

VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ V PRAZE

FAKULTA MEZINÁRODNÍCH VZTAHŮ



Obor: Mezinárodní obchod

Private Equity jako forma financování podniků
(Diplomová práce)

Autor: Bc. Jana Marešová

Vedoucí práce: doc. Ing. Eva Černošávková, CSc.

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma „*Private Equity jako forma financování*“ vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další podkladové materiály uvádím v přiloženém seznamu literatury.

V Praze dne 11. dubna 2014

Bc. Jana Marešová

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala doc. Ing. Evě Černoškové, CSc. za odborné vedení mé diplomové práce a za cenné připomínky při jejím zpracování. Zároveň bych chtěla poděkovat své rodině a přátelům, kteří mi byli oporou po celou dobu mého studia na Vysoké škole ekonomické v Praze.

Anotace

Diplomová práce se zabývá vymezením základních charakteristik a fungováním private equity včetně aktuálních trendů v této oblasti jak na národní, tak mezinárodní úrovni. Práce zahrnuje definici institucionálního rámce podpory private equity v České republice a blíže se zaměřuje na část dluhových odkupů, jejich historii a fungování včetně detailnější specifikace principu pákového efektu vznikajícího při částečném financování cizím kapitálem a jeho demonstrace na příkladech. Private equity transakce jsou charakteristické pro svou jedinečnost a práce blíže specifikuje základní kroky investičního procesu od identifikace investiční příležitosti až po následný monitoring a výstup z transakce. V práci jsou zároveň analyzovány základní charakteristiky odkupované společnosti s ohledem na budoucí tvorbu hodnoty.

Klíčová slova: Private equity, Leveraged buyouts, Investiční proces, Private equity fond, EVCA, CVCA, Exit strategy

OSNOVA

Úvod	1
1. Podstata problematiky Private Equity	4
1.1 Definice private equity a venture capital	4
1.1.1 Evropský přístup k private equity.....	5
1.1.2 Americký přístup k private equity.....	6
1.2 Private equity fondy.....	8
1.2.1 Typy private equity fondů.....	9
1.2.2 Životní cyklus a způsob řízení private equity fondu	11
1.3 Investoři private equity a venture capital.....	13
1.4 Výhody a nevýhody využití private equity a venture capital jako zdroje financování.....	17
1.4.2 Přínosy private equity a venture capital investic.....	17
1.4.3 Potenciální problémy private equity investic	19
1.5 Institucionální podpora private equity v České republice	20
1.5.1 European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) .	20
1.5.2 Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA)	21
1.6 Aktuální vývoj v oblasti private equity v České republice	22
2. Investiční model Private Equity	26
2.1 Rámcová definice průběhu investičního procesu.....	26
2.1.1 Předběžná analýza	27
2.1.2 Ocenění	27
2.1.3 Vyjednávání	31
2.1.4 Strukturování investice	33
2.1.5 Uzavření transakce a následný monitoring investice	35
2.1.6 Rámcové shrnutí investičního procesu	36
2.2 Exit strategies	36
2.2.1 Veřejná nabídka akcií (Initial public offering; IPO)	37
2.2.2 Fúze a akvizice (M&A / Trade sale).....	39
2.2.3 Prodej společnosti jinému finančnímu investorovi (Secondary sale)	42
2.2.4 Odprodej společnosti manažerskému týmu	43
2.2.5 Likvidace (Write off).....	43
3. LBO (dluhové odkupy firem).....	44

3.1	Historie, vývoj a trendy na trhu LBO	45
3.1.1	Období 70. – 80. let 20. století	46
3.1.2	Období od roku 1980 až do roku 2000	46
3.1.3	Rok 2000 – současnost – Spojené státy americké	47
3.1.4	Evropa Rok 2000 – současnost – Evropa	51
3.2	Rámcová definice dluhových odkupů firem (LBO)	53
3.2.1	Pákový efekt	57
3.2.2	Rizika	60
3.2.3	Výstup ze společnosti	61
3.2.4	Rámcové vymezení základních charakteristik odkupované společnosti	63
3.3	Kapitálová struktura LBO transakcí	67
3.3.2	Prioritní dluhy	68
3.3.3	Další vybrané formy financování	70
3.4	Potenciální pozitivní a negativní dopady LBO transakcí	71
	Závěr	73
	Seznam literatury	76
	Seznam použitých zkratk	86
	Seznam schémat, příkladů a grafů	87
	Příloha č. 1 - Fáze vývoje podniku	88
	Příloha č. 2 - Vývoj v oblasti LBO ve Spojených státech amerických v letech 2000 – 2013	89

ÚVOD

V dnešním světě, kdy se většina států musí stále ještě potýkat s důsledky finanční a ekonomické krize a kdy relativně nízký růst hrubého domácího produktu spolu s volatilitou na finančních a měnových trzích nutí poskytovatele financování zpříšňovat podmínky, za nichž je financování poskytováno, hledá mnoho firem nové možnosti obstarání dodatečných finančních prostředků, které by jim umožnily další rozvoj. Podniky musí tak celosvětově i regionálně čelit stále narůstajícím konkurenčním tlakům včetně tlaku na snižování ceny. Právě konkurenční výhoda je jedním z faktorů, které úzce souvisí s tvorbou hodnoty podniku jako celku. Pro podniky je tak pro boj s konkurencí zcela nezbytné, aby soustavně zvyšovaly celkovou efektivitu podnikových procesů a optimalizovaly náklady spojené se všemi podnikovými činnostmi. Problém však tkví v tom, že řada firem nemá dostatek finančních zdrojů k tomu, aby mohla provést potřebné investice do obnovy, rozvoje a restrukturalizace, které by vedly k tolik žádanému zvýšení efektivnosti a budoucí úspoře nákladů.

Otázkou tedy zůstává, kde za těchto podmínek získat potřebný kapitál. Jednou ze standardních možností je požádat bankovní instituce o úvěr. Tato možnost s sebou však přináší jistá rizika a zároveň hrozí neposkytnutí požadovaných finančních zdrojů z důvodů nedostatečného ručení či likvidity. Banky v dnešní době, kdy se s narůstající volatilitou na domácích a světových zvyšuje i riziko úpadku podniku, tak musejí přistupovat k opatřením vedoucím ke zpříšňování podmínek, za něž mohou být finanční zdroje půjčovány. Je zcela logické, že banka bude zřejmě vyžadovat zajištění úvěru v plné výši, jelikož se můžeme podívat do nedávné historie, kdy světová finanční a ekonomická krize zasáhla celý svět a ohrozila stabilitu řady významných bank. Bylo to právě neuvážené půjčování, které vedlo k oslabení pozice celého bankovního sektoru.

Co tedy mohou podniky, které nemají přístup k běžným zdrojům financování, dělat? Jednou z dalších možností, jak získat finanční zdroje, je oslovení tzv. private equity fondu, který výměnou za podíl na základním kapitálu společnosti poskytne cílovému podniku požadované finanční prostředky.

Samostatně by pojem private equity mohl být tedy chápán jako střednědobé až dlouhodobé financování veřejně neobchodovatelných podniků, jehož cílem je získání podílu na základním kapitálu společnosti a rozhodovacích právech.¹ V širším slova smyslu pojem private equity představuje celé odvětví, které s pokračující globalizací vedoucí ke vzájemnému propojování trhů a hledání nových příležitostí získává stále více na významu. Private equity fondy tedy umožňují podnikům získat dodatečné finanční prostředky pro další rozvoj, případně restrukturalizaci. Výhodou tohoto typu investic však není pouhé získání finančních prostředků, ale možnost získat určité know-how, kterým ve většině případů private equity fond případně jeho manažerská společnost disponuje. Cílová společnost tak není pouhým místem, kde se akumulují finanční prostředky, ale je to strategická investice, která umožňuje private equity fondu zasahovat do organizační struktury a podílet se na rozhodování.

Ve Spojených státech amerických má pojem private equity dlouholetou tradici a dochází zde k jeho užší specifikaci a jeho odlišení od pojmu venture capital. Oproti tomu v Evropě, zejména pak v České republice, jsou oba pojmy zaměňovány a často chápány jako synonyma. Hlavním důvodem zřejmě bude právě neustálenost těchto výrazů. K pochopení základních rozdílů je nutné se těmito pojmy blíže zabývat, proto první část této práce je věnována zejména definici základních pojmů a jejich charakteristik.

V první kapitole se budu zabývat zejména samotnou definicí private equity a jejich rozdílném pojetí v Evropě a Spojených státech amerických, dále pak private equity fondy a hlavními výhodami a nevýhodami využití této formy financování. Zároveň jsem se rozhodla zahrnout základní vymezení institucionální podpory této oblasti v ČR a zaměřit se na aktuální situaci v oblasti private equity v České republice. Zaměřím se zejména na vývoj v letech 2007 – 2012, přičemž pro české investory byl rok 2012 významný zejména v souvislosti s výstupem z několika klíčových investic zahrnujících IPO (*Initial public offering*) společnosti AVG či odprodej pivovaru Staropramen společnosti Molson

¹ DVOŘÁK, I. - PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vydání. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3

Coors. Každá private equity investice je jedinečná, nicméně i přesto se v rámci druhé části pokusím specifikovat alespoň základní společné charakteristiky investičního procesu a v další kapitole se pak již budu zabývat pouze kapitálovými transakcemi typu LBO, které z mého pohledu patří k jedné z nejsložitějších forem private equity, jelikož využívají částečného financování cizím kapitálem s cílem optimalizace kapitálové struktury, nákladů a rizika. Jelikož je financování formou private equity rozsáhlé a komplexní, v rámci této práce se budu snažit zejména o definici hlavních charakteristik s cílem snadného porozumění základní funkčnosti daného mechanismu financování.

1. PODSTATA PROBLEMATIKY PRIVATE EQUITY

Private equity je pojmem, který může být odlišně chápán z různých hledisek. Všeobecně jsou private equity investice a investice typu venture capital chápány jako alternativní zdroje financování projektů a firem, které mají vysoký potenciál rychlého růstu. Anglický pojem private equity bývá často překládán jako soukromý kapitál a představuje tedy střednědobé až dlouhodobé financování veřejně neobchodovatelných podniků, jehož cílem je získání podílu na základním kapitálu společnosti, s nímž jsou spojena i určitá rozhodovací práva². Cílem private equity investic je tedy získání rozhodujících řídicích pravomocí v cílovém subjektu, z čehož nutně vyplývá i změna vlastnických vztahů.³ Nutno zmínit, že investice typu private equity jsou zaměřeny především na podniky, které mají vysoký potenciál růstu tržního podílu či tvorby hodnoty a zároveň mají jasný podnikatelský plán. Ve většině případů private equity investic, zejména pak investic do *start-up* podniků, se jedná o investice do podniků, jejichž business plán je zaměřen na výrobu a nabídku vysoce inovativních produktů, procesů či technologií na daném trhu.⁴

1.1 Definice private equity a venture capital

Pochopení rozdílů v chápání pojmu private equity v jednotlivých regionech přesněji ve Spojených státech amerických a Evropě je nezbytné zejména z toho důvodu, aby nedocházelo k jejich zaměňování a následně nevhodné interpretaci. Jak již bylo výše řečeno, existují dva hlavní přístupy k problematice private equity. Jelikož v následujících kapitolách bude podrobněji definován jednak celý investiční proces, tak budou detailněji rozebrány dluhové odkupy firem (*Leveraged buyout, LBO*), je nutné přiklonit se k jednomu z možných přístupů. Z praktických důvodů jsem se rozhodla použít americký přístup, který pojem private equity a venture capital chápe zcela odlišně a umožňuje tak

² DVOŘÁK, I. - PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vydání. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3

³ SATO, Alexej. *Rizikový kapitál (private equity)*. Acta Economica Pragensia. 2005, roč. 13, č. 2, s. 10.

⁴ European Private Equity & Venture Capital Association. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs: An EVCA Special Paper*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf

přesnější klasifikaci dluhových odkupů. Evropský přístup se vyznačuje především tím, že pojmy private equity a venture capital často zaměňuje, a to zejména z důvodu neustálenosti tohoto výrazu. Jednotlivým přístupům je věnována větší pozornost v následujících podkapitolách.

1.1.1 Evropský přístup k private equity

V evropských zemích jsou pojmy private equity a venture capital často chápány jako synonyma a značí tak odvětví jako celek.⁵ Oba pojmy tedy představují střednědobé až dlouhodobé financování společností, jejichž akcie nejsou obchodovatelné na veřejných trzích. Tyto investice jsou prováděny za účelem získání podílu na základním kapitálu cílové společnosti za předpokladu, že se do budoucna očekává, že tento vložený kapitál napomůže společnosti generovat zisk, a tudíž i investor dosáhne určité výnosnosti z investice.⁶ V evropských zemích pojem private equity zahrnuje jak kapitálové investice do založení a rozvoje podniku, tak i odkupy podniku interním nebo externím managementem.⁷

Evropská asociace private equity a venture capital přesněji definuje pojem private equity jako odkupy firem firemním (*buy-out*) nebo externím (*buy-in*) managementem a kapitálové investice typu *venture capital*, které mohou mít formu kapitálu investovaného do založení podniku (*seed*), rozběhu (*start-up*) či dalšího rozvoje podniku.⁸ Private equity v evropských zemích tak zahrnuje investice do všech vývojových fází podniku. Průběh vývoje podniku neboli jednotlivé životní fáze podniku jsou znázorněny ve schématu č. 1 (Příloha č. 1).

⁵ SATO, Alexej. *Rizikový kapitál (private equity)*. Acta Economica Pragensia. 2005, roč. 13, č. 2, s. 10.

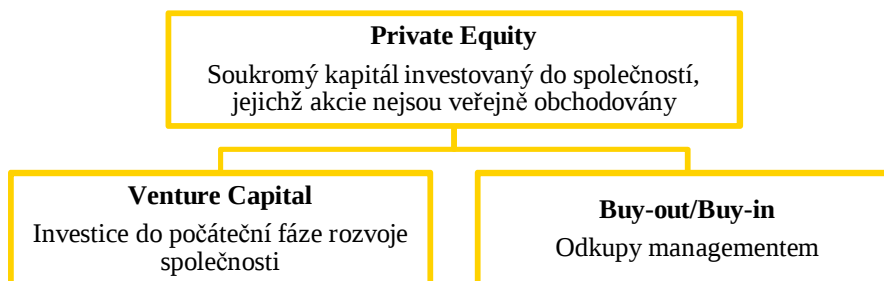
⁶ BusinessInfo.cz: *Oficiální portál pro podnikání a export. Základní informace o rizikovém kapitálu*. [online]. Praha, 2009 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/zakladni-informace-o-rizikovem-kapitalu-13931.html>

⁷ FinExpert.cz. *Profil: private equity*. [online]. Praha, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://finexpert.e15.cz/profil-private-equity>

⁸ European Private Equity & Venture Capital Association. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs: An EVCA Special Paper*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf

Rozdělení private equity dle Evropské asociace private equity a venture capital, tak může být jednoduše znázorněno následující strukturou:

Schéma č. 1 - Struktura Private equity v evropských zemích



Zdroj: Vlastní grafické znázornění dané problematiky

1.1.2 Americký přístup k private equity

Ve Spojených státech amerických dochází k jasné diferenciaci mezi jednotlivými pojmy private equity a venture capital, a k jejich užší specifikaci. Důvody spočívají zejména v dlouholeté tradici tohoto odvětví a zároveň i právní úpravě zřizování a zdanění private equity fondů. Určité daňové režimy, které umožňují výhodné zdanění private equity fondů, tak vedou k vyšší koncentraci tohoto druhu fondů do určitých oblastí.⁹

Pod pojmem private equity jsou ve Spojených státech amerických chápány pouze odkupy firem firemním managementem (*buy-out*) a externím managementem (*buy-in*), které představují střednědobé až dlouhodobé investice do základního kapitálu společnosti, přičemž cílové společnosti (společnosti, do nichž přiteče kapitál) se nacházejí v pozdější fázi svého životního cyklu, tedy vývoje. Tyto cílové společnosti bychom mohli klasifikovat jako „*mature*“ volně přeloženo zralé.¹⁰ Jelikož se jedná o investice do zralých společností, je i míra rizika ztráty dlouhodobé investice výrazně nižší, v porovnání s investicemi typu venture capital. Zvláštní formou private equity jsou takzvané LBO (*Leveraged buyout*) v České republice známé jako dluhové odkupy, kdy je část transakce financována z úvěru. Jedná se tedy o jakousi modifikovanou formu MBO

⁹ DVOŘÁK, I. - PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vydání. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3

¹⁰ DEMARIA, Cyril. *Introduction to Private Equity*. United States: John Wiley & Sons Ltd., 2010. první. ISBN 0-470-74596-7.

(*Management buy-out*) neboli manažerského odkupu, kdy management nemá dostatek prostředků na odkup podniku a z části využije financování pomocí dluhu. Problematice tohoto druhu financování je věnována kapitola 3.¹¹

Venture capital je dle americké úpravy chápán jako podkategorie private equity a představuje střednědobé až dlouhodobé investice do základního kapitálu malých společností, které se nacházejí v úvodní fázi růstu, mají vysoký růstový potenciál a zároveň s sebou přinášejí vyšší míru rizikovosti a potenciálu ztráty investice.¹²

I v investicích typu venture capital podnik nejenže získá finanční prostředky, ale získá i strategickou odbornou pomoc při rozvoji podniku. Poskytovaná odborná pomoc se liší dle jednotlivých investic a záleží zejména na domluvě mezi investorem a podnikem. Nicméně velmi často se jedná o pomoc týkající se zejména posílení týmu manažerů na vrcholných manažerských pozicích či poradenství v oblasti financí. Z takovéto spolupráce mezi investorem a cílovou společností plynou různé výhody, zejména pak nové kontakty z různých oblastí podnikání, což může pro cílovou společnost znamenat i potenciální rozšíření stávající základny zákazníků.¹³

Nicméně oba tyto pojmy mají určité společné rysy. Jak venture capital investice, tak *buy-out* and *buy-in* transakce jsou prováděny za účelem získání podílu na základním kapitálu cílové společnosti v takové výši, která zaručí získání rozhodujících řídicích pravomocí v daném podniku, přičemž se opět očekává vysoká rentabilita této investice.¹⁴ Zároveň ve většině případů s sebou investor nepřináší pouze kapitál, ale i určité know-how, které může vést k efektivnějšímu a rychlejšímu zhodnocení vloženého kapitálu pomocí restrukturalizace stávajících aktivit cílové společnosti.

¹¹ DEMARIA, Cyril. *Introduction to Private Equity*. United States: John Wiley & Sons Ltd., 2010. první. ISBN 0-470-74596-7.

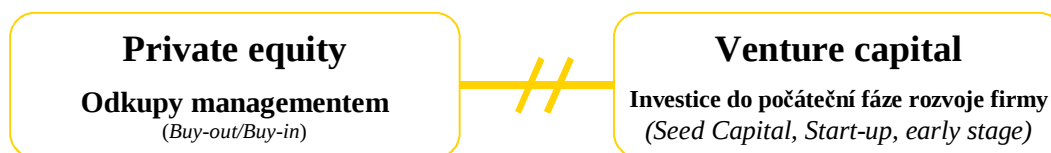
¹² SATO, Alexej. *Rizikový kapitál (private equity)*. Acta Economica Pragensia. 2005, roč. 13, č. 2, s. 10.

¹³ Czech Private Equity & Venture Capital Association. *Private Equity & Venture Capital v České Republice: Adresář členů CVCA*. [online]. Praha: CVCA, 2010 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf

¹⁴ FinExpert.cz. *Profil: private equity*. [online]. Praha, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://finexpert.e15.cz/profil-private-equity>

Pokud bychom opět chtěli znázornit výše vysvětlené chápání pojmu private equity a venture capital ve Spojených státech amerických, mohli bychom využít následující struktury:

Schéma č. 2 - Struktura Private equity/Venture capital ve Spojených státech



Zdroj: Vlastní grafické znázornění dané problematiky

Z obrázku tedy jasně vyplývá, že venture capital není dle americké úpravy synonymem k pojmu private equity, a tudíž tyto pojmy nelze volně zaměňovat. Jedná se tedy o dva nezávislé pojmy, přičemž můžeme dále konstatovat, že ve Spojených státech amerických je pojem venture capital chápán jako podkategorie private equity.¹⁵

1.2 Private equity fondy

Investiční fond private equity je nástrojem umožňujícím rozložení investic určitého počtu investorů do základního kapitálu vybraných společností, přičemž je nutno vycházet z předpokladu, že akcie společnosti, do níž má přitéci investice, nejsou veřejně obchodovatelné na jakékoli burze, tudíž se ve většině případů jedná o přímé investice do základního kapitálu soukromých společností.

Private equity fondy tedy představují investiční nástroj, který je formován s cílem získání finančních prostředků od investorů a jejich následného využití pro investice do podniků a projektů s vysokou mírou výnosnosti. Doba navyšování kapitálu fondu tzv. *fundraising period* je omezena v délce trvání v rozmezí 12 až 18 měsíců, přičemž po uplynutí této doby, která je jasně definována v dokumentech souvisejících se založením fondu, není možné akceptovat žádný další kapitál. Princip navyšování kapitálu spočívá v tom, že

¹⁵ BVCA: British Venture Capital Association. *A Guide to Private Equity*. [on-line]. United Kingdom: BVCA, 2010 [cit. 2012-11-26]. Dostupné z: <http://www.bvca.co.uk/PEVCEExplained/features/AGuidetoPrivateEquity2010>

smluvně zavázaní investoři poskytují finanční prostředky na bázi potřeby, a to s ohledem na zamýšlené investice.

Důležitou otázkou při formaci private equity fondu je výběr právní formy daného fondu. Private equity fondy jsou v drtivé většině případů formovány jako *limited partnerships* (LP) či společnosti s ručením omezeným (*limited liability companies* - LLCs), a to zejména z toho důvodu, že využití těchto právních forem s sebou přináší velké množství potenciálních výhod, a to zejména v podobě zdanění, flexibility a omezené odpovědnosti. V rámci zdanění jsou velmi často zohledňovány daňové režimy, podle nichž se budou zisky fondů zdaňovat. Mezi nejvýhodnější lokace patří Kajmanské ostrovy, Lucembursko či Normanské ostrovy.¹⁶

Samotná správa private equity fondů je pak prováděna buď manažery samotného fondu, nebo externí manažerskou společností (popřípadě manažerem).¹⁷ Jednotlivým typům private equity fondů a jejich základní struktuře se věnují následující podkapitoly.

1.2.1 Typy private equity fondů

Existuje několik kritérií, podle nichž je možno klasifikovat jednotlivé typy private equity fondů. Jedním z těchto kritérií je oblast specializace daného fondu. Dle oblasti specializace lze rozdělit private equity fondy do následujících kategorií: *buy-out* fondy (fondy manažerských odkupů), *venture capital* fondy (fondy rizikového kapitálu), fondy rozvojového kapitálu a další specializované fondy.¹⁸ Dalšími hledisky, dle kterých je možno klasifikovat jednotlivé typy fondů, jsou pak samotní investoři těchto fondů či jejich manažerská struktura.

¹⁶ NAIDECH, Scott W. Chadbourne & Parke LLP. *Private Equity Fund Formation* [online]. Practical Law Publishing Limited and Practical Law Company, 2011 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.chadbourne.com/files/Publication/3d5a9a56-734c-4d30-a5e4-0a8c593967ab/Presentation/PublicationAttachment/12cdc9fc-964d-4b0e-a0d4-c48ce9dd7c2f/Naidech_PrivateEquityFundFormation_Nov11.pdf

¹⁷ European Private Equity & Venture Capital Association. *Private Equity Funds Structures in Europe. An EVCA Tax and Legal Committee Paper* [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2006 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf

¹⁸ PIP: Private Equity Fund-of-Funds-Investment Trust. *Types of Private Equity Funds*. [online]. Pantheon International Participations PLC, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.pipplc.com/private-equity/types-of-private-equity>

Kontrakt nabízený private equity fondem cílové společnosti může být do značné míry ovlivněn právě zdroji private equity fondů a tím odkud tyto zdroje přišly. Největší dopad můžeme pozorovat v rychlosti investičního rozhodnutí manažera o samotné investici. Právě akcionářská struktura private equity fondu ovlivní to, zda bude manažer moci udělat rozhodnutí ihned či nikoliv. Jelikož cílová společnost bude muset v případě úspěšnosti ve výběrovém řízení následně jednat s manažery private equity fondu, je tak manažerská struktura i styl jednání jednotlivých manažerů private equity fondu velmi důležitým atributem, který bude mít v budoucnu klíčový dopad na vztahy v rámci investice včetně strategie exitu. Dle kritéria investorů bychom mohli rozdělit private equity fondy na nezávislé (*Independent*), závislé (*Captive*) a polo-závislé (*Semi-captive*).¹⁹ Stručné vymezení základních charakteristik jednotlivých typů fondů dle jejich investorů je uvedeno níže.

(a) Nezávislé private equity fondy (*Independent private equity funds*)

Nezávislé private equity fondy představují nejrozšířenější formu těchto fondů. Investory těchto fondů představují třetí strany, přičemž žádný z investorů tohoto fondu nedrží majoritní podíl, nezískává tudíž ani majoritní podíl na rozhodovacích právech.²⁰

(b) Závislé private equity fondy (*Captive private equity funds*)

V závislých private equity fondech existuje jeden majoritní investor, který ovlivňuje celý proces rozhodování o investici. Příkladem může být například alokace volných interních zdrojů mateřské společnosti do private equity fondu. Závislé fondy mohou nabývat podoby poboček nebo oddělení bank, finančních institucí, pojišťoven či průmyslových společností. V rámci této kategorie dále existují podkategorie takzvaných společných (*corporate*) či průmyslových (*industrial*) fondů, jejichž cílem jsou investice do odvětví, která jsou relevantní pro investující podnik či se vztahují k jeho hlavním podnikovým aktivitám. Tyto podkategorie závislých fondů mohou být též zřízeny za účelem

¹⁹ CHEN, Andrew. Private Equity Interviews: *The Official Guide. Types Of Private Equity Funds* [online]. 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.interviewprivateequity.com/private-equity-fund-types/>

²⁰ KOCIS, James. *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010. ISBN 0-470-47106-7.

identifikace nových technologií. Vytvoření fondu v rámci těchto podkategorií může být atraktivní i pro banky, které tak jasně oddělí jejich roli komerční banky a roli investora.²¹

(c) Polo-závislé private equity fondy (*Semi-captive private equity funds*)

Polo-závislé private equity fondy představují fondy, v nichž velká část kapitálu přiteče od jednoho investora, nicméně tento investor nedrží většinu, jelikož je zároveň velká část kapitálu získána od třetích stran. Tento druh fondů je ve většině případů zřizován ve formě pobočky finančních institucí či pojišťoven.²²

1.2.2 Životní cyklus a způsob řízení private equity fondu

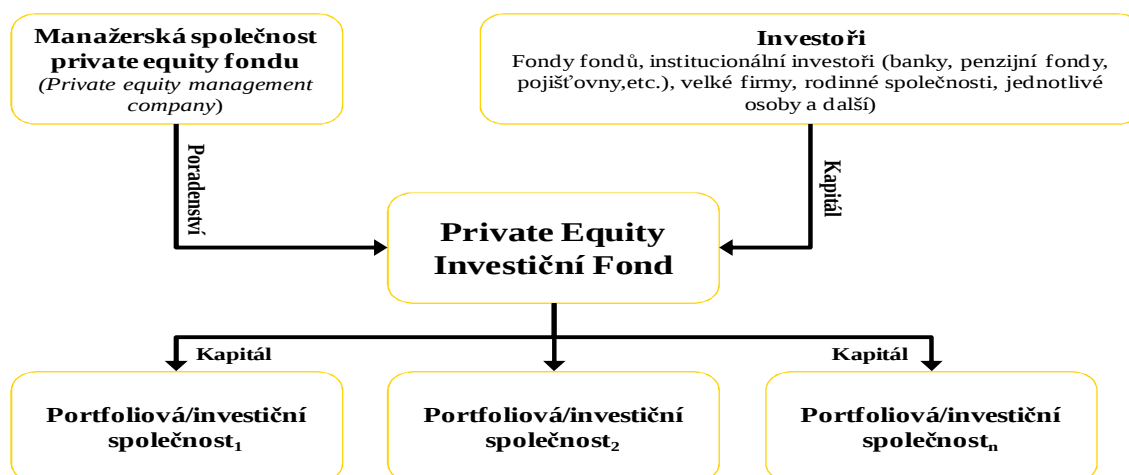
Fungování private equity fondů je do značné míry ovlivněno jeho jednotlivými účastníky. Samotní investoři coby zdroj kapitálu představují velmi důležitého účastníka, nicméně je nutné zaměřit se i na entity, které představují subjekty zapojené do formace a řízení private equity fondů. Mezi jeden z nejdůležitějších subjektů a účastníků private equity fondu patří manažerská společnost, jejímž hlavním úkolem je poskytování poradenských služeb v oblasti investování. Zároveň se jedná o entitu, která zaměstnává profesionály z oblasti investic, hodnotící potenciální investiční příležitosti a mající na starosti každodenní administrativní záležitosti fondu. Není pravidlem, že private equity fond musí být řízen manažerskou společností, neboť může být spravován managementem samotného fondu, nicméně takovéto případy jsou spíše výjimečné.

Na níže uvedeném schématu č. 3 je naznačena zjednodušená struktura private equity fondu při zapojení manažerské společnosti.

²¹NAIDECH, Scott W. Chadbourne & Parke LLP. *Private Equity Fund Formation* [online]. Practical Law Publishing Limited and Practical Law Company, 2011 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.chadbourne.com/files/Publication/3d5a9a56-734c-4d30-a5e4-0a8c593967ab/Presentation/PublicationAttachment/12cdc9fc-964d-4b0e-a0d4-c48ce9dd7c2f/Naidech_PrivateEquityFundFormation_Nov11.pdf

²²BVCA: British Venture Capital Association. *A Guide to Private Equity*. [on-line]. United Kingdom: BVCA, 2010 [cit. 2012-11-26]. Dostupné z: <http://www.bvca.co.uk/PEVCEExplained/features/AGuidetoPrivateEquity2010>

Schéma č. 3 - Zjednodušená organizační struktura private equity fondu



Zdroj: Vlastní grafické zpracování dat získaných z EVCA²³

Z výše uvedeného schématu vyplývá, že private equity fond najímá k vlastní investiční činnosti profesionální manažerskou společnost. Důvodem je zejména složitost investičního procesu v rámci private equity, přičemž i rizika spojená s možnými transakcemi jsou velmi vysoká a musejí být kontrolována, což vyžaduje vysokou míru organizovanosti, která je zajištěna právě manažerskou společností. Mezi hlavní náplň práce manažerské společnosti patří posuzování investičních příležitostí, jejich výběr, monitoring a správa celého portfolia investic. Zároveň manažerská společnost zabezpečuje i odprodej podílů držených v cílových společnostech. Služby manažerské společnosti jsou poskytovány na základě smlouvy o poskytování poradenských služeb. Manažerská společnost se stará o veškeré technické a administrativní záležitosti, které jsou jednak spojeny s vyhledáváním, prověřováním a filtrováním investičních příležitostí, tak s monitoringem realizovaných investic a samotným odprodejem investic. Vykonává tím faktickou správu portfolia, nicméně jsou to zástupci investorů, kteří rozhodují o uskutečnění vybraných investic.

Z důvodu usnadnění rozhodovacích procesů je v rámci private equity fondu vytvářen investiční výbor (*investor committee*), který má definitivní slovo při zamítání

²³ European Private Equity & Venture Capital Association. *Private Equity Funds Structures in Europe*. An EVCA Tax and Legal Committee Paper [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2006 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf

a schvalování investic. Členy tohoto výboru bývají jak zástupci investorů, tak reprezentanti manažerské společnosti. Investiční výbor je externím orgánem, který svolává pravidelné schůzky členů, nicméně periodicita těchto schůzek je relativně nízká (běžně tříměsíční).²⁴ V případě, že rozhodnutí o investici nesnese odkladu, může být svolána schůze investičního výboru mimořádně.

Většina private equity fondů je zakládána pouze na určitou dobu, a to na období osmi až deseti let. Během této doby se uskuteční zhruba 20 různých investic, jejichž hodnota ve většině případů nepřesáhne 10 % celkového kapitálu fondu. Životní cyklus private equity fondu bychom mohli rozdělit do tří hlavních částí.²⁵ První fáze je fází investiční, kdy je získáván kapitál, hledají se cílové společnosti a uskutečňují se samotné investice. Obvyklá doba trvání této fáze je tři roky. Druhou fází pak představuje fáze zralosti, kdy dochází k růstu a expanzi investovaného kapitálu. Doba trvání druhé fáze je obvykle mezi čtyřmi až sedmi lety. Během této doby je možné identifikovat ziskové a ztrátové investice. Poslední fází je fáze exitu, kdy dochází k odprodeji cílových společností a vyčíslení zisku či ztráty investorů a manažerské společnosti. Délka trvání poslední fáze není jasně definována, jelikož v případě odprodeje cílové společnosti vždy záleží na dané situaci na trhu a jiných, pro danou dobu aktuálních okolnostech. Ve chvíli, kdy se private equity fond posune do fáze exitu, začne manažerská společnost velmi často paralelně zakládat další fond.²⁶

1.3 Investoři private equity a venture capital

Na vyspělých trzích existují různé druhy private equity fondů, s čímž se pojí i fakt, že existuje řada různých investorů, kteří využívají své volné finanční prostředky právě pro investice do těchto fondů za účelem dosažení budoucích výnosů. Tyto investory můžeme

²⁴ DVOŘÁK, I. - PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vydání. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3

²⁵ Royal Bank of Canada. *Private Equity: An overview* [online]. Canada, 2008 [cit. 2012-12-19]. Dostupné z: http://www.rbcgam.com/_assets-custom/pdf/private-equity-overview.pdf

²⁶ Caslon Analytics Note. *Private equity funds* [online]. 2007 [cit. 2012-12-20]. Dostupné z: <http://www.caslon.com.au/equitynote.htm>

členit dle vlastníků, struktury managementu či podle formy poskytovaného kapitálu. Základní členění má dle Dvořáka²⁷ následující strukturu:

Business angels

Označení *business angel* se používá pro soukromé osoby investující svůj vlastní kapitál. Za účelem diversifikace rizika mnohdy dochází k jejich sdružování do tzv. investičních sdružení. Výhodou vytvoření investičního sdružení však není pouze snížení rizika, ale i možnost investovat větší částky.²⁸ V současné době význam těchto investorů stále roste, a to zejména v oblasti *venture capital* (rizikový kapitál), jelikož právě obchodní andělé mnohdy představují jedinou možnost získání finančních prostředků pro začínající podnikatele.²⁹

Nezávislí investoři (*independent investors*)

Pod pojmem nezávislý investor chápeme investiční subjekty, jejichž kapitál potřebný pro investice je vytvořen z více než jednoho zdroje, přičemž ve většině případů se jedná o kapitál získaný od investičních institucí zahrnujících pojišťovny, banky, penzijní fondy, ale i od soukromých osob či firemních investorů. Tyto investory značíme jako nezávislé z toho důvodu, že zde neexistuje právní vazba mezi poskytovateli kapitálu a investorem. V případě, že poskytovatel kapitálu získá menšinový podíl v investorské společnosti, můžeme i tohoto investora považovat za nezávislého.

Závislí investoři (*dependent investors*)

Závislými investory rozumíme investiční subjekty, které se úzce profilují s cílem poskytování investic v oblasti *private equity*. Jedná se zejména o samostatné pobočky či divize velkých organizací, jakými jsou například banky, penzijní fondy či jiné finanční instituce. V praxi to znamená, že mateřská investice poskytne své volné finanční

²⁷ DVOŘÁK, I. - PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vydání. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3

²⁸ *Enterprise and industry: Business Angels* [online]. European Commission, 5/2/3013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/business-angels/index_en.htm

²⁹ *Business Angels: How can we characterise such an investor?* [online]. CzechInvest, 1994-2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/en/business-angels>

prostředky specializovaným pobočkám či divizím, které se pak specializují na správu a investování těchto prostředků, a to jménem mateřské instituce.

Částečně závislí investoři (*semidependent investors*)

Za částečně závislé investory považujeme výše definované závislé investory, kteří zároveň spravují fondy, které byly založeny nezávisle na jejich mateřské organizaci.

Vládou podporované organizace (*Government supported organizations*)

Poslední kategorie investorů je tvořena vládou podporovanými organizacemi. Princip těchto organizací spočívá v tom, že kapitál je získáván buď přímo či nepřímo z vládních zdrojů. Nemusí se však jednat o přímé či nepřímé zvyšování zdrojů pomocí vládních prostředků, ale stačí, pokud jsou tyto fondy nějakým způsobem podporovány právě ze strany vlády.³⁰

V rámci usnadnění odlišení korporací investujících do private equity a obchodních andělů se pro korporace obecně používá označení institucionální investor (*institutional investor*) a zároveň pokud se jedná o výrobní podniky či korporace investující do private equity, využíváme označení korporátní investor (*corporate investor*).³¹

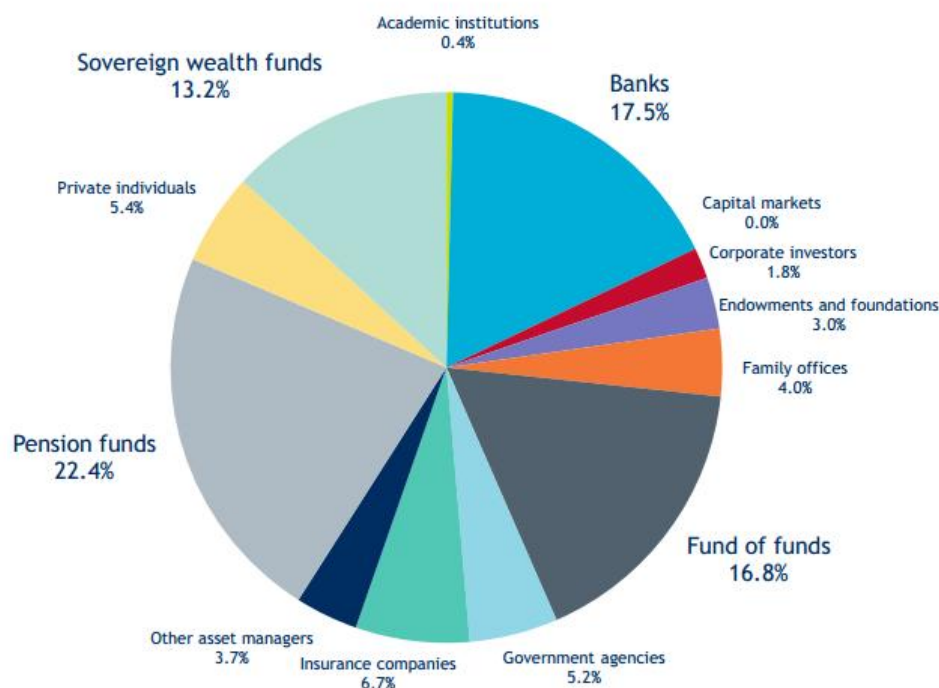
Dle jednotlivých podílů na navýšení kapitálu se mezi nejdůležitější investory řadí zejména institucionální investoři, jako jsou penzijní fondy, pojišťovny a banky a zároveň korporátní a soukromí investoři. Tito investoři vloží své volné peněžní prostředky do private equity fondu a dále se již nijak aktivně nepodílejí na investičních strategiích, jelikož ty jsou zpracovávány manažerskými společnostmi. Více se činností manažerských společností věnuje kapitola 1.2.2. Nutno konstatovat, že investiční strategie hraje klíčovou roli v celém procesu a je vždy nadefinována tak, aby odrážela zájmy investorů a zároveň byly jasně definovány práva a povinnosti investorů. Níže jsou

³⁰ European Private Equity & Venture Capital Association. *Yearbook 2012 Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf

³¹ DVOŘÁK, I. - PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vydání. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3

graficky demonstrovány podíly jednotlivých investorů do evropských private equity fondů zaměřujících se na odkupy managementem za rok 2011.³²

Graf č. 1 - Evropské buyout private equity fondy – podíl jednotlivých investorů na zvýšení kapitálu za rok 2011



Zdroj: European Venture Capital Association (EVCA)³³

Z výše uvedeného grafu vyplývá, že v roce 2011 největší množství finančních zdrojů získaly evropské buy-out private equity fondy z penzijních fondů (22,4 %), bank (17,5 %), fondu fondů (16,8 %) a dále pak státních investičních fondů (13,2 %). Tyto výsledky jsou do jisté míry ovlivněny finanční krizí z roku 2008, kdy došlo k nárůstu významu určitých kategorií investorů, přičemž je jasné, že jiné kategorie tak byly naopak oslabeny.

³² Evropská asociace rizikového kapitálu dělí fondy do tří základních kategorií – fondy rizikového kapitálu (*venture capital funds*), fondy zaměřující se na odkupy managementem (*buyout funds*), které nicméně zahrnují i růstový kapitál (*growth capital*) a mezaninový (*mezzanine financing*) a všeobecné fondy.

³³ European Private Equity & Venture Capital Association. *Yearbook 2012 Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf

1.4 Výhody a nevýhody využití private equity a venture capital jako zdroje financování

Jako každý jiný zdroj kapitálu i financování pomocí private equity a venture capital s sebou přináší řadu rizik. V poslední době lze pozorovat rostoucí trend v oblasti navyšování kapitálu těmito formami. Před každou investicí tohoto typu je nezbytné zvážit její potenciální přínosy a zápory. Těmto přínosům a úskalím je věnována tato část práce. Zároveň je nutné vůbec definovat potenciální cílovou skupinu, pro kterou budou investice typu private equity a venture capital atraktivní, tedy pro jaké firmy je zvážení možnosti vstupu investora jednou z možností navýšení základního kapitálu.³⁴ **Vstup private equity či venture capital investora by měl být zvážen zejména v případě, pokud chceme:**

- vytvořit nový podnik (v tomto případě se bude jednat zejména o investice typu *business angel*)
- zahájit či zlepšit současný stav exportu zboží za hranice
- vstoupit na trh s novým produktem
- zlepšit současné firemní manažerské techniky (jedná se zejména o investice do zralých podniků)
- zvětšit velikost podniku a případně převzít některého z konkurentů
- prodat část či celou společnost, tedy vystoupit ze společnosti atd.³⁵

1.4.2 Přínosy private equity a venture capital investic

Z pohledu cílového podniku (podnik, jehož kapitál je navyšován) vidím hlavní přínosy navýšení kapitálu pomocí private equity zejména v tom, že cílový podnik má možnost

³⁴ WILTON, David. *The benefits of private equity investment. Commonwealth Trade & Investment Report* [online]. 2013, s. 7 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f37ed8804f77209cb348ff0098cb14b9/The+Benefits+of+PE+Investments+IFC-Wilton+CBC+TI2013.pdf?MOD=AJPERES>

³⁵ European Private Equity & Venture Capital Association. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/entrepreneur/default.aspx?id=3218>

získat dlouhodobý kapitál, který podpoří jeho růst a zároveň dojde k rozložení rizika, což v některých případech může být velká motivace proto, abychom přistoupili na zvýšení kapitálu právě touto formou a potažmo ztratili část rozhodovacích pravomocí. Vstup kapitálového investora s sebou však nepřináší pouze přínosy v podobě získání finančních prostředků či rozložení rizika, ale i možnost profitovat z dané spolupráce z mnoha dalších hledisek. Mezi další přínosy bychom tak lze zařadit například:

- zvýšenou míru průhlednosti aktivit společnosti ve vztahu k bankéřům, klientům a dodavatelům, což působí velmi pozitivně na *brand image* firmy a zároveň má vliv na vztahy mezi danými subjekty ve smyslu usnadnění spolupráce a vyjednávání;³⁶
- partnerství mezi investorem a cílovou společností, přičemž hlavním přínosem tohoto partnerství je jednak možnost sdílení rizika i odměn;
- možnost adaptace nejefektivnějších manažerských standardů, což vede k posílení stávající pozice podniku a zároveň zefektivnění většiny procesů a inovativnímu přístupu k řešení problémů;³⁷
- asistence private equity investora s případným získáváním dalších potřebných zdrojů pro cílový podnik ve smyslu dalších forem financování;³⁸
- strategickou podporu v rámci finančního poradenství v dobách krize, což je jeden z přínosů, který v současné době nabývá velkého významu, jelikož se světová ani domácí ekonomika stále ještě zcela nevyrovnala s dopady finanční a ekonomické krize;

³⁶ *Listed private equity: Advantages of private equity* [online]. LPEQ, 2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.lpeq.com/Privateequityexplained/Advantagesofprivateequity.aspx>

³⁷ SHEEN, Albert a Shai BERNSTEIN. *The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry* [online]. HBS, 2013. [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://people.hbs.edu/asheen/BernsteinSheen_Restaurants_June23.pdf

³⁸ *Private equity: Advantages & Disadvantages* [online]. NEXUS, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.nexus-pe.hr/en/what-is-private-equity/advantages/>

- možnost využití aliancí díky síti kontaktů a portfoliových investic investora, přičemž tyto aliance mohou být pro cílový podnik strategické, a to z mnoha hledisek – ekonomického, marketingového, prodejního atd.;
- uplynutí sjednané doby a částečný či celkový výstup investora z firmy, přičemž je možné počítat s tím, že při případném vstupu na burzu cenných papírů či prodeji samotné společnosti bude dosaženo vyšší ceny za podnik než před vstupem private equity či venture capital investora.

V neposlední řadě pak v případě vstupu private equity či venture capital investora bude s největší pravděpodobností dosaženo vyšší míry tempa růstu firmy, což může být právě pro začínající podniky a podniky v růstové fázi klíčové. Pro podniky v období zralosti to bude zejména vyšší míra expanze, která je přesvědčí o výhodnosti přijetí tohoto druhu investice.³⁹

1.4.3 Potenciální problémy private equity investic

Největším potenciálním problémem private equity investic je střet zájmů investora private equity fondu a správců private equity fondů, kteří mají na starost řízení cílové firmy. Střet zájmů je zde chápán ve smyslu odlišných priorit a hodnot mezi investory a správci fondu. Tento nesoulad může mít negativní dopad na cílovou společnost.

Další problémy pak mohou nastat ve chvíli, kdy začne samotná restrukturalizace cílové společnosti za účelem zvýšení efektivnosti všech procesů a celkového navýšení hodnoty podniku. Hlavním problémem souvisejícím s restrukturalizací podniku je potenciální zrušení pracovních míst. Právě efektivní využití pracovních sil a účinných manažerských technik je jedním ze základních předpokladů růstu firmy. Nicméně tento fakt může vyvolat obavy zaměstnanců v souvislosti s možnou ztrátou pracovního místa.

³⁹ KOCIS, James. *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010. ISBN 0-470-47106-7.

European Private Equity & Venture Capital Association. *The Facts*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200607/cmselect/cmtreasy/567/567.pdf>

V některých případech může být potenciálním problémem relativně krátký horizont investice a následný výstup investora z firmy. Krátkodobost investice s sebou může přinést problémy v podobě zaměření se pouze na krátkodobý růst, nikoli na dlouhodobou prosperitu cílového podniku.⁴⁰

1.5 Institucionální podpora private equity v České republice

Obecně existuje celá řada institucí zabývajících se problematikou private equity a venture capital a poskytujících poradenství právě v této oblasti. Ve většině evropských zemí je vždy zřízena určitá organizace či instituce, která se na danou problematiku private equity a venture capital zaměřuje.

V České republice hraje zřejmě nejvýznamnější roli Česká asociace private equity a venture capital (*Czech Private Equity and Venture Capital Association*), která se specializuje na poskytování poradenských služeb v této oblasti. Základní specifikace činností poskytovaných touto institucí je uvedena v kapitole 1.5.2. Zároveň je nutno zmínit, že Česká asociace private equity a venture capital (*Czech private equity and venture capital association*) je zároveň členem Evropské asociace private equity a venture capital (*European private equity and venture capital association*). Pozornost tak bude věnována i Evropské asociaci private equity a venture capital. Je zřejmé, že v rámci různých programů rozvoje je private equity a venture capital věnována velká pozornost, ať už ze strany Ministerstva průmyslu a obchodu, tak Czech Investu a podobných institucí. Nicméně hlavní roli v rámci této problematiky hrají právě dvě výše jmenované instituce.

1.5.1 European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)

Evropská asociace private equity a venture kapitálu (EVCA) je nezisková obchodní organizace fungující na principu členství. EVCA byla založena v Bruselu roku 1983 a od této chvíle je její hlavní oblastí zájmu reprezentace a podpora evropského odvětví private

⁴⁰ Parliament UK: House of Commons. Treasury Committee. Private equity: *Tenth Report of Session 2006–07* [online]. London, UK: The Stationery Office Limited, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200607/cmselect/cmtreasy/567/567.pdf>

equity a venture capital. V současnou chvíli má EVCA více než 1 200 aktivních členů. Hlavní role této asociace spočívá tedy v propagaci a podpoře evropského odvětví private equity a venture capital, což v praxi zahrnuje aktivity jako jednání s regulátory a politiky jménem celého odvětví, stanovení profesních standardů, řešerše v dané oblasti, jednání s médii a poskytování informací, rozvoj a podpora nových obchodních příležitostí, organizace různých událostí a akcí za účelem zvýšení interakce mezi členy, institucionálními investory, podnikateli, profesory a zákonodárci. Právě tyto aktivity mají velmi pozitivní dopad na rozvoj celého odvětví, jelikož v mnoha případech vytvářejí nové příležitosti. Nutno zmínit, že aktivity EVCA se vztahují, jak na investice typu venture capital do začínajících či rozvíjejících se podniků, tak na investice do zralých společností, tedy investice typu private equity^{41, 42}.

1.5.2 Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA)

Cílem České asociace private equity a venture kapitálu je zastupování zájmů a sdružování společností působících v oblasti českého private equity a venture capital, přičemž jejími řádnými členy jsou společnosti investující do private equity a venture capital a jejími přidruženými členy pak firmy poskytující a vykonávající poradenské služby v této oblasti. Jak již bylo výše řečeno CVCA je jedním z členů EVCA a úzce spolupracuje s dalšími organizacemi zejména z regionu východní a střední Evropy. CVCA funguje na podobném principu jako EVCA a uznává i stejné hodnoty a cíle v podobě propagace a zvyšování povědomí o private equity a venture capital v České republice. Zvyšování povědomí o možnostech navyšování kapitálu touto formou probíhá zejména pomocí trvalého kontaktu mezi investory a regulačními, politickými a mediálními subjekty, a to zejména v následující podobě:

- poskytování informací o členech CVCA těm subjektům, které hledají soukromý kapitál;

⁴¹ Využití definic pojmu private equity a venture capital dle amerických standardů

⁴² European Private Equity & Venture Capital Association. *About EVCA*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/about/default.aspx?id=402>

- prezentování názorů a zájmů členů při jednáních s vládou a jinými orgány;
- poskytování možností pro výměnu názorů mezi členy asociace;
- vzdělávání a školení pro zaměstnance členských firem a jiné subjekty;
- podpora a rozvoj profesionální praxe na vysoké úrovni.

Důležitou součástí činnosti CVCA je spolupráce s partnery. Mezi partnery patří organizace a instituce, jako jsou banky, poradenské společnosti, asociace, obchodní komory atd. Právě s těmito partnery CVCA spolupracuje při řešení problémů v oblasti private equity a venture capital, při organizaci seminářů a konferencí a při dalších aktivitách.⁴³

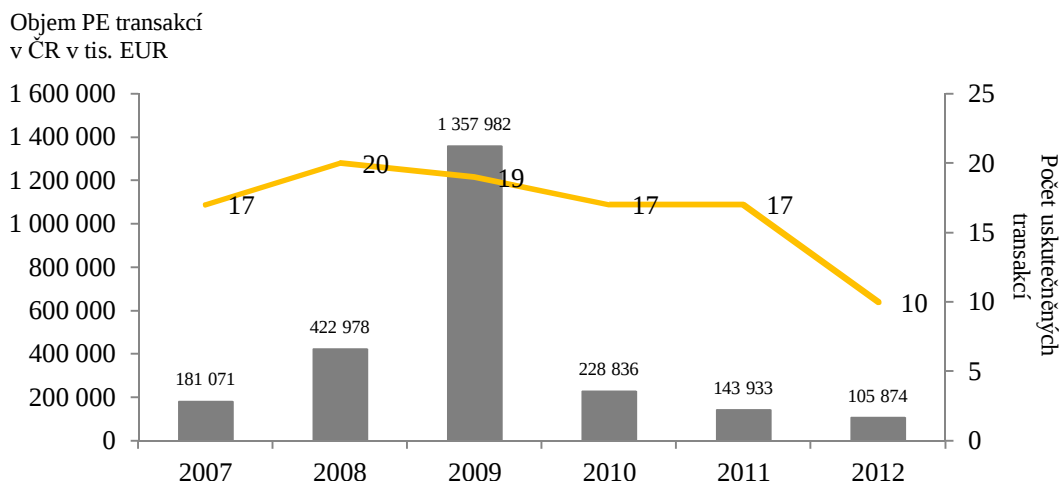
1.6 Aktuální vývoj v oblasti private equity v České republice

Česká republika stejně jako ostatní státy Evropské unie se i v roce 2012 musela vyrovnávat s následky dluhové krize a dramatickým vývojem událostí ve vybraných státech Evropské unie (zejména Řecko, Itálie, Španělsko atd.). Česká republika se tak stejně jako celý region střední a východní Evropy (region *CEE*) potýkala s vysokou volatilitou na zahraničních trzích a zároveň s úspornými opatřeními na úrovni jednotlivých států. Za daných ekonomických podmínek je tedy možné předpokládat, že i oblast private equity byla těmito negativními vlivy zasažena. Právě z důvodu výše jmenovaných negativních vlivů patří v České republice mezi nejperspektivnější oblasti pro PE investice IT, internet a telekomunikace, na něž ekonomická nestabilita neměla až tak výrazný dopad. V České republice jsou hlavním zdrojem finančních prostředků zejména pojišťovny, banky, penzijní fondy, státní agentury a fondy fondů.⁴⁴

Samotný vývoj v oblasti private equity investic a výstupu z těchto investic v časovém horizontu pěti let (2007 – 2012) bude popsán a graficky demonstrován v rámci následujícího textu.

⁴³ Czech Private Equity & Venture Capital Association. *About CVCA*. [online]. Praha: CVCA, 2010 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/o-nas/>

⁴⁴ Czech Private Equity and Venture Capital Association *Aktuální data / statistiky PE/VC*. [online]. CVCA, 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/pe-vc/aktualni-data-statistiky-pevc/>

Graf č. 2 Objem private equity transakcí v České republice v letech 2007 – 2012

Zdroj: Vlastní grafická interpretace dat získaných z EVCA Yearbook 2013⁴⁵

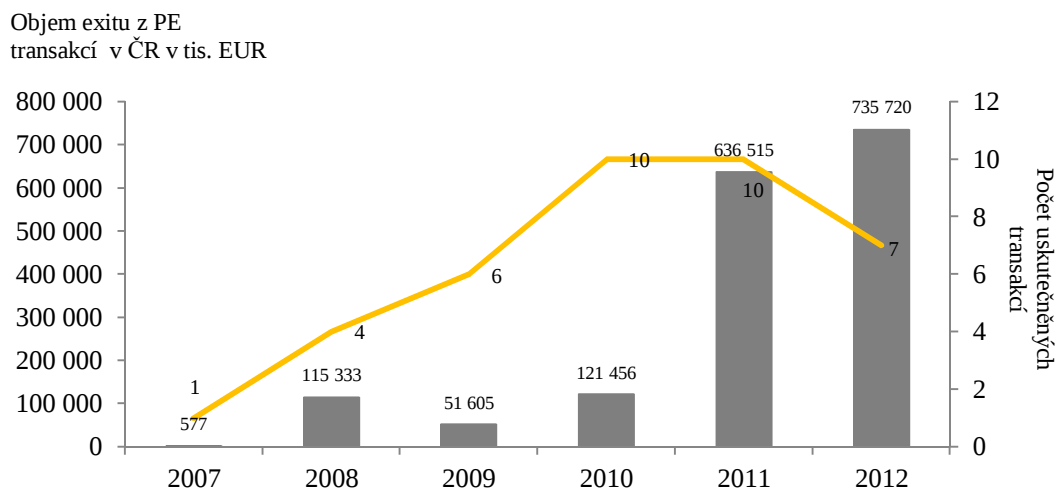
Z výše uvedeného grafu vyplývá, že v roce 2012 opětovně došlo k poklesu v objemu i počtu uskutečněných transakcí. V roce 2012 bylo uskutečněno pouhých 10 transakcí, což představuje meziroční pokles o 41 % a zároveň celkový objem investic poklesl v porovnání s rokem 2011 o 26 % a dosáhl tak výše pouhých 105,9 milionů EUR. Na základě těchto dat lze konstatovat, že v roce 2012 se zvýšila průměrná velikost objemu finančních prostředků na jednu uskutečněnou transakci.

Nejvyšší aktivita českého private equity byla zaznamenána v roce 2009, kdy bylo dosaženo maxima co do objemu finančních prostředků v rámci uskutečněných transakcí. V roce 2009 dosáhl objem private equity transakcí 1,4 miliard EUR, přičemž hlavním zdrojem tohoto výrazného nárůstu byla koupě pivovaru Staropramen společností CVC Capital Partners, která se uskutečnila v prosinci daného roku. Od roku 2009 do roku 2012 se na českém trhu projevuje stále klesající trend. Jako jednu z příčin můžeme považovat i stále relativně nestabilní situaci na českém trhu, kdy Česká republika patří k zemím,

⁴⁵ Czech Private Equity and Venture Capital Association. *2012 Activity Report* [online]. CVCA, 2012 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/publikace%20CVCA/CVCA%202012%20Activity%20Report.pdf>
Czech Private Equity and Venture Capital Association. *Yearbook 2013* [online]. CVCA, 2013 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/Yearbook_2013-Europe&Country_tables_mem%20\(1\).xlsx](http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/Yearbook_2013-Europe&Country_tables_mem%20(1).xlsx)

které čelí problémům s volatilitou kurzu a nízkou úrovní růstu hrubého domácího produktu.

Graf č. 3 Objem exitů z private equity transakcí v ČR v letech 2007 - 2012



Zdroj: Vlastní grafická interpretace dat získaných z EVCA Yearbook 2013⁴⁶

Co se týká výstupu z investic typu private equity, rok 2012 byl v tomto směru klíčový, jelikož právě v roce 2012 se uskutečnily dva velké a strategické výstupy z investic. Opět z grafu vidíme, že počet výstupů ze společností v roce 2012 v porovnání s rokem 2011 poklesl, nicméně objem výstupů zvýšil na 735 milionů EUR z původních 636 milionů EUR dosažených v roce 2011.⁴⁷ Hlavní příčinou vysokého objemu finančních prostředků získaných výstupem z cílové společnosti byl vstup doposud neobchodované společnosti AVG na burzu. Společnost AVG se zabývá vývojem softwaru, přičemž mezi jeden z nejznámějších produktů této společnosti patří AVG Antivirus. V roce 2011 se společnost AVG začala připravovat na vstup na NYSE (*New York Stock Exchange*) a právě v roce 2012 došlo k úspěšnému vstupu této společnosti na burzu, což umožnilo investorům z regionu střední a východní Evropy i US z této investice vystoupit. Druhou významnou transakcí roku 2012 byl odprodej pivovaru Staropramen společnosti Molson

⁴⁶ Czech Private Equity and Venture Capital Association. Yearbook 2013 [online]. CVCA, 2013 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/Yearbook_2013-Europe&Country_tables_mem%20\(1\).xlsx](http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/Yearbook_2013-Europe&Country_tables_mem%20(1).xlsx)

⁴⁷ Czech Private Equity and Venture Capital Association. 2012 Activity Report [online]. CVCA, 2012 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/publikace%20CVCA/CVCA%202012%20Activity%20Report.pdf>

Coors. Z již dříve uvedených informací vyplývá, že CVC Capital Partners se rozhodli vystoupit z investice zhruba po dvou letech, jelikož pivovar Staropramen koupili v prosinci 2009.⁴⁸

⁴⁸ Czech Private Equity and Venture Capital Association. *2012 Activity Report* [online]. CVCA, 2012 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/publikace%20CVCA/CVCA%202012%20Activity%20Report.pdf>

2. INVESTIČNÍ MODEL PRIVATE EQUITY

2.1 Rámcová definice průběhu investičního procesu

Důvodem pro vyhledávání investorů v podobě fondů soukromého kapitálu není jen získání finanční podpory, nýbrž také cenných zkušeností, informací a určitého druhu know-how, které s sebou soukromý investor přinese. Fondy soukromého kapitálu tak skutečně mohou být pro mnoho firem vhodným strategickým partnerem, nicméně proces, jímž musí cílová společnost projít, je zdoluhavý, komplikovaný a mnohdy se stane, že ve chvíli, kdy celý investiční proces dojde do fáze zvané *due diligence* zaměřující se na prověření celkového stavu cílové společnosti z účetní, ekonomické a finanční stránky, ztratí potenciální investor o cílovou společnost zájem. V České republice se forma financování soukromým kapitálem stále řadí mezi alternativní formu financování a ve většině případů se o tento zdroj financování začnou firmy ucházet až ve chvíli, kdy jsou odmítnuti v bance s žádostí o úvěr.

Dle Czech Private Equity and Venture Capital Association je jedním z hlavních důvodů pro nezařazení soukromého kapitálu mezi běžné zdroje financování zejména nedostatek domácích zdrojů investic a též určité legislativní překážky bránící založení standardního private equity/venture capital fondu na území České republiky. Firmy ucházející se o tento druh investic se tedy dostávají do relativně konkurenčního prostředí, kde jsou nastavena striktní a přísná kritéria, která se však liší v návaznosti na samotný private equity fond.⁴⁹

Investiční proces v private equity firmách tak není unifikován a mohli bychom ho pouze definovat jako soubor kroků, rozhodnutí a opatření vedoucích k identifikaci investiční příležitosti, její realizaci, monitoringu a následnému procesu takzvaného exitu, tedy výstupu z investice.⁵⁰ Investiční proces většiny private equity firem není veřejně

⁴⁹ CVCA. *Private equity and venture capital v České republice* [online]. 2010 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf

⁵⁰ CENDROWSKI, Harry, Luis PETRO a James P. MARTIN. *Wiley Finance : Private Equity : History, Governance, and Operations (2nd Edition)*. Somerset, NJ, USA: Wiley, 2012, 379 s. ISBN 9781118225424.

dostupný a je upraven pro potřeby konkrétního manažera fondu, tudíž ve většině publikací není možné dohledat detailní popis investičního procesu, nicméně pro většinu fondů jsou určité základní charakteristiky investičního procesu společné.

Mezi základní kroky investičního procesu lze zahrnout vyhledání vhodné investiční příležitosti (předběžná analýza), ocenění, vyjednávání, strukturování investice a samotné uzavření transakce a monitoring. Možnostem výstupu ze společnosti je věnována samostatná kapitola, jelikož význam tohoto kroku je pro každého z investorů klíčový, neboť forma výstupu ze společnosti může potenciálně ovlivnit i výši zisku investora.

2.1.1 Předběžná analýza

Úspěch investora spočívá v jeho schopnosti nalézt tu správnou investici. Cílem předběžné analýzy je identifikace investičních příležitostí, kdy rozhodnutí o investici je učiněno na základě dostupných informací. Klíčovou roli při analýze a celkově v celém investičním procesu hraje důvěra mezi managementem cílové společnosti a investičním týmem, který v danou chvíli jedná jménem private equity fondu a je zodpovědný za vyhledávání vhodných investičních příležitostí a sběr dat. Na základě informací získaných jak od managementu, tak z jiných dostupných zdrojů je provedena analýza současného stavu cílového podniku. V této fázi je většinou sepsán první právní dokument označovaný jako *Memorandum*, který vyjadřuje počáteční záměr investora a určuje, zda má smysl provádět jakékoli další analýzy a ocenění cílové firmy či nikoli.⁵¹

2.1.2 Ocenění⁵²

Aby bylo možné provést rozhodnutí o tom, zda je cílová společnost vhodným kandidátem, je nutno provést i jeho předběžné ocenění. Základem je vymezení horní a dolní hranice ocenění tzn. vymezení určitého pásma, v jehož rámci by se měla pohybovat hodnota podniku. Existuje celá řada oceňovacích metod, avšak v rámci této

⁵¹ DEMARIA, Cyril. *Introduction to private equity*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 245 s. ISBN 9780470660942.

⁵² *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines* [online]. Private equity valuation, 2012 [cit. 2014-03-02]. Dostupné z: http://www.privateequityvaluation.com/fileadmin/user_upload/pdfs/130301_IPEV_Valuation_Guidelines_Ed_December_2012.pdf

kapitoly budou rámcově vymezeny pouze dvě metody, které by mohly být považovány za nejrozšířenější. Jelikož se často setkáváme s tím, že nejsou dostupné dostatečné informace o oceňovaném podniku, provádí se ocenění podniku v této fázi zejména na základě multiplikátorů. Dochází tedy k tzv. tržnímu ocenění, které může být založeno na metodě srovnatelných podniků, srovnatelných transakcí či odvětvových multiplikátorů.⁵³ Cílem těchto ocenění je determinace hodnoty podniku pomocí multiplikátorů, které mají následující tvar

$$\text{Násobitel} = \text{Tržní cena} / \text{Vztahová veličina}$$

$$\text{Hodnota akcie} = \text{Vztahová veličina (OP)}^{54} \times \text{Násobitel typu „equity value“}$$

Pokud do čitatele dosadíme hodnotu podniku neboli „enterprise value“, výsledkem bude hodnota investovaného kapitálu na jednu akcii, nikoli hodnota akcie. Aby bylo možné stanovit hodnotu akcie, tj. hodnotu vlastního kapitálu, je nutné odečíst úročený cizí kapitál. Výsledná hodnota podniku je pak počítána jako násobek mezi odhadnutou hodnotou akcie a počtem akcií.

Nejčastěji se budeme setkávat s oceněním pomocí tzv. výnosových násobitelů, které jako vztahovou veličinu využívají zisk za běžné období, EBIT (zisk před úroky a daněmi), EBITDA (zisk před úroky a daněmi a odpisy), cash flow (pěněžní tok) případně tržby. Ve většině případů bude vhodnější využít výnosové násobitele typu EBITDA, a to z toho důvodu, že nezohledňují nastavení odpisové politiky podniku, čímž můžeme dosáhnout větší srovnatelnosti mezi oceňovaným a srovnávaným podnikem.

Další možností jak cílový podnik ocenit je použití výnosových metod, zejména pak metody diskontovaných peněžních toků, tzv. metody DCF, která vychází z projekce peněžních toků pro následující roky, diskontní míry a realisticky nastavených odhadů temp růstu.

⁵³ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

⁵⁴ OP představuje zkratku pro označení oceňovaného podniku. Do vzorce se tedy dosazují hodnoty vztahové veličiny přepočítané na jednu akcii za daný oceňovaný podnik.

Ocenění podniku může probíhat na úrovni *entity* (hodnoty pro vlastníky i věřitele), tak hodnoty *equity* (hodnoty pro vlastníky). Pokud správně sladíme kapitálovou strukturu a budeme vycházet ze stejných předpokladů, měly by se výsledky obou metod shodovat. Vzorec pro ocenění společnosti na úrovni DCF equity uvádíme níže, přičemž počítáme s použitím dvoufázové metody, kdy délka doby trvání první fáze je ohraničena určitým počtem let a délka druhé fáze je od konce první fáze do nekonečna.⁵⁵ Současná hodnota podniku na úrovni netto je pak dána:

$$H_{netto} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + n_{VK})^t} + \frac{KPVH_{T+1} \cdot \left(1 - \frac{g}{r_i}\right) + CK_T \cdot [n_{CK} \cdot (1 - d)]}{(1 + n_{VK})^T \cdot (n_{VK} - g)}$$

FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
n_{VK}	Náklady vlastního kapitálu
$KPVH_{t+1}$	Korigovaný provozní výsledek hospodaření v roce t+1
g	Tempo růstu tržeb
r_i	Rentabilita investic
CK	Cizí kapitál
d	daňová sazba

Právě určení faktorů jako je tempo růstu (g) a diskontní míra (i_k) je velmi náročné a mnozí oceňovatelé si myslí, že v případě použití metod založených na analýze trhu se těmto problémům vyhnou, nicméně opak je pravdou. Ocenění pomocí metod založených na analýze trhu vychází ze stejných parametrů jako ocenění pomocí metody DCF. Názorně si toto tvrzení můžeme demonstrovat na násobiteli typu P/E (*Price/Earnings ratio*). Určení hodnoty podniku jako násobku ročních zisků je velmi lákavé, nicméně často se přehlíží vazba P/E násobitele na finanční charakteristiky podniku. Ve chvíli, kdy pro ocenění použijeme výnosovou metodu DCF, musíme prognózovat budoucí peněžní toky, odhadovat jejich rozdělení a kalkulovat potenciální rizika. V případě metod založených na analýze trhu tyto prognózy odpadají, proto se nám může zdát její použití jednodušší, nicméně je nutno si uvědomit, že násobitel P/E je nakonec určován stejnými parametry jako ocenění pomocí metody DCF.

⁵⁵ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4

Hodnotu akcie (P) je možno u podniku, u něhož předpokládáme budoucí stabilní růst, odhadnout pomocí následujícího vzorce. Jedná se o tzv. Gordonův vzorec.⁵⁶

$$P_0 = \frac{D_1}{i_k - g}$$

i_k požadovaná míra výnosnosti kapitálu
 g Tempo růstu dividend
 D Odhadovaná dividendy pro příští rok

Odhadovanou hodnotu dividendy můžeme nahradit součinem výnosu na akcii (*EPS* – *earnings per share*) a výplatního podílu (v). Výplatní podíl představuje podíl dividend na zisku. Pak získáme následující hodnotu vzorce:

$$P_0 = \frac{EPS_0 * v * (1+g)}{i_k - g} \quad \Rightarrow \quad \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{v * (1+g)}{i_k - g}$$

i_k požadovaná míra výnosnosti kapitálu
 g Tempo růstu dividend
 EPS Výnos na akcii (Earnings per share)
 v Výplatní poměr

Z výše uvedeného vzorce jasně vyplývá, že poměr P/E je:

- negativně závislý na riziku podniku odrážejícího se v diskontní míře;
- pozitivně závislý na míře růstu dividend a výplatním poměru.

Nutno zmínit, že v praxi často dochází k situacím, kdy nelze předpokládat růst podniku do nekonečna a v tomto případě je nutno využít dvoufázového vzorce, který zohlední, že se v budoucnu tempo růstu podniku stabilizuje.

Z výše uvedené stručné analýzy plyne, že P/E se mezi podniky liší zejména v důsledku:

- Rozdílné rizikovosti;
- Tempu prognózovaného růstu;
- Podílu prostředků, které lze vyplatit investorům.

⁵⁶ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4

Závěrem lze konstatovat, že problematice určení ukazatelů ovlivňujících výsledné ocenění se obecně při využití metod založených na tržním porovnání nevyhneme.

Ocenění obecně slouží jako podklad k určení budoucí hodnoty investice ve chvíli, kdy se investor rozhodne investici odprodat. Zároveň se jedná o jeden z nejtěžších kroků celého procesu, jelikož s sebou přináší jistou míru rizikovosti špatného určení hodnoty podniku. Čím mladší oceňovaný podnik je, tím nejistější je jeho budoucnost a tím náročnější je provedení samotného ocenění. I přestože se jedná o časově náročnou část procesu, je nutno ji věnovat maximální pozornost. Metoda DCF umožňuje vytváření scénářů pro ocenění, kdy se v praxi používají varianty typu pesimistická, střední, optimistická. Tyto varianty pomáhají určit interval ocenění a zároveň umožňují vytvoření představy o tom, co se stane, pokud se situace nebude vyvíjet dle nastavených očekávání.⁵⁷

2.1.3 Vyjednávání

Z pohledu stanovení priorit a nastavení očekávání je fáze vyjednávání nepostradatelnou součástí celého investičního procesu. V této fázi je důležité, aby obě strany jasně nastavily očekávání od případné investice a dohodly se na kritériích determinace hodnoty oceňované společnosti a redukovaly míru nejistoty tím, že získají dostatek informací o cílovém podniku a definují si společnou vizi. Ve chvíli, kdy je nastavena společná vize, management cílové společností spolu s investorem, na základě podrobné výměny informací, určují dodatečné požadavky na *due diligence* (*due diligence* je proces v jehož průběhu se zkoumá účetní, ekonomická a právní stránka cílové společnosti). Zároveň v této fázi vzniká první draft budoucí smlouvy. V tuto chvíli v případě LBO investic (*leveraged buy-out*) dochází k vyjednávání prvních bankovních smluv zajišťujících financování.⁵⁸

⁵⁷ MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4

⁵⁸ DEMARIA, Cyril. *Introduction to private equity*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 245 s. ISBN 9780470660942.

Management v cílové společnosti hraje, zejména v případě *venture* / rozvojových investic, velmi významnou roli, jelikož se podílí na řízení společnosti i po vstupu soukromého kapitálu. Tento fakt hraje roli zejména ve fázi výběru investora, kdy majitelé cílové společnosti musí vzít v potaz veškeré možné přínosy a negativa následného vstupu soukromého investora.⁵⁹

Finanční stránka a podmínky nabídnuté investorem nejsou jediným rozhodovacím kritériem a často si cílová společnost vybere investora, který s sebou přináší potřebné know-how a řešení, které odpovídá představám managementu o budoucím směřování jejich společnosti. V průběhu vstupu soukromého investora management společnosti tvoří jakéhosi prostředníka mezi kupujícím a prodávajícím a je zodpovědný za to, že dojde k přenosu veškerých důležitých informací v obou směrech. Jelikož jakákoli chyba či mystifikace by mohla mít velký dopad na cenu prodávané společnosti.⁶⁰

V rámci vyjednávání je zároveň uzavřen tzv. dopis o záměru⁶¹ (*Letter of Intent*), vyjadřující záměr investora. Obvykle se jedná o písemný dokument ve formě dopisu předběžně vymezujícího obsahu budoucí smlouvy uzavírané mezi investorem a cílovou společností. V kontextu prodeje firem se, v rámci tohoto dopisu, vymezuje zejména metoda stanovení kupní ceny, čas a způsob její úhrady, záruky a zajištění a jiné podmínky související s realizací transakce a dalších souvisejících kroků. Dohoda o záměru ve většině případů nezavazuje strany v celém svém rozsahu. Jako příklad závazných ustanovení je možno uvést ustanovení týkající se mlčenlivosti, exkluzivitě či o jednání v dobré víře. Cílem dopisu o záměru je tak především vymezení klíčových

⁵⁹ KOCIS, James. *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010. ISBN 0-470-47106-7.

⁶⁰ DEMARIA, Cyril. *Introduction to private equity*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 245 s. ISBN 9780470660942.

⁶¹ V českém jazyce se můžeme setkat například s následujícími výrazy, které reflektují investorův zájem: Vyjádření zájmu, Memorandum o porozumění atd. *Letter of Intent* [online]. TF Partners s.r.o., 2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.trhfirem.cz/cz/letter-of-intent>

bodů transakce a oficiální deklarace toho, že strany začaly vyjednávat o fúzi, akvizici popřípadě jiném majetko-právním propojení zúčastněných osob.⁶²

Výsledkem vyjednávací fáze je tedy výběr vhodného investora. V případě, že se jedná o vstup do již existující společnosti, investor si zároveň může již v této fázi vyžádat záruky vztahující se na rizika spojená s aktivitami původního managementu společnosti. Pokud by tedy v této souvislosti došlo k materializaci rizik, investor by měl nárok na kompenzaci ze strany původních vlastníků.

2.1.4 Strukturování investice

V návaznosti na povahu investice se odvíjí i komplexnost strukturování celé operace zahrnující určité právní kroky včetně nastavení ohodnocení připadající na zaměstnance společnosti. Co se týká ohodnocení managementu fondu soukromého kapitálu, je velmi časté, že je pro jednotlivé manažery, v návaznosti na plnění cílů nastavených v business plánu, zaveden bonusový systém. Důvodem je zejména vyšší míra jejich angažovanosti a z ní vyplývající snaha o splnění předem stanovených cílů. Není to však pouze systém ohodnocení a bonusů, který musí být nastaven. Rozdělení moci a nastavení komunikace mezi investory a manažery je klíčové pro úspěšné plnění cílů. Čím více budou manažeři fondu zapojeni do správy cílové společnosti, tím větší bude jejich zájem na monitorování veškerých aktivit.⁶³

V případě dluhových odkupů (*leveraged buy-outs*) je jedním z prostředků umožňujících zapojení manažerů například jejich účast v představenstvu cílové společnosti. U investic typu *venture capital* manažeři většinou vyžadují reporty na měsíční bázi, a to z důvodu možnosti včasného odhalení jakýchkoli odchylek od plánu. Abychom porozuměli tomu, jak se investice vyvíjí a kam směřuje, musíme monitorovat nejen standardní ukazatele vycházející ze zisku, ale i množstevní ukazatele typu růst klientely atd. Tyto ukazatele

⁶² DEMARIA, Cyril. *Introduction to private equity*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 245 s. ISBN 9780470660942.

⁶³ *Private equity new investment process* [online]. Street of walls, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/private-equity-investment-process/>

jsou strategické z důvodu jejich úzkého napojení na budoucí možnost generování zisků a mohou sloužit i k argumentaci s bankami a jinými zainteresovanými stranami. Strukturování investice je postaveno na diskusích mezi zúčastněnými stranami a je klíčové i v ohledu nastavení očekávání ohledně exitu investora ze společnosti.⁶⁴

Mezi hlavní přínosy využití private equity jako formy financování je možnost původních vlastníků neboli prodávajících se rozhodnout, zda svou společnost prodají jako celek či odprodají pouze část svého podílu, případně svou účast v dané společnosti. Tento fakt je rozhodující v případě, že je hlavním cílem společnosti získání kapitálu, který bude financovat její další růst. V případě, kdy původní vlastník odprodá pouze část svého podílu, zůstane mu stále právo podílet se na zisku z prodeje cílové společnosti soukromým investorem, a tudíž i jeho zájmy budou odlišné s tím, že se bude aktivně podílet na co největším zhodnocení cílové společnosti. Povinnosti a práva akcionářů ve vztahu k cílové společnosti tak k sobě navzájem jsou upraveny pomocí akcionářské smlouvy, která se zaměřuje zejména na oblasti týkající se řízení cílové společnosti, prodeje účasti či podílu a vypořádání podílu na zisku. V souvislosti s odprodejem podílu či účasti v cílové společnosti jsou pak důležité pojmy *tag-along* a *drag-along*, které blíže specifikují práva a povinnosti minoritních akcionářů.⁶⁵

- *Tag-along*

V případě, že majoritní akcionář odprodává svůj podíl v cílové společnosti, minoritní akcionář má právo připojit se k prodeji a odprodat svůj podíl za stejných podmínek, jaké jsou aplikovány na odprodej majoritním akcionářem. Cílem tohoto práva je ochrana minoritních akcionářů.

⁶⁴ DEMARIA, Cyril. *Introduction to private equity*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 245 s. ISBN 9780470660942.

⁶⁵ *Perspektivní zhodnocení* [online]. EURO, 2008 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://euro.e15.cz/perspektivni-zhodnoceni-782383>

- *Drag-along*

Majoritní akcionář může za určitých podmínek přinutit minoritního akcionáře k tomu, aby se připojil k odprodeji jeho účasti v cílové společnosti. Cílem tohoto práva je ochrana majoritních akcionářů.⁶⁶

2.1.5 Uzavření transakce a následný monitoring investice

Ve chvíli, kdy se všechny zúčastněné strany dohodnou na veškerých detailech, oficiálně začíná proces, v jehož rámci jsou vytvářeny veškeré právní dokumenty, které ochrání zájmy jednotlivých účastníků transakce. Ve chvíli, kdy dojde k podpisu všech právních dokumentů a faktickému převzetí společnosti, začíná spolupráce mezi investorem a cílovou společností a kontinuální monitoring vývoje, kdy se přísně sleduje plnění plánů. Vstupující investor má za cíl co nejvíce zvýšit hodnotu cílové společnosti, aby ve chvíli, kdy dojde k odprodeji části podniku jím vlastněné, získal co nejvyšší možný zisk z odprodeje.

Prvním krokem následujícím po uzavření transakčních dokumentů, může být u společností s již několikaletou tradicí ustanovení nového managementu a následná realizace investiční strategie a s ní související detailní audit interních procesů s cílem zvýšení jejich efektivnosti. V rámci procesu restrukturalizace se investor zaměřuje zejména na oblast financí a provozu. S investiční strategií souvisí i plánování, a aby bylo možné identifikovat případné odchylky od tohoto plánu, je zcela nezbytné průběžně měřit výkonnost projektu a reportovat progres investiční komisi. Horizont pro investice typu private equity je zhruba v rozmezí pěti až deseti let, přičemž přibližně v horizontu dvou let před očekávaným exitem investora ze společnosti se předpokládá, že začne příprava projektu na exit investora, kdy rozhodnutí o formě a časování exitu je v rukou investiční komise.⁶⁷

⁶⁶ FISHER, Damon a Hamed MESHKI. Private Equity Manager: Tags and drags: the ties that bind. *Kirkland & Ellis* [online]. 2011, s. 1 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://www.kirkland.com/siteFiles/Publications/PEManager_030111.pdf

⁶⁷ DEMARIA, Cyril. *Introduction to private equity*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 245 s. ISBN 9780470660942.

2.1.6 Rámcové shrnutí investičního procesu

Z pohledu investora v rámci před akviziční fáze dochází zejména k identifikaci potenciálního investičního projektu, sběru dat a zjednodušené valuaci podniku a vymezení oblastí pro detailní provedení *due diligence*. Následně dochází k samotné detailní právní, finanční a daňové a komerční *due diligence*.⁶⁸

Na základě výsledků analýzy je již možno zpracovat podrobnější valuační model, který bude založen na reálnějších předpokladech a z nich vycházejících generátorech hodnoty. Investor v tuto chvíli tedy ocení investiční projekt a zároveň identifikuje možnou formu a časování exitu z cílové společnosti. Následně dojde k samotné akvizici, kdy je nejprve investiční komisí stanoven limit pro použití vlastního kapitálu fondu a limit pro použití externích zdrojů financování. Poté jsou dohodnuty veškeré právní, daňové a finanční detaily související se samotnou transakcí a dojde k jejímu uzavření. Dalším krokem je pak jmenování zkušeného managementu, který zajistí rozvoj cílové společnosti. Tento krok se netýká transakcí typu MBO (*Management buy out*), kdy je společnost odkupována původním managementem společnosti. Zkušený management tak zajistí přeměnu společnosti v decentralizovaně řízený subjekt, u něhož se očekává jednodušší odprodej dalšímu finančnímu investorovi případně uvedení na veřejné trhy.⁶⁹

2.2 Exit strategies

Ve chvíli, kdy je naplněna investiční strategie, společnost je restrukturalizována a dlouhodobě generuje očekávané zisky, nastává čas, kdy soukromý investor začíná hledat možnosti výstupu ze společnosti a zvažovat možné formy exitu. Cílem investora je dosáhnout co nejvyšší návratnosti investice a profitu. Mezi formy výstupu se řadí například tzv. veřejná nabídka akcií (*Initial public offering*), která reprezentuje jednu z velmi jak časově tak finančně náročných forem výstupu ze společnosti.⁷⁰ Dále pak

⁶⁸ Komerční *due diligence* zahrnuje analýzu faktorů jako je konkurenční pozice, oboru působení atd.

⁶⁹ *Perspektivní zhodnocení* [online]. EURO, 2008 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://euro.e15.cz/perspektivni-zhodnoceni-782383>

⁷⁰ HAWKEY, John. *Exit Strategy Planning : "Growing Your Business for Sale or Succession"*. Abingdon, Oxon, GBR: Gower Publishing Limited, 2002, 224 s. ISBN 9780566089466.

v případě úspěšných investic například odprodej společnosti skrze M&A (*Trade Sale*), odprodej společnosti jinému private equity fondu (*Secondary sale*), odprodej společnosti managementu (*Entrepreneur or management team repurchase*) atd. Mezi nedobrovolné avšak někdy nutné formy výstupu z cílové společnosti se pak řadí tzv. odpis investice (*Write-off*), který se využije v případě, kdy investor identifikuje, že je investice ztrátová a své ztráty může minimalizovat na základě okamžitého výstupu ze společnosti. Výše uvedené formy výstupu jsou z důvodu jasného pochopení dané problematiky stručně popsány v rámci následujících podkapitol.⁷¹

2.2.1 Veřejná nabídka akcií (Initial public offering; IPO)

Samotná definice IPO se liší v návaznosti na dostupnou literaturu, nicméně zjednodušeně se jedná o proces, kdy soukromá veřejně neobchodovaná společnost poprvé nabídne své akcie široké veřejnosti a následně se tyto akcie začnou obchodovat na akciových trzích.⁷²

V případě private equity investic IPO představují jednu z forem výstupu z investice, která byla úspěšná. Původní investor v případě IPO získává možnost kapitalizovat svou investici, bez toho aniž by se tento krok projevil na výši kapitálu cílové společnosti. Důvodem stabilní hladiny kapitálu je fakt, že akcionář získá výtěžek z prodaných akcií, který slouží jako kompenzace za kapitál jím poskytnutý.

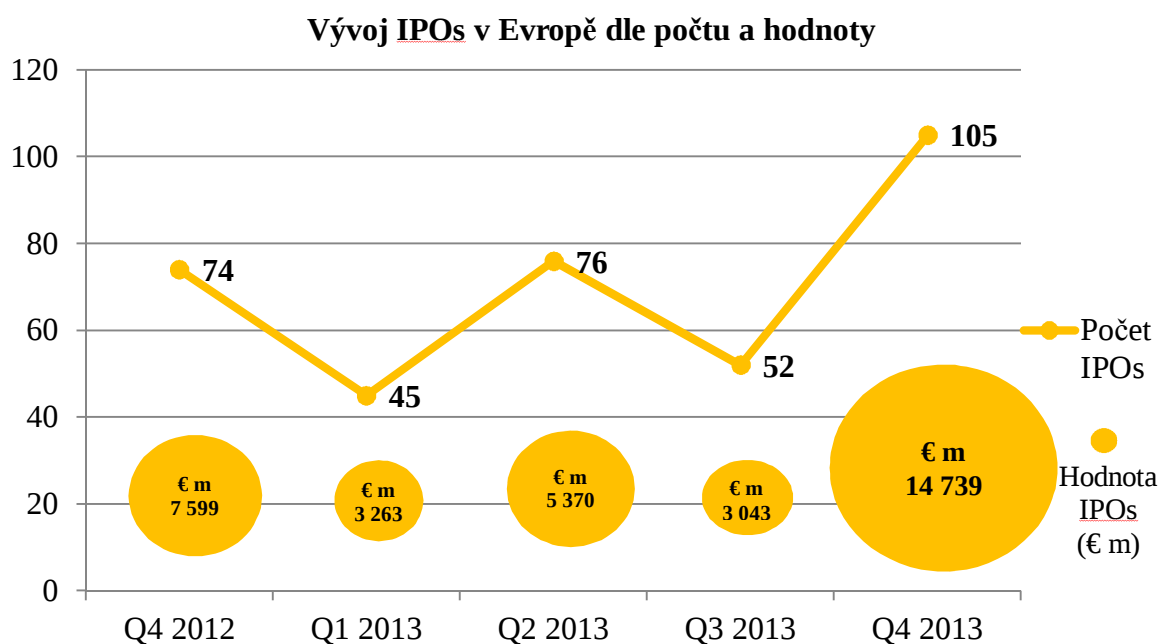
Nezbytným předpokladem úspěšnosti IPO transakce je příznivá situace na kapitálových trzích a právě volatilita na kapitálových trzích vede mnohé společnosti k tomu, že svůj vstup na burzu odkládají. Nicméně jak z níže uvedeného grafu vyplývá, v Evropě došlo v meziročním srovnání k nárůstu, a to jak do počtu tak objemu uskutečněných transakcí. V posledním čtvrtletí roku 2012 bylo uskutečněno 74 IPOs v objemu 7 599 milionů EUR versus 105 transakcí v objemu 14 739 milionů EUR uskutečněných v posledním čtvrtletí 2013. Právě poslední čtvrtletí roku 2013 bylo nejúspěšnějším čtvrtletím od Q4 2007, kdy

⁷¹ HAWKEY, John. Exit Strategy Planning : "*Growing Your Business for Sale or Succession*". Abingdon, Oxon, GBR: Gower Publishing Limited, 2002, 224 s. ISBN 9780566089466.

⁷² PriceWaterhouseCoopers *Roadmap for an IPO: A guide to going public*. [online]. [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://www.pwc.com/en_US/us/transaction-services/assets/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public.pdf

se situace na akciových trzích vyhrcovala až do chvíle, kdy došlo k jejich prudkému propadu a nástupu období recese jinak také období světové finanční krize. Mezi evropská centra IPO transakcí můžeme zařadit Londýn, kde se během Q4 2013 uskutečnilo zhruba 60 % všech evropských IPO transakcí. Mezi nejúspěšnější IPO transakce tohoto roku se zařadila privatizace britské společnosti Royal Mail, která působí v oblasti poskytování poštovních služeb.⁷³

Graf č. 4 Vývoj IPOs v Evropě dle počtu a hodnoty IPO transakcí



Zdroj: Vlastní grafické zpracování dat z IPO watch Q4 2013⁷⁴

Transakce typu IPO jsou s ohledem na přísné regulatorní a reportingové požadavky velmi složitým mechanismem vyžadujícím velké množství jak finančních tak lidských zdrojů. Detailní popis fungování složitého mechanismu IPO není součástí této kapitoly, která si klade za cíl pouze zjednodušeně popsat hlavní charakteristiky. Vstup společnosti na burzu s sebou přináší celou řadu pozitivních dopadů, mezi něž můžeme zařadit například následující:

- dostupnost finančních zdrojů pro budoucí růst a akvizice;

⁷³ IPO watch Q4 2013 [online]. PriceWaterhouseCoopers, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.pwc.co.uk/audit-assurance/publications/ipo-watch-europe.jhtml>

⁷⁴ IPO watch Q4 2013 [online]. PriceWaterhouseCoopers, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.pwc.co.uk/audit-assurance/publications/ipo-watch-europe.jhtml>

- schopnost získat / udržet kvalifikované zaměstnance pomocí bonusového schématu zahrnujícího akcie společnosti;
- společnost se jeví jako více důvěryhodná a viditelná u klientů, dodavatelů a obchodních partnerů;
- umožnění akvizičních plateb pomocí akcií (místo hotovosti či úvěrů)
- umožnění exitu investora.⁷⁵

Často jsou však opomíjena negativa, která s sebou IPO transakce může potenciálně přinést, a to zejména v podobě většího zájmu veřejnosti o aktivity společnosti. Jedná se především o zájem médií a finančních analytiků, který vyvolá okamžitou nutnost, aby vedení společnosti bylo častěji k dispozici. Zároveň náklady spojené se vstupem a působením na burze cenných papírů jsou relativně vysoké, kdy se musí počítat nejen s tím, že je nutno společnost na vstup na burzu připravit a zaplatit vstupní poplatky, ale i s tím, že se z důvodu reportingu bude muset investovat do publikování informací důležitých pro investory.⁷⁶ Právě náklady na finanční poradce a právní zástupce mohou být značně vysoké. V rámci regulace evropského akciového trhu zároveň společnosti prvně vstupující na burzu nemohou nabídnout k odkupu celou výši kapitálu, ale pouze určitou část. Kapitál společnosti tak podléhá tzv. „lock-up“ periodě, během níž je možno disponovat pouze částí celkového kapitálu. Tato perioda je ve většině evropských trhů zhruba šest měsíců.⁷⁷

2.2.2 Fúze a akvizice (M&A / Trade sale)

Nejčastější způsob exitu z investice v případě veřejně neobchodovatelné společnosti jsou M&A (*Mergers & Acquisitions*) přeloženo jako fúze a akvizice, představující odprodej

⁷⁵ *IPO Advantages* [online]. NYSE Euronext, 2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <https://usequities.nyx.com/listings/ipo-advantages>

⁷⁶ *Q2'13 Global IPO update* [online]. Ernst&Young, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO-Barometer_Q2_2013/\\$FILE/EY-Presentation-IPO-Barometer-Q2-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO-Barometer_Q2_2013/$FILE/EY-Presentation-IPO-Barometer-Q2-2013.pdf)

⁷⁷ *IPO watch Q4 2013* [online]. PriceWaterhouseCoopers, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.pwc.co.uk/audit-assurance/publications/ipo-watch-europe.jhtml>

části či celé společnosti strategickému investorovi. Podnětem pro akvizici či fúzi jsou synergie a strategické výhody, které by plynuly z aliance daných společností. Kupující (strategický investor) je často ochoten připlatit určitou částku navíc, aby pod sebe získal konkrétního obchodního partnera, což může představovat motivační faktor pro cílovou společnost, jejímž cílem je získání co nejvyššího profitu. Fúze a akvizice s sebou přinášejí jisté výhody ale i úskalí, kterým musí obě společnosti čelit. Většina fúzí a akvizic je do posledního okamžiku držena v tajnosti z důvodu možného negativního dopadu na vnímání cílové společnosti ze strany dodavatelů, obchodních partnerů ale i zaměstnanců. Ve chvíli, kdy se začnou na veřejnosti objevovat negativní signály, a v důsledku k uskutečnění samotné transakce nedojde, hrozí, že cílová společnost bude tímto nezdarem výrazně zasažena.

Problematika podnikových transakcí v podobě fúzí a akvizic je velmi rozsáhlá a součástí této kapitoly je alespoň základní vymezení vybraných termínů a pojmů.

(a) Vymezení pojmu fúze

Fúze představuje formu právní a ekonomické integrace, kdy zanikající společnost ztrácí jak hospodářskou samostatnost (případně její část), tak i právní subjektivitu. Česká právní úprava rozlišuje mezi dvěma podobami fúzí, a to sloučením versus splynutím.⁷⁸ V případě sloučení zaniká původní, slučovaná společnost, přičemž veškerá její pasiva a aktiva včetně práv plynoucích z obchodně právních vztahů přecházejí na nástupnickou, již existující společnost. Slučovaná společnost tak zaniká bez potřeby likvidace. V případě splynutí dochází k zániku dvou či více slučovaných společností a jejich veškerý majetek a práva a povinnosti vyplývající z obchodně právních vztahů přecházejí na nově vznikající nástupnickou společnost.⁷⁹

⁷⁸ KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance: (vyšší účetnictví). 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9 (Váz.), str. 619

⁷⁹ Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev [online]. Business Center, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/premeny-obchodnich-spolecnosti-a-druzstev/cast2.aspx>

(b) Vymezení pojmu akvizice

Akvizice představuje právní či ekonomické spojení podniků za pomoci koupě a prodeje, kdy kupující získá kontrolu nad prodávanou společností, případně její částí a zavazuje se, že prodávajícímu uhradí smluvně domluvenou kupní cenu. Akvizice může nabývat dvou základních forem v návaznosti na to, o jaký typ převzetí se jedná. Převzetí tedy může být jednak nepřátelské, pak mluvíme o tzv. *hostile takeover*, případně přátelské. V případě nepřátelského převzetí kupující jedná přímo s akcionáři cílové společnosti, kdy je cílem výměna stávajícího managementu a rychlé získání peněžních prostředků. Tento druh převzetí umožňuje, že současný management nebude v akvizičním procesu hrát žádnou roli. Dalším rozdílem oproti fúzi je to, že v případě akvizice není vyžadován písemný souhlas všech členů valné hromady, tedy všech akcionářů.⁸⁰

(c) Vymezení jednotlivých druhů fúzí a akvizic

S ohledem na budoucnost cílové společnosti je vhodné alespoň rámcově vymezit jednotlivé druhy fúzí a akvizic, jelikož motivy pro uzavření tohoto druhu transakcí mohou být různé a v návaznosti na tento fakt je nutno rozlišovat i jednotlivé druhy fúzí a akvizic.

Horizontální fúze a akvizice

Představuje sloučení či splynutí dvou nebo více ekonomických celků působících v rámci stejného oboru. Jedná se o ekonomické celky, které jsou si podobné, případně si mohou i konkurovat. Tento druh fúze či akvizice s sebou přináší synergické efekty, zejména v podobně nabytí většího tržního podílu a případné úspory z rozsahu.⁸¹

Vertikální fúze a akvizice

Představuje integraci společnosti například dodavatelem případně odběratelem, kdy je cílem buď získání kontroly nad dodávkou surovin potřebných pro výrobu v případě fúze či akvizice dodavatelů či získání kontroly nad distribuční a odbytovou částí procesu

⁸⁰ KISLINGEROVÁ, Eva. Manažerské finance: (vyšší účetnictví). 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9 (Váz.), str. 623

⁸¹ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010. ISBN 9780470881170.

v případě fúze či akvizice odběratelů. Tento druh fúzí a akvizic s sebou přináší synergické efekty zejména v podobě kontroly jednotlivých fází distribučního a výrobního procesu.⁸²

Kogenerická fúze a akvizice

Představuje fúze a akvizice společností z podobného oboru, jejichž produkty spolu vzájemně souvisejí, případně se doplňují. Cílem je tedy dosažení synergií v podobě využití stávajících distribučních kanálů a optimalizace produktového portfolia.⁸³

Konglomerátní fúze a akvizice

Představuje fúze a akvizice společností ze zcela jiného oboru, kdy hlavním motivem je diverzifikace podnikatelských aktivit a využití volných peněžních zdrojů.⁸⁴

2.2.3 Prodej společnosti jinému finančnímu investorovi (Secondary sale)

Ve chvíli, kdy původní finanční investor zhodnotí situaci a zjistí, že investiční projekt dosáhl určitého stádia vývoje, případně že současný vývoj již neodpovídá kritériím nastaveným původním fondem, může se rozhodnout pro výstup ze společnosti pomocí odprodeje cílové společnosti jinému fondu či finančnímu investorovi. Zároveň tato forma výstupu může nastat ve chvíli, kdy vývoj společnosti překročí možnosti původního finančního investora, neboli původní finanční investor již nadále není schopen pokrýt finanční potřeby cílové společnosti. Dále pak tato forma výstupu může nastat ve chvíli, kdy původní fond ukončuje svou činnost a potřebuje vypořádat nároky investorů dle interních podmínek a regulace.⁸⁵

⁸² *Types of Mergers and Acquisitions* [online]. Mergers and acquisitions, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.mergersandacquisitions.in/types-of-mergers-and-acquisitions.htm>

⁸³ SHERMAN, Andrew J. *Mergers and Acquisitions from A to Z*. Saranac Lake, NY, USA: AMACOM Books, 2005, 304 s. ISBN 9780814429204.

⁸⁴ KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance: (vyšší účetnictví)*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9 (VáZ.), str. 623

⁸⁵ *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs: The Investor's Exit and the End of the Investment Relationship* [online]. EVCA, 2011 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/entrepreneur/default.aspx?id=3244>

2.2.4 Odprodej společnosti manažerskému týmu

Koupě manažerským týmem nabývá v poslední době stále většího významu. Pro obě strany, jak investiční manažery, tak management cílové společnosti je velmi atraktivní vidina toho, že společnost dokáže dlouhodobě stabilně generovat peněžní toky a vynakládat s kapitálem za pomoci již osvědčených manažerských přístupů. Tato strategie exitu s sebou však nese řadu úskalí a je nutno zabývat se podrobně účetními a fiskálními aspekty celé transakce.

2.2.5 Likvidace (Write off)

Nejméně chtěná možnost exitu z investice, která nastává ve chvíli, kdy veškeré úsilí jak managementu cílové společnosti, tak investorů bylo marné a nejméně ztrátovou akcí je likvidace společnosti. Pokud dojde k takovéto situaci, investor má možnost prodat společnost za cenu nižší, než byla investovaná částka a zahájit likvidaci.⁸⁶

⁸⁶ *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs: The Investor's Exit and the End of the Investment Relationship* [online]. EVCA, 2011 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/entrepreneur/default.aspx?id=3244>
HODKINSON, Paul. *Write-offs match trade sales at UK buyout firms*. Financial News [online]. 2010 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.efinancialnews.com/story/2010-05-20/write-off-exit?ea9c8a2de0ee111045601ab04d673622>

3. LBO (DLUHOVÉ ODKUPY FIREM)

Leveraged buyout (LBO) je specifická metoda financování odkupu společnosti, kdy k nabytí cílové společnosti dochází částečně za pomoci externích finančních zdrojů. S cílem maximalizace návratnosti investice investor využije k financování samotné transakce jak vlastního tak cizího kapitálu, přičemž v poměru převažuje míra financování cizím kapitálem (uvádí se, že zhruba 70 % zdrojů je externích). Využití cizího kapitálu s sebou přináší nižší míru rizika pro samotného investora, jelikož část kapitálu použitého na financování transakce nepochází z jeho vlastních zdrojů, čímž v případě úpadku nehrozí tak velké ztráty. Zároveň cizí kapitál je v porovnání s vlastním kapitálem levnější což v případě, že bude jejich poměr správně nastaven, povede k optimalizaci hodnoty podniku včetně možnosti pozitivně ovlivnit výši placených daní, kdy za splnění určitých podmínek jsou nákladové úroky plynoucí z cizího kapitálu daňově uznatelné. Splácení samotného dluhu pak probíhá pomocí finančních zdrojů samotné cílové společnosti, tedy z peněžních toků (*cash flows*) generovaných touto společností. Využití této formy financování je pro investory, kteří nemají dostatek vlastních zdrojů potřebných k financování investice jednou z alternativ, které jim umožní získat cílovou společnost a zároveň částečně potlačit míru rizika spojenou se samotnou investicí.⁸⁷

Tato kapitola se podrobněji zabývá historickým vývojem dluhových odkupů včetně základního vymezení globálních trendů v této oblasti a charakteristikou LBO transakcí včetně jejich kapitálové struktury. Jak již bylo zmíněno, strukturování investice a její průběh se bude lišit v návaznosti na transakci, nicméně existují základní společné charakteristiky, kterým by měla být věnována pozornost. Formy výstupu z LBO transakcí jsou shodné s možnostmi popsány v kapitole 2.2.

⁸⁷ NOVÁK, Tomáš. *Zadlužené akviziční struktury (Leveraged buyout - LBO)* [online]. Economia, a.s., 2007 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://pravniradce.ihned.cz/c1-21466980-zadluzene-akvizicni-struktury-leveraged-buyout-lbo>
GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

3.1 Historie, vývoj a trendy na trhu LBO

Pojem leveraged buyout se stal populárním v 80. letech 20. století, nicméně samotný koncept dluhového financování sahá do hlubší historie. Dalo by se říci, že koncept LBO byl použit již v roce 1919, kdy Henry Ford a jeho syn Edsel museli čelit strategické volbě týkající se budoucího směřování firmy.⁸⁸ Hlavním zájmem akcionářů je vždy zisk, a tudíž tedy výplata dividend a právě to byl onen problematický bod. Henry Ford a jeho syn chtěli americkým občanům začít nabízet cenově dostupnější model vozu značky Ford, jehož cena by byla nižší než cena doposud vyráběných vozů. Tento krok by umožnil zakoupení vozu značky Ford i pro průměrného amerického občana. Problém spočíval v tom, že pokud by Ford chtěl začít takovýto model nabízet, musel by většinu zisků reinvestovat do výroby a nemohl je tak přerozdělit mezi akcionáře ve formě dividend. Právě tento fakt přiměl Henryho Forda a jeho syna k tomu, že se rozhodli odkoupit od akcionářů veškeré akcie společnosti v celkové hodnotě 106 milionů dolarů, což v dané době bylo považováno za astronomickou částku. Ford nakonec za pomoci využití úvěru získal potřebný kapitál a jednu z největších automobilek světa odkoupil. V letech 1920-1921 došlo v Americe ke zpomalení ekonomického růstu, což se negativně odrazilo i na poptávce po automobilech.⁸⁹ Ford tak začal čelit hrozbě neschopnosti splácet závazky vyplývající z půjčky, kterou si vzal za účelem odkupu akcií. První reakcí tak bylo pozastavení produkce a hromadné propouštění. I přes tato úsporná opatření však stále nebylo možné umořit požadovanou výši splátek, což Ford vyřešil tak, že přebývajících skladových zásob automobilů distribuoval do jednotlivých dealerství i přesto, že tato dealerství zrovna žádné dodávky nepotřebovala. Ve chvíli, kdy tak do dealerství dorazily zásilky automobilů, jednotliví dealeři museli požádat banky o úvěry, aby mohli zaplatit závazky vůči výrobcí a Ford tak získal potřebný kapitál na údržbu dluhu. Pokud bychom se tuto transakci podívali z čistě teoretického hlediska, mohli bychom Fordův krok

⁸⁸ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

⁸⁹ SMITH, Roy C. *The Money Wars: The rise and fall of the great buyout boom of the 1980s*. Washington DC: Beard Books, 2000, 384 s. ISBN 9781893122697

odkoupení společnosti od akcionářů považovat již za jednu z prvních velkých LBO transakcí v historii tohoto průmyslu.⁹⁰

3.1.1 Období 70. – 80. let 20. století

V 80. letech 20. století došlo k rapidnímu vzestupu počtu LBO, nicméně již v 70. letech se objevil trend skupování společností z burzy neboli tzv. *going private* transakcí, mezi něž můžeme zařadit právě i LBO. Celá řada společností se v 60. letech rozhodla vstoupit na burzu z důvodu vysokých cen akcií a vize rychlého zisku. Na burzu tak začaly vstupovat i společnosti nižší kvality, jejichž akcie byly trhem rychle absorbovány. Ve chvíli, kdy však v 70. letech došlo k prudkému propadu akciových trhů a ceny akcií těchto společností začaly výrazně klesat, mnohé z nich se staly cílem private equity společností, které tak získaly společnost za relativně malou cenu a následně ji ve správnou chvíli mohli odprodat se ziskem. V 70. – 80. letech se tak začaly formovat společnosti zaměřující se právě na tento druh transakcí. Mezi společnosti zaměřující se na LBO transakce v té době patřila například společnost Kohlberg Kravis & Roberts (založená v roce 1976) či společnost Thomas Lee Partners (založená 1974).⁹¹

3.1.2 Období od roku 1980 až do roku 2000

Na začátku 90. let nastal výrazný rozmach akvizic typu LBO, kdy výnosové míry ve výjimečných případech dosahovaly rozmezí mezi padesáti až sto dvaceti pět procenty.

⁹² Spojené státy americké byly v té době hlavním centrem LBO transakcí a až do roku 1999 oficiálně zaujímaly první místo v objemu uskutečněných LBO transakcí. Na konci 90. let se začal projevovat výrazný nárůst hodnoty LBO transakcí i v Evropě, která následně v několika letech překonala Spojené státy americké.⁹³ Zajímavostí je, že

⁹⁰ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

⁹¹ JARREL, Gregg A. *Takeovers and Leveraged Buyouts* [online]. The Concise Encyclopedia of Economics, 1993 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.econlib.org/library/Enc1/TakeoversandLeveragedBuyouts.html>

⁹² GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

⁹³ GARFINKEL, Michelle. *The Causes and Consequences of Leveraged Buyouts* [online]. Federal Reserve Bank of St. Luis, 1989 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: http://research.stlouisfed.org/publications/review/89/09/Leveraged_Sep_Oct1989.pdf

i přestože se počet transakcí v roce 2000 v porovnání s rokem 1980 téměř zdvojnásobil, v konečném součtu hodnoty těchto transakcí představovaly pouze polovinu částky investované v osmdesátých letech. Z tohoto je patrné, že v roce 2000 se uskutečnilo více transakcí, ale menšího objemu.

Existují dvě hlavní centra LBO transakcí mezi něž tedy patří Spojené státy americké a Evropa. Vývoj LBO transakcí s ohledem na vývoj v čase a daná centra bude specifikován v rámci následujících podkapitol.

3.1.3 Rok 2000 – současnost – Spojené státy americké

Spojené státy americké dlouhodobě patří mezi hlavní centra LBO transakcí. Důvodů pro toto tvrzení může být mnoho, ale zřejmě nejrelevantnějším důvodem je postavení Spojených států americkým ve světové ekonomice.

Pokud se zaměříme na historii vývoje LBO transakcí co do objemu investovaných finančních prostředků vidíme, že vývoj na trhu LBO akvizic se odvíjel v návaznosti na situaci na trhu. V roce 2000 došlo ve Spojených státech amerických k pádu nadhodnocených akcií technologických společností, což mělo za následek počátek recese, která v letech 2001 – 2002 zároveň zapříčinila pokles v objemu a počtu uskutečněných LBO transakcí. Tento pokles je demonstrován v níže uvedeném grafu, kde vidíme, že pokles není v porovnání například se situací v letech 2007 – 2008 tak markantní, nicméně i přesto se tato krize negativně odrazila i na počtu uskutečněných LBO transakcí.⁹⁴

Pokud cílová společnost nemá jasný podnikatelský záměr a její budoucí stabilita není zaručena, hrozí ztráta vložených peněžních prostředků. Na tento fakt doplatila celá řada investorů v době tzv. dot-com krize, která pro mnohé private equity fondy a banky poskytující finanční prostředky pro sponzorování LBO transakcí znamenala nutnost

⁹⁴ *Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>

odepsání defaultních pohledávek. Rok 2000 tak odhalil někdy až nepřiměřeně rizikovou politiku firem zaměřených na LBO transakce.

Nestabilní situaci můžeme vidět i v roce 2003, kdy opět došlo k meziročnímu poklesu objemu investovaných peněžních prostředků do LBO transakcí v porovnání s rokem 2002. Pozitivní vývoj pak sledujeme od roku 2004, kdy objem LBO transakcí začal opětovně růst a tento rostoucí trend se udržel až do roku 2007, přičemž právě období mezi roky 2004 – 2007 je považováno za jedno z klíčových období v oblasti fúzí a akvizic, jelikož rostl nejen počet uskutečněných transakcí, ale i jejich objem.⁹⁵

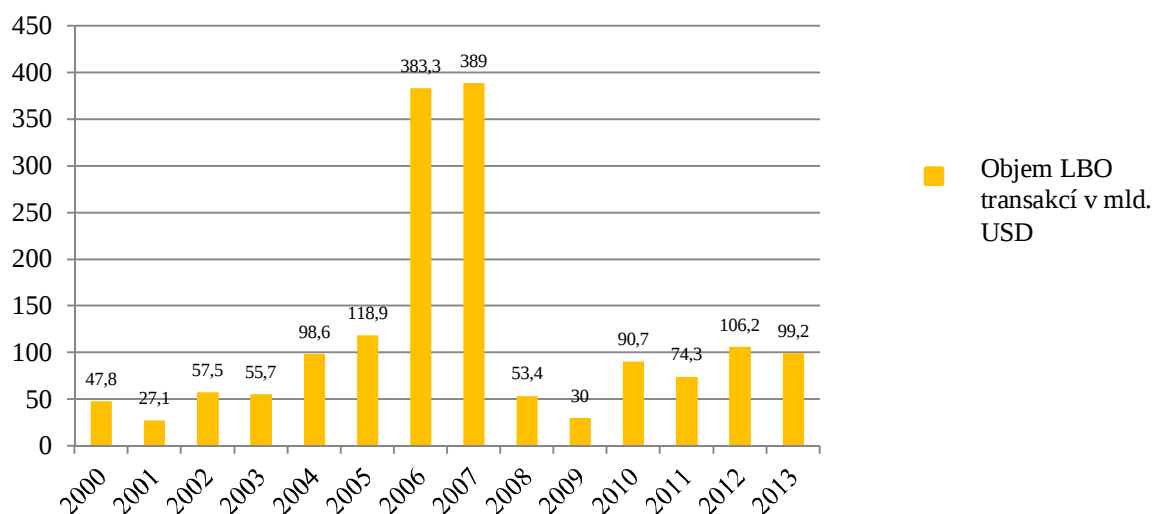
Růst v počtu a objemu uskutečněných transakcí byl primárně zapříčiněn dobrou ekonomickou situací, rostoucími cenami na akciových trzích, rostoucími cenami na trhu s realitami a tím vytvářející se realitní bublinou a nízkými úrokovými mírami, které způsobily, že dluhové financování bylo dostupnější ve smyslu nižších nákladových úroků.⁹⁶ Právě éra výhodných hypoték a nízkých úrokových sazeb výrazně ovlivnila výši investovaných peněžních prostředků, kdy vidíme, že v porovnání s rokem 2000 se objem LBO transakcí zosminásobil z původních 47,8 miliard USD v roce 2000 na 389,0 miliard USD v roce 2007.⁹⁷ Problém však spočíval v tom, že ve chvíli, kdy došlo k prasknutí tzv. hypoteční bubliny, ceny všech akcií výrazně poklesly, což vyvolalo výraznou nestabilitu na finančních trzích a následně období recese (jinak také období ekonomické a finanční krize). Nutno zmínit, že s důsledky krize, která zasáhla světovou ekonomiku v roce 2008, se většina států světa vypořádává dodnes. V posledních dvou letech se objem LBO transakcí relativně ustálil na hladině kolem 100 miliard dolarů.

⁹⁵ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

⁹⁶ *Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>

⁹⁷ *Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>

Graf č. 5 – Vývoj objemu LBO transakcí ve Spojených státech amerických (mld. USD)



Zdroj: Vlastní grafická interpretace dat získaných ze Standard & Poor's Financial Services ⁹⁸

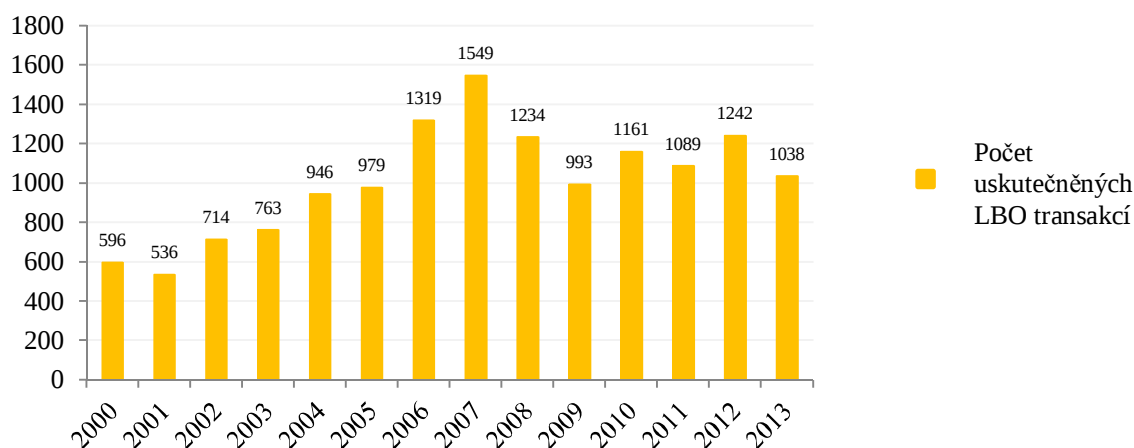
Pokud bychom se zaměřili na počet LBO transakcí, vidíme, že až do roku 2007 trend růstu a poklesu počtu uskutečněných transakcí zhruba koresponduje s vývojem jejich objemu. Avšak při porovnání grafu č. 5 a grafu č. 6 dojdeme k závěru, že od roku 2008 je stále patrnější, že narůstá počet transakcí menšího objemu. Například v roce 2004 byl poměr uskutečněných transakcí a jejich objemu 946 transakcí ku 98,6 miliard USD, kdežto v roce 2013 činil počet uskutečněných transakcí 1038 a jejich objem 99,2 miliard USD. Průměrná hodnota jedné LBO transakce tak klesla z 104 228 329 USD v roce 2004 na 95 568 400 USD v roce 2013.⁹⁹

⁹⁸ *Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>

⁹⁹ Viz odkaz výše

GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

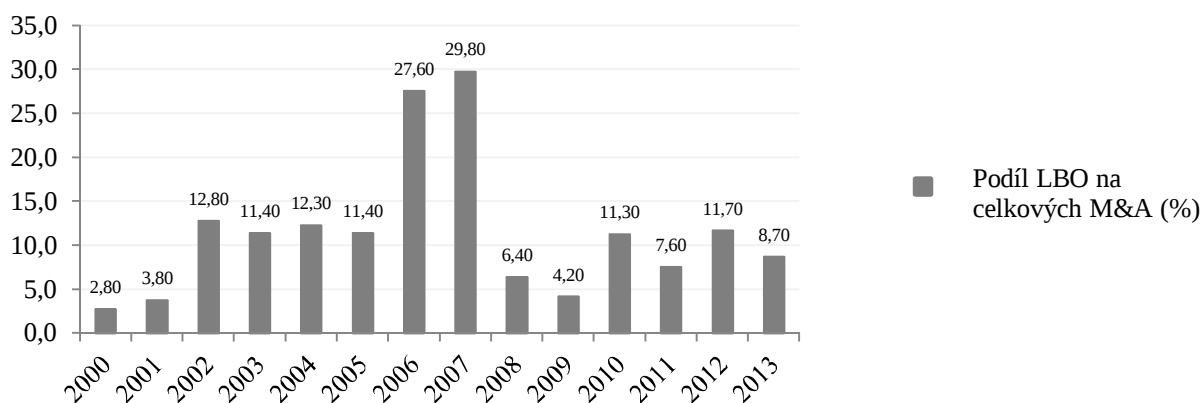
Graf č. 6 - Vývoj počtu LBO transakcí ve Spojených státech amerických



Zdroj: Vlastní grafická interpretace dat získaných ze Standard & Poor's Financial Services ¹⁰⁰

Při bližší analýze podílu LBO na celkových fúzích a akvizicích (M&A) uskutečněných za jednotlivé roky zjistíme, že zde není primárně vidět žádný stabilní trend a pouze nízké úrokové sazby plynoucí z realitní bubliny se velmi pozitivně odrazily na podíl LBO na celkových M&A v roce 2006 a 2007, kdy podíl LBO přesáhl hranici 25%. V ostatních letech se podíl LBO na celkovém objemu M&A pohybuje v rozmezí od 2,8 % a 12,8 %. Podrobnější informace jsou dostupné v příloze č. 2, obsahující detail hodnot, z nichž vychází výše a níže uvedená grafická interpretace.

Graf č. 7 – Podíl LBO na celkovém objemu M&A ve Spojených státech amerických (%)



Zdroj: Vlastní grafická interpretace dat získaných ze Standard & Poor's Financial Services ¹⁰¹

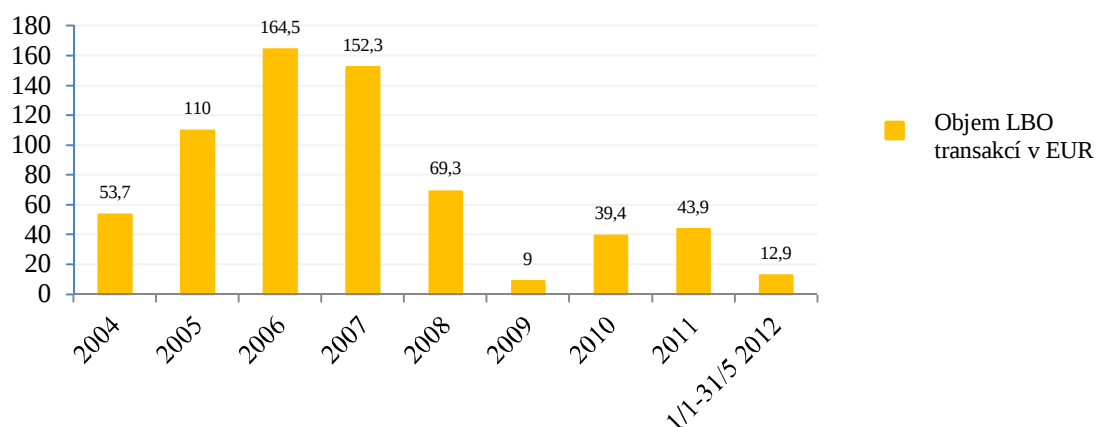
¹⁰⁰ Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>

¹⁰¹ Viz výše

3.1.4 Evropa Rok 2000 – současnost – Evropa

Evropa je všeobecně uznávaným centrem obchodu a finančních služeb, přičemž tento fakt se pozitivně odráží i na objemu LBO transakcí uskutečněných v Evropě během let 2004 – květen 2012. Z níže uvedeného grafu vyplývá, že se v Evropě v letech 2004 – 2006 projevuje rostoucí trend v objemu LBO transakcí, přičemž v roce 2006 se objem LBO transakcí v porovnání s rokem 2004 více než ztrojnásobil. V absolutních číslech v roce 2006 objem LBO transakcí dosáhl vrcholu a jejich výše činila 164,5 mld. EUR. V Evropě se stejně jako ve Spojených státech amerických v tomto období pozitivně odrážela stále se zvětšující se realitní bublina. V roce 2007 v Evropě zaznamenáváme první meziroční pokles, který vrcholí až rokem 2009, kdy objem LBO transakcí dosáhl svého minima. Právě rok 2009 byl v historii Evropy zlomovým rokem, kdy se většina evropských států potýkala s vysokou mírou volatility na finančních trzích a hrozícím úpadkem hned několika států. V roce 2009 tedy objem LBO transakcí dosáhl svého minima a v porovnání s rokem 2008 došlo k poklesu o 87 %. Z níže uvedeného grafu zároveň vyplývá, že od roku 2010 objem LBO transakcí začal pomalu narůstat, přičemž za prvních pět měsíců roku 2012 dosáhla výše uskutečněných LBO transakcí 12,9 mld. EUR.

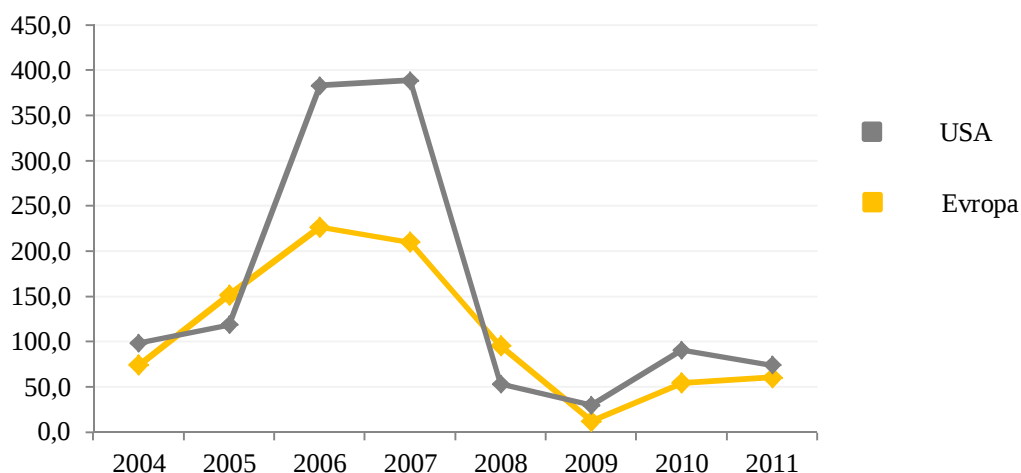
Graf č. 8 – Objem LBO transakcí v Evropě (mld. EUR)



Zdroj: Vlastní grafická interpretace dat získaných z LCD European Private Equity Report: LBOs promise stronger volume, richer pricing¹⁰²

¹⁰² LCD European Private Equity Report: LBOs promise stronger volume, richer pricing [online]. S&P Capital IQ Leveraged Commentary & Data, 2012 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/PE_Report_0612n1n.pdf?elq=65067c2115c7423a

Graf č. 9 – Porovnání vývoje objemu LBO transakcí v Evropě a USA (mld. USD)



Zdroj: Vlastní grafická interpretace dat získaných z *LCD European Private Equity Report: LBOs promise stronger volume, richer pricing*¹⁰³

K tomu, aby bylo možné porovnat vývoj objemu LBO transakcí v Evropě a Spojených státech amerických je nutno nejprve provést konverzi EUR na USD, přičemž v rámci této práce použiji kurz 1,3794 USD/EUR což tedy znamená, že investor za 1 EUR získá 1,3794 amerických dolaru. Z výše uvedeného grafu jasně vyplývá, že trendy v Evropě zhruba korespondují s trendem vývoje ve Spojených státech amerických. Jelikož ve Spojených státech amerických v letech 2006 – 2007 objem LBO transakcí značně přesahoval objem LBO transakcí uskutečněných v Evropě, i propad v roce 2008 byl mnohem markantnější.

Závěrem lze tedy říci, že objem LBO transakcí velmi závisí na vývoji celosvětové ekonomiky. V obou hlavních teritoriích se velmi negativně odrazil nástup světové ekonomické a finanční krize v roce 2008. V do roku 2011 je možno pozorovat rostoucí trend v objemu investovaných prostředků, nicméně stále ani z daleka investice nedosahují takové hladiny, jako dosahovaly v letech 2006 – 2007, kdy LBO transakce byly na vrcholu.¹⁰⁴

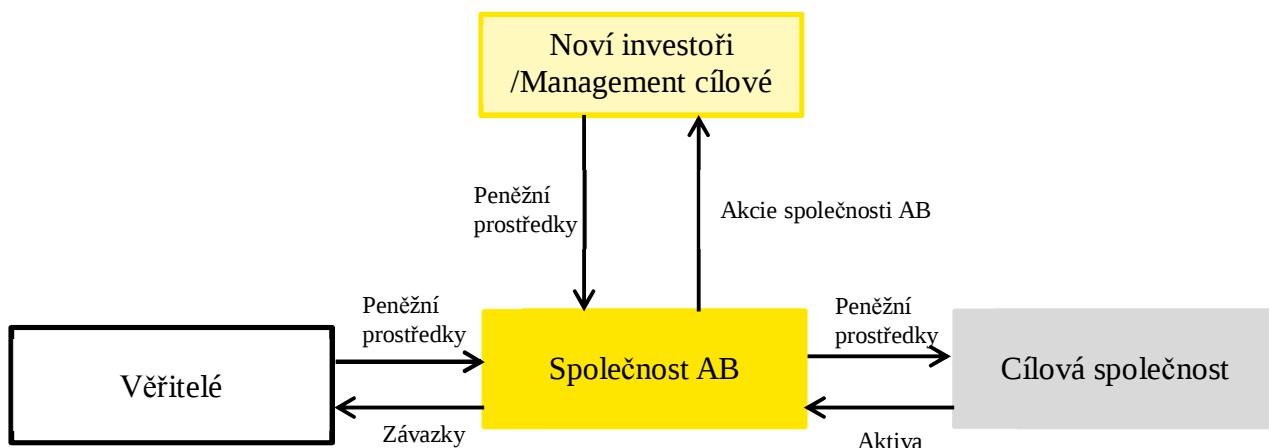
¹⁰³ *LCD European Private Equity Report: LBOs promise stronger volume, richer pricing* [online]. S&P Capital IQ Leveraged Commentary & Data, 2012 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/PE_Report_0612n1n.pdf?elq=65067c2115c7423a

¹⁰⁴ *Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>

3.2 Rámcová definice dluhových odkupů firem (LBO)

Dluhový odkup (*Leveraged buyout*) je akvizice celé společnosti případně jejího segmentu, která je z velké části financována pomocí cizího kapitálu. Kupující neboli investor (v našem případě private equity fond) využije k financování akvizice pouze relativně malou část svých vlastních zdrojů (v porovnání s celkovou cenou transakce) a zbývající částku uhradí pomocí dluhu či jiných cizích zdrojů kapitálu. V počáteční fázi transakce je tak klíčové správné nastavení kapitálové struktury co do jednotlivých složek kapitálu, tak poměru využitých vlastních a cizích zdrojů, kdy cílem transakce je minimalizace rizika a maximalizace návratnosti investice.¹⁰⁵¹⁰⁶

Schéma č. 4 - Zjednodušená struktura LBO transakce



Zdroj: Vlastní grafické zpracování¹⁰⁷

V rámci výše uvedeného schématu č. 4 je uvedena základní logika transakce typu LBO, kdy nový investor (private equity fond, případně management cílové společnosti) vytvoří novou společnost za účelem převzetí cílové společnosti. Cílem transakce je, aby se cílová společnost stala pobočkou nově založené společnosti AB, případně aby došlo k úplnému

¹⁰⁵ Měnový kurz potřebný pro konverzi EUR do USD dostupný k 22.3.2014 z *EURO-US DOLLAR Exchange Rate* [online]. 2014 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/quote/EURUSD:CUR>

¹⁰⁶ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>
GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

¹⁰⁷ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

začlenění cílové společnosti do nově vzniklé společnosti AB a převodu veškerých aktiv zanikající cílové společnosti na společnost AB. Zároveň je z výše uvedeného obrázku patrné, že investoři převedou své finanční prostředky do nově vznikající společnosti AB, čímž výměnou získají akcie společnosti AB. Zbývající finanční prostředky, které investor potřebuje k akvizici cílové společnosti, pak investor získá od věřitelů, kteří výměnou za ručení poskytnou zbývající prostředky nutné k uskutečnění transakce.

Samotné nastavení kapitálové struktury vyžaduje důkladnou znalost všech aspektů akvizice. Právě z tohoto důvodu jsou často najímány externí společnosti působící v této oblasti, které disponují expertní znalostí a jsou schopny vymodelovat optimální nastavení kapitálové struktury. Částečné financování pomocí cizích zdrojů je tak pro samotného investora relativně výhodné, jelikož se zříká určité míry rizika, které za určitých podmínek přebírají další věřitelé - ať už banky, tak jiní investoři.¹⁰⁸

Jelikož se jedná o akvizici společnosti či její části, je nutno určit i kupní cenu, za níž bude společnost / podíl na společnosti získán. Mezi nejdůležitější kroky LBO procesu vedoucí k odhadu jednotlivých parametrů ovlivňujících determinaci kupní ceny lze zařadit následující:

- Odhad a vytvoření projekcí základních ukazatelů (např. projekce tržeb, základny zákazníků atd.), které budou mít vliv na budoucí finanční toky a zisky cílové společnosti potažmo i na její schopnost splácet dluh, kterým je společnost zatížena po uskutečnění transakce. Projekce se obvykle dělá na horizont tří až sedmi let.
- Určení správného poměru využití vlastního a cizího kapitálu a správné nastavení kapitálové struktury, tedy poměru využití jednotlivých druhů finančních zdrojů (*Senior debt*, *Subordinated debt*, *Mezzanine debt* atd.) s cílem správného nastavení finančního krytí a dluhových statistik. Kombinací různých forem cizích zdrojů lze

¹⁰⁸ European Central Bank. *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU* [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2007 [cit. 2014-03-16]. ISSN 9789289901635. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf>

optimalizovat jednak rizika, ale i náklady na cizí kapitál a případnou nutnost ručení v určité výši.¹⁰⁹

- Odhad doby návratnosti investice, při jejímž dosažení investor vystoupí z investice a určení vnitřního výnosového procenta (*Internal interest rate; IRR*), které udává, kolik procent získá investor na cílovém projektu při zohlednění časové hodnoty peněz. Při výpočtu IRR tedy vycházíme z diskontovaných peněžních toků, tedy očišťujeme peněžní toky o vliv času. V České republice se spíše používá doba návratnosti investice nicméně ve světě, zejména v USA je velmi populární využití vnitřního výnosového procenta.¹¹⁰ Investoři obvykle hledají investice, u nichž IRR dosahuje kolem 30 % nicméně, pokud se jedná o investice většího rozsahu, může požadovaná IRR dosahovat pouze kolem 15 – 20 % v závislosti na situaci na finančních trzích.

Při kalkulacích je dále nutno zohlednit celou řadu faktorů včetně investičního horizontu. Jelikož je kalkulace kupní ceny složitým mechanismem, existuje celá řada šablon, které lze k tomuto účelu použít, nicméně nejjednodušším způsobem zůstává využití služeb externích poradců, kteří disponují potřebnými znalostmi a zkušenostmi. Zároveň při některých transakcích je cena pevně stanovena a je tedy nutné dívat se na problematiku z opačného pohledu, kdy je třeba vycházet z kupní ceny a propočítat výši ukazatelů a následně se rozhodnout o vhodnosti vstupu do investice.¹¹¹

Samotná determinace kupní ceny je vyjednávací proces, do nějž jsou zapojeny všechny strany, a nelze jednoznačně říci, že existuje jeden správný postup. Každá LBO transakce je velmi specifická a podílí se na ní celá řada odborníků, kteří mají za cíl optimalizovat

¹⁰⁹ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

BANK, European Central a EUROSISTEM. *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU* [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2007 [cit. 2014-03-16]. ISSN 9789289901635. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf>

¹¹⁰ SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vyd. [s.l.] : Grada Publishing, a. s., 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.

¹¹¹ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

zisky a hájit zájmy jednotlivých zúčastněných stran. Právě specifika každé společnosti jsou to, co hraje hlavní roli v celém procesu a je nutno vždy kalkulovat s tím, že celý proces by měl být ušit na míru dané transakci a zajistit, že dojde k naplnění potřeb všech stran.

Pokud se investor rozhodne pro investování formou LBO, musí vzít v potaz celou řadu faktorů, které mají následný vliv na výnos z investice. Tyto faktory zahrnují jednak nutnost splacení celé výše dluhu, efektivnější provoz podniku (zvýšení marží či příjmů cílové společnosti atd.) a zvýšení násobku hodnoty podniku, neboli nákup cílové společnosti za nižší sumu než za níž bude podnik v budoucnosti prodán.¹¹²

Faktory, které by měly být vzaty v potaz nejen se samotnou společností ale i s odvětvím.

Mezi faktory působící na transakci v závislosti na odvětví můžeme zařadit například druh odvětví, rozmístění konkurentů, politická situace, regulace, zákony atd. Existuje celá řada analytických nástrojů, které se zaměřují přímo na determinaci vývoje externího prostředí. Mezi tyto analýzy můžeme zařadit například *SWOT*, *5 Porter's forces* atd.

Faktory vážící se přímo na podnik jsou pak podíl na trhu, možnosti dalšího růstu, úroveň provozních marží a potenciál jejich vývoje, úroveň dlouhodobých aktiv, lidský kapitál, minimální výše peněžních prostředků nutných k udržení chodu podniku, kvalita managementu společnosti, výše zadluženosti atd.¹¹³ Tyto faktory jsou specifické pro každý podnik a mohou tvořit hlavní konkurenční výhodu, přičemž právě konkurenční výhoda je základním předpokladem pro to, aby firma mohla dlouhodobě generovat zisky.¹¹⁴

¹¹² *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

¹¹³ BRINKHUIS, Samantha a Wouter DE MAESENEIRE. *What drives leverage in leveraged buyouts?: An analysis of European LBOs' capital structure* [online]. Erasmus University Rotterdam, 2007 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.fma.org/Hamburg/Papers/PaperLBOLeverageParisconferenceFULL.pdf>

¹¹⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

3.2.1 Pákový efekt

Výše uvedené tvrzení týkající se toho, že financování cizím kapitálem povede za určitých podmínek k vyšší výnosnosti investice, je možné demonstrovat na pákovém efektu, který bude detailněji popsán v rámci této podkapitoly. Pákový mechanismus představuje základní mechanismus fungování LBO transakcí a základní charakteristiky jeho fungování budou demonstrovány na zjednodušených příkladech, přičemž pro zjednodušení abstrahuji od nastavení kapitálové struktury podniku jako celku a zaměřím se pouze na kapitálovou strukturu samostatné investice.

Dle Synka je pákový efekt definován jako: „*Efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku: je-li úroková míra nižší než výnosnost aktiv, potom použití cizího kapitálu zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu*“¹¹⁵

Toto tvrzení je možné potvrdit na jednoduchých příkladech, kdy pro usnadnění budu vycházet z následujících předpokladů:

- Abstrahuji od daní (zisky z investice tedy nebudou daněny)
- Náklady cizího kapitálu jsou vyjádřeny v úrokové míře
- Abstrahuji od jakýchkoli dalších nákladů (například transakční náklady, náklady obětované příležitosti atd.)

Pákový efekt - Příklad A)

Investor se rozhodne koupit podnik 20 000 000 Kč, přičemž investice je z 30 % financována vlastními zdroji investora a ze 70 % pomocí úvěru.

Výnosnost investice je 10 %, tedy v absolutním vyjádření $20\,000\,000 \cdot 10\% = 2\,000\,000$ Kč

Úroková míra činí 9 %

¹¹⁵ SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4.

Pokud budu vycházet z výše uvedených předpokladů, čistý výnos z investice bude v našem případě počítán jako výnos z investice mínus náklady na úvěr, tedy:

$$2\,000\,000 - (20\,000\,000 \cdot 0,7 \cdot 0,09) = 2\,000\,000 - 1\,260\,000 = \mathbf{740\,000\,Kč}$$

$$\text{Ukazatel ROE}_{(vk)} = \text{Čistý zisk} / \text{Vlastní kapitál} = 740\,000 / 6\,000\,000 = \mathbf{12,3\,\%}$$

Z výše uvedeného příkladu je patrné, že pokud investor využije částečného financování pomocí dluhu, míra zhodnocení jeho vlastního kapitálu je vyšší než míra výnosnosti celé investice a investor tak získá více, než kdyby použil k financování investice pouze vlastní kapitál.

Zároveň je celý proces finanční páky ovlivněn výší úrokové míry. Čím nižší úroková míra bude, tím vyšší výnosnosti investor dosáhne. Pokud by se v našem případě úroková míra snížila na 5 %, investor by dosáhl absolutní výše výnosu na úrovni $2\,000\,000 - 700\,000 = 1\,300\,000$ Kč, což by vedlo ke zvýšení hodnoty ukazatele rentability vlastního kapitálu na 21,7 %.

V situaci, kdy by došlo k tomu, že by úroková míra přesáhla výši výnosnosti aktiv, pak by využití cizího kapitálu vedlo ke snížení výnosnosti vlastního kapitálu. Tento jev je popisován jako negativní pákový efekt.

Závěrem lze konstatovat, že pozitivního pákového efektu je dosahováno, pokud poměr celkové výnosnosti investice a úrokové míry je větší než 1 a negativní pákový efekt je možno sledovat v případě, kdy poměr celkové výnosnosti investice a úrokové míry je menší než 1, a tedy náklady na cizí kapitál převyšují náklady vlastního kapitálu, čímž dochází ke snižování jeho výnosnosti.¹¹⁶

Nyní si na druhém příkladu ukážeme závislost změny poměru cizího a vlastního kapitálu na výši finanční páky, a tedy výši ukazatele ROE.

¹¹⁶ Příklad je založen na informacích získaných z knihy Manažerská ekonomika (viz níže) a jeho cílem je demonstrace základních principů fungování pákového efektu za předpokladu zjednodušených a výše uvedených předpokladů. Bližší informace k problematice pákového efektu lze nalézt v knize SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4.

Pákový efekt - Příklad B)

Opět budu vycházet se stejných předpokladů jako u předchozího příkladu. Jediné, co se změní, je poměr vlastního a cizího kapitálu využitého k financování investice.

Investor se tedy rozhodne koupit podnik 20 000 000 Kč, přičemž investice je z 10 % financována vlastními zdroji investora a z 90 % pomocí úvěru.

Výnosnost investice je 10 %, tedy v absolutním vyjádření $20\,000\,000 \cdot 10\% = 2\,000\,000$ Kč

Úroková míra činí 9 %.

Pokud tedy budu vycházet z nového poměru vlastního a cizího kapitálu, čistý výnos z investice bude v našem případě počítán jako výnos z investice minus náklady na úvěr, tedy:

$$2\,000\,000 - (20\,000\,000 \cdot 0,9 \cdot 0,09) = 2\,000\,000 - 1\,620\,000 = \mathbf{380\,000\,Kč}$$

$$\text{Ukazatel ROE}_{(vk)} = \text{Čistý zisk} / \text{Vlastní kapitál} = 380\,000 / 2\,000\,000 = \mathbf{19\,\%}$$

Z výše uvedeného příkladu vyplývá, že i přesto, že celkový absolutní výnos z investice se ustálil na hranici 2 000 000 Kč, výnosnost vlastního kapitálu se při využití většího poměru cizích zdrojů dramaticky zvýšila. Toto zvýšení poměru financování cizím kapitálem s sebou tak přináší zvýšení výnosnosti vlastního kapitálu. Nicméně je nutno vzít v potaz i faktor rizika, který bude růst s růstem podílu cizího kapitálu. Motivace věřitelů přistoupit k investici je tak determinována jednak vyšší úrokové míry, která pro ně představuje zisk, pak samotnou kapitálovou strukturou investice, jelikož jejich cílem je minimalizace rizika a maximalizace zisku.¹¹⁷

¹¹⁷ Příklad je založen na informacích získaných z knihy Manažerská ekonomika (viz níže) a jeho cílem je demonstrace základních principů fungování pákového efektu za předpokladu zjednodušených a výše uvedených předpokladů. Bližší informace k problematice pákového efektu lze nalézt v knize SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4.

V případě LBO je tedy nastavení kapitálové struktury a podílu cizího a vlastního kapitálu klíčové. Model, na jehož základě je demonstrován základní princip fungování finanční páky, je velmi zjednodušený a v realitě se setkáváme s transakčními kurzovými a jinými náklady, které by ovlivňovaly výši zisků investora. Zároveň v praxi transakce podléhají daňovým režimům jednotlivých zemí. V případě České republiky je za určitých podmínek možné uplatnit úroky z úvěru jako daňově uznatelné a snížit si tak výši daně odváděné států. Zároveň je nutné zmínit, že náklady na cizí kapitál nejsou ve skutečnosti determinovány pouze výší úrokové míry a pro jejich kalkulaci se používají různé sofistikované metody [zahrnující například výpočet takzvaných vážených průměrných nákladů kapitálu „WACC“ (*Weighted Average Cost Of Capital*)].¹¹⁸ V realitě se tak musí sestavit komplexní model, který determinuje samotnou výši výnosu celé investice při zohlednění všech parametrů. V rámci této práce, ve které se snažím demonstrovat základní principy fungování finanční páky, považuji za vhodné využít pouze tento zjednodušený model, který srozumitelně definuje právě tyto principy.

3.2.2 Rizika

Riziko je jedním z faktorů, které má vliv na výslednou kapitálovou strukturu a zároveň ovlivňuje rozhodování věřitelů i samotných investorů vlastního kapitálu o investici. Následující rizika by měl každý věřitel / investor zohlednit při svém rozhodování o zapojení se do investice.

- Rizika transakce vyplývající pro držitele vlastního kapitálu¹¹⁹

Primární riziko, kterému musí každý investor čelit, je riziko provozní, který úzce souvisí s každodenním provozem společnosti. Nejsou to však pouze rizika spojená s provozem podniku, ale i rizika spojená s výší úrokové míry a hodnotou podniku, která mohou mít

¹¹⁸ Existuje celá řada metod pro determinaci nákladů kapitálu. Výše uvedené vážené průměrné náklady kapitálu představují pouze jednu z možností jak náklady kapitálu určit.

International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines [online]. Private equity valuation, 2012 [cit. 2014-03-02]. Dostupné z: http://www.privateequityvaluation.com/fileadmin/user_upload/pdfs/130301_IPEV_Valuation_Guidelines_Ed_December_2012.pdf

¹¹⁹ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

signifikantní vliv na samotnou investici. V případě, že private equity fond, případně management společnosti, využije k financování transakce převážně cizí kapitál, roste riziko související s potenciální neschopností cílové společnosti splácet fixní náklady v podobě pravidelných úrokových plateb, což může v některých případech vést až k tomu, že se cílová společnost může dostat do úpadku. Zároveň jakékoli výkyvy v hodnotě podniku pro věřitele a vlastníky tzv. EV (*Enterprise value*) mohou mít markantní dopad na hodnotu podniku pro vlastníky (*Equity value*), jelikož výše dluhu zůstává konstantní a mění se pouze celková hodnota podniku. Tento mechanismus může být velmi zjednodušeně popsán následujícím vzorcem, kdy *Enterprise value* je dána jako součet *Equity value* a úročeného cizího kapitálu.¹²⁰

- Rizika transakce vyplývající pro věřitele

Věřitelé musí čelit riziku úpadku společnosti a tím i neschopnosti splacení jejich závazků. Nutno podotknout, že v případě bankovních úvěrů jsou většinou vyžadovány záruky, které v případě úpadku cílové společnosti poskytnou věřitelům částečnou (případně plnou) kompenzaci jejich nároků. Co se týká rizika úpadku (*Default risk*), tak výše tohoto rizika závisí na druhu věřitele a senioritě jeho pohledávek. Při insolvenčním řízení jsou primárně vypořádávány nároky věřitelů, kteří mají smluvně zajištěno ručení a jejich pohledávky spadají do kategorie s vyšší prioritou (senioritou).¹²¹

3.2.3 Výstup ze společnosti

Cílem každého investora je výstup z investice a realizace zisku. Možnosti výstupu z private equity investic jsou definovány v rámci kapitoly 2.2. V případě LBO transakcí můžeme mezi nejčastější formy výstupu z investic zařadit odprodej společnosti strategickému partnerovi (případně jinému investičnímu fondu), který umožní získat další finanční prostředky potřebné ke zvyšování budoucí hodnoty a efektivnosti podniku.

¹²⁰ GARFINKEL, Michelle. *The Causes and Consequences of Leveraged Buyouts* [online]. Federal Reserve Bank of St. Louis, 1989 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: http://research.stlouisfed.org/publications/review/89/09/Leveraged_Sep_Oct1989.pdf

¹²¹ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

Další formou jsou pak IPO (*Initial public offering*) neboli prvotní veřejné nabídky akcií, při nichž jsou akcie do té doby neobchodovatelného podniku poprvé nabídnuty k odprodeji široké veřejnosti, případně takzvaná rekapitalizace. Horizont investice je ve většině případů v rozmezí tří až sedmi let, po jejichž uplynutí investor očekává, že z investice vystoupí a realizuje zisk. Investor by měl při počátečních odhadech kalkulovat pouze s tím, že společnost v budoucnu odprodá za stejnou částku, za níž ji koupil, aby předešel případným zkreslením. Nicméně ve chvíli, kdy dojde k výstupu investora z investice, je jeho primárním cílem dosažení co nejvyšší IRR a odprodej společnosti se ziskem. Základní princip a motiv investora uskutečnit LBO transakci a následně z ní vystoupit lze demonstrovat na příkladu níže.

Základní princip fungování LBO - Příklad A)

Společnost AB dosahuje ročního zisku ve výši 20 milionů Kč.

Investor (private equity fond či management společnosti) se rozhodne koupit firmu AB za 200 milionů Kč (deseti násobek současného EBIT cílové společnosti), přičemž má k dispozici 50 milionů Kč vlastních zdrojů a 150 milionů Kč si půjčí od banky.

V rámci tohoto modelu budu kalkulovat pouze se základními předpoklady, abych demonstrovala logiku tohoto typu transakcí. Neexistují tedy náklady cizího kapitálu a investor tak musí splatit pouze nominální výši úvěru ve výši 150 milionů Kč. V případě, že společnost AB bude po dobu příštích 5 let generovat stabilní zisky na úrovni 20 milionů Kč / rok, za 5 let bude mít k dispozici 100 milionů Kč, z čehož 70 milionů Kč cílová společnost použije na umoření úvěru a 30 milionů Kč reinvestuje do zvýšení provozní efektivnosti. Zároveň úroky z úvěru budou za určitých podmínek daňově uznatelným nákladem, což by snížilo výslednou daňovou zátěž společnosti AB.

Po pěti letech se investor rozhodne, že firmu odprodá jinému strategickému investorovi za částku 200 milionů Kč, což odpovídá částce, za níž investor společnost AB koupil. Ve chvíli, kdy dojde k samotné transakci, investor musí umořit zbývající část dluhu ve výši 80 milionů Kč (150 milionů Kč (nominální hodnota úvěru) – 70 milionů Kč (již splacená část úvěru)). Výsledná částka, kterou investor získá z transakce, tak bude

dosahovat výše 120 milionů Kč (200 milionů Kč (prodejní cena) – 80 milionů Kč (doplatek úvěru)). Výsledná hodnota investice se tak v porovnání s původní výší jeho investice více než zdvojnásobila.¹²²

3.2.4 Rámcové vymezení základních charakteristik odkupované společnosti

Cílem každé private equity transakce (včetně investic typu LBO) je zhodnocení vloženého kapitálu. Tento fakt úzce souvisí s tím, jaké jsou základní charakteristiky kupované společnosti. Jelikož je každá investice typu private equity svým způsobem jedinečná, jsou jedinečné i hlavní charakteristiky, které přivábí samotné investory a věřitele. Nelze tedy říci, že by existoval přesně vymezený rámec striktně determinující hlavní ukazatele správného cíle pro LBO transakci. Mezi charakteristiky, které jsou nejčastěji brány v potaz při hledání cílových společností pro LBO transakce, můžeme zařadit následující:

- Silné, stabilní a předvídatelné provozní peněžní toky¹²³

Jelikož LBO transakce pracují na principu částečného financování transakce pomocí dluhu, je zřejmé, že stabilní peněžní toky jsou základem pro úspěšnost celé transakce, protože umořování dluhu probíhá právě pomocí zisků generovaných cílovou společností. Hlavním hodnotícím ukazatelem je pro banky tzv. EBITDA (*Earnings before Interest Taxes Depreciation and Amortization*), který nezohledňuje účtovací a odpisové metody cílové společnosti a poskytuje tak ucelenější obraz o situaci podniku, v níž se aktuálně nachází. Pokud cílová společnost nevykazuje stabilní peněžní toky, dochází zde ke zvýšení potenciálního rizika věřitele v otázce schopnosti cílové společnosti splácet závazky vyplývající z úvěru. Při hodnocení tohoto ukazatele se primárně vychází z peněžních toků minulých let, na jejichž základě jsou predikovány toky budoucí.

¹²² Vlastní interpretace na základě analýzy textů od R. J. Samuelsona a Tomáše Nováka: SAMUELSON, Robert. J., *The Enigma of Private Equity*, Newsweek, Newsweek;3/19/2007, Vol. 149 Issue 12

NOVÁK, Tomáš. *Zadlužené akviziční struktury (Leveraged buyout - LBO)* [online]. Economia, a.s., 2007 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://pravnihradce.ihned.cz/c1-21466980-zadluzene-akvizicni-struktury-leveraged-buyout-lbo>

¹²³ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

Predikce budoucích peněžních toků je relativně komplexní problematikou, jelikož je nutno vzít v potaz řadu dalších faktorů, jako jsou například konjunkturální cykly celé ekonomiky a odvětví. Právě tyto faktory mohou mít značný dopad na výši vykazovaných zisků jak za minulost, tak za budoucnost.¹²⁴

- Stabilita společnosti, fáze životního cyklu a odvětví

Jak již bylo výše zmíněno, na výši vykazovaných peněžních toků má dopad celá řada faktorů, a mezi tyto faktory spadá i fáze životního cyklu společnosti. Ve většině případů jsou pro LBO transakce cílovými kandidáty společnosti, které jsou již v pozdější fázi vývoje a mají tedy předpoklad k tomu, aby generovaly stabilní zisky, a jejichž výrobky jsou již na trhu zavedené. Tyto společnosti se dají označit jako „*Mature*“ neboli dospělé.¹²⁵ Zároveň je jedním z dalších faktorů odvětví, v jehož rámci firma působí. Pokud se do budoucna předpokládá, že dané odvětví bude na ústupu, hrozí zde pro věřitele jisté riziko, neboť se společnosti budou zvyšovat náklady na propagaci výrobků, apod.

- Stabilní hodnota aktiv a výše předpokládaných investičních výdajů

Pro banky a jiné investory je důležitým faktorem možnost zajištění jejich nároků. Z hlediska věřitelského rizika je tudíž nutné, aby cílová společnost vykazovala dostatek aktiv, která mohou sloužit jako ručení a zároveň, jejichž hodnota nebude do budoucna neúměrně klesat. Každá banka musí dbát na pravidlo opatrnosti a vytvářet si opravné položky na úvěry, u nichž je riziko částečného či celkového nesplacení. Tyto opravné položky pak bankám snižují vykazovaný zisk. Cílem každé banky tedy bude jistota toho, že při následném přecenění aktiv použitých jako ručení nedojde k rapidnímu poklesu

¹²⁴ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

¹²⁵ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

jejich hodnoty. Pokud by tak cílová společnost nevykazovala dostatečné množství aktiv, jejichž hodnota je stabilní, mohlo by dojít k zamítnutí žádosti o úvěr.¹²⁶

Zároveň je nutno zmínit fakt, že čím nižší jsou očekávané investiční výdaje, tím větší podíl zisku bude moc být distribuován na umoření dluhu. Zde vzniká jistý problém, kdy společnost musí počítat s tím, že pokud nebude žádné finanční prostředky investovat do další obnovy strojů a zařízení, může docházet k jejich rapidnímu opotřebení, ztrátě hodnoty, neefektivnosti a zastarání, což potažmo vede i ke ztrátě konkurenční pozice, jelikož výrobky dané firmy nebudou splňovat očekávání cílových zákazníků. Zároveň zde hrozí, že firma nebude schopna uspokojit poptávku z důvodu nedostačujících kapacit a neefektivního využití stávajících zdrojů. Je zde tedy nutné najít jakýsi kompromis mezi tím, jak velkou částku může firma investovat do obnovy a vývoje a jakou částku si může dovolit vyhradit na pravidelné splátky úvěru.

- Kvalita managementu

Kvalita managementu je faktor, který je relativně složité hodnotit, jelikož zahrnuje zejména takzvané „*Soft skills*“, což jsou vlastnosti mezi něž patří schopnost vytvořit dlouhodobou a jasnou vizi o směřování podniku, schopnost predikovat budoucnost a ohodnotit šance a rizika, styl řízení, kvalifikace, schopnost učit se novým věcem, schopnost rozhodování a další.¹²⁷ Tyto charakteristiky se pak odrážejí v tom, jak cílová společnost hospodaří, přičemž banka zohlední veškeré úspěchy a problémy, kterým cílová společnost pod vedením daného managementu musela čelit. Například, pokud banka zjistí, že společnost pod vedením daného managementu čelila problémům s likviditou, tržní stabilitou, případně s platební neschopností, očekává se, že před poskytnutím finančních prostředků bude vyžadovat značné záruky, případně finanční prostředky vůbec neposkytne.

¹²⁶ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

¹²⁷ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

- Výše současného zadlužení cílové společnosti¹²⁸

Banky hodnotí žádosti o úvěr z mnoha hledisek, a jedním z těchto hledisek je i současná výše zadlužení podniku žádajícího o úvěr. Čím nižší bude současná výše zadlužení cílové společnosti, tím větší je pravděpodobnost, že banka vyhoví žádosti o úvěr, jelikož zde bude nižší míra rizika defaultu. Kritériem pro výběr kandidáta pro LBO transakci je tak i výše současného zadlužení, výše potřebného kapitálu a následně i maximální výše úvěru, kterou je schopna banka potažmo další věřitelé poskytnout. Jelikož každý investor má primárně averzi k riziku, je nutné počítat s tím, že budou požadovány určité záruky.

- Vlastnická struktura společnosti

V neposlední řadě je důležitým rozhodovacím faktorem i samotná vlastnická struktura cílové společnosti. Externí věřitelé budou upřednostňovat investice do společností, kde má interní management, případně externí investoři, vyšší podíl na vlastním kapitálu, jelikož tento fakt úzce souvisí i s jejich angažovaností při řešení problémů a vedení společnosti, potažmo jejím hospodaření. Zároveň v případě problémů mohou být nároky věřitelů uspokojeny právě z vlastního kapitálu cílové společnosti.

Výčet charakteristik cílové společnosti není vyčerpávající a obsáhnout veškeré faktory působící na hospodaření společnosti by vyžadovalo zohlednění i dalších oblastí (například zaměstnanci, zákazníci, dodavatelé, konkurenti apod.), jelikož i tyto faktory mají vliv na celkové hospodaření firmy¹²⁹. Nicméně, jak již bylo řečeno výše, každý věřitel hledá jiné charakteristiky oceňovaného podniku, které nejsou jednoznačné a mohou se značně lišit v závislosti na transakci

¹²⁸ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

¹²⁹ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

3.3 Kapitálová struktura LBO transakcí

Správné nastavení kapitálové struktury je jedním z nejdůležitějších předpokladů úspěšnosti každé LBO transakce. Vhodně nastavená proporce mezi financováním z vlastních a cizích zdrojů zaručí optimalizaci výsledné hodnoty podniku. Nicméně nelze říci, že by existoval přesný návod na to, jaká kapitálová struktura zaručí úspěch celé transakce. Pro potřeby této kapitoly se již předpokládá, že jsou k dispozici veškeré analýzy a podklady včetně odhadu požadovaného výnosu při exitu z investice jak definováno v rámci kapitoly 2.

Ve fázi optimalizace struktury financování je nutné zaměřit se jednak na optimální nastavení proporce mezi vlastním a cizím kapitálem, ale i samotnými složkami cizího kapitálu, které budou použity k financování. Existují dvě základní formy financování cizím kapitálem, mezi něž patří:

- *Asset Based Lending* neboli transakce založené na hodnotě aktiv

Asset Base Lending je postaveno na existenci dostatečného kolaterálu, který bude sloužit k zajištění úvěru. Tento přístup je zaměřen na hodnocení aktiv společnosti a členění financování na kryté a nekryté.

Kryté zdroje jsou ty zdroje, u nichž byla vyžadována záruka neboli v případě defaultu jsou nároky těchto věřitelů uspokojeny zpeněžením aktiv, která jsou zastavena, neboli představují záruku. V případě krytého financování mluvíme o prioritním (seniorním) dluhu, který je zajištěn jako první v pořadí. Dále pak existuje seniorní dluh podřízený neboli střednědobý úvěr, který je zajištěn jako druhý v pořadí.¹³⁰

Nekryté zdroje jsou pak ty zdroje, u nichž nejsou vyžadovány zástavy a jiné záruky, a tudíž věřitelé nesou riziko, že v případě defaultu nemusejí být jejich nároky uspokojeny. Mezi tyto formy patří například mezaninové financování. Důležitým krokem

¹³⁰ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

při *Asset Based Lending* je tedy odhad výše kolaterálu. Právě výše kolaterálu značně ovlivní případnou dostupnost finančních zdrojů.¹³¹

- *Cash Flow Loans* neboli transakce založené na peněžních tocích generovaných cílovou společností

V rámci tohoto přístupu je nejdůležitější částí tzv. due diligence, které se zaměřuje na zkoumání hospodaření firmy a predikce vývoje peněžních toků do budoucna. I zde je možné své nároky zajistit a je nutno říci, že i dluhy postavené na bázi peněžních toků mohou patřit do skupiny prioritního financování.

Nutno konstatovat, že existuje celá řada možných komplikovaných dělení a strukturování úvěrů. Bez ohledu na výše uvedené členění jsou níže uvedeny nejčastější formy financování cizím kapitálem používané při LBO transakcích.

3.3.2 Prioritní dluhy

Prioritní dluhy jsou dluhy, které vyžadují zajištění ve výši úvěrované částky. V případě potřeby budou nároky těchto věřitelů uspokojeny jako první. Zjednodušeně řečeno, v případě nemožnosti splácet a následné nutnosti zpeněžení aktiv budou uspokojeny nároky prioritních věřitelů před ostatními věřiteli i v případě, že si tito věřitelé též vyžádali zajištění k poskytnutým úvěrům.

(a) Revolvingový úvěr (*Revolving Credit Facility*)¹³²

Revolvingový úvěr je krátkodobá forma financování, která funguje podobně jako kontokorentní účet. Firma má tedy v případě potřeby možnost čerpat finanční prostředky až do výše stanoveného limitu, za což bance náleží jistá výše úplaty a zároveň úroky z čerpané částky. Náklady na tento druh úvěru tedy mají dvě základní složky, a to jednak nákladové úroky a jednak poplatek za příslib okamžitého poskytnutí finančních zdrojů v případě potřeby. Pro tento typ úvěru je dále charakteristické, že je rozhodující účel

¹³¹ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

¹³² Center for private equity and entrepreneurship *Note on Leveraged Buyouts* [online]. Tuck school of business at Dartmouth 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf

využití poskytnutých zdrojů, čímž se značně odlišuje od kontokorentního účtu. Jedná se tedy o účelový úvěr, a prostředky z něj čerpané musejí být použity na financování potřeb souvisejících s provozem podniku, zejména financování oběžných aktiv. Hlavní výhodou tohoto typu financování je možnost čerpat a následně splácet finanční prostředky na ad-hoc bázi (nejsou zde žádné sankce za dřívější splacení). Samotné úroky jsou pak spláceny většinou měsíčně. Banka zároveň v každém případě žádá záruky například zajištění pomocí nemovitosti, pohledávkami apod. Právě požadavek banky na poskytnutí ručení řadí tento druh úvěru v případě LBO transakcí mezi prioritní (seniorní), tedy nároky těchto věřitelů budou v případě defaultu uspokojeny jako jedny z prvních.¹³³

(b) Bankovní úvěr (*Bank debt*)

Bankovní úvěr představuje jeden z nejběžnějších zdrojů financování, kdy výše nákladů na tento druh financování je dána výší úrokových sazeb a případných poplatků, které jsou v porovnání s jinými druhy financování (například *High-yield debt*) relativně nízké. Bankovní úvěr je poskytován na základě smlouvy uzavřené mezi dlužníkem a věřitelem. Tato smlouva je uzavírána na dobu určitou (zhruba 5 – 8 let), po jejíchž skončení musí být umořena celková výše dluhu. Tento druh financování s sebou přináší jisté restriktce v oblasti získávání dalších finančních zdrojů a výplat dividend. Bankovní úvěr taktéž jako revolvingový úvěr představuje zajištěnou formu financování, tedy dlužník musí poskytnout záruky, které budou v případě potřeby použity na uspokojení nároků věřitele (banky). Typické pro tento druh úvěru je uvalení sankce v případě dřívějšího splacení, nicméně v tomto případě záleží na podmínkách sjednaných přímo mezi dlužníkem a bankou. Bankovní úvěr má většinou dvě formy takzvaný *Term Loan A* a *Term Loan B*. Rozdíl mezi těmito formami spočívá ve způsobu splácení dlužné částky.

Term Loan A – dlužná částka je umořována pravidelnými splátkami ve stejné výši (obvyklá doba splácení je 5 až 7 let)

¹³³ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.

Československá obchodní banka. *ČSOB Revolvingový úvěr* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.csob.cz/cz/firmy/Podnikatele/Uvery/Stranky/CSOB-Revolvingovy-uver.aspx>

Term Loan B – dlužná částka je splácena v průběhu 5 až 8 let, přičemž tento typ úvěru umožňuje odložit splátku větší části dluhu až na poslední rok. Zároveň tato část úvěru je splatná až po splacení *Term Loan A*. Z tohoto logicky vyplývá, že se bude jednat o dražší typ úvěru než *Term Loan A*, jelikož *Term Loan B* je dluh s delší dobou splatnosti.¹³⁴

3.3.3 Další vybrané formy financování

Bankovní a revolvingové úvěry představují dvě hlavní zajištěné formy financování, které se vyznačují tím, že v případě potřeby jsou nároky věřitelů těchto dluhů uspokojeny přednostně. Rozsah LBO transakcí však ve většině případů neumožňuje využít pouze tyto dvě složky financování a vyžaduje vytvoření optimální kapitálové struktury. Mezi další formy financování tak lze zařadit například následující

(a) Dluhopisy s vysokým výnosem (*High-yield Debt*)

Dluhopisy patří mezi nezajištěnou formu financování, kdy riziko investorů je kompenzováno požadavkem na vysoký výnos z dluhopisu. Dluhopisy představují další možnost jak navýšit potřebné finanční zdroje nad rámec finanční částky, kterou jsou prioritní věřitelé ochotni poskytnout. Obvyklá doba splatnosti dluhopisu při LBO transakcích je 8 až 10 let. Dluhopisy mohou být obchodovány na veřejných trzích, tudíž jsou přísně regulovány a dochází k jejich klasifikaci ze strany ratingových agentur. Jelikož investoři od dluhopisů očekávají vysoký výnos a doba splatnosti je jasně definována, tak v případě předčasného splacení dluhopisu ze strany dlužníka, má věřitel nárok na kompenzaci.¹³⁵

(b) Mezaninový dluh (*Mezzanine Debt*)

Mezaninový dluh je specifický tím, že obsahuje dvě složky. Tato forma financování jednak umožňuje získat výnos v podobě splátek běžných úroků a zároveň s sebou přináší

¹³⁴ *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>

¹³⁵ *Private equity new investment process* [online]. Street of walls, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.streetofwalls.com/finance-training/courses/private-equity-training/private-equity-investment-process/>

Center for private equity and entrepreneurship *Note on Leveraged Buyouts* [online]. Tuck school of business at Dartmouth 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf

předkupní právo na akcie cílové společnosti za jejich nominální hodnotu. Tyto dvě složky mají za cíl kompenzovat rizika, která jsou kladena na věřitele.¹³⁶

Kapitálová struktura LBO transakcí se liší v návaznosti na aktuální potřeby dané transakce. Správné nastavení struktury kapitálu je klíčové pro budoucí rozvoj společnosti a její schopnost splácet závazky plynoucí z různých typů financování. Výše uvedené zdroje kapitálu tak představují pouze vybrané a nejčastější formy cizího kapitálu využívaného při LBO transakcích.

Financování LBO transakcí probíhá jednak pomocí cizího, tak vlastního kapitálu tudíž druhou nejdůležitější složkou při nastavování kapitálové struktury tvoří vlastní kapitál neboli (*Equity*). Nalezení optimálního poměru mezi jednotlivými zdroji je předmětem komplexních analýz a modelů¹³⁷

3.4 Potenciální pozitivní a negativní dopady LBO transakcí

Specifika LBO transakcí byla vymezena v rámci výše uvedených kapitol, kde jsem zároveň zmínila jeden z nejdůležitějších faktů tohoto typu investic – odlišnost v návaznosti na požadavky konkrétní transakce a situaci. Právě tento fakt dle mého názoru do značné míry ovlivňuje i potenciální přínosy a negativní vlivy každé LBO transakce. Pro některé cílové společnosti může být hlavním přínosem poskytnutí finančních prostředků, které jsou nezbytné pro další rozvoj a pro jiné poskytnutí know how pro úspěšné řízení společnosti a následné zvýšení efektivity provozu podniku a jeho postavení na trhu. V obou případech by s sebou měl vstup investora přinést zvýšení efektivity nicméně klasifikace konkrétních dopadů v otázce zvýšení efektivity je náročná, jelikož se bude lišit v návaznosti na konkrétní cílovou společnost.

¹³⁶ Cooley LLP. *Mezzanine capital* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cooley.com/mezzaninecapital>

¹³⁷ GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170

Center for private equity and entrepreneurship *Note on Leveraged Buyouts* [online]. Tuck school of business at Dartmouth 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf

Dopady LBO transakcí na zvýšení provozní efektivity a zároveň snížení investičních výdajů se zabývali i Kaplan (1989)¹³⁸ a Smith (1990)¹³⁹ v rámci svých studií. Výsledky jejich studií říkají, že efektivity a provozní zisk (*operating income*) se po realizaci LBO zvýší a zároveň se sníží investiční výdaje (*capital expenditures*).¹⁴⁰

Obecně lze říci, že financování transakce pomocí LBO snižuje nároky na výši vlastních finančních zdrojů potřebných pro financování. Pokud je optimálně nastavena kapitálová struktura, tak z důvodu působení pozitivního pákového efektu zároveň dochází ke zvýšení rentability vlastního kapitálu. Optimální nastavení kapitálové struktury vede tedy jednak ke zvýšení ROE, tak optimalizaci nákladů a flexibilitě v čerpání a splácení půjčených finančních prostředků, kdy dluhy jsou umořovány z peněžních toků generovaných cílovou společností. Zároveň cílová společnost může využívat úspor vzniklých z daňové uznatelnosti nákladových úroků v případě, že jsou dané úroky klasifikovány jako daňově uznatelné.

Na druhé straně je nutno zohlednit, že strukturování LBO transakce je časově a finančně náročný proces, jelikož je ve většině případů nutné zahrnout jak externí specialisty a poradce z oboru, tak samotné banky, které by měly poskytovat finanční zdroje. Vzhledem k rozsahu LBO transakcí a výši požadovaných finančních prostředků, kdy jejich velká část bude čerpána od bank, které si za poskytnutí finančních zdrojů účtují úroky případně další poplatky, se bude jednat o relativně nákladnější způsob financování, který na druhou stranu dokáže zajistit požadovanou výši kapitálu.¹⁴¹

¹³⁸ Kaplan, Steven N., 1989, The effect of management buyouts on operations and value, *Journal of Financial Economics* 24, 217-254

¹³⁹ Smith, Abbie J., 1990, Management buyouts and corporate performance, *Journal of Financial Economics* 27, 143-164

¹⁴⁰ CHEVALIER, Judith A. *Do LBO Supermarkets charge more? An empirical analysis of the effects of LBOs on supermarket pricing.* [online]. The Journal of finance, 1995 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://manitobapork.com/wp-content/uploads/REF_6-_Chevalier01.pdf

¹⁴¹ Československá obchodní banka. *Korporátní a institucionální bankovníctví* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.csob.cz/WebCsob/Firmy/Korporace-Institute/Akvizice.pdf>

ZÁVĚR

Private equity představuje strategickou formu financování zejména pro podniky, které mají problém získat peněžní prostředky ze standardních forem financování. V Evropě často dochází k zaměňování pojmu private equity a venture capital, což je v rozporu s chápáním tohoto pojmu ve Spojených státech amerických. V USA dochází k úplné diferenciaci zejména z pohledu investic do jednotlivých fází životního podnikového cyklu, kdy fondy venture capital se soustřeďují zejména na nové, mladé podniky (*Start-up*) a fondy private equity se zaměřují na poskytování finančních prostředků zralým podnikům, které potřebují kapitál zejména na další rozvoj a udržení konkurenční pozice.

Vstupem private equity fondu příjemce získává nejen finanční prostředky, ale i strategického partnera, který může poskytnout určitá strategická know-how, předchozí zkušenosti a například i síť kontaktů, případně umožní získat další potřebné finanční prostředky pro rozvoj v případě, že se kapitálová náročnost zvýší a původní private equity fond již nebude schopný pokrýt aktuální potřeby cílového podniku.

V Evropě je oblast private equity monitorována a podporována zejména asociací EVCA a v České republice působí asociace CVCA, jejichž hlavním cílem je podpora všech potenciálních stran podílejících se na transakci a v případě cílových podniků zprostředkování prvotního kontaktu s private equity investorem. V České republice oblast private equity zažila největší boom v roce 2009, kdy společnost CVC Capital Partners koupila pivovary Staropramen. Z pohledu výstupu ze společností byl pro všechny investory a i cílové společnosti za posledních pět let klíčový zejména rok 2012, kdy se uskutečnily dvě velké transakce, které Českou republiku představily jako nového a aktivního hráče na trhu private equity. V roce 2012 došlo k prvotnímu vstupu společnosti AVG na burzu a její akcie se tak staly obchodovatelnými na NYSE. Příprava této transakce byla finančně a časově náročná a podílelo se na ní značně množství externích poradců, jelikož oblast IPOs je celosvětově velmi striktně regulována a společnosti vstupující na burzu musí splnit přesná kritéria, aby jejich akcie mohly být obchodovány. Další klíčovou transakcí byl pak odprodej pivovarů Staropramen

společnosti Molson Coors a výstupu CVC Capital Partners z této investice též v roce 2012.

Investice typu private equity nemají ustálenou strukturu, která se tak liší v návaznosti na jednotlivé investice. Každá investice si vyžaduje pečlivé prozkoumání všech podmínek a možností, tudíž není možné samotný investiční proces unifikovat. Lze tak pouze vytvořit jakýsi rámec, který definuje investiční proces bez ohledu na znalost detailů situace a cílové společnosti. Mezi nejdůležitější části rámcového vymezení investičního procesu patří analýza cílové společnosti, kdy je nutno zaměřit se na prověření finanční, ekonomické i právní stránky celé investice, tudíž i cílové společnosti. V rámci této analýzy je nutno identifikovat veškeré potenciální problémy a zároveň zhodnotit, zda má cílová společnost potenciál pro budoucí tvorbu hodnoty podniku, což umožní private equity fondu realizovat zisk. Právě výsledky analýzy jsou klíčové pro rozhodnutí o vstupu investora do cílové společnosti. Ve chvíli, kdy se investor rozhodne, že cílová společnost je vhodným kandidátem, může začít samotné vyjednávání o konkrétních podmínkách a strukturování celé transakce.

Tyto dvě části přípravné fáze jsou z hlediska času velmi náročné a ne zřídka se stává, že se investor rozhodne, že danou investici nebude realizovat. Pokud se však rozhodne, že investici zrealizuje, následuje podpis veškerých právních dokumentů, uzavření transakce a následný monitoring. Právě fáze monitoringu je z pohledu tvorby hodnoty klíčová jelikož souvisí s obdobím držby investice a manažerská společnost private equity fondu provádí restrukturalizační opatření vedoucí k zefektivnění všech procesů, minimalizaci nákladů a maximalizaci zisků společnosti.

V návaznosti na horizont investice pak dochází k výstupu investora z cílové společnosti, kdy existuje celá řada možností jak tento výstup realizovat. Považuji za nutné konstatovat, že způsob výstupu v případě úspěšnosti i neúspěšnosti transakce je nutno zvážit ještě před uzavřením samotné transakce, jelikož značně ovlivní vývoj společnosti po výstupu původního strategického investora.

Financování pomocí dluhových odkupů neboli LBO (Leveraged buyouts), které pracují s částečným financováním transakce pomocí dluhu, představuje složitý mechanismus, který však umožní cílové společnosti využít pákového efektu. Právě využití finanční páky umožňuje možnost optimalizace nákladů kapitálu, což se odráží v samotném výsledném ocenění společnosti. Problémem těchto transakcí je však právě v nastavení optimální kapitálové struktury, kdy je nutno zvážit různá hlediska a postavení společnosti v souvislosti s riziky, zajištěním a možností čerpání dalších finančních zdrojů. Nastavení kapitálové transakce tak vyžaduje důkladnou znalost tržních podmínek a podmínek jednotlivých věřitelů, proto je v mnoha případech nutná účast externích poradců, kteří budou odpovědní za vytvoření optimálního modelu. Tato forma investic je tedy považována za jednu z nejsložitějších a časově a nákladově nejnáročnějších, nicméně umožní cílové společnosti získat dostatek peněžních prostředků. Opět považuji za nutné zmínit, že každá transakce si vyžaduje svou vlastní optimální kapitálovou strukturu, a tudíž tento proces nelze unifikovat.

Oblast private equity má dlouholetou tradici zejména ve Spojených státech amerických, nicméně i Evropa se během posledních let a v souvislosti s nestabilitou na finančních trzích stala centrem této formy financování. Z mého pohledu se však stále jedná o alternativní možnost financování, jelikož samotný investiční proces je finančně i časově náročný a investoři provádějí důkladnou selekci cílových společností, neboť jejich primárním cílem je realizace zisku. Zároveň musím konstatovat, že investice typu private equity včetně celého investičního procesu není možné unifikovat, jelikož v závislosti na transakci je nutno vždy zvážit různé množství faktorů a hledisek. Obecně private equity považuji za velmi dobrý nástroj pro získání financí pro další rozvoj, nicméně náročnost získání těchto finančních prostředků je relativně vysoká a velké procento kandidátů bude odkázáno na použití standardních zdrojů financování.

SEZNAM LITERATURY

Knihy

- [1] CENDROWSKI, Harry, Luis PETRO a James P. MARTIN. *Wiley Finance : Private Equity : History, Governance, and Operations (2nd Edition)*. Somerset, NJ, USA: Wiley, 2012, 379 s. ISBN 9781118225424.
- [2] CENDROWSKI, Harry. *Private Equity: History, Governance, and Operations (Wiley Finance)*. New Jersey, United States: John Wiley & Sons, Inc., 2008. ISBN 978-1-11813-850-3.
- [3] CUMMING, Douglas. *Private equity : fund types, risks and returns, and regulation*. Hoboken (NJ) : Wiley & Sons, 2010 - xv, 608 s. ISBN 978-0-470-49915-3
- [4] DEMARIA, Cyril. *Introduction to Private Equity*. United States: John Wiley & Sons Ltd., 2010. první. ISBN 0-470-74596-7.
- [5] DEMARIA, Cyril. *Introduction to private equity*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 245 s. ISBN 9780470660942.
- [6] DVOŘÁK, I. - PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vydání. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3.
- [7] GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010, 675 s. ISBN 9780470881170.
- [8] HAWKEY, John. *Exit Strategy Planning : "Growing Your Business for Sale or Succession"*. Abingdon, Oxon, GBR: Gower Publishing Limited, 2002, 224 s. ISBN 9780566089466.
- [9] Kenneth H. Marks, Larry E. Robbins, Gonzalo Fernández [et al.]. *The handbook of financing growth : strategies and capital structure*. Hoboken (NJ) : Wiley & Sons, 2005 - xxii, 486 s. ISBN 0-471-42957-0

- [10] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance: (vyšší účetnictví)*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 811 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-194-9 (Váz.), str. 619
- [11] KOCIS, James. *Inside Private Equity: The Professional Investor's Handbook*. Hoboken, NJ, USA: Wiley, 2010. ISBN 0-470-47106-7.
- [12] LAKE, Ronald. *Private Equity and Venture Capital: Guide for Investors and Practitioners*. United Kingdom: Euromoney books, 2000. první. ISBN 1-85564-691-9.
- [13] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4
- [14] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2., upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [15] SATO, Alexej. *Rizikový kapitál (private equity)*. Acta Economica Pragensia. 2005, roč. 13, č. 2, s. 10.
- [16] SHERMAN, Andrew J. *Mergers and Acquisitions from A to Z*. Saranac Lake, NY, USA: AMACOM Books, 2005, 304 s. ISBN 9780814429204.
- [17] SMITH, Roy C. *The Money Wars: The rise and fall of the great buyout boom of the 1980s*. Washington DC: Beard Books, 2000, 384 s. ISBN 9781893122697
- [18] SYNEK, Miloslav. *Manažerská ekonomika*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2007, 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4.
- [19] UNCTAD. *World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies* [online]. United Nations Publication, 2012, 2012-07-05 [cit. 2012-11-26]. ISBN 978-92-1-112843-7. Dostupné z: <http://www.unctad-docs.org/files/UNCTAD-WIR2012-Full-en.pdf>
- [20] WRIGHT, Mike, BRUINING, Hans. *Private equity and management buy-outs*. Cheltenham : Elgar, 2008 - xii, 513 s. ISBN 978-1-84720-725-8

Online zdroje

- [21] BATTAGLIA, ANTHONY. *Axialmarket. How Private Equity Screens for LBO Candidates* [online]. 2011 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <https://www.axialmarket.com/blog/2011/10/how-private-equity-screens-lbo-candidates/>
- [22] BRINKHUIS, Samantha a Wouter DE MAESENEIRE. *What drives leverage in leveraged buyouts?: An analysis of European LBOs' capital structure* [online]. Erasmus University Rotterdam, 2007 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.fma.org/Hamburg/Papers/PaperLBOLeverageParisconferenceFULL.pdf>
- [23] BusinessInfo.cz: Oficiální portál pro podnikání a export. *Základní informace o rizikovém kapitálu*. [online]. Praha, 2009 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/zakladni-informace-o-rizikovem-kapitalu-13931.html>
- [24] BVCA: British Venture Capital Association. *A Guide to Private Equity*. [on-line]. United Kingdom: BVCA, 2010 [cit. 2012-11-26]. Dostupné z: <http://www.bvca.co.uk/PEVCExplained/features/AGuidetoPrivateEquity2010>
- [25] Caslon Analytics Note. *Private equity funds* [online]. 2007 [cit. 2012-12-20]. Dostupné z: <http://www.caslon.com.au/equitynote.htm>
- [26] Center for private equity and entrepreneurship *Note on Leveraged Buyouts* [online]. Tuck school of business at Dartmouth 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/LBO_Note.pdf
- [27] CNBC. *Leveraged Buyouts (LBOs): CNBC Explains* [online]. 2011 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.cnbc.com/id/43299767/Leveraged_Buyouts_LBOs_CNBC_Explains
- [28] Cooley LLP. *Mezzanine capital* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cooley.com/mezzaninecapital>
- [29] Czech Private Equity & Venture Capital Association. *About CVCA*. [online]. Praha: CVCA, 2010 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/o-nas/>

- [30] Czech Private Equity & Venture Capital Association. *Private Equity & Venture Capital v České Republice: Adresář členů CVCA*. [online]. Praha: CVCA, 2010 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf
- [31] Czech Private Equity and Venture Capital Association. Aktuální data / statistiky PE/VC. [online]. CVCA, 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/pe-vc/aktualni-data-statistiky-pevc/>
- [32] Czech Private Equity and Venture Capital Association. *2012 Activity Report* [online]. CVCA, 2012 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/publikace%20CVCA/CVCA%202012%20Activity%20Report.pdf>
- [33] Czech Private Equity and Venture Capital Association. *Yearbook 2013* [online]. CVCA, 2013 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: [http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/Yearbook_2013-Europe&Country_tables_mem%20\(1\).xlsx](http://www.cvca.cz/files/STATISTIKY/Yearbook_2013-Europe&Country_tables_mem%20(1).xlsx)
- [34] CzechInvest. *Business Angels: How can we characterise such an investor?* [online]. CzechInvest, 1994-2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/en/business-angels>
- [35] CzechInvest. *Příručka investování venture kapitálu a adresář CVCA* [on-line]. [cit. 2012-12-1]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/data/files/prirucka-cvca-277.pdf>
- [36] Československá obchodní banka. *ČSOB Revolvingový úvěr* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.csob.cz/cz/firmy/Podnikatele/Uvery/Stranky/CSOB-Revolvingovy-uver.aspx>
- [37] Československá obchodní banka. *Korporátní a institucionální bankovníctví* [online]. 2014 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: <http://www.csob.cz/WebCsob/Firmy/Korporace-Institute/Akvizice.pdf>

- [38] *Enterprise and industry: Business Angels* [online]. European Commission, 5/2/2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/risk-capital/business-angels/index_en.htm
- [39] Ernst&Young. *Q2'13 Global IPO update* [online]. Ernst&Young, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO-Barometer_Q2_2013/\\$FILE/EY-Presentation-IPO-Barometer-Q2-2013.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_IPO-Barometer_Q2_2013/$FILE/EY-Presentation-IPO-Barometer-Q2-2013.pdf)
- [40] European Central Bank. *Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU* [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2007 [cit. 2014-03-16]. ISSN 9789289901635. Dostupné z: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf>
- [41] European Private Equity & Venture Capital Association. *About EVCA*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/about/default.aspx?id=402>
- [42] European Private Equity & Venture Capital Association. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs: An EVCA Special Paper*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCguide.pdf
- [43] European Private Equity & Venture Capital Association. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/entrepreneur/default.aspx?id=3218>
- [44] European Private Equity & Venture Capital Association. *Private Equity Funds Structures in Europe. An EVCA Tax and Legal Committee Paper* [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2006 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedFiles/fund_structures.pdf
- [45] European Private Equity & Venture Capital Association. *The Facts*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z:

- [46] European Private Equity & Venture Capital Association. *The Facts*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://evca.eu/facts/>
- [47] European Private Equity & Venture Capital Association. *Yearbook 2012 Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe*. [online]. Brussels, Belgium: EVCA, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/knowledge_center/evca_research/Yearbook_2012_Presentation_EVCA_Public_120530.pdf
- [48] European Private Equity Association. *2010 EVCA Buyout Report* [online]. 2010 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: https://www.evca.eu/uploadedfiles/BUYOUT_REPORT_2010.pdf
- [49] European Private Equity Association. *Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity* [online]. EVCA, 2012 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: http://www.evca.eu/media/12067/2012_Pan-European_PEVC_Activity.pdf
- [50] *EURO-US DOLLAR Exchange Rate* [online]. 2014 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/quote/EURUSD:CUR>
- [51] FinExpert.cz. *Profil: private equity*. [online]. Praha, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://finexpert.e15.cz/profil-private-equity>
- [52] FISHER, Damon a Hamed MESHKI. Private Equity Manager: Tags and drags: the ties that bind. *Kirkland & Ellis* [online]. 2011, s. 1 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://www.kirkland.com/siteFiles/Publications/PEManager_030111.pdf
- [53] GARFINKEL, Michelle. *The Causes and Consequences of Leveraged Buyouts* [online]. Federal Reserve Bank of St. Luis, 1989 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: http://research.stlouisfed.org/publications/review/89/09/Leveraged_Sep_Oct1989.pdf

- [54] *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs: The Investor's Exit and the End of the Investment Relationship* [online]. EVCA, 2011 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/entrepreneur/default.aspx?id=3244>
- [55] HODKINSON, Paul. Write-offs match trade sales at UK buyout firms. *Financial News* [online]. 2010 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.efinancialnews.com/story/2010-05-20/write-off-exit?ea9c8a2de0ee111045601ab04d673622>
- [56] CHEN, Andrew. Private Equity Interviews: The Official Guide. *The Structure Of A Private Equity Fund*. [online]. 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.interviewprivateequity.com/structure-private-equity-fund/>
- [57] CHEN, Andrew. Private Equity Interviews: The Official Guide. *Types Of Private Equity Funds* [online]. 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.interviewprivateequity.com/private-equity-fund-types/>
- [58] CHEN, Andrew. Private Equity Interviews: The Official Guide. *What Are Private Equity Funds?* [online]. 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.interviewprivateequity.com/private-equity-funds/>
- [59] CHEVALIER, Judith A. *Do LBO Supermarkets charge more? An empirical analysis of the effects of LBOs on supermarket pricing*. [online]. The Journal of finance, 1995 [cit. 2014-04-10]. Dostupné z: http://manitobapork.com/wp-content/uploads/REF_6-_Chevalier01.pdf
- [60] *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines* [online]. Private equity valuation, 2012 [cit. 2014-03-02]. Dostupné z: http://www.privateequityvaluation.com/fileadmin/user_upload/pdfs/130301_IPEV_Valuation_Guidelines_Ed_December_2012.pdf
- [61] *Investment in businesses* [online]. EVCA, 2013 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/investments/>
- [62] *IPO Advantages* [online]. NYSE Euronext, 2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <https://usequities.nyx.com/listings/ipo-advantages>

- [63] *IPO watch Q4 2013* [online]. PriceWaterhouseCoopers, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.pwc.co.uk/audit-assurance/publications/ipo-watch-europe.jhtml>
- [64] JARREL, Gregg A. *Takeovers and Leveraged Buyouts* [online]. The Concise Encyclopedia of Economics, 1993 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.econlib.org/library/Enc1/TakeoversandLeveragedBuyouts.html>
- [65] *LCD European Private Equity Report: LBOs promise stronger volume, richer pricing* [online]. S&P Capital IQ Leveraged Commentary & Data, 2012 [cit. 2014-03-22]. Dostupné z: http://www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/PE_Report_0612n1n.pdf?elq=65067c2115c7423a
- [66] *Letter of Intent* [online]. TF Partners s.r.o., 2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.trhfirem.cz/cz/letter-of-intent>
- [67] *Leveraged Buyout (LBO) Analysis* [online]. Macabacus, LLC, 2014 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z: <http://www.macabacus.com/valuation/lbo/overview>
- [68] *Listed private equity: Advantages of private equity* [online]. LPEQ, 2014 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.lpeq.com/Privateequityexplained/Advantagesofprivateequity.aspx>
- [69] Mergers and acquisitions. *Types of Mergers and Acquisitions* [online]. Mergers and acquisitions, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.mergersandacquisitions.in/types-of-mergers-and-acquisitions.htm>
- [70] NAIDECH, Scott W. Chadbourne & Parke LLP. *Private Equity Fund Formation* [online]. Practical Law Publishing Limited and Practical Law Company, 2011 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.chadbourne.com/files/Publication/3d5a9a56-734c-4d30-a5e4-0a8c593967ab/Presentation/PublicationAttachment/12cdc9fc-964d-4b0e-a0d4-c48ce9dd7c2f/Naidech_PrivateEquityFundFormation_Nov11.pdf
- [71] NOVÁK, Tomáš. *Zadlužené akviziční struktury (Leveraged buyout - LBO)* [online]. Economia, a.s., 2007 [cit. 2014-03-16]. Dostupné z:

- <http://pravniradce.ihned.cz/c1-21466980-zadluzene-akvizicni-struktury-leveraged-buyout-lbo>
- [72] Parliament UK: House of Commons. Treasury Committee. *Private equity: Tenth Report of Session 2006–07* [online]. London, UK: The Stationery Office Limited, 2007 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm200607/cmselect/cmtreasy/567/567.pdf>
- [73] *Perspektivní zhodnocení* [online]. EURO, 2008 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://euro.e15.cz/perspektivni-zhodnoceni-782383>
- [74] PIP: Private Equity Fund-of-Funds-Investment Trust. *Types of Private Equity Funds*. [online]. Pantheon International Participations PLC, 2012 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: <http://www.pipplc.com/private-equity/types-of-private-equity>
- [75] PriceWaterhouseCoopers. *Roadmap for an IPO: A guide to going public*. [online]. [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://www.pwc.com/en_US/us/transaction-services/assets/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public.pdf
- [76] *Private equity and venture capital v České republice* [online]. Czech Private Equity and Venture Capital Association, 2010 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf
- [77] *Private equity new investment process* [online]. Street of walls, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.streetofwalls.com/finance-training-courses/private-equity-training/private-equity-investment-process/>
- [78] *Private equity: Advantages & Disadvantages* [online]. NEXUS, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.nexus-pe.hr/en/what-is-private-equity/advantages/>
- [79] Royal Bank of Canada. *Private Equity: An overview* [online]. Canada, 2008 [cit. 2012-12-19]. Dostupné z: http://www.rbcgam.com/_assets-custom/pdf/private-equity-overview.pdf

- [80] SAMUELSON, Robert. J., *The Enigma of Private Equity*, Newsweek, Newsweek;3/19/2007, Vol. 149 Issue 12, p49
- [81] SHEEN, Albert a Shai BERNSTEIN. *The Operational Consequences of Private Equity Buyouts: Evidence from the Restaurant Industry* [online]. HBS, 2013. [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: http://people.hbs.edu/asheen/BernsteinSheen_Restaurants_June23.pdf
- [82] Standard & Poor's. *Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>
- [83] WILTON, David. The benefits of private equity investment. *Commonwealth Trade & Investment Report* [online]. 2013, č. 2013, s. 7 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/f37ed8804f77209cb348ff0098cb14b9/The+Benefits+of+PE+Investments+IFC-Wilton+CBC+TI2013.pdf?MOD=AJPERES>
- [84] *Zákon č. 125/2008 Sb., o přeměnách obchodních společností a družstev* [online]. Business Center, 2013 [cit. 2014-02-23]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/premeny-obchodnich-spolecnosti-a-druzstev/cast2.aspx>

SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK

CEE	Region střední a východní Evropy (<i>Central and Eastern Europe</i>)
CVCA	Czech Venture Capital Association
DCF	Metoda diskontovaných peněžních toků (<i>Discounted cash flows</i>)
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním (<i>Earnings before interest and taxes</i>)
EBITDA	Zisk před započtením úroků, daní a odpisů (<i>Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization</i>)
EPS	Zisk na akcii (<i>Earnings per share</i>)
EU	Evropská unie (<i>European Union</i>)
EUR	Euro
EV	Hodnota podniku pro vlastníky a věřitele (<i>Enterprise value</i>)
EVCA	European Venture Capital Association
IPO	První veřejná nabídka akcií (<i>Initial public offering</i>)
IRR	Vnitřní výnosové procento (<i>Internal rate of return</i>)
Kč	Česká koruna
LBO	Dluhové odkupy firem (<i>Leveraged buyouts</i>)
M&A	Fúze a akvizice (<i>Mergers and acquisitions</i>)
MBO	Manažerské odkupy (<i>Management buyouts</i>)
NYSE	New Yorská burza cenných papírů (<i>New York Stock Exchange</i>)
P/E	Cena za akcii / zisk na akcii (<i>Price / Earnings ratio</i>)
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu (<i>Return on Equity</i>)
SWOT	Silné a slabé stránky podniku, příležitosti a hrozby (<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats</i>)
USA	Spojené státy americké (<i>United States of America</i>)
USD	Americký dolar
WACC	Vážené průměrné náklady kapitálu (<i>Weighted Average Cost Of Capital</i>)

SEZNAM SCHÉMAT, PŘÍKLADŮ A GRAFŮ

Schéma č. 1 - Struktura Private equity v evropských zemích	6
Schéma č. 2 - Struktura Private equity/Venture capital ve Spojených státech.....	8
Schéma č. 3 - Zjednodušená organizační struktura private equity fondu	12
Schéma č. 4 - Zjednodušená struktura LBO transakce	53

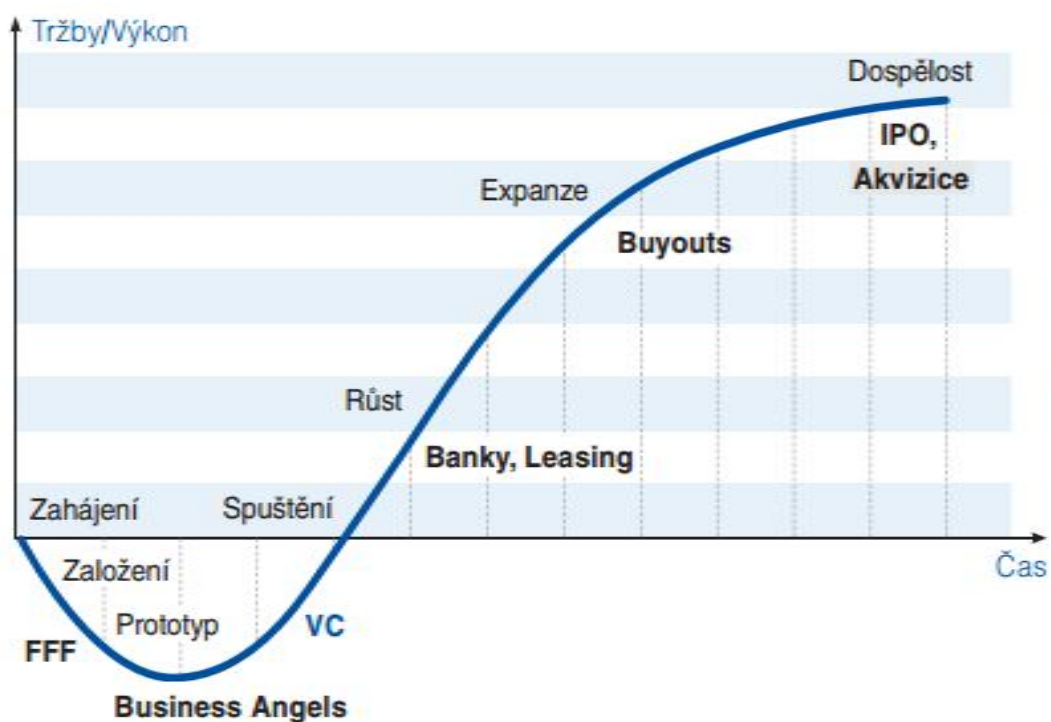
Seznam příkladů

Pákový efekt - Příklad A)	57
Pákový efekt - Příklad B)	59
Základní princip fungování LBO - Příklad A)	62

Seznam grafů

Graf č. 1 - Evropské buyout private equity fondy – podíl jednotlivých investorů na zvýšení kapitálu za rok 2011	16
Graf č. 2 Objem private equity transakcí v České republice v letech 2007 – 2012.....	23
Graf č. 3 Objem exitů z private equity transakcí v ČR v letech 2007 - 2012.....	24
Graf č. 4 Vývoj IPOs v Evropě dle počtu a hodnoty IPO transakcí	38
Graf č. 5 – Vývoj objemu LBO transakcí ve Spojených státech amerických (mld. USD)	49
Graf č. 6 - Vývoj počtu LBO transakcí ve Spojených státech amerických.....	50
Graf č. 7 – Podíl LBO na celkovém objemu M&A ve Spojených státech amerických (%)	50
Graf č. 8 – Objem LBO transakcí v Evropě (mld. EUR)	51
Graf č. 9 – Porovnání vývoje objemu LBO transakcí v Evropě a USA (mld. USD).....	52

PŘÍLOHA Č. 1 - FÁZE VÝVOJE PODNIKU



Zdroj: Czech Venture Capital Association¹⁴²

¹⁴² Czech Private Equity & Venture Capital Association. *Private Equity & Venture Capital v České Republice: Adresář členů CVCA*. [online]. Praha: CVCA, 2010 [cit. 2012-11-27]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf

PŘÍLOHA Č. 2 - VÝVOJ V OBLASTI LBO VE SPOJENÝCH STÁTECH AMERICKÝCH V LETECH 2000 – 2013

Rok	Objem LBO transakcí v USA (mld. \$)	Počet LBO transakcí uskutečněných v USA	Průměrná výše EBITDA při LBO transakcích	Podíl objemu LBO transakcí na celkovém objemu M&A v USA (%)
2000	47,8	596	7,1	2,8
2001	27,1	536	8,9	3,8
2002	57,5	714	16,0	12,8
2003	55,7	763	9,8	11,4
2004	98,6	946	9,2	12,3
2005	118,9	979	9,9	11,4
2006	383,3	1319	12,6	27,6
2007	389	1549	14,0	29,8
2008	53,4	1234	15,7	6,4
2009	30	993	10,1	4,2
2010	90,7	1161	10,8	11,3
2011	74,3	1089	10,6	7,6
2012	106,2	1242	10,9	11,7
2013	99,2	1038	14,2	8,7

Zdroj: Vlastní grafické zpracování dat získaných ze Standard & Poor's Financial Services¹⁴³

¹⁴³ *Cross-Market Commentary: The Value Of Announced LBOs in 2013 Dropped Compared With 2012 Levels* [online]. Standard & Poor's Financial Services LLC, 2014 [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.standardandpoors.com/products-services/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245362578768>