

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
ZASEBNI KAPITAL KOT NALOŽBENI RAZRED

Ljubljana, oktober 2008

MARK MATEVŽ ZULE

IZJAVA

Študent Mark Matevž Zule izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom dr. Aleša Berka Skoka in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 13. oktober 2008

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 KAJ JE ZASEBNI KAPITAL?	2
1.1 SPLOŠNO	2
1.2 MOŽNOSTI INVESTIRANJA	2
1.3 ORGANIZACIJA IN DELOVANJE	2
1.4 VRSTE ZASEBNIH INVESTICIJSKIH SKLADOV	3
1.4.1 BUYOUT – ODKUPNI SKLADI	3
1.4.2 TVEGANI KAPITAL - VENTURE CAPITAL	4
1.4.3 MEZZANINE KAPITAL	5
1.5 AKTUALNO STANJE NA PODROČJU SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA	5
1.6 VPLIV INVESTICIJ ZASEBNIH SKLADOV NA NEMŠKI DELNIŠKI TRG	6
1.7 ZASEBNI SKLADI KOT MOTOR RASTI BDP	7
2 DONOSNOST	8
2.1 Razumevanje J-krivulje in seštetih donosov	8
2.2 DONOSNOST IN ČAS INVESTICIJE	8
2.3 MEDIANA, ZGORNJI KVARTIL, POVPREČJE, MULTIPLIKATORJI, DPI	9
2.4 PRETEKLI DONOSI	10
2.5 (NE)OBDAVČITEV DOLOČENIH VRST ZASEBNIH SKLADOV	11
2.6 DONOSNOST EVROPSKIH ZASEBNIH SKLADOV	11
3 LIKVIDNOST	13
4 VREDNOTENJE	13
5 TVEGANJE	13
5.1 OBVLADOVANJE TVEGANJ PRI ZASEBNIH SKLADIH	14
6 EKONOMIKA ZASEBNIH SKLADOV	15
7 ZASEBNI KAPITAL V SLOVENIJI	17
7.1 TRENUTNO STANJE	17
7.2 ZAKONODAJA IN SMERNICE	17
7.3 PRIHODNOST DRUŽB ZASEBNEGA KAPITALA V SLOVENIJI	19
SKLEP	19
LITERATURA IN VIRI	1
SLOVAR	2

UVOD

V svojem diplomskem delu sem raziskoval zasebne investicijske sklade, s poudarkom na Evropi in ZDA, njihov vpliv na delniške trge, donosnost, tveganja in trenutno stanje v Sloveniji.

Zasebni investicijski skladi so zanimivi iz dveh razlogov. Prvič, kot naložbeni razred za finančne institucije in premožnejše posameznike, ter drugič kot vir financiranja za podjetja. V svojem delu bom preveril kakšne donose lahko pričakujejo investitorji v ta razred, do kakšnih tveganj prihaja pri investiranju ter kje smo na tem področju v Sloveniji.

Zasebni investicijski skladi (Private equity skladi, v nadaljevanju PE) postajajo vedno bolj pomembni. V zadnjih letih so naredili veliko študij, ki so pokazale, da je PE močan motor rasti BDP-ja ter da ustvari veliko novih delovnih mest. V zadnjem času, ko se svetovno gospodarstvo spopada z recesijo, pa pride prav vsaka oblika vzpodbude rasti.

Naložbeni razred se deli na dve glavni področji, na tvegani kapital in odkupne sklade. Tvegani kapital investira v mlada perspektivna podjetja na začetku njihove poti, odkupni skladi pa financirajo prevzeme podjetij.

PE skladi so bili v preteklosti bolj donosni od delniških in obvezniških indeksov. Zaradi njihove manjše likvidnosti pa se višja donosnost od njih tudi pričakuje in zahteva. Investitorji se namreč določenemu skladu zavežejo za dobo desetih let. Ker je to precej dolga doba so se začeli razvijati sekundarni trgi z deleži PE skladov.

V Sloveniji smo na tem področju še v precejšnjem zaostanku za »razvitim« svetom. V lanskem letu je bil sprejet prvi zakon, ki ureja to področje, vendar ga bo treba še razširiti, saj se PE področje zelo hitro razvija in spreminja.

Namen mojega diplomskega dela je proučiti panogo zasebnega kapitala, saj je to eden najhitreje rastočih naložbenih razredov v svetu, po obsegu in pomembnosti. Cilj diplomskega dela je predstaviti in raziskati ta naložbeni razred.

Diplomsko delo je sestavljeno iz osmih poglavij, v 1. poglavju je opisano, kaj je zasebni kapital, 2. poglavje piše o donosnosti zasebnega kapitala, 3., 4., in 5. poglavje obravnavajo likvidnost, vrednotenje in tveganje. V 6. in 7. poglavju sta opisani ekonomika zasebnih skladov in zakonodaja. Diplomsko delo zaključita poglavje o zasebnem kapitalu v Sloveniji in sklep.

1 KAJ JE ZASEBNI KAPITAL?

1.1 SPLOŠNO

Zasebni kapital (Private equity, v nadaljevanju PE) predstavlja naložbene oblike, katerih skupna značilnost je, da ne kotirajo na borzi. Z rastjo zasebnega kapitala, se je tudi pojmovanje širilo na zamenljivi dolg, mezzanine kapital ter prevzem podjetja in nato umaknitev njegovih delnic z organiziranega trga (Fraser-Sampson, 2007). Ker se PE stalno razvija in spreminja, ga je težko natančno definirati oz. opredeliti.

1.2 MOŽNOSTI INVESTIRANJA

V PE sklade je možno investirati na dva načina: neposredno v PE sklade ali posredno v sklade skladov, obstaja pa tudi sekundarni trg deležev PE skladov. Z investiranjem na sekundarnem trgu je včasih celo lažje priti do optimalne strukture skladov, ki jih želimo, saj navadno boljši skladi ne zbirajo novih sredstev. Velikokrat imajo namreč že vnaprej zasedene vse kapacitete z obstoječimi vlagatelji iz prejšnjih skladov (Fraser-Sampson, 2007, str. 2-7).

1.3 ORGANIZACIJA IN DELOVANJE

PE družbo navzven zastopa General Partner (GP), ki je predsednik uprave družbe, ki upravlja PE sklad. Vlagateljem v PE se reče Limited Partner (LP). Večina PE skladov je ustanovljena kot partnerstvo z omejeno odgovornostjo in ga mora po zakonu voditi predsednik uprave družbe.

Vrste kapitala (Fraser-Sampson, 2007, str. 9-11):

- Alociran - Allocated: znesek denarja, ki bi ga investitor rad imel ob vsakem času investiranega v PE investicije;
- Zagotovljen - Committed: vsota denarja, ki se jo je investitor obvezal investirati v PE sklad;
- Vpoklican - Drawdown: del zagotovljenega kapitala, ki je dejansko vpoklican s strani PE sklada in je tudi nakazan. Vključuje denar, ki bo investiran in denar za stroške ter provizije;
- Investiran - Invested: del vpoklicanega kapitala, ki je dejansko investiran v podjetja.

Na začetku delovanja sklada začne PE družba za svoj novi sklad iskati investitorje. Investitorji, ki se odločijo, da bodo investirali v sklad, se obvežejo, da bodo na poziv GP-ja skladu nakazali sredstva. Obseg sredstev, ki so jih dolžni nakazati, se imenuje Committed Capital. Višino obsega sredstev določi vsak investitor sam, PE družba pa odloči, ali ga sprejme ali ne.

Po denarnih tokovih se PE skladi ločijo od investiranja v katerokoli drugo obliko vrednostnih papirjev. PE sklade namreč sestavlja zaporedje denarnih tokov skozi celotno življenjsko dobo sklada, ki pa niso znani do trenutka, ko se ta dejansko zgodi. Ti tokovi so nepredvidljivi, tako v višini kot v času. Tok v smeri proti skladu se zgodi, ko se upravljavec odloči, da bo investiral v posamezno naložbo, v nasprotni smeri, pa ko sklad izstopi iz posamezne naložbe (ali IPO - prva javna prodaja ali prodaja) (Fraser-Sampson, 2007).

1.4 VRSTE ZASEBNIH INVESTICIJSKIH SKLADOV

Obstaja več vrst PE, dva sta najpomembnejša: to sta Buyout - odkupni skladi (v nadaljevanju BO), in Venture Capital - skladi tveganega kapitala (v nadaljevanju VC) (Fraser-Sampson, 2007).

1.4.1 BUYOUT – ODKUPNI SKLADI

Buyout je prevzem podjetja, kjer prevzemnik kupi celotno podjetje ali večinski delež v njem. Prevzemnik s prevzemom pridobi pravico vladanja in večinoma umakne delnice z organiziranega trga kapitala (Fraser-Sampson, 2007, str. 45).

Vrste odkupnih transakcij (Fraser-Sampson, 2007, str. 45-48):

- MBO: najbolj tipičen BO, ko menedžment podjetja, prevzame podjetje, ki ga vodi. Prevzem je financiran z lastnimi sredstvi in krediti. Ta vrsta prevzemov je v svetu v upadanju.
- MBI: vrsta prevzema, kjer se zbere skupina izkušenih menedžerjev, ki prevzame podjetje iz panoge, ki jo dobro poznajo, ne pa tistega v katerem delajo. Je zelo podoben MBO-ju. Te vrste posli so redki in manj donosni kot MBO-ji.
- BIMBO: to je kombinacija MBO-ja in MBI-ja, kjer se obstoječemu menedžmentu pridružijo zunanji strokovnjaki in skupaj izpeljejo posel. Ta vrsta prevzemov je pogosta.
- LBO: prevzem, ki ga ne začne menedžment, prevzemnik je BO sklad. Tako kot skoraj vsi prevzemi je tudi ta izpeljan s pomočjo kreditov.
- Take private: prevzem, kjer med postopkom prevzema ali takoj po njem, sledi umik delnic podjetja z borze. To je zanimiva možnost, ko je potrebna velika, agresivna reorganizacija in jo je možno izpeljati le brez publicitete in poročanja javnosti, kot je to normalno pri javnih delniških družbah.
- Roll-up: ko eno podjetje začne prevzemati majhna podjetja v panogi, ki je zelo razdrobljena, in jih nato povezovati. Z dobrim marketingom, vladanjem in ekonomijo obsega je možno povečati dobičke podjetij eksponentno. Ta način prevzemanja je bil v preteklosti zelo popularen.
- Drugo.

1.4.2 TVEGANI KAPITAL - VENTURE CAPITAL

Skladi tveganega kapitala investirajo v mlada, perspektivna podjetja, ki jih nato gradijo in razvijajo skupaj s podjetniki. V zadnjih letih je največji del pozornosti namenjen investiranju v tehnološka podjetja (Fraser-Sampson, 2007 str. 115-135).

1.4.2.1 Klasifikacija po sektorju:

- Informacijska tehnologija - IT: deli se na Hardware in Software. Trenutno se najbolj posvečajo področju spomina in razvoju aplikacijskega software-ja (e-mail, pogovori in socialne mreže).
- Telekomuni - Telecoms: v zadnjih letih najhitreje rastoči segment. Odkritje interneta, razvoj širokopasovnega interneta, optična omrežja, mobilna omrežja.
- Zelo težko je deliti med Telekomuni in IT-jem, ker se ti področji zelo prepletata in so njihovi produkti ali storitve dejansko kombinacija obeh področij.
- Zdravstvo - Life Science (Healthcare, Biotech): se deli na iskanje novih zdravil in medicinske naprave. Ta sektor je dosti bolj uspešen in razvit v Evropi kot v ZDA, povsod pa je zaradi nezadovoljivih donosov in prevelikih tveganj v upadanju.

1.4.2.2 Klasifikacija po fazi:

- Semenska faza: investiranje v start-up podjetje takoj po ustanovitvi, ko še nima izdelanega izdelka oz. storitve ali pa je ta še v alfa fazi testiranja.
- Zgodnja faza: v Evropi najbolj pogosto v tej fazi VC skladi vstopajo v podjetja. Je investiranje v prvem ali drugem krogu, ko podjetje že ima svoj izdelek ali storitev. V Evropi zaradi pomanjkanja kapitala ni velike razlike v vrednotenju podjetja pred in po dokapitalizaciji. V ZDA pa je razlika v vrednotenju velika. Razlika med semensko in zgodnjo fazo ni jasno opredeljena.
- Srednja in pozna faza: podjetje je že delujoče, s finančnimi tokovi. Vrednotenje je popolnoma drugačno kot v prejšnjih fazah, finančna analiza postane pomembnejša. Podjetje se začne zadolževati.

1.4.2.3 Ameriški model

V preteklih letih so bili ameriški VC-ji dosti bolj donosni od evropskih. Do tega naj bi prišlo zaradi treh značilnosti ameriških skladov, ki jih evropski VC skladi še niso prakticirali v tolikšni meri.

Prva lastnost ameriških VC skladov je investiranje v semenski fazi. Njihov cilj je doseči čim višje multiplikatorje na investirani kapital in dodati vrednost z dejanskim grajenjem podjetja ob podjetniku. To jim lahko uspe samo z investiranjem v semenski fazi podjetja.

Naslednji cilj sklada je najti in investirati v majhno število velikih zmagovalcev. Za velikega zmagovalca se šteje investicija, ki prinese vsaj 25-krat več kot vloženi kapital - »home run« mentaliteta. Manj kot 5% podjetij po stroških prinese 80% donosa po vrednosti. Zaradi tega se tudi ogibajo zgodnjim izstopom iz podjetij, razen če so izgubili zaupanje v podjetje.

Tretja značilnost je pa, da VC sklad pomaga podjetjem s svojim znanjem, izkušnjami in poznanstvi in tako pomaga podjetju ustvariti dodano vrednost.

Tabela 1: Razlike med odkupnimi skladi in skladi tveganega kapitala

ODKUPNI SKLADI	TVEGANI KAPITAL
Velika vrednost podjetja, včasih zelo velika (več milijard).	Majhna vrednost podjetja (predvsem v Evropi).
Bančni dolg skoraj vedno uporabljen.	Bančni dolg skoraj nikoli uporabljen.
Zrela, uveljavljena podjetja.	Mlada, tudi start-up podjetja.
Stopnja donosa prevzetega podjetja je ključna (možna tudi situacija preobrata).	Podjetje redko ustvarja dobiček.
Tehnologija ni ključna.	Podjetje skoraj vedno razvija ali uveljavlja novo tehnologijo.
Večinski lastniški delež, vladanje vedno prisotno.	Večinoma manjšinski del v podjetju, vladanje nastopi le v primeru propada podjetja ali refinanciranja.
Dostopna pravila finančne teorije, s katerimi se vrednoti (npr.: multiplikator dobičkov).	Vrednotenje večinoma stvar instinkta in izkušenj.
Menedžerji prihajajo s področij računovodstva, investicijskega bančništva ali svetovalne dejavnosti.	Menedžerji so pogosto uspešni podjetniki in/ali imajo posebno tehnološko znanje.

Vir: Fraser-Sampson, 2007, str. 9

Glavna razlika med odkupnimi skladi in skladi tveganega kapitala je v uporabi dolga - vzvoda. BO skladi prevzemajo uveljavljena podjetja, z namenom izboljšanja učinkovitosti poslovanja. VC skladi pa investirajo v mlada, perspektivna podjetja, ki so še na začetku svoje poti.

1.4.3 MEZZANINE KAPITAL

Mezzanine kapital (*ang. Mezzanine debt*) je zelo pozna faza investiranja. V ZDA ga uporabljajo za financiranje pred IPO-jem, v Evropi pa kot zamenljivi dolg. Je zelo draga oblika financiranja, ponavadi jo podjetja uporabijo, če nimajo dostopa do drugih oblik financiranja (Fraser-Sampson, 2007, str. 219).

1.5 AKTUALNO STANJE NA PODROČJU SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA

Joachim Spill (2008) piše o tem, kako je kreditna kriza otežila poslovni model »Private Equity« - prevzemi podjetij, ki jih financirajo z lastnimi in tujimi sredstvi - krediti, ki predstavljajo večji del potrebnih sredstev. Velike kredite je pri bankah sedaj težko dobiti, če pa jih, so dosegljivi pod slabšimi pogoji kot pred krizo.

Kljub vsemu investitorjem ne manjka kapitala. Na svetu je približno 1400 skladov, ki so v prvem četrtletju 2008 vpoklicali 160 milijard USD, ta vrednost je bila višja samo v drugem

četrtertletju leta 2007. Trenutno si prizadevajo dobiti še nadaljnjih 817 milijard USD. Na približno 100 milijard USD računajo popolnoma novi PE skladi.

Po analizi Ernst&Young-a si je 24 skladov zastavilo cilj upravljati z več kot 5 milijardami USD, 9 od teh z več kot 10 milijardami USD. Krivulja rasti panoge ne kaže, da bi padla. Vse regije poročajo o rasti. BO skladi so že dosegli obseg prevzemov pred krizo.

Ob zaostrenih pogojih na trgu tudi večji PE skladi prevzemajo manjša podjetja, kar prej ni bilo značilno. Pred krizo so namreč skladi stremeli k prevzemom čim večjih podjetij. Tako ravnajo zato, ker za manjše prevzeme ne potrebujejo veliko tujih sredstev – kreditov, s tem pa nižajo lastno tveganje. PE skladi so se morali lotiti novih področij, panog, strategij, da bi dosegli povprečne pretekle donose PE skladov.

Ob zaostrenem boju in kreditni krizi na zasičenih trgih ZDA in Velike Britanije je jasno, da bodo skladi pospešeno investirali na razvijajoče trge. V letu 2007 je bilo na trge centralne in vzhodne Evrope ter Skupnost neodvisnih držav (v nadaljevanju SND) skupaj investirano 4% vseh PE investicij. Ta delež je še enkrat večji kot leta 2006.

V anketi Ernst&Young-a o načrtih PE skladov za naslednjih 5 let, so upravljavci navedli za najperspektivnejšo državo Nemčijo, na četrtem mestu je bila Rusija, nato ostale države SND.

Upravljavci poleg novih območij odkrivajo tudi nove panoge, saj lahko tako izboljšajo svoje možnosti za rast ali/in si zagotovijo večjo stabilnost. Je pa gotovo, da z novimi trgi prihajajo tudi nova in večja tveganja. Večji skladi širijo svoje dejavnosti in uvajajo nove produkte; kot na primer poleg odkupnih skladov še Mezzanine kapital in sklade z naložbeno politiko obrata poslovanja.

Dolgoročna povprečna doba držanja je 35 mesecev, ki pa bi se ob trenutnih razmerah na svetovnih kapitalskih trgih znala podaljšati, poleg tega pa bodo morali PE skladi bolj intenzivno delati s prevzetimi podjetji.

Organska rast prevzetih podjetij je najpomembnejši cilj PE skladov, povečana vrednost in operativno izboljšanje poslovanja podjetja sta pa drugi in tretji najpomembnejši cilj. Strategija nakupa in gradnje postaja ponovno vedno pomembnejša. Skladi kupujejo manjša, sorodna podjetja, ki jih povežejo in naredijo veliko, močno podjetje - Roll-up transakcije.

Torej lahko zaključimo, da je čas hitrih, visokih dobičkov v PE industriji, končan. Verjetno je, da se bodo notranje stopnje donosa v višini 30% do 40% letno, ki so bile dosežene, vrnile k dolgoročnemu povprečju 20% do 25% letno, ki je normalen, vendar še vedno visok donos (Spill, 2008).

1.6 VPLIV INVESTICIJ ZASEBNIH SKLADOV NA NEMŠKI DELNIŠKI TRG

Achleitner, Andres, Betzer in Weir (2008) pišejo o tem, da je na borzi v primerjavi z ZDA, VB in Japonsko relativno malo nemških podjetij. Posledično so banke in ostale finančne

institucije primarni vir zunanjega kapitala za podjetja. Poleg tega ima tipično nemško borzno podjetje malo velikih delničarjev.

Franks in Mayer (2001) sta opravila raziskavo, s katero sta ugotovila, da v 85% največjih nemških podjetjih en delničar obvladuje več kot 25% glasovalnih pravic podjetja. Raziskavo je obsegalo 171 podjetij, leta 1990.

Leta 2007 je Andres naredil podobno raziskavo, s katero je preučeval lastništvo nefinančnih podjetij na uradnem nemškem borznem trgu med letoma 1997 in 2004. Vzorec je vseboval 264 podjetij. Zaključil je s presenetljivo ugotovitvijo, da ima 15 let kasneje 84,5% podjetij enega delničarja, ki ima vsaj 25% delež podjetja.

Leta 2002 so La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer in Vishny ugotovili, da so mali delničarji v Nemčiji relativno slabo zaščiteni, zaradi česar naj bi bili po finančni teoriji vrednostni papirji bolj tvegani in posledično manj vredni.

Po drugi strani so pa kreditodajalci v Nemčiji dobro zaščiteni, kar prispeva k zaznavanju Nemčije kot bančne države. Nemčija je drugi največji LBO trg v Evropi, kar so ugotovili v svoji raziskavi Andres, Betzer in Weir (2007). Avtorja Grossman in Hart (1980) sta ugotovila, da ne bo učinkovitega nadzora v podjetju, če je lastništvo podjetja razpršeno, saj prinaša premajhne nagrade v zameno za visoke stroške. To ugotovitev potrjujejo tudi Renneboog, Simons in Wright (2007), ki navajajo, da se dobiček v podjetjih, ki nimajo skoncentriranega lastništva po prevzemu bolj poveča, kot če je lastništvo v podjetju skoncentrirano. Iz tega lahko sklepamo, da so podjetja s skoncentriranim lastništvom bolje nadzorovana. Dodatno Andres et al. (2007) poročajo, da so donosi pri prevzemih, višji v evropskih LBO-jih, kjer je lastništvo razpršeno.

Franks in Mayer (2001) sta pokazala, da je v Veliki Britaniji premija velikim lastnikom ob prevzemu podjetij ali večjih lastniških deležev večja kot manjšim lastnikom. To potrjujejo tudi avtorji Achleitner, Andres, Betzer in Weir (2008), ki navajajo, da PE skladi zaradi nižjih transakcijskih stroškov in hitrejšega pridobivanja deleža v podjetju raje kupujejo deleže od večjih lastnikov.

Študija BVK (2005) je pokazala, da je število zaposlenih v podjetju po prevzemu s strani BO skladov med letoma 2000 in 2004 raslo, v povprečju za 4% ter padlo za 29% pri prevzemih s strani sklada z naložbeno politiko orientirano v obrat poslovanja. Plače so se dvignile v povprečju za 6,46%.

British Venture Capital Association in IE Consulting (2007), BVK in PwC (2005), ter druge organizacije so s svojimi študijami zaključile, da prevzemi s strani PE skladov ne vodijo k množičnemu odpuščanju in nižjim plačam, prej obratno.

1.7 ZASEBNI SKLADI KOT MOTOR RASTI BDP

Raziskave kažejo, da je PE močan motor gospodarske rasti. V ZDA je do konca leta 2000 VC direktno ustvaril 8 milijonov novih delovnih mest (približno eno delovno mesto na vsakih

36.000 investiranih USD). Če pa upoštevamo še vsa indirektno ustvarjena delovna mesta, v podpornih in povezanih poslih podjetij, nanese vse skupaj zavidljivih 27 milijonov novih delovnih mest. VC je socialno in ekonomsko zaželen, saj je jasna tendenca, da dviguje BDP in zaposlenost. VC predstavlja v ZDA manj kot 1% vsega vsako leto investiranega kapitala, vendar ustvarijo podjetja, ki jih žene tvegani kapital približno 13% BDP-ja (Public Sector Review, 2004, str. 62-63).

2 DONOSNOST

2.1 Razumevanje J-krivulje in seštetih donosov

Za ugotavljanje donosov PE skladov je najbolj razširjen kazalnik IRR – notranja stopnja donosa. Če gledamo notranjo stopnjo donosa na začetku življenjske dobe sklada, pridemo do fenomena J-krivulje.

J-krivuljo dobimo tako, da računamo kumulativni IRR. Prvi vnos predstavlja IRR prvega leta sklada, drugi prvih dveh let itd. Vsak PE sklad ima prvih nekaj let močno negativne donose, če ne zaradi drugega zaradi upravljaljskih provizij. Kasneje, ko začne sklad vračati denar investitorjem, začne IRR postajati pozitiven. Na dan, ko so tokovi iz sklada in v sklad enaki, postane kumulativni IRR enak nič. To je točka, kjer J-krivulja seka absciso in IRR postane pozitiven.

2.2 DONOSNOST IN ČAS INVESTICIJE

Linda Himelstein (2001) piše o tem, da je v času tehnološkega balona veliko PE skladov investiralo prepozno, pri previsokih cenah, in nato prepozno izstopilo iz svojih naložb.

Schmidt, Nowak in Knigge (2004) so naredili raziskavo vpliva časa investicije na ustvarjeni donos. Pri menedžerskih prevzemih (MBO-jih) je analiza pokazala, da ustvarjeni donos ni odvisen od časa, temveč od izkušenj posameznega menedžerja sklada. Torej je pri bolj zrelih podjetjih pomemben predvsem dostop do boljših poslov in upravljanje s posamezno investicijo, kot pa čas investicije.

Avtorji Schmidt, et al. (2004) so v svoji raziskavi proučevali 36 menedžerjev, 70 skladov, od tega 24 VC in 46 BO. Vsi skladi so bili čisto ali skoraj čisto dezinvestirani. Upoštevali so denarne tokove in skupni donos. Če so vlagatelji v PE dobili IPO delnice, so upoštevali vrednost le-teh na ta dan. Vsi skladi iz raziskave so bili zbrani (*ang. vintage year*) med letoma 1971 in 1998. Skupna povprečna bruto letna notranja stopnja donosnosti (IRR) je bila 39,15% za odkupne sklade, 63,8% za sklade tvegane kapitala, skupno povprečje pa 47,4%. Da so dobili neto donose, brez letne provizije menedžmenta, obresti in drugih stroškov, so morali odšteti približno 45% donosa ali približno 20 odstotnih točk.

Povprečna velikost sklada v vzorcu je bila 233 milijonov EUR in je variirala med 12 in 2002 milijona EUR.

Ljungqvist in Richardson (2003) sta v svoji raziskavi ugotovila, da traja 6 let, da sklad investira 90% zagotovljenega (*ang. committed*) kapitala. Povprečni IRR postane pozitiven šele po 8 letih. Iz tega lahko zaključimo, da je življenje sklada sestavljeno iz dveh faz: investicijsko dominantne in dezinvesticijsko dominantne faze.

2.3 MEDIANA, ZGORNJI KVARTIL, POVPREČJE, MULTIPLIKATORJI, DPI

Fraser-Sampson (2007, str. 34-42) v svojem delu meni, da je za ugotavljanje donosov in primerjave med njimi najprimernejši kazalec donos zgornjega kvartila, ne pa donos mediane, kot navajajo ostali avtorji. Tako meni, ker je cilj vseh investorjev investirati v najboljše sklade, ne pa v povprečne. Fraser-Sampson (2007) navaja tudi, da je investiranje v sklade iz zgornjega kvartila mogoče, predvsem če je pri izbiri naložbe uporabljena primerna raven znanja. Poleg tega na ta način izloči vpliv osamelcev ter najmanjše sklade, ki za institucionalne investitorje ne pridejo v poštev. Pri donosu mediane pa so upoštevani donosi vseh skladov.

Pri povprečnih donosih ponovno pride do problema majhnih skladov, ki imajo enako utež kot veliki skladi, ki velikokrat edini pridejo v poštev za investiranje institucionalcev.

Kot možno rešitev navaja:

$$CWA = \frac{\sum rc}{\sum c} \quad [1]$$

Enačba 1.

Capital weighted average - kapitalsko tehtano povprečje,

c - zbran kapital posameznega sklada,

r - donosnost posameznega sklada.

Zelo dobri kazalci so tudi multiplikatorji, saj pokažejo, koliko je investitor dobil za vloženi denar. Pri PE skladih namreč investitor nima skoraj nikoli vsega denarja investiranega. Slaba stran teh kazalcev pa je, da nekateri ne upoštevajo časovne vrednosti denarja in/ali provizij.

DPI (Distributed Total Value over Paid In Capital), je eden izmed multiplikatorjev, ki pokaže, koliko je investitor dobil v primerjavi s tem, koliko je dejansko investiral. Upoštevane so namreč tudi provizije. Ni pa primeren ta multiplikator, če sklad še ni pri koncu svoje življenjske dobe ali pa ni investiral vsega denarja, ki ga je že vpoklical (Fraser-Sampson, 2007).

$$DPI = outflows - inflows$$

[2]

Enačba 2.

Distributed Total Value over Paid In Capital - distribuirana vrednost v primerjavi z osnovno naložbo v PE,

Outflows - prihodki vlagatelja v PE, ki jih je že dobil iz sklada,

Inflows - sredstva, ki jih je vlagatelj v PE že nakazal v sklad.

2.4 PRETEKLI DONOSI

Kaplan in Schoar (2003) sta v svojem delu ugotovila, da je donosnost PE skladov premo sorazmerna z izkušenostjo upravljavca – GP-ja.

V svoji raziskavi sta izračunala IRR in Public Market Equivalent (v nadaljevanju: PME), to je primerjava naložbe v PE z naložbo v javni delniški indeks – S&P 500. Sklad, ki ima vrednost PME večjo od 1, je bolj donosen od indeksa S&P 500, po stroških. PME sta avtorja računala z diskontiranjem denarnih tokov v in iz sklada.

Kapitalsko tehtan donos PE skladov kaže povprečno notranjo stopnjo donosa v višini 18% in mediano 12%. Mediana PME je bila 0,82 in povprečna 1,05, kar kaže na to, da je bila investicija v povprečni PE sklad donosnejša od enake investicije v indeks S&P 500. Povprečni VC sklad je imel PME 1,21, povprečni BO sklad pa 0,93.

V vzorcu je bilo 1090 skladov, ki so bili zbrani med letoma 1980 in 2001 ter so bili že likvidirani ali skoraj likvidirani. Podatke sta zajela iz baze Venture Economics.

Ljungqvist in Richardson (2003) sta v svojem delu zbrala vzorec PE skladov, ki so bili ustanovljeni med letoma 1981 in 2001. Iz denarnih tokov sta iz vzorca izračunala IRR PE skladov. Letno je bil 5-8 odstotnih točk višji od primerljivih delniških trgov (S&P 500). Avtorja ocenjujeta, da je beta PE skladov večja od 1. V desetih letih naredi PE sklad, prilagojeno za tveganje, približno 24% višji donos kot primerljiva investicija na delniškem trgu. Po mnenju avtorjev Moskowitz in Vissing-Jorgensen (2002) ter Quigley in Woodwarda (2002) je to cena za 10-letno držanje nelikvidne naložbe.

Povprečna neto notranja stopnja donosa, ki sta jo avtorja izračunala je bila 19,81% za »zrele« sklade, torej tiste, ki so bili ustanovljeni med letoma 1981 in 1993. V istem obdobju je indeks S&P 500 rasel v povprečju za 14,1% letno. Donosnost, ki je višja za skoraj 6 odstotnih točk letno, pa skoraj zagotovo nadomesti – poplača ceno za nelikvidnost. 25% skladov po številu in 14,8% po kapitalu je bilo skladov tveganega kapitala (VC).

Denarni tokovi vključujejo štiri tipe investicijskih scenarijev:

- preklicana transakcija: klic k zagotovitvi kapitala (*ang. cash call*), sledi vrnitev denarja z obrestmi;
- odpisi – izgube;
- distribucija denarja, ki sledi uspešnim izstopom (IPO ali prodaja);

- distribucija delnic, ki sledi uspešnemu izstopu. Investitor jih lahko proda ali drži (navadno je nekaj omejitev).

Skladi, ki so bili zbrani med letoma 1981 in 1992 so investirali 94,8% zagotavljenega kapitala. Med vsemi zbranimi skladi med letoma 1981 in 2001, jih je 55,6% investiralo vsaj 70% kapitala, 49,5% pa vsaj 80%, kar štejeemo za polno ali skoraj polno investirani sklad.

V prvih 3 letih so skladi v povprečju investirali 56,8% sredstev, potem se je investiranje upočasnilo in v naslednjih 3 letih so investirali še 33% kapitala. 59 skladov, zbranih med letoma 1981 in 1992 je vrnilo v povprečju 2,75-krat investirani kapital (TVPI) in 2,61-krat zagotavljeni kapital. Bistveni del donosa je bil ustvarjen po sedmih letih od ustanovitve.

73 skladov, zbranih med letoma 1981 in 1993, je ustvarilo povprečno letno notranjo stopnjo donosa (IRR) 19,8%, mediano 18,7% in vrednostno tehtano povprečje 18,1%. Iz tega lahko sklepamo, da so bili manjši skladi bolj donosni. So pa ti donosi ocenjeni konzervativno, saj so vse investicije, ki jih skladi še imajo, ovrednotene na 0 oz. so odpisane.

Gomper in Lerner (1998) v svojem delu ugotavljata, da se je sredi in konec 80. let 20. stoletja, število in velikost PE skladov izjemno povečalo. Ljungqvist in Wilhelm (2003) pa navajata, da je bil med letoma 1998 in 2000 IPO trg v razcvetu in je lahko veliko skladov hitro izstopilo iz investicij.

Phalippou in Gotschalg (2005) sta v svojem delu ugotovila, da gre za provizije 25% investiranih sredstev in dodatno, da je 2/3 provizije letne fiksne in le 1/3 gibljivi del, vezan na dobiček.

Z dejanskimi denarnimi tokovi sta izračunala, da če se letna provizija poveča iz 2% na 2,5%, se alfa zmanjša za 1,3%, znižanje provizije v poinvesticijskem obdobju iz 2% na 1%, pa zniža alfo le za 0,6%.

Ugotovila sta tudi, da je zgornji kvartil bolj donosen od indeksa S&P 500, povprečni donos PE skladov, pa približno enak donosu indeksa (Phalippou & Gottschalg, 2005).

2.5 (NE)OBDAVČITEV DOLOČENIH VRST ZASEBNIH SKLADOV

Da bi bolj približali PE sklade širokim množicam, so v Veliki Britaniji uvedli VCT (Venture Capital Trust), v Franciji pa FCPR (Fonds Commun de Placement a Risques), ki sta neobdavčena za investitorje. Sklada morata vsaj 50% sredstev investirati v vrednostne papirje, ki ne kotirajo na borzi. Ker ne dosegata enako visokih donosov kot PE skladi investitorji upajo, da neobdavčenost nadoknadi razliko v donosnosti (Fraser-Sampson, 2007, str. 11).

2.6 DONOSNOST EVROPSKIH ZASEBNIH SKLADOV

Kaserer in Diller (2004) sta naredila raziskavo preteklih donosov evropskih PE skladov na podlagi denarnih tokov. Povprečni evropski PE sklad vpokliče (*ang. draw down*) 23% zagotavljenega kapitala, v prvem letu od ustanovitve sklada, v prvih treh letih pa 60%.

Izkazalo se je, da dobi vlagatelj (LP) v PE sklad povrnjena vložena sredstva v približno 7 letih.

V vzorcu so analizirali sklade, ki so bili med letoma 1980 in 2003 likvidirani ali jim je preostala le majhna neto vrednost sredstev. Tem pogojem je ustrezalo 200 skladov.

Zabeležili so povprečni IRR – notranjo stopnjo donosa v višini 12,7%, kar predstavlja 4,5 odstotnih točk višjo donosnost kot jo je v istem obdobju zabeležil indeks Morgan Stanley Capital International (MSCI). Avtorja sta predpostavljala, da se denarne tokove reinvestira v kriterijske (*ang. benchmark*) indekse. Povprečni PME je bil 0,96 in vrednostno tehtan 1,04. Avtorja sta razvila metodologijo, s katero se lahko oceni tveganje in donosnost evropskih PE skladov in korelacijo z javnimi delniškimi trgi.

Gibanje donosov PE skladov sta primerjala z MSCI Europe Equity indeksom in JP Morgan Government Bond indeksom.

PE skladi v vzorcu med letoma 1980 in 2003 so bili donosnejši kot obvezniški indeks in manj donosni kot delniški indeks MSCI. Med letoma 1989 in 2003 so bili PE skladi bolj donosni od obeh indeksov. Analizirali so tudi, kako na donosnost sklada vplivajo specifične lastnosti, kot so velikost sklada, doba vračanja in leto ustanovitve. Doba vračanja in leto ustanovitve močno vplivata na donosnost, medtem ko so rezultati za velikost nedoločni. V zadnjem času se zelo poudarja vpliv PE skladov na gospodarsko rast. S perspektive upravljanja denarja je PE postal eden najpomembnejših alternativnih naložbenih razredov vrednostnih papirjev.

Po analizi evropske zveze za tvegani kapital (EVCA) iz leta 2003 so institucionalni vlagatelji drastično povečali delež sredstev, ki ga namenjajo vlaganju v PE. Med letoma 1998 in 2002 so 25,7% sredstev v PE vložile banke, pokojninski skladi 23,1% zavarovalnice pa 12,7%.

Leta 1992 je bilo v evropsko PE industrijo vloženo 4,2 milijarde EUR, leta 2000 pa več kot 48 milijard EUR. Kljub padcu vseh svetovnih delniških trgov, ki se je začelo leta 2000, je bilo leta 2002 vloženo 27 milijard EUR. Zadnje objavljene številke kažejo, da institucionalni investitorji večajo svoje PE portfelje, kar kaže na optimistična pričakovanja v industriji. Leta 2004 je bil cilj evropskih institucionalcev, da v naslednjih petih letih v svojih portfeljih povečajo delež PE-ja z 1,1% na 3,2%.

Vzorec je sestavljalo 777 skladov, 59% skladov tveganega kapitala (VC) in 41% prevzemnih skladov (BO). Povprečna velikost sklada v vzorcu je bila 182,75 milijona EUR. Največji sklad je bil 132x večji od mediane. V povprečju je BO sklad 3,7-krat večji od VC sklada. Raziskava je pokazala, da je rast PE industrije močno povezana z uspešnostjo delniških trgov (Kaserer & Diller, 2004).

3 LIKVIDNOST

Glavna pomanjkljivost PE skladov je nelikvidnost naložb v te sklade. Ko namreč investitor s skladom podpiše pogodbo o investiranju, se obveže, da bo svoja sredstva investiral za dobo desetih let z možnostjo podaljšanja še za nadaljnji dve leti. V zadnjih letih se je razvil zelo likviden sekundarni trg, kjer lahko vsak investitor svoj delež v celoti ali delno proda, tako da ta pomanjkljivost odpade (Fraser-Sampson, 2007).

4 VREDNOTENJE

Pri vrednotenju naložb PE skladov prihaja zaradi nejasnih oz. nenatančno določenih pravil vrednotenja do velikih problemov. Nekateri skladi namreč poskušajo manipulirati z neto vrednostjo sredstev in posledično tudi trenutno donosnostjo svojih skladov (Fraser-Sampson, 2007, str. 39-40).

V Evropi so pravila vrednotenja bolj natančna kot v ZDA. Evropske zveze za zasebni kapital, kot sta BVCA in EVCA določajo, da mora PE sklad vrednost naložbe v podjetje, ki občutno zgreši načrtovani poslovni načrt, znižati za 25%. Za vsako nadaljnjo ponovitev le-tega pa še za 25%. V ZDA NVCA pušča pravila bolj odprta, saj določa, da sklad, če se družbi v katero so investirali, potencial ali uspešnost občutno poslabša vrednost deleža v podjetju zniža. Vprašanje je, katera pravila vrednotenja so primernejša. Problem je, da če ameriški sklad noče znižati vrednosti, mu je praktično ni treba, saj pravila niso natančno določena. Po drugi strani pa ni nujno, da se je potencial podjetja znižal, če so zgrešili trenutni cilj.

Fraser-Sampson omenja primer, ko je njegova družba investirala v tri različne sklade, ki so imeli naložbe v isto podjetje. Po enem letu je prvi sklad vrednotil podjetje na 960 milijonov USD, drugi na 480 milijonov USD, tretji pa je naložbo v podjetje odpisal. Najbolj zastrašujoče v tem primeru je bilo, da sta dva od treh skladov imela isto revizorsko hišo. To kaže na to, da bi bilo potrebno imeti natančno postavljena pravila vrednotenja.

V praksi ima večina skladov svoje naložbe ovrednotene realno ali pod dejansko vrednostjo naložbe. Skladi namreč večino naložb vodijo po stroških, ki so jih imeli z njo (Fraser-Sampson, 2007, str. 140-147).

5 TVEGANJE

Driessen, Lin in Phalippou (2008) so naredili raziskavo, kjer so primerjali tveganje in donose PE skladov na podlagi dejanskih denarnih tokov. V PE sklade je bilo leta 2005 vloženo 200 milijard USD. Skupaj so imeli ti skladi v upravljanju nad 1 trilijon (1000 milijard) USD. Avtorji raziskave so izračunali, da imajo skladi tveganega kapitala beto 3,2, odkupni skladi pa beto 0,3.

Ko je splošni kapitalski trg v vzponu, so dividende pri skladih tveganega kapitala visoke. Ko pa je trg v krizi, so dividende redke \Rightarrow zato visoka beta;

Na beto odkupnih skladov vpliva da:

- investirajo v podjetja iz dejavnosti z nizko beto;
- v podjetju naredijo veliko sprememb in če so le-te uspešne, njihov rezultat ni odvisen od razmer na trgu;
- vzvod, s katerim prevzamejo podjetje, viša beto.

Prvi dve alineji dominirata nad tretjo alinejo.

Donosi skladov tveganega kapitala so podobni majhnim, rastočim podjetjem oz. donosom njihovih delnic. Odkupni skladi imajo donose podobne delnicam velikih podjetij.

Pri skladih tveganega kapitala je beta pozitivno povezana z velikostjo, večji sklad, večja beta, višji donos. Alfa ni povezana z velikostjo sklada. Odkupni skladi imajo nizko beto in alfo 0 (Driessen, Lin & Phalippou, 2008).

5.1 OBVLADOVANJE TVEGANJ PRI ZASEBNIH SKLADIH

Industrija PE postaja vedno pomembnejša, zato morajo biti njena tveganja razumljiva in obvladovana tako kot za katerokoli drugo vrsto vrednostnih papirjev. Na žalost standardne tehnike upravljanja s tveganji pri PE-ju ne pridejo v poštev in jih je treba prilagoditi, kar pa predstavlja velik izziv. Najzahtevnejši deli upravljanja s tveganji so:

- alokacija sredstev;
- določanje najboljših skladov (*ang. determining the top performers*);
- dejansko upravljanje s tveganji z uporabo finančnih modelov.

V zadnjih 10 letih PE industrija zelo hitro raste, predvsem zato, ker ji institucionalni investitorji, kot so pokojninski skladi in zavarovalnice namenjajo vedno večji del svojih sredstev. To delajo z direktnimi investicijami v sklade ali pa z investiranjem v sklade skladov.

V PE skladih donosa, prilagojenega za tveganje, ne moremo izračunati, zato se investitorji za investiranje odločajo glede na pretekle donose in njihovo korelacijo z indeksom določenega tipa vrednostnih papirjev. Uporaba finančnih modelov je težka, ker manjkajo dobri podatki in priložnosti za testiranje. Zato se tehnike vrednotenja, ki se uporabljajo na javnih trgih, kot na primer tehnika vrednosti ob tveganju (*ang. Value at Risk*), pri zasebnih investicijskih skladih ne morejo uporabljati.

V PE industriji ni stalnih tržnih cen skladov, so le denarni tokovi med skladi in investitorji. Kot mera uspeha se uporablja IRR – notranja stopnja donosa denarnih tokov ali multiplikator denarnih tokov.

Zaradi specifičnih lastnosti tveganja, ne moremo primerjati niti različnih donosov znotraj iste skupine vrednostnih papirjev. VC ima lahko npr. višjo notranjo stopnjo donosa kot BO sklad, vendar sta tveganje in volatilitnost pri VC dosti višja.

Posamezni investitor tako ne more direktno primerjati zgodovinskih donosov, prilagojenih za tveganje, z donosi drugih naložbenih razredov vrednostnih papirjev.

PE indeksa, ki ju izračunavata Venture Economics in Cambridge Associates, nista realna, saj posamezni investitor ne more primerjati dane cene – neto vrednosti sredstev, saj mora sklad vse investicije prodati oz. iz njih izstopiti in nato distribuirati denar investitorjem. Čas, ko se to zgodi, ni znan do trenutka, ko se to dejansko zgodi (Weidig & Weber, 2005).

6 EKONOMIKA ZASEBNIH SKLADOV

Metrick in Yasuda (2007) sta za svojo raziskavo naredila vzorec, v katerega sta uvrstila PE sklade, zbrane med letoma 1992 in 2006. Skupaj je bilo v vzorcu 238 skladov, od tega 94 VC in 144 BO. Mediana velikosti VC skladov je bila 225 milijonov USD, BO pa 600 milijonov USD. BO skladi so bili veliki med 297 milijoni USD in 1500 milijoni USD, VC pa med 100 milijoni USD in 394 milijoni USD.

Mediana upravljavcev BO in VC je že upravljala en sklad, v poslu je VC 3 leta in BO 6 let. Povprečno investira VC sklad v 20 podjetij, BO sklad pa v 12.

Upravljavci skladov služijo z različnimi provizijami in delitvami dobička. Avtorja raziskave sta naredila model, s katerim se ocenjuje pričakovani zaslužek upravljavcev kot funkcija pravil. Testirala sta, kako pričakovani zaslužek variira med skladi v vzorcu.

PE skladi so ustanovljeni kot partnerstva z omejeno odgovornostjo, kjer je PE družba generalni partner (GP), investitorji pa omejeni partnerji (LP). Tipični sklad je ustanovljen za dobo 10 let, z možnostjo podaljšanja še za nekaj let, če investitorji soglašajo s tem. Prvih 5 let sklad investira v podjetja na novo, naslednjih 5 let pa je namenjenih ponovnim investicijam v ista podjetja in izstopu iz naložb.

Zaslužek upravljavcev je določen v-naprej, sestavljen pa je iz dveh delov, fiksnega in gibljivega. Fiksni del je podoben tistemu pri vzajemnih in kritnih (hedge) skladih. Gibljivi del je čisto poseben in zelo drugačen od tistega pri kritnih skladih in ni povezan z nagrajevanjem pri vzajemnih skladih. O strukturi plačil pri vzajemnih skladih pišejo: Chordia (1996), Ferris, Chance (1987), Tufano, Sevicki (1994), Christoffersen (2001), Christoffersen, Musto (2002). O strukturi provizij pri kritnih skladih pa: Goetzmann, Ingersoll, Ross (2003), Agorval, Daniel, Naik (2006).

Uspešne PE družbe zberejo nov PE sklad vsakih 3-5 let. Če investitorji ocenijo delo upravljavca kot »znanje«, ne pa kot »srečo«, se bo krivulja povpraševanja po vlaganju v nov sklad zvišala – premaknila v desno. Torej bo upravljavec povečal velikost sklada ali spremenil pogoje (višje nagrade) ali oboje.

Metode obračunavanja provizij:

- OBIČAJNA: najbolj razširjena metoda v zgodovini vsako leto se obračuna 2% zagotovljenega kapitala, torej v 10 letih 20%. Investiranju je namenjenega 80% kapitala.
- PADAJOČA: pri tej metodi je prvih 5 let provizija normalna (2%), nato pa se naslednjih 5 let vsako leto zniža za 25 bazičnih točk.
- KONSTANTNI DELEŽ: ta metoda zaračunava vsa leta isti odstotek, vendar se osnova spreminja – znižuje. Prvih 5 let se upošteva zagotovljeni kapital, naslednjih 5 let pa neto investirani kapital.

Delež dobička, ki ga dobi upravljavec je navadno 20%. Dobiček se začne deliti šele potem, ko so investitorji glavnico že dobili povrnjeno.

Nekaj pojmov:

- carry level: delež dobička, ki ga dobi upravljavec;
- carry basis: standard, s katerim se meri dobičke;
- carry hurdle: sklad mora zagotoviti določen odstotek, ki ga najprej dobi investitor, šele nato začne upravljavec dobivati svoj delež dobičkov;
- carry timing: pravila, s katerimi določajo čas delitve dobičkov.

Poleg zgornjih pravil obstajata še 2 komponenti gibljivih prihodkov upravljavca, ki pa sta običajni pri BO skladih, pri VC pa jih navadno ni:

- transakcijski stroški: sklad jih računa kupcu podjetja, ko ga proda. Navadno si jih upravljavec in investitorji delijo v enakem deležu (50:50);
- stroški nadzora: sklad jih računa podjetjem, ki jih ima v portfelju. Upravljavec dobi 20%, investitorji pa 80% teh stroškov.

Pri skladih iz vzorca upravljavci ustvarijo približno 60% zaslužka s fiksnimi provizijami, ki niso odvisne od uspeha – donosa sklada.

Avtorja sta odkrila velike razlike med VC in BO skladi. Ponavadi zaslužijo upravljavci BO skladov na vsak vloženi dolar manj dolarjev kot upravljavci VC skladov, vendar pa zaslužijo precej več na posameznega investitorja. Poleg tega upravljavci BO skladov zbirajo večje sklade, zaradi česar v absolutnem znesku zaslužijo več.

Iz tega sta zaključila, da so za upravljavce BO skladi donosnejši kot VC.

PE skladi upravljajo približno 1 trilijon (1000 milijard) USD. 2/3 tega zneska je v BO skladih, kjer z vzvodom povečajo sredstva, s katerimi razpolagajo, še za 2-krat do 3-krat. V začetku 21. stoletja je približno četrtnina vseh svetovnih prevzemnih aktivnosti povezana z BO skladi.

VC skladi so zbrali med letoma 1999 in 2000 160 milijard USD, ter jih med drugim vložili tudi v zadnje zgodbe o uspehu kot na primer:

- Google (ZDA)
- Skype (Evropa)
- Baidu (Azija)

Vloga PE skladov kot finančnih posrednikov, svetovalcev podjetjem in članov nadzornih odborov v svetu se večja (Metrick & Yasuda, 2007).

7 ZASEBNI KAPITAL V SLOVENIJI

7.1 TRENUTNO STANJE

V Sloveniji je PE industrija še v porodni fazi. Do sedaj je bilo ustanovljenih približno deset zasebnih skladov, ki delujejo v Sloveniji in v državah Srednje in Vzhodne Evrope. Skupina Poteza je ustanovila 4 sklade (Adriatic, Innovation and Growth, Real Estate in Energy), KD Group enega (KD Private Equity), poleg tega obstajajo še: CEE Growth PE Fund, P&S East Growth, CEEREF, Publikum PE, CEE Growth PE ter RSG Kapital. Slednjega so leta 2008 ustanovili Gospodarska zbornica Slovenije, Sava d.d., Kolektor Group, Fmr d.d., Gorenje d.d. in še nekaj drugih podjetij. (spletne strani družbe RSG Kapital: <http://www.rsg-capital.si/intro>, Skupine Poteza: : <http://www.poteza.si/>, KD Group: <http://www.kd-group.com/>, CEE Private Equity: <http://www.cee-growth.com/>, P&S Group: <http://www.p-s.com/>, CEEREF: <http://www.ceeref.com/>, Publikum: <http://www.publikum.si/>)

7.2 ZAKONODAJA IN SMERNICE

Vprašanje PE skladov v Sloveniji ureja Zakon o družbah tveganega kapitala (ZDTK), ki je bil sprejet 27. septembra 2007. A zakonodajo bo potrebno še razširiti na odkupne sklade in sklade orientirane na preobrat poslovanja. Žal pa zakonodaja teh še ne dopušča in ureja. Prav bi bilo, da bi za slovenske rezidente dopuščala investiranje v sklade, ki nimajo svojega sedeža v Sloveniji.

ZDTK (2007) v 3. členu določa, da je družba tveganega kapitala (DTK) družba, ki ima status družbe tveganega kapitala in opravlja dejavnost v skladu z določbami tega zakona.

V 4. členu (ZDTK, 2007) določa tvegani kapital:

(1) to so lastniške naložbe v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje in se ni trgovalo na organiziranem trgu ter katerih vrednostni papirji se vlagajo po načelu aktivnega upravljanja v obliki:

- povečanja osnovnega kapitala z vložki ali
- ustanovitve gospodarske družbe.

(2) Tvegani kapital se vlaga z namenom:

- financiranja razvoja začetnega koncepta poslovnega modela podjetja (semenski kapital),
- financiranja nadaljnega razvoja podjetja za povečanje proizvodnih zmogljivosti, razvoj trga, izdelkov ali storitev in zagotavljanje dodatnega obratnega kapitala (razširitveni kapital).

(3) Tvegani kapital niso naložbe, katerih namen je saniranje gospodarskih družb.

6. člen (ZDTK, 2007) določa dejavnosti, s katerimi se lahko (DTK) ukvarja:

(1) Družba tveganega kapitala sme izključno z namenom pridobivanja dobička nalagati, upravljati in odsvajati tvegani kapital ter opravljati naslednje posle:

- nalagati razpoložljiva denarna sredstva v obliki lastniških deležev na drugih gospodarskih družbah v dolžniške vrednostne papirje in depozite pri bankah,
- dati posojilo ali poroštvo ali mezzanin kapital po tržnih pogojih gospodarskim družbam, v katerih je udeležena s tveganim kapitalom,
- najeti posojila.

(2) V ustanovitvenem aktu določena dejavnost družbe tveganega kapitala se mora smiselno nanašati na nalaganje, upravljanje in odsvajanje tveganega kapitala ter na posle, navedene v prvem odstavku tega člena.

9. člen (ZDTK, 2007) določa minimalno vrednost udeležbe vlagatelja v družbo tveganega kapitala. Ta znaša 50.000 EUR in mora biti vplačana v denarju.

11. člen (ZDTK, 2007) določa delež naložb družb tveganega kapitala:

(1) Družba tveganega kapitala mora najmanj 50 odstotkov svojih sredstev nameniti za naložbe tveganega kapitala v mala in srednja podjetja (MSP). Nadaljnjih 30 odstotkov svojih sredstev mora nameniti za naložbe lastniškega kapitala ali mezzanin kapitala v družbe, s katerih vrednostnimi papirji se ne trguje in se ni trgovalo na organiziranem trgu, ali za posojila družbam, v katerih je udeležena s tveganim kapitalom. Z ostalimi sredstvi lahko razpolaga v skladu z določbami 6. člena tega zakona.

(2) Pri izračunu strukture naložb v zvezi s prejšnjim odstavkom tega člena se ne upoštevajo denarna sredstva, ki jih ima družba tveganega kapitala naložena v:

- gotovini na blagajni oziroma na vpoglednem denarnem računu,
- depozitih pri bankah s sedežem v Republiki Sloveniji, državi članici EU oziroma državi članici OECD,
- vrednostnih papirjih, katerih izdajatelj je Republika Slovenija, Banka Slovenije, država članica EU oziroma država članica OECD.

(3) Družba tveganega kapitala je v prvem letu od ustanovitve prosta omejitev iz prvega odstavka tega člena. Če družba tveganega kapitala svojih sredstev v prvem letu ne vlaga v

skladu s prvim odstavkom tega člena, jih ne sme vlagati v gospodarske družbe, s katerih vrednostnimi papirji se trguje ali se je trgovalo na organiziranem trgu.

12. člen določa (ZDTK, 2007) dopustne naložbe tveganega kapitala:

(1) Družba tveganega kapitala sme vlagati tvegani kapital v določeno družbo samo, če v trenutku pridobitve vrednost vseh vložkov v družbo, vključno z danimi posojili, mezzanin kapitalom ali poroštvi, ne presega 25 odstotkov vrednosti bilančne vsote družbe tveganega kapitala. Udeležba s tveganim kapitalom v povezanih družbah velja kot udeležba s tveganim kapitalom v isti družbi.

(2) Družba tveganega kapitala je v prvih treh letih od ustanovitve prosta omejitev iz prvega odstavka tega člena.

(3) Družba tveganega kapitala sme v prvem letu od prvega vložka tveganega kapitala v gospodarsko družbo v tej gospodarski družbi dosegati največ 75 odstotkov glasovalnih pravic.

(4) Družba tveganega kapitala sme določen lastniški delež v drugi družbi obdržati v imetništvu dalj kot deset let, vendar ne več kot dvanajst let, če vrednost vseh tistih deležev, ki jih ima družba dalj kot deset let, ne presega 25 odstotkov bilančne vsote družbe tveganega kapitala.

(Vlada RS, 2007)

7.3 PRIHODNOST DRUŽB ZASEBNEGA KAPITALA V SLOVENIJI

Na področju PE industrije bo treba v Sloveniji še veliko narediti. Začetni koraki so storjeni, zakonodaja je uveljavljena. Vse pa ne more biti odvisno le od države, treba je spodbujati izobraževanje ljudi in zavedanje, da ti skladi obstajajo in da lahko za gospodarstvo in posledično tudi družbo naredijo veliko dobrega.

V Sloveniji že imamo Klub poslovnih angelov, veliko podjetniških inkubatorjev, na fakultetah že poteka izobraževanje na področju podjetništva. To pa vodi k novim podjetjem, ki bodo, upamo, v prihodnosti zrasla v nove Google in druga podobna, uspešna podjetja.

SKLEP

V diplomskem delu sem raziskoval zasebne investicijske sklade, njihovo delovanje, donosnost, tveganja in trenutno stanje v Sloveniji.

Zasebni skladi so izjemno koristni za gospodarstvo in njegovo konkurenčnost. Tvegani kapital spodbuja podjetništvo in investira v podjetja prihodnosti. Odkupni skladi pa optimizirajo delovanje obstoječih uspešnih podjetij, kar je pozitivno za celotno gospodarstvo, saj bodo le tako podjetja rasla in zaposlovala nove ljudi.

Donosnost zasebnih investicijskih skladov je nekaj odstotnih točk višja od donosnosti delniških in obvezniških indeksov, kar pa predstavlja ceno za manjšo likvidnost teh skladov.

Po proučevanju del znanih ekonomistov, sem ugotovil, da so zasebni skladi vlagateljem zanimivi po eni strani z vidika donosnosti, po drugi pa tudi zaradi občutka, da so tehnološki vodje, saj na ta način soprispevajo k razvoju novih mladih podjetij in tehnologij. Za podjetnike so zanimivi, ker jim poleg denarnih sredstev prinašajo tudi nova znanja in izkušnje, s tem pa hitrejši razvoj podjetja.

Število in velikost zasebnih skladov se v svetu zelo hitro večja. Predpostavljam, da trenutna finančna kriza ne bo ogrozila tega trenda, vsaj na daljši rok ne.

Na področju Slovenije je aktivnih približno deset zasebnih skladov. Za konkurenčnost Slovenije bodo ti in novi skladi, ki bodo še prišli, izjemno pomembni, saj spodbujajo podjetništvo, inovativnost in s tem tudi gospodarsko rast.

LITERATURA IN VIRI

1. Achleitner, A. K., Andres, C., Betzer, A. & Weir C. (2008). *Economic Consequences of PEQ Investments on the German Stock Market*.
2. Andres, C. (2006). *Family Ownership as the Optimal Organizational Structure?* EFA, Zurich Meetings Paper.
3. Andres, C. (2007). *Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decisions*, Working Paper, University of Bonn.
4. Andres, C., Betzer, A. & Weir C. (2007). *Shareholder wealth gains through better corporate governance – the case of European LBO transaction*, *Financial Markets and Portfolio Management*, 21: 4, 403-424.
5. BVK. *BVK Statistics for the Year 2005* (2005). Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity and Venture Capital Association.
6. BVCA & IE Consulting (2004). *The Economic Impact of Private Equity and Venture Capital in the UK*. British Venture Capital Association & IE Consulting, London.
7. BVK & PwC (2005). *Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft*. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften & Pricewaterhouse Coopers LLP, Berlin.
8. Driessen J., Lin T. C. & Phalippou L. (2008). *A new method to estimate risk and return of non-traded assets from aggregate cash flows: The case of private equity funds*.
9. Franks, J. & Mayer, C. (2001). *Ownership and control of German Corporations (str. 943-977)*, *The Review of Financial Studies*, 14.
10. Fraser-Sampson G. (2007). *Private Equity as an Asset Class*. West Sussex, John Wiley & Sons Ltd.
11. Gompers, P. A. & Lerner J. (2000). *Money Chasing Deals?: The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations (str. 281-325)*, *Journal of Financial Economics*, 50.
12. Grossman, S. & Hart, O. (1980). *Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation*, *The Bell Journal of Economics*, 11: 42-64.
13. Himmelstein, L. (2001). *Crunchtime for VC's*, *BusinessWeek*, February 2001.
14. Kaplan, S. N. & Schoar, A. (2003). *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*. *Journal of Finance*, 60: 1791-1822.
15. Kaserer, C. & Diller C. (2004). *European PEQ Funds – A Cash Flow Based Performance Analysis*.
16. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). *Investor Protection and Corporate Valuation*, *Journal of Finance*, 57: 1147-1170.
17. Ljungqvist A. & Richardson M. P. (2003a). *The investment behaviour of PE fund managers*. Working Paper Stern School of Business. New York.

18. Ljungqvist, A. & Richardson, M. P. (2003b). *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*, Working Paper Stern School of Business. New York.
19. Ljungqvist, A. & Wilhelm W. J. (2003). *IPO Pricing in the Dot-com Bubble*, *Journal of Finance*, 723-752.
20. Metrick, A. & Yasuda, A. (2007). *The Economics of Private Equity Funds*. Working paper, University of Pennsylvania.
21. Moskowitz T., & Vissing-Jorgensen A. (2002). *The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle?* *American Economic Review*, 92: 745-778.
22. Phalippou L. & Gottschalg O. (2005). *The Performance of PEQ Funds*, *Review of Financial Studies*.
23. Public Sector Review. *Finance, Summer 2004*. (2004). 62-63.
24. Quigley, J. M. & Woodward S. E. (2002). *Private equity before the crash: estimation of an index*, Working Paper, University of California at Berkeley.
25. Renneboog, L., Simons, T. & Wright, M. (2007) Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation *Journal of Corporate Finance*, 13 (4), 591-628.
26. Schmidt, D., Nowak, E. & Knigge, A. (2004) *On the performance of PEQ Investments: Does market timing matter?*
27. Spill, J. (2008) *Von Niedergang keine Spur*, *FAZ*, Avgust 2008.
28. Spletna stran družbe RSG Kapital, najdeno 10.9.2008: <http://www.rsg-capital.si/intro>
29. Spletna stran družbe Skupina Poteza, najdeno 10.9.2008: <http://www.poteza.si/>
30. Spletna stran družbe KD Group, najdeno 11.9.2008: KD: <http://www.kd-group.com>
31. Spletna stran družbe CEE Private Equity, najdeno 11.9.2008: <http://www.cee-growth.com/>
32. Spletna stran družbe P&S Group, najdeno 11.9.2008: <http://www.p-s.com/>
33. Spletna stran družbe CEEREF, najdeno 12.9.2008: <http://www.ceeref.com/>
34. Spletna stran družbe Publikum, najdeno 12.9.2008: <http://www.publikum.si/>
35. Weidig, T. & Weber, B. (2005). *The Challenge of using standard risk management in Private Equity*.
36. Zakon o družbah tveganega kapitala. (2007). Uradni list RS. (Št. 92/2007, 10. oktober 2007).

SLOVAR

- Alfa (abnormal return) - nenormalni donos
- Beta - tveganje (ocena tveganja)
- Benchmark - kriterijski indeks
- Buy & Build strategy - kupi in zgradi strategija

- BVCA - British Venture Capital Association - Britansko združenje družb tveganega kapitala
- Cash call - klic k zagotovitvi kapitala
- Committed Capital - zagotavljeni kapital
- DPI - Distributed Total Value over Paid In Capital - distribuirana vrednost v primerjavi z osnovno naložbo v PE
- Drawdown Capital - del zagotoljenega kapitala, ki je dejansko vpoklican s strani PE sklada in nakazan
- EVCA (European Venture Capital Association) - Evropsko združenje družb tveganega kapitala
- GMM (Generalized Method of Moments) - splošna metoda momentov
- GUS Staaten - Skupnost neodvisnih držav (SND): Armenija, Azerbajdžan, Belorusija, Kazahstan, Kirgizistan, Moldavija, Rusija, Tadžikistan in Uzbekistan
- Idiosyncratic risk - nesistematično tveganje
- IPO (Initial Public Offering) - prva javna prodaja
- NAV(Net Asset Value) - neto vrednost sredstev
- NVCA (National Venture Capital Association of America) - Ameriška zveza skladov tveganega kapitala
- PE (Private Equity) - zasebni investicijski skladi
- PME (Public Market Equivalent) - primerjava naložbe v PE z naložbo v javni delniški indeks
- Turnaround fund - sklad z naložbeno politiko orientirano v preobrat poslovanja
- TVPI (Total Value over Paid in) - vrednost naložbe v PE v primerjavi z investicijo
- Value at Risk - tvegana vrednost