorů rozumíme zejména ochranu minoritních akcionářů před zneužitím aktiv z pozice managementu. Světová Banka využívá k hodnocení tohoto kritéria primárně tři ukazatele: průhlednost transakcí, odpovědnost manažerů za jejich jednání a možnost podání žaloby proti managementu ze strany akcionářů. Ze studie vyplývá, že základním předpokladem ochrany investorů je snadný přístup k informacím o plánovaných transakcích a přístup k soudům. Anglosaský právní systém je těmto podmínkám blíže než franko-německý tradičně existující i v České republice. Nicméně výsledky studie ukazují, že hrozba trestního stíhání nepředstavuje pro management resp. majoritní akcionáře dostatečnou překážku ke konfliktnímu jednání.

Česká republika se podle tohoto kritéria nachází na 83. místě ze všech zemí zahrnutých do hodnocení. Na jedné straně je velmi negativně hodnocena transparentnost operací a

přístup k informacím, na straně druhé odpovědnost manažerů a statutárních orgánů za jejich jednání je vnímána pozitivně. Obchodní zákoník přenáší důkazní břemeno na statutární zástupce společnosti, a tudíž žalující strana (minoritní akcionáři) nemá povinnost dokazovat protiprávní jednání managementu. Odpovědnost statutárních zástupců je neomezená a nelze se jí zprostit prostřednictvím smlouvy ani stanov.

Pro přesnost zde uvádím doslovnou citaci zákona 513/1991 Sb., obchodní zákoník, části týkající se odpovědnosti člena představenstva (§ 194 odstavce 5 a 6):

„(5) Členové představenstva jsou povinni vykonávat svou působnost s péčí řádného hospodáře a zachovávat mlčenlivost o důvěrných informacích a skutečnostech, jejichž prozrazení třetím osobám by mohlo společnosti způsobit škodu. Je-li sporné, zda člen představenstva jednal s péčí řádného hospodáře, nese důkazní břemeno o tom, že jednal s péčí řádného hospodáře, tento člen představenstva. Ti členové představenstva, kteří způsobili společnosti porušením právních povinností při výkonu působnosti představenstva škodu, odpovídají za tuto škodu společně a nerozdílně. Smlouva mezi společností a členem představenstva nebo ustanovení stanov vylučující nebo omezující odpovědnost člena představenstva za škodu jsou neplatné. Členové představenstva odpovídají za škodu, kterou způsobili společnosti plněním pokynu valné hromady, jen je-li pokyn valné hromady v rozporu s právními předpisy.

(6) Členové představenstva, kteří odpovídají společnosti za škodu, ručí za závazky společnosti společně a nerozdílně, jestliže odpovědný člen představenstva škodu neuhradil a věřitelé nemohou dosáhnout uspokojení své pohledávky z majetku společnosti pro její platební neschopnost, nebo z důvodu, že společnost zastavila platby. Rozsah ručení je omezen rozsahem povinnosti členů představenstva k náhradě škody. Ručení člena představenstva zaniká, jakmile způsobenou škodu uhradí.“¹⁶

Dalším problémem je transparentnost operací a přístup k informacím, který je oslabován skutečností, že statutární zástupce společnosti může rozhodovat o nakládání s aktivy i v konfliktu zájmů. Zatímco informace o konfliktu zájmů je v některých zemích vyžadována, statutární zástupce v České republice nemá povinnost informovat ani ostatní členy představenstva. Tuto oblast upravuje obchodní zákoník v § 196 Zákaz konkurence:

„(1) Pokud ze stanov nebo z usnesení valné hromady nevyplynou další omezení, člen představenstva nesmí

¹⁶ Zákon 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 194 odstavce 5 a 6

a) podnikat v oboru stejném nebo obdobném oboru podnikání společnosti ani vstupovat se společností do obchodních vztahů,

b) zprostředkovávat nebo obstarávat pro jiné osoby obchody společnosti,

c) účastnit se na podnikání jiné společnosti jako společník s neomezeným ručením nebo jako ovládající osoba jiné osoby se stejným nebo podobným předmětem podnikání,

d) vykonávat činnost jako statutární orgán nebo člen statutárního nebo jiného orgánu jiné právnické osoby se stejným nebo s obdobným předmětem podnikání, ledaže jde o koncern.

(2) Porušení těchto ustanovení má důsledky uvedené v § 65.

(3) V případě, že člen představenstva vykonává pro společnost práci na základě pracovní smlouvy či jiné smlouvy tuto nahrazující, nepovažuje se takový vztah za obchodní.¹⁷

V České republice je typické dominantní postavení majoritních vlastníků a obsazování orgánů minimálními povinnými počty členů. Tato skutečnost oslabuje kontrolní mechanismy mezi členy představenstva a dozorčí rady. Postavení majoritních vlastníků bylo dále posíleno novelou obchodního zákoníku z roku 2005 vycházející z 13. směrnice práva obchodních společností ES a nabídkách převzetí. Prakticky tato novela znamená možnost majoritního akcionáře (90 % a větší podíl) vytěsnit (squeeze-out) minoritní akcionáře za přiměřeně vysokou náhradu. To přirozeně vyvolalo ve společnosti diskuzi na téma vlastnických práv. V září roku 2005 následovala nová úprava, která přinesla následující změny do procesu squeeze-out:

- » Pro přijetí usnesení valné o převodu všech akcií na osobu hlavního akcionáře je vyžadován souhlas Komise pro cenné papíry. Majoritní akcionář tedy předkládá komisi znalecký posudek k posouzení jeho přiměřenosti.
- » Majoritní akcionář je povinen předat bance peněžní prostředky v náležité výši protiplnění ještě před samotným konáním valné hromady, která o převodu akcií následně rozhodne.

10.1.2 Konkursní legislativa

Dlouho kritizovanou překážkou efektivního využití kapitálu v ČR byla podle OECD nekvalitní konkursní legislativa. K 1. červenci 2007 vstoupil v účinnost zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (tzv. insolvenční zákon), který

¹⁷ Zákon 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 196

novelizuje zákon č. 328/1991 Sb. o konkursu a vyrovnání. Tato právní úprava řeší problémy úpadku a hrozícího úpadku dlužníka soudním řízením jedním z definovaných způsobů. Cílem je uspořádání majetkových vztahů k osobám dotčeným dlužníkovým úpadkem k nejvyššímu a zásadně poměrnému uspokojení věřitelů a oddlužení dlužníka. Klíčové principy insolvenčního řízení jsou: spravedlnost, rychlost, hospodárnost a maximální uspokojení věřitelů. Způsoby řešení úpadku jsou následující:

- » Konkurs,
- » reorganizace,
- » oddlužení,
- » zvláštní způsoby řešení úpadku.

Zákon nově zřizuje insolvenční rejstřík, jenž je veřejně přístupným informačním systémem veřejné správy pod správou Ministerstva spravedlnosti. Rejstřík obsahuje seznam insolvenčních správců, seznam dlužníků a insolvenční spisy (jeden spis pro každého dlužníka). Insolvenční rejstřík zvýší transparentnost celé úpadekové agendy. Nová právní úprava úpadekových vztahů je pozitivním krokem, protože posiluje postavení věřitele a zavedením lhůt přispívá ke zrychlení celého procesu.

10.1.3 Regulace vybraných subjektů

V této části se zaměřím na regulaci významných investorů private equity, tedy penzijních fondů a pojišťoven. Penzijní fondy jsou nejvýznamnějšími investory na trhu private equity (představují čtvrtinový podíl investovaných prostředků), a ačkoliv je jejich role dominantní, jejich možnosti investování na tomto trhu jsou značně regulované a omezené. Činnost pojišťoven je podobně přísně regulována, a to také výrazně omezuje tok kapitálu na private equity trh.

Penzijní fondy

Po vstupu České republiky do Evropské Unie došlo k několika pozitivním změnám v oblasti institucionálního investování. Před vstupem do EU byly penzijní fondy absolutně legislativně odstaveny od investování do private equity. Evropská Unie si však uvědomuje význam penzijních fondů pro rozvoj trhu private equity (podle EVCA jsou v současné době penzijní fondy a banky objemem poskytnutých prostředků největšími investory private equity), a proto zakazuje členským státům znemožňovat

investice do skupiny aktiv private equity a venture kapitálu. Nicméně, jednotlivé členské státy mohou stanovit různé kvantitativní restriktce a ty jsou v řadě zemí včetně České republiky velmi přísné.

V České republice upravuje činnost penzijních fondů Zákon č. 42/1994 Sb. Ten nepovoluje investice do rizikového kapitálu. Podle § 33 „*Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem mohou být umístěny zejména do*

a) dluhopisů, jejichž emitentem je členský stát Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj nebo centrální banka tohoto státu, a dluhopisů, za které převzal záruku členský stát Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj,

b) dluhopisů vydaných Evropskou investiční bankou, Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj nebo Mezinárodní bankou pro obnovu a rozvoj nebo jinou mezinárodní finanční institucí, jejíž je Česká republika členem,

c) podílových listů otevřených podílových fondů,

d) cenných papírů, s nimiž se obchoduje na regulovaném trhu země Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj, který je povolen příslušným úřadem členského státu,

e) movitých věcí představujících záruku bezpečného uložení peněžních prostředků, kromě cenných papírů,

f) nemovitostí poskytujících záruku spolehlivého uložení peněžních prostředků a sloužících zcela nebo převážně k podnikání nebo bydlení.“¹⁸

Nicméně, Zákon č. 36/2004 Sb. účinný od 1. dubna 2004 upravuje mimo jiné znění Zákona č. 42/1994 Sb. a umožňuje penzijním fondům investovat do rizikového kapitálu, ale pouze maximálně do výše 5 % celkových aktiv. „...*Nejvíce 5 % majetku penzijního fondu může být umístěno jinak, než je uvedeno v § 33 odst. 2 písm. a) až f) a § 33 odst. 3.*“¹⁹ Novelizace také v § 33 odstavci 1 definuje obecné pravidlo investování penzijních fondů, které se blíží významu zásady známé jako prudent man principle. „*Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem musí být umístovány s odbornou péčí tak, aby byla zaručena bezpečnost, kvalita, likvidita a rentabilita skladby finančního umístění jako celku.*“²⁰

¹⁸ Zákon č. 42/1994 Sb.

¹⁹ Zákon č. 36/2004 Sb.

²⁰ Zákon č. 36/2004 Sb.

Pojišťovny

Investiční činnost pojišťoven legislativně upravuje Zákon č. 363/1999 Sb. Podobně jako penzijní fondy měly i pojišťovny povoleno investovat pouze do méně rizikových aktiv. V současné době je v účinnosti Zákon č. 363 upraven řadou dodatků mimo jiné Zákonem č. 39/2004 Sb. a skladba finančního umístění, která je definována v § 21a odstavci 1 a 2 se rozšířila a nabídla pojišťovnám flexibilitu v rozhodování o investicích.

„(1) Finanční umístění v rámci členských států zahrnuje

a) dluhopisy vydané členským státem nebo jeho centrální bankou a dluhopisy, za které převzal záruku členský stát,

b) dluhopisy vydané bankami a obdobnými úvěrovými institucemi členských států,

c) kotované dluhopisy vydané obchodními společnostmi,

d) pokladniční poukázky,

e) kotované komunální dluhopisy,

f) půjčky, úvěry a jiné pohledávky, jejichž splnění je zajištěno bankovní zárukou,

g) směnky, jejichž splnění je zajištěno bankovním směnečným rukojemstvím nebo bankovním avalem,

h) nemovitosti na území členských států,

i) hypoteční zástavní listy,

j) kotované akcie,

k) vklady a vklady potvrzené vkladovým certifikátem, vkladním listem či jiným obdobným dokumentem u bank, které mají povolení působit na území členských států jako banka,

l) předměty a díla umělecké kulturní hodnoty oceněná nejméně 2 znalci, za podmínky jejich pojištění pro případ poškození, zničení, ztráty nebo odcizení u jiné pojišťovny,

m) dluhopisy vydané Evropskou investiční bankou, Evropskou centrální bankou, Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj nebo Mezinárodní bankou pro obnovu a rozvoj,

n) cenné papíry vydané jednotkou kolektivního investování.

(2) Finanční umístění dále zahrnuje

a) zahraniční cenné papíry, s nimiž se obchoduje na regulovaném trhu členských států Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj,

b) půjčky pojištěným, kteří uzavřeli s pojišťovnou smlouvu na životní pojištění,

c) zajišťovací deriváty,

d) pohledávky za zajišťovnami.²¹

V § 21a odstavci 10 zákon umožňuje měnit skladbu finančního umístění a tím investovat do private equity a venture kapitálu. „(10) Na základě písemné žádosti může ministerstvo udělit pojišťovně nebo zajišťovně časově omezený souhlas s jinou skladbou finančního umístění, jestliže tím nedochází k porušení zásad stanovených v § 13 odst. 9 a je-li skladba finančního umístění v souladu s odstavci 4 a 8. Splnění těchto podmínek je pojišťovna nebo zajišťovna povinna doložit v žádosti.“²² Ačkoliv mají pojišťovny výše popsané možnosti umístování prostředků do private equity a venture kapitálu, současná omezení představují, podobně jako v případě penzijních fondů, značnou překážku toku kapitálu na český trh private equity.

10.2 Daňový systém

Daňový systém a zejména výše daňových sazeb mají podstatný vliv na výnosy investic private equity. Protože private equity investice mají zpravidla dlouhodobější charakter a investoři očekávají zhodnocení vložených prostředků až po uplynutí smlouveného období při odchodu z investice, principy zdanění jsou odlišné a výše výnosů jsou vázány na jiné sazby daně než v případě investic do veřejně obchodovaných společností. Akcionáři veřejně obchodovaných společností očekávají pravidelné výplaty dividend, tedy prostředky již zdaněné sazbou daně z příjmů právnických osob, které jsou povinni dále zdanit sazbou daně z dividend. Dochází tedy k dvojímu zdanění, které v případě private equity odpadá. Private equity investoři daní zhodnocené prostředky pouze v okamžiku ukončení investice, a to sazbou daně z kapitálových příjmů.

Světová banka hodnotí celkové daňové prostředí opět pomocí několika kritérií. Jsou jimi počet nutných procedur, časovou náročnost spojenou s daňovou administrativou měřenou v hodinách za rok (s důrazem na daň z příjmu právnických osob, DPH, pojištění zaměstnanců, daň z nemovitostí a daň spotřební) a konečně celkovou daňovou zátěž pro podnikatele v procentech ze zisku společnosti. Ze studie vyplývá nepřímá závislost mezi výší daňových sazeb a administrativy spojené s odváděním

²¹ Zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví

²² Zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví

daní a zamětností, mírou úspor a investicemi dané země. Docházíme k předvídatelnému závěru, že vyšší daňové zatížení vede k vyšším daňovým únikům a brání efektivnímu rozvoji podnikání. Důležitá není však jen samotná výše daňové sazby, ale i složitost právních předpisů a procedur.

Daňové prostředí České republiky je hodnoceno velmi podprůměrně, a to navzdory skutečnosti, že výše daňové zátěže je v rámci Evropské unie průměrná. Hlavním důvodem je nadměrná složitost a rozsah předpisů, časté změny legislativy, malá transparentnost daňového systému a z toho vyplývající časová náročnost pro podnikatele respektive zvýšené administrativní náklady.

Přímé daně

Daň z příjmů fyzických osob platí všichni ekonomicky aktivní obyvatelé, tedy zaměstnanci a osoby samostatně výdělečně činné. Daň se řídí zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů ve znění dalších předpisů (ZDP). Vztahuje se na fyzické osoby, které mají bydliště na území České republiky nebo se zde obvykle zdržují (183 dní v roce). Povinnost odvádět daň se vztahuje na příjmy plynoucí ze zdrojů na území České republiky, ale i na příjmy ze zdrojů zahraničních. V roce 2007 platí progresivní sazba daně od 12 % do 32 %²³.

Daň z příjmu právnických osob platí osoby, které nejsou fyzickými osobami a organizační složky státu podle zvláštního předpisu. Poplatníci se sídlem v České republice plní daňovou povinnost z příjmů plynoucích ze zdrojů na území České republiky, ale i z příjmů plynoucích ze zdrojů v zahraničí. Poplatníci se sídlem v zahraničí plní daňovou povinnost pouze z příjmů plynoucích ze zdrojů na území České republiky. Daň se opět řídí zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů ve znění dalších předpisů (ZDP). Sazba daně z příjmů právnických osob je 24 %²⁴ pokud zákon nestanoví jinak. Tato sazba daně se vztahuje na základ daně snížený o odečitatelné položky od základu daně a o položky snižující základ daně (dle §21, odst.1, zákona o daních z příjmů). V České republice neexistuje specifická daň na kapitálové příjmy, a proto jsou kapitálové příjmy českých společností obvykle sloučeny s dalšími zdanitelnými příjmy a zdaněny daní z příjmů právnických osob. Příjmy z dividend z tuzemské akcie, podílů na zisku, vypořádacích podílů, podílů na likvidačním zůstatku

²³ Zdroj: KPMG, Tax Card 2007 – Czech Republic

²⁴ Zdroj: KPMG, Tax Card 2007 – Czech Republic

se daní srážkovou daní 15 % / 0 %²⁵ a dále se neuvání v daňovém přiznání. U investičních fondů a podílových fondů se použije 5 % sazba. Penzijní fondy jsou také zatíženy 5 % daňovou sazbou. Příloha E obsahuje srovnání sazeb daně z příjmů právnických osob ve 27 zemích Evropské unie a jejich vývoj v čase od roku 1995 do 2007. Z tabulky je zřejmé, že existuje tendence k poklesu těchto sazeb. V České republice došlo v průběhu dvanácti let k poklesu ze 41 % na 24 %. Tato hodnota přibližně odpovídá průměru Evropské unie.

Daň z nemovitosti je kalkulována z rozlohy použitých pozemků. Předmětem jsou všechny pozemky na území České republiky evidované v katastru nemovitostí a stavby spojené s pevným základem na území České republiky. Tato daň je upravena zákonem č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitosti a skládá se z daně z pozemků a ze staveb. Daň se vyměřuje každý rok k 1. lednu. Sazby začínají na 1Kč/m² za obytné a zemědělské budovy, 5Kč/m² za průmyslové stavby a 10Kč/m² za další obchodní stavby. Vypočtená hodnota se násobí koeficientem od 0,3 do 5 podle lokality²⁶.

Silniční dani podléhají vozidla registrovaná a provozovaná v České republice, pokud se používají k podnikání nebo jiné samostatné výdělečné činnosti. Vozidla s hmotností vyšší než 12 tun podléhají silniční dani v každém případě. Sazby se pohybují od 1200Kč do 4200Kč pro osobní vozidla a 1800Kč až 50400Kč pro vozidla ostatní²⁷. Tuto daň upravuje zákon č. 16/1993 Sb., o dani silniční.

Dědická a darovací daň je upravena zákonem č. 357/1992 Sb., o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí. Sazby se pohybují od 1 % do 40 % v závislosti na hodnotě daru a vztahem mezi stranami. Sazby dědické daně nabývají poloviční hodnoty sazeb daně darovací.

Nepřímé daně

Daň z přidané hodnoty upravuje zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty. Předmětem daně je zboží, služby a nemovitosti. Tuto nepřímou daň platí koncoví spotřebitelé nebo subjekty bez nároku na odpočet daně. Plátcí jsou právnické a fyzické

²⁵ V případě, že valná hromada rozhodne o vyplácení dividend po 1. lednu 2006, dividendy vyplácené mateřské společnosti registrované v České republice nebo jiném členském státu Evropské unie nebudou předmětem srážkové daně v případě, že jsou splněny určité podmínky. Např.: specifická právní forma společnosti, minimálně 10% podíl na společnosti nebo dvanáctiměsíční nepřetržitá držba akcií. Stejný přístup je použitelný u česko-švýcarských vztahů.

²⁶ Zdroj: KPMG, Tax Card 2007 – Czech Republic

²⁷ Zdroj: KPMG, Tax Card 2007 – Czech Republic

osoby podnikající v tuzemsku, pokud jejich obrat přesáhne 1 000 000 Kč za předchozích 12 měsíců.

Spotřební daň je upravena zákonem č. 353/2003 Sb., o spotřebních daních. Rozumí se jí daň z lihu, piva, vína a meziproductů, minerálních olejů a tabákových výrobků. Plátcí jsou všechny fyzické a právnické osoby, kterým vzniká dle §9 povinnost daň přiznat a zaplatit, tedy provozovatelé daňového skladu, dovozci a ostatní uvedení v §4. Povinnost vznikne výrobou nebo dovozem a začíná dnem uvedení výrobků do volného daňového oběhu v České republice nebo při vzniku celního dluhu.

10.3 Korupce

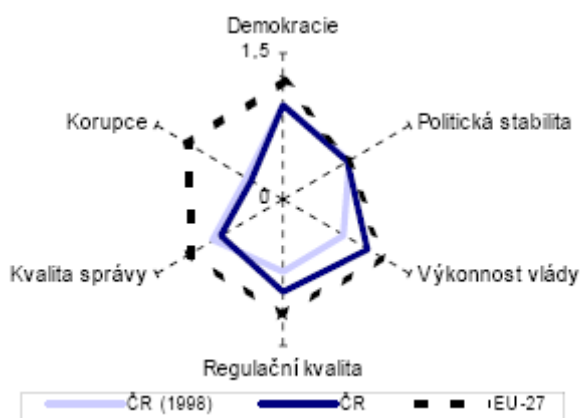
Jakási obecná definice korupce je zneužití určitého postavení (často spojeného s rozhodovací pravomocí) ve svůj osobní prospěch. S korupcí se můžeme setkat v politice, hospodářství, veřejné správě apod. Korupce obvykle vzniká v podmínkách, kde je značně koncentrována politická či rozhodovací moc, nekvalitní legislativní systém a slabá vymahatelnost práva, kde dochází k nekontrolovaným rozhodováním o financování veřejných či soukromých projektů, atd. Důsledkem je zhoršení podnikatelského prostředí, oslabení hospodářských výsledků, klesající důvěra k politice a veřejné správě, růst chudoby a nezaměstnanosti, rostoucí daňové zatížení a s tím spojené daňové úniky. *"Korupční prostředí snižuje důvěryhodnost země pro zahraniční investory, snižuje efektivnost využití zdrojů a tím i ekonomickou výkonnost. Dále pak odráží a současně prohlubuje morální úpadek společnosti z důvodu narušení veřejného pořádku a fungování právního systému. Korupční prostředí a korupční chování jsou podporovány nedostatečně jasným oddělením státu a trhu, veřejné a soukromé sféry, nadměrnou a nesystémovou regulací."*²⁸

Metodologii používanou k hodnocení míry korupce CPI (corruption perceptions index – index vnímání korupce) vypracovala a do roku 1995 její výsledky publikuje organizace Transparency International. Index nabývá hodnot od 0 (nejhorší výsledek) do 10 (nejlepší výsledek) a v současné době obsahuje hodnocení 163 zemí světa. Je velmi náročné míru korupce přesně měřit, a proto i index vnímání korupce, jak je již z názvu zřejmé, vychází ze subjektivních názorů respondentů. Index tedy neměří pouze skutečnou situaci, ale zahrnuje také hodnotová měřítka dotazovaných.

²⁸ Centrum ekonomických studií VŠEM - Ročenka konkurenceschopnosti České republiky 2006-2007, s. 442

Postavení České republiky ve srovnání se státy EU je tradičně velmi nelichotivé. Ve srovnání s 27 členskými zeměmi zaujímáme jednu z posledních příček s hodnotou CPI 4,8²⁹. Horších výsledků dosahuje jen sedm členských států: Litva, Lotyšsko, Slovensko, Řecko, Bulharsko, Polsko a Rumunsko. Průměrná hodnota všech 27 členských zemí dosahuje 6,5 a přední příčky tradičně zaujímají skandinávské státy s hodnotami přesahujícími 9,0.

Graf č. 21 Politicko-správní kvalita prostředí



Zdroj: Světová Banka, Doing Business 2006

Z obrázku č. 21 je zřejmé, že Česká republika zaostává za průměrem Evropské unie téměř ve všech ukazatelích jakési politicko-správní kvality prostředí. V některých ukazatelích došlo od roku 1998 k určitému, i když ne příliš dramatickému zlepšení (výkonnost vlády, regulační kvalita), nicméně u většiny nepozorujeme téměř žádný vývoj, naopak mírný pokles. Nejhorších hodnot dosahuje právě ukazatel korupce, který se s postupem času příliš nemění, a to má samozřejmě negativní vliv na zájem investorů o tento region.

²⁹ Transparency International 2006

11. Kapitálový trh a problematické IPO

V zahraničí je primární veřejná nabídka považována za rychlý a efektivní způsob, nicméně v České republice je stále velice vzácný. Existuje řada příčin tohoto stavu. Komise pro cenné papíry je rozděluje do dvou základních skupin: „...*právní a ekonomické*.“³⁰

Ačkoliv je financování způsobem primární emise v České republice vzácné, neznamená to, že neexistují podmínky pro její realizaci. Podle Komise pro cenné papíry „*Existuje potřeba kapitálu u obchodních společností, existují vhodní kandidáti na IPO, na trhu jsou připraveni odborní poradci a manažeři emisí, auditoři apod., zdá se, že jsou připraveny i veřejné trhy*.“³¹

Profesor Jan Hanousek z CERGE-EI na konferenci s názvem „Význam kapitálového trhu pro rozvoj ekonomiky ČR“ pořádané 17. 5. 2007 pražskou burzou cenných papírů identifikuje a dále popisuje, podle jeho názoru, klíčové ekonomicko-historické faktory, které mají vliv na počet primárních emisí na pražské burze.

- » Kupónová privatizace,
- » vliv státu na bankovní sektor,
- » začarovaný kruh IPO,
- » způsob vzniku pražské burzy.

Velmi negativní vliv na rozvoj trhu a kolektivního investování měla kupónová privatizace, kdy došlo mezi lety 1994 - 1998 ke zklamání řady drobných investorů selháním fondů i regulátorů. Došlo ke značnému delistingu titulů z burzy, což představuje pro investory negativní signál a ve výsledku zmenšování burzy samotné. „*Prokletí kuponové privatizace se táhne historií pražské burzy jako krvavá nit. Toto prokletí je třeba zlomit*.“³² Podle profesora Hanouska je na pražské burze, v porovnání se situací v Polsku či Maďarsku, malý počet aktivních drobných investorů a přístup institucionálních investorů je poměrně pasivní.

Svou roli sehrála i skutečnost, že stát měl v raném stádiu transformace ekonomiky dlouhou dobu vliv na bankovní sektor, což mělo za následek poměrně snadný přístup

³⁰ Komise pro cenné papíry – Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR, 2001, s. 3

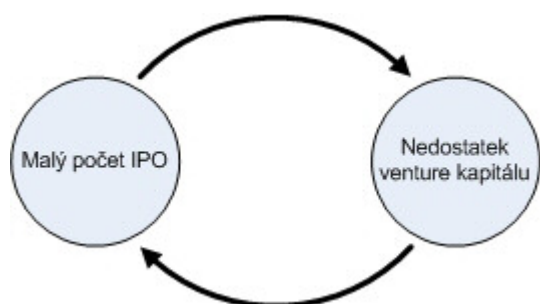
³¹ Komise pro cenné papíry – Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR, 2001, s. 7

³² Přednáška Prof. RNDr. Jana Hanouska, CSc. z CERGE-EI prezentována 17. 5. 2007 v rámci konference „Význam kapitálového trhu pro rozvoj ekonomiky ČR“ pořádané pražskou burzou cenných papírů

ke kapitálu ve formě úvěrů. Řada i rizikových projektů měla možnost získat financování úvěrem, a proto byly ostatní způsoby financování do jisté míry přehlíženy. Nebyl zde tedy prostor pro venture kapitál a z tohoto pohledu byla Česká republika v této fázi pro investory prakticky nezajímavá.

Malý počet uskutečněných IPO na pražské burze signalizuje, že je tento způsob ukončení investice obtížný a není v České republice velmi populární. Tato skutečnost je jedním ze dvou článků jakéhosi začarovaného kruhu způsobujícího malý zájem venture investorů, a tedy nedostatek venture kapitálu na trhu.

Graf č. 22 Začarovaný kruh IPO



Zdroj: Autor

Významným aspektem, který negativně ovlivnil fungování kapitálového trhu jako celku je podle profesora Hanouska samotný způsob vzniku pražské burzy. Pražská burza vznikla jako jakýsi vedlejší produkt kupónové privatizace a stala se místem, kde byly obchodovány akcie privatizovaných firem. Základní princip listinu byl popřen, protože na burzu vstoupily akcie prakticky všech privatizovaných společností. Problémem byl dále nedostatek kvalitní regulace, která se vytvářela poměrně pozdě až s vývojem samotné burzy. Na burzu vstoupilo velké množství společností a následoval značný delisting málo atraktivních titulů, nicméně to vedlo ke zmenšení samotné burzy, což působilo negativně na potenciální investory. Ve výsledku není pražská burza vnímána jako efektivní zdroj kapitálu.

Na druhé straně, je nutné krátce zmínit aktuální situaci na pražské burze. V letošním roce došlo k IPO společnosti AAA Auto, která sice zatím investory příliš nepřesvědčila, ale opět potvrdila, že lze IPO na pražské burze zrealizovat. Zájemců o IPO přibývá. Developerská společnost VGP oznámila, že sedmého prosince letošního roku vstoupí na burzu v Bruselu a Praze. V roce 2007 můžeme podle informací Hospodářských novin čekat další IPO, a sice společnosti NWR, jenž je stoprocentním vlastníkem důlní

firmy OKD³³. Tato emise má patřit k největším. Společnost plánuje prodat akcie za přibližně 60 miliard korun. Mezi další kandidáty na patří podle ředitele pražské burzy Koblíce pojišťovna Vienna insurance group, softwarová společnost ICZ a zájem projevila také společnost Student Agency, která chce prostřednictvím emise financovat divizi železniční dopravy.

Současný zájem společností o primární emisi na pražské burze se může stát pozitivním signálem pro investory a přispět tak k rozvoji trhu private equity.

³³ Hospodářské noviny, úterý, 20. listopadu 2007

Závěr

Tato diplomová práce měla za cíl identifikovat a zhodnotit klíčové faktory úspěšného rozvoje trhu private equity v České republice v kontextu regionu a světa, vysvětlit strukturu trhu, popsat jednotlivé aktéry, odlišit různé typy investice a nastínit, pro které společnosti jsou vhodné a v jaké fázi.

Na základě provedené analýzy soudím, že podmínky pro širší využití soukromého kapitálu (private equity) v České republice, ale i v regionu Střední a Východní Evropy, se postupem času stávají příznivějšími a lze očekávat, že nastartovaný růst bude i nadále pokračovat. Závěry odpovídají mimo jiné i studii společnosti PricewaterhouseCoopers zaměřené na očekávání investorů, ze které vyplývá, že stále více společností plánuje rozšiřovat investiční portfolio na trhu private equity ve Střední a Východní Evropě, především tedy v Polsku, České republice a Maďarsku.

Z pohledu legislativy došlo k několika posunům, které mají vliv na trh private equity. Velmi pozitivně je vnímána změna konkurzní legislativy, která značně mění současné podmínky. Celá oblast se tak stává daleko transparentnější a došlo ke zrychlení některých procedur. Zákon dále zavádí veřejně přístupný insolvenční rejstřík obsahující seznam dlužníků. Podle mého názoru tyto změny zvýší důvěru investorů a pozitivně ovlivní vývoj trhu.

Uvolnění regulace institucionálních investorů (penzijních fondů, pojišťoven), kteří poskytují téměř třetinu prostředků investovaných do private equity, napomůže rozvoji trhu a pohybu kapitálu.

V daňovém prostředí dochází v celé Evropě k poklesu korporátních daňových sazeb, což pozitivně přispívá k rozvoji trhu private equity, který následkem toho nabízí vyšší výnosy. V České republice došlo v roce 2007 k výrazným změnám daňového systému, které vstoupí v platnost od roku 2008. Výsledkem by mělo být zvýšení transparentnosti a zjednodušení celého systému. Klíčovým aspektem je tendence k přesouvání daňové zátěže od daní přímých k daním nepřímým. Tato skutečnost podpořená dalším plánovaným poklesem sazby daně z příjmů právnických osob by měla vést k dalšímu rozvoji PE trhu.

Dalším z klíčových faktorů, který byl diskutován v analytické části diplomové práce je stav kapitálového trhu České republiky. Uvedl jsem, že situace není optimální, nicméně

formálně neexistují překážky běžného fungování trhu PE a pozorujeme pozitivní vývoj. Český kapitálový trh však stále není vnímán jako efektivní zdroj kapitálu to je signalizováno i malým počtem IPO na pražské burze. Z tohoto důvodu není trh investory venture kapitálu a private equity vnímán jako vhodný a jejich zájem je stále méně významný. Kapitálový trh je determinován kupónovou privatizací a vznikem pražské burzy. V posledních letech jsme viděli řadu úspěšných IPO (Pegas, Zentiva, AAA) a v nejbližší době se očekává řada dalších (NWR). Lze očekávat, že více úspěšných IPO na pražské burze bude mít pozitivní vliv na image burzy a přiláká nové venture kapitálové a private equity investory.

Situace v oblasti kvality státní správy je stále negativně hodnocena a i po řadě let se dramaticky nelepší. Ačkoliv tato oblast nemá přímou vazbu na trh private equity, do značné míry determinuje podnikatelské prostředí České republiky a zprostředkovaně tak působí i na tento trh. Česká republika výrazně zaostává za průměrem Evropské studie zejména v oblastech korupce a míry byrokracie a nepřehlednosti povinných procedur. Zjednodušení regulace by přispělo ke zprůhlednění celého podnikatelského prostředí a následně zvýšení podnikatelské aktivity a potřeby toku kapitálu mezi subjekty trhu.

Teoretická část mé diplomové práce poskytla podnikatelům základní přehled o trhu private equity, zatímco v analytické byly identifikovány a zhodnoceny faktory, které přímo ovlivňují fungování a rozvoj tohoto trhu v České republice.

Zdroje

Literatura

BANCE, A. Why and How to Invest in Private Equity, EVCA 2006

BREALEY, R. A., MEYERS, S. C.: Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. The McGraw-Hill Companies 2003

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

FICHERA, Dante, The Insider's Guide to Venture Capital. USA, Prima Publishing, 2002. ISBN 0-7615-3239-0

GAUGHAN, P. A., Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002 ISBN- 13: 0-471-70564-0

SOUKUPOVÁ, J., HOŘEJŠÍ, B., MACÁKOVÁ, L., SOUKUP, J.: Mikroekonomie. 3. vyd. Praha, Management Press 2004

Další zdroje

Centrum ekonomických studií VŠEM, Ročenka konkurenceschopnosti České republiky 2006-2007

Czech Venture Capital Association, Příručka k investování soukromého a venture kapitálu

CzechInvest, Operační program Podnikání a Inovace, Program podpory začínajících podnikatelů START

CzechInvest, Průmysl a podnikání, Magazín agentury CzechInvest pro podnikatele 1/2006

Česká spořitelna – Ekonomika pod lupou 3. čtvrtletí 2007

European Venture Capital Association, Activity Report, 2006

European Venture Capital Association, Why and How to Invest in Private Equity

Hospodářské noviny, úterý, 20. listopadu 2007

JENKINSON, T., The development and performance of European private equity

- Komise pro cenné papíry, Analýza příčin nerealizování primárních emisí akcií v ČR, 2001
- Komise cenných papírů, Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu, 2004
- KPMG, Tax Card 2007 – Czech Republic
- American Capital, Management Buyouts, http://american-capital.com/resources/buyouts/about_buyout_services/about_buyout_services.cfm, 15.1.2005
- OECD - Ekonomický přehled České republiky, 2006
- PricewaterhouseCoopers, Global Private Equity Report 2006
- PricewaterhouseCoopers, Private Equity Trend Report 2007
- Přednáška Prof. RNDr. Jana Hanouska, CSc. z CERGE-EI prezentována 17. 5. 2007 v rámci konference „Význam kapitálového trhu pro rozvoj ekonomiky ČR“ pořádané pražskou burzou cenných papírů
- Roland Berger Strategy Consultants, European private equity outlook 2008
- Roland Berger Strategy Consultants, Introduction to Mezzanine Finance
- Soukromý kapitál jako zdroj financování firem, Michal Ruml, www.finance.cz, 5.10.2007
- Světová Banka, Doing Business, 2006
- Tuck School of Business at Dartmouth, Private Equity Glossary, 2004
- Zákon č. 182/2006 Sb., o úpadku a způsobech jeho řešení (insolvenční zákon)
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty
- Zákon č. 328/1991 Sb., o konkursu a vyrovnání
- Zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitostí
- Zákon č. 353/2003 Sb., o spotřebních daních
- Zákon č. 357/1992 Sb., o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitostí
- Zákon č. 36/2004 Sb.

Zákon č. 363/1999 Sb., o pojišťovnictví

Zákon č. 39/2004 Sb.

Zákon č. 42/1994 Sb.

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

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

Seznam tabulek a grafů

Tabulky

Tabulka č. 1 Investoři private equity v Evropě.....	25
Tabulka č. 2 Srovnání různých forem financování.....	32
Tabulka č. 3 Srovnání různých forem mezzanine financování	33
Tabulka č. 4 Pozitiva a negativa primární emise akcií	45
Tabulka č. 5 Srovnání veřejně obchodované a LBO společnosti.....	50

Grafy

Graf č. 1 Rostoucí výnos pro investora	11
Graf č. 2 Struktura private equity.....	14
Graf č. 3 Vývoj cash flow.....	15
Graf č. 4 Zdroje financování	16
Graf č. 5 Nejvýznamnější private equity společnosti	19
Graf č. 6 Vývoj globálních objemů prostředků na trhu private equity	20
Graf č. 7 Vývoj objemu získaných PE prostředků v Evropě	20
Graf č. 8 Význam zemí Evropy na trhu PE	21
Graf č. 9 Způsoby private equity investic	23
Graf č. 10 Fáze financování.....	29
Graf č. 11 Způsoby ukončení investice	34
Graf č. 12 Financování úvěrovou linkou	39
Graf č. 13 Financování dlouhodobým úvěrem.....	39
Graf č. 14 Financování podřízeným dluhem.....	40
Graf č. 15 Financování formou vlastního kapitálu.....	41
Graf č. 16 Harmonogram manažerského odkupu	42
Graf č. 17 Časový harmonogram primární emise společnosti.....	47
Graf č. 18 Vývoj růstu HDP členských států EU	51
Graf č. 19 Vývoj růstu HDP České republiky	52
Graf č. 20 Kreditní rating zemí Střední a Východní Evropy.....	52
Graf č. 21 Politicko-správní kvalita prostředí.....	66
Graf č. 22 Začarovaný kruh IPO	68

Příloha A – Použité pojmy

Angel investor

Zámožný jedinec investující zpravidla do rané fáze rozvoje společnosti s potenciálem velkého růstu

Book value

Knižní hodnota je hodnota běžných akcií; knižní hodnota aktiva je obvykle pořizovací cena zmenšená o akumulované znehodnocení

Bridge financing

Krátkodobé, přechodné financování, které bude následně nahrazeno stálým kapitálem ve formě vlastního kapitálu nebo dluhu

Burn rate

Míra či rychlost jakou začínající společnost s minimálními nebo žádnými tržbami používá dostupné prostředky k pokrytí výdajů

Buyout

Odkup rozhodujícího podílu ve společnosti externím investorem (leveraged buyout) nebo managementem společnosti (management buyout)

Capitalization table

Tabulka prezentující vlastníky včetně jejich procentuálních podílů a věřitele společnosti; obsahuje také formu vlastnictví: běžné akcie, prioritní akcie, warranty, opce, prioritní a podřízený dluh

Dilution

Snížení procentního podílu na vlastnictví společnosti způsobené vydáním nových akcií novým investorům

Due Dilligence

Proces hloubkové kontroly společnosti prováděný investorem za účelem zjištění realizovatelnosti potenciální investice a prověření přesnosti poskytovaných (zejména finančních) informací

EBITDA

Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Zisk před odečtením úroků, daní, odpisů a amortizace) je zjednodušený způsob měření provozního cash flow společnosti založený na datech z výkazu zisků a ztrát. EBITDA není definován v GAAP, a proto se jeho kalkulace může u různých společností lišit

Equity

Vlastní kapitál; struktura vlastnictví reprezentovaná běžnými a prioritními akciemi;
$$\text{Vlastní kapitál} = \text{Aktiva} - \text{Závazky}$$

ESOP

Employee Stock Ownership Program; dlouhodobý motivační program pro zaměstnance společnosti

Equity Kicker

Equity kicker může být warrant či opce na nákup určité části vlastního kapitálu společnosti se slevou poskytovaná zpravidla k dluhovému financování z důvodu zvýšení potenciálního výnosu

Exit

Způsob, jakým je vygenerován zisk pro vlastníky a investory společnosti

Fund of fund

Fond vytvořený za účelem investování do private equity

Junk bonds

Dluh emitovaný prostřednictvím veřejné nabídky, který má velmi slabý investiční rating; nízký rating indikuje vyšší riziko, a tedy vyšší výnos

KISS pravidlo

"Keep it silly and simple"; pravidlo pro informace poskytované investorům; zmatený investor neinvestuje

General partner

Komplementář – v případě PE představován samotným fondem

Limited partner

Komandista - investor s omezeným ručením

Mezzanine

Mezzanine kapitál je hybridní formou financování, která zaujímá zprostředkující pozici mezi dluhem a financování vlastním kapitálem

Portfolio company

Společnost, která získala finanční prostředky od private equity fondu

Private equity

Investování soukromým kapitálem do společností, jenž nejsou veřejně obchodované

Private equity fund

Fond specializující se na investice soukromým kapitálem do společností, které nejsou veřejně obchodovány

Prudent man rule

Základní princip pro profesionální správu peněžních prostředků, který se stal základem zákona Prudent Investor Act; princip vychází z výroku soudce Samuela Putnuma z roku 1830: "Ti, kteří spravují cizí finanční prostředky by měli jednat s obezřetností, rozvážností, inteligencí a s ohledem na bezpečí kapitálu i příjmů"

Ratchet

Mechanismus zabráňující rozředění akcií; jedná se o smluvní klauzuli, která chrání investora před ztrátou procentuálního podílu na vlastnictví v důsledku emise dodatečných akcií

Spin-off

Nová organizace či entita, která vznikne odtržením od existující společnosti

Spin out

Odtržení divize od existující společnosti

Squeeze-out

Nedobrovolné vytěsnění minoritního akcionáře akcionářem majoritním za přiměřenou odměnu

Venture capital

Rizikový a rozvojový kapitál je segment trhu private equity zaměřující se primárně na investice nových společností s potenciálem vysokého růstu

Warrant

Cenný papír garantující majiteli právo nakoupit akcie společnosti za předdefinovanou cenu; jedná se v podstatě o opci, ale realizace warrantu představuje emisi nových akcií

Zombie

Společnost, která získala finanční prostředky od investorů, ale dokáže generovat tržby a cash flow pouze ve výši nutné k udržení stávajícího chodu bez významného růstu; v této situaci musí dojít z pohledu investora k rozhodnutí zda investici ukončí, nebo bude pokračovat v investování s nadějí budoucího růstu

Příloha B – CVCA

Czech Private Equity and Venture Capital Association

CVCA je asociace, která zastupuje společnosti působící v oblasti rizikového kapitálu v České republice. Jejími členy jsou firmy investující "venture capital" - rizikový kapitál (stálí členové) a společnosti, které v oblasti rizikového kapitálu vykonávají poradenské služby (přidružení členové).

Hlavním cílem CVCA je propagace fenoménu rizikového kapitálu v České republice. Jedním ze způsobů takovéto osvětové činnosti je poskytování informací těm firmám, které by rizikový kapitál mohly využívat.

CVCA představuje hlavní zdroj rizikového kapitálu v České republice. Jejím prvořadým cílem je zvýšit pozornost a povědomí o možnostech rizikového kapitálu trvalým kontaktem s poskytovateli investic a příslušnými politickými, regulačními a mediálními subjekty, a to následujícími způsoby:

- » poskytováním informací o svých členech těm, kdo hledají rizikový kapitál
- » prezentováním názorů a zájmů členů při jednáních s vládou a ostatními orgány
- » poskytováním prostoru pro výměnu názorů mezi členy asociace
- » působením jako zdroj vzdělávání a školení pro zaměstnance členských firem
- » rozvojem a podporou profesionální praxe na vysoké úrovni

The Czech Venture Capital Association (CVCA)

(c/o DBG Eastern Europe, s.r.o.)

Kronberg Building

Senovážné náměstí 8

110 00 Praha 1

Tel.: +420 224 235 399

Fax: +420 224 239 424

Předseda asociace: Vladislav Jež

Tajemník asociace: Petra Kursová

Příloha C – Adresář členů CVCA***3TS Capital Partners***

Václavská 12
120 00 Praha 2
Czech Republic
Tel.: +420 221 460 130

Advent International

Karoliny Svetle 25
110 00 Praha 1
Czech Republic
Tel.: +420 221 098 783

ARGUS Capital Group

Krakovská 9
110 00 Praha 1
Czech Republic
Tel.: +420 296 370 270

Cash Reform Investment Fund

Hlinky 118
614 00 Brno
Czech Republic
Tel.: +420 543 124 711

Czech Venture Partners

Filmařská 19
Praha 5
Czech Republic
Tel.: +420 242 488 824

DBG Eastern Europe

Senovážné náměstí 992/8
110 00 Praha-Nové Město
Czech Republic

Tel.: +420 224 235 399

Genesis Capital

Na Šafránci 22
101 00 Praha 10
Czech Republic
Tel.: +420 271 740 207
Fax: +420 271 740 208

KBC Private Equity NV

Jungmannova 24
110 00 Praha 1
Czech Republic
Tel.: +420 221 424 194
Fax: +420 221 424 471

MCI Management

V Tůních 10
120 00 Praha 2
Czech Republic
Tel.: +420 296 202 055
Fax: +420 296 202 210

Riverside

Václavské náměstí 832/19
110 00 Praha 1
Czech Republic
Tel.: +420 224 890 166
Fax: +420 224 890 164

SGrow Venture Partners

Americká 152/15
120 00 Praha 2
Czech Republic
Tel.: +420 222 520 205

Příloha D – Daňové sazby v EU

Srovnání vývoje sazeb daně z příjmů právnických osob zemí Evropské unie

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Změna 2007 – 1995
BE	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	40.2	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	-6.2
BG	40.0	40.0	40.2	37.0	34.3	32.5	28.0	23.5	23.5	20.0	15.0	15.0	10.0	-30.0
CZ	41.0	39.0	39.0	35.0	35.0	31.0	31.0	31.0	31.0	28.0	26.0	24.0	24.0	-17.0
DK	34.0	34.0	34.0	34.0	32.0	32.0	30.0	30.0	30.0	30.0	28.0	28.0	28.0	-6.0
DE	56.8	56.7	56.7	56.0	51.6	51.6	38.3	38.3	39.6	38.3	38.7	38.7	38.7	-18.1
EE	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	24.0	23.0	22.0	-4.0
IE	40.0	38.0	36.0	32.0	28.0	24.0	20.0	16.0	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	-27.5
EL	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	37.5	35.0	35.0	35.0	32.0	29.0	25.0	-15.0
ES	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	32.5	-2.5
FR	36.7	36.7	41.7	41.7	40.0	37.8	36.4	35.4	35.4	35.4	35.0	34.4	34.4	-2.2
IT	52.2	53.2	53.2	41.3	41.3	41.3	40.3	40.3	38.3	37.3	37.3	37.3	37.3	-15.0
CY	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	29.0	28.0	28.0	15.0	15.0	10.0	10.0	10.0	-15.0
LV	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	22.0	19.0	15.0	15.0	15.0	15.0	-10.0
LT	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	24.0	24.0	15.0	15.0	15.0	15.0	19.0	18.0	-11.0
LU	40.9	40.9	39.3	37.5	37.5	37.5	37.5	30.4	30.4	30.4	30.4	29.6	29.6	-11.3
HU	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	19.6	17.6	17.5	17.5	18.6	-1.1
MT	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	0.0
NL	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0	34.5	34.5	34.5	31.5	29.6	25.5	-9.5
AT	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	34.0	25.0	25.0	25.0	-9.0
PL	40.0	40.0	38.0	36.0	34.0	30.0	28.0	28.0	27.0	19.0	19.0	19.0	19.0	-21.0
PT	39.6	39.6	39.6	37.4	37.4	35.2	35.2	33.0	33.0	27.5	27.5	27.5	26.5	-13.1
RO	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	16.0	16.0	16.0	-22.0
SI	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	23.0	-2.0
SK	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	29.0	29.0	25.0	25.0	19.0	19.0	19.0	19.0	-21.0
FI	25.0	28.0	28.0	28.0	28.0	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	26.0	26.0	26.0	1.0
SE	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	0.0
UK	33.0	33.0	31.0	31.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	-3.0
NO	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	28.0	0.0
EU-27	35.3	35.3	35.2	34.1	33.5	31.9	30.7	29.3	28.3	27.1	25.5	25.3	24.5	-10.8
EU-25	35.0	35.0	34.9	33.9	33.3	32.2	31.1	29.7	28.7	27.4	26.3	26.0	25.5	-9.6
EA-13	38.5	38.6	38.7	37.2	36.4	35.8	34.1	32.8	32.0	31.4	30.0	29.5	28.5	-10.0