

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

DIPLOMSKO DELO

VLOGA SKLADOV ZASEBNEGA KAPITALA NA FINANČNIH TRGIH

Ljubljana, april 2009

JERNEJ SAMEC

IZJAVA

Študent Jernej Samec izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom dr. Igorja Lončarskega, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 3.4.2009

Podpis: _____

Kazalo

Uvod.....	1
1 Definicija zasebnega kapitala.....	2
2 Pregled organiziranega trga zasebnega kapitala.....	4
2.1 Izdajatelji.....	4
2.2 Posredniki.....	5
2.3 Investitorji.....	5
2.4 Agenti in svetovalci.....	7
3 Izdajatelji na trgu zasebnega kapitala.....	8
3.1 Podjetja, ki iščejo tvegani kapital.....	8
3.1.1 Mlada podjetja v zgodnji fazi razvoja.....	8
3.1.2 Mlada podjetja v kasnejši fazi razvoja.....	9
3.2 Srednje velika zasebna podjetja.....	9
3.3 Podjetja v finančni stiski.....	10
3.3.1 Zasebna podjetja.....	10
3.3.2 Javna podjetja.....	12
3.4 Javni odkupi.....	12
3.5 Ostala javna podjetja.....	13
4 Posredniki na trgu zasebnega kapitala: vloga sklada.....	14
4.1 Razlogi za posredništvo na trgu zasebnega kapitala.....	14
4.2 Pregled skladov zasebnega kapitala.....	16
4.3 Odnos med skladom in podjetji v njegovem portfelju.....	17
4.3.1 Identifikacija in selekcioniranje investicijskih priložnosti.....	17
4.3.1.1 Skrbni pregled.....	18
4.3.1.2 Sindiciranje.....	19
4.3.2 Strukturiranje investicij.....	19
4.3.2.1 Skladov lastniški delež.....	19
4.3.2.2 Vzpodbude managerjev.....	20
4.3.2.3 Mehanizmi kontrole.....	21
4.3.3 Upravljanje naložb.....	23
4.3.4 Odprodaja naložb.....	24

4.4	Odnos med komanditisti (LP-ji) in komplementarji (GP-ji).....	25
4.4.1	Pridobivanje sredstev in vloga ugleda.....	25
4.4.1.1	Merjenje uspešnosti poslovanja	26
4.4.1.2	Transparentnost strukture sklada	27
4.4.2	Družbeniški sporazum.....	27
4.4.2.1	Plačilo GP-ja	28
4.4.2.2	Zaveze sklada.....	30
4.4.2.3	Nadzor in nadzorne pravice	31
4.5	Neposredna investicija	31
4.5.1	Soinvesticija	31
4.5.2	Neposredna investicija vs. soinvesticija.....	32
4.5.3	Istočasna neposredna investicija in investicija v sklad	33
5	Donosnost investicij v zasebni kapital	34
6	Kako investitorji v zasebni kapital ustvarjajo vrednost	36
6.1	Ustvarjanje vrednosti.....	36
6.2	Strategije ustvarjanja vrednosti	38
6.3	Koraki ustvarjanja vrednosti	39
	Sklep.....	41
	Literatura in viri	43
	Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov	47

Uvod

Zasebni kapital je oblika finančnega premoženja, ki je bila zaradi visokih doseženih donosov deležna veliko pozornosti v zadnjem času. Ne preseneča, da je industrija dosegla ogromno velikost, tako v smislu višine sredstev v upravljanju kakor tudi v velikosti poslov. Po zadnjih podatkih ene največjih raziskovalnih podjetij s področja zasebnega kapitala, podjetja Preqin, skladi zasebnega kapitala v letu 2008 upravljajo s približno 2.493 milijard USD kapitala po celem svetu v primerjavi s 1.560 milijard USD kapitala, ki ga po podatkih Hedge Fund Research globalno upravljajo hedge skladi. Približno dve tretjini zasebnega kapitala upravljajo skladi za odkupe, kjer lahko finančni vzvod multiplicira velikost investicije za tri ali štiri-kratnik osnovnega kapitala (Metrick & Yasuda, 2007, str. 1). V začetku 21. stoletja so bili skladi za odkupe odgovorni za približno eno četrtnino globalnih prevzemov in združitvev podjetij (M&A). Skladi tveganega kapitala – druga glavna oblika zasebnega kapitala – so investirali v zgodnje faze razvoja uspešnih podjetij, kot so Google v ZDA, Skype v Evropi in Baidu v Aziji.

Skladi zasebnega kapitala so aktivno vključeni v upravljanje svojih investicij, kar jih loči od ostalih oblik institucionalnih investorjev, kot so upravljalci denarja in hedge skladi. Kot rezultat je industrija v reviji *The Economist* dobila naziv »Novi kralji kapitalizma«.¹

Začetki modernega koncepta zasebnega kapitala v svetu segajo šele v čas po drugi svetovni vojni. Prvi korak je predstavljala ustanovitev »American Research and Development Corporation« (ARDC) z namenom spodbujanja investicij v zasebna podjetja, ki so zaposlovala vojake, ki so se vrnilo z druge svetovne vojne. »Small Business Investment Company Act« (SBIC), sprejet 1958, je predstavljal naslednji mejnik v procesu institucionalizacije investicij zasebnega kapitala. Sprejetje SBICA-a je vodilo k ustanovitvi veliko novih naložbenih podjetij, ki so predstavljala nosilce financiranja novoustanovljenih podjetij. V nadaljnji zgodovini je panoga zasebnega kapitala v ZDA šla skozi tri glavne vzpone in padce, kar kaže na njeno ciklično naravo. Prvi cikel je trajal od leta 1982 do 1993, drugi od 1992 do 2002, tretji cikel pa je trajal od leta 2003 do 2007. Sedanje stanje je močno pod vplivom kreditnega krča in nekateri to stanje opisujejo kot postmoderno dobo zasebnega kapitala.

Skladi zasebnega kapitala predstavljajo poleg njihove vsakdanje vpletenosti v podjetja kot člani nadzornih svetov in svetovalci vedno večjo vlogo kot finančni posredniki. V diplomski bom skušal predstaviti, kaj je zasebni kapital, kako deluje trg zasebnega kapitala in kdo so njihovi udeleženci. Preučil bom odnose med njimi ter glavne pasti in generatorje vrednosti.

V prvem poglavju je predstavljena definicija zasebnega kapitala kot naložbena oblika in kot trg. V drugem poglavju so navedeni igralci na trgu zasebnega kapitala. V tretjem poglavju so predstavljena podjetja, ki izdajajo vrednostne papirje na trgu zasebnega kapitala. V četrtem poglavju so obravnavani organizacijska struktura skladov in načini, ki omogočajo trgu

¹ 27. november 2004, *The Economist*.

zasebnega kapitala, da deluje bolj učinkovito. Najprej so navedeni razlogi, zakaj so nekatere značilnosti specializiranih posredništev nujno potrebne za trg zasebnega kapitala. Nato sledi pregled razlogov, zakaj so skladi posebno učinkovite oblike posredništva, zato so obravnavani načini, kako upravljalci sklada rešujejo probleme asimetrije informacij in probleme agenta, ki nastanejo med njimi in managerji podjetij v portfelju, ter opisani posebne organizacijske in pogodbene značilnosti sklada zasebnega kapitala ter načini izravnavanja interesov investitorjev in upravljavcev sklada. Poglavje je zaključeno s pregledom vloge neposrednih investicij na trgu zasebnega kapitala. V petem poglavju je pregled različnih raziskav s področja donosnosti skladov zasebnega kapitala. V zadnjem poglavju so predstavljeni različni načini, kako investitorji v zasebni kapital ustvarjajo vrednost, podkrepljeni z rezultati raziskave sto največjih globalnih odprodaj naložb v zasebni kapital v letih 2006 in 2007.

1 Definicija zasebnega kapitala

Zasebni kapital (angl. *private equity*) je izraz, ki se nanaša na katerokoli obliko lastniške naložbe v podjetje, ki ne kotira na javno dostopnem trgu kapitala. S tem se tudi bistveno razlikujejo od »običajnih« investicijskih skladov in vzajemnih skladov, ki večji del svojega premoženja investirajo v vrednostne papirje, ki kotirajo na borzi oz. prostem trgu.

Skladi zasebnega kapitala so torej skladi, v katere investitorji vložijo sredstva, ki jih nato upravljalci sklada investirajo v lastniške deleže podjetij, ki ne kotirajo na borzi. Skladi zasebnega kapitala običajno vlagajo v podjetja, ki potrebujejo sredstva za razvoj novih proizvodov ali tehnologij, za povečanje obratnega kapitala, za prevzeme drugih podjetij ali za okrepitev svoje bilance stanja. Prav tako lahko rešujejo lastniška in menedžerska vprašanja. S financiranjem skladov zasebnega kapitala se lahko doseže nasledstvo družinskega podjetja ali buyout/buyin podjetja s strani izkušenih menedžerjev. Tvegani kapital je strogo gledano podvrsta zasebnega kapitala in se nanaša na investicije v lastniški kapital, opravljene z namenom zagona zgodnjega razvoja podjetja ali razširitve poslovanja mladega podjetja (European Venture Capital Association - EVCA).

Posledice tega, da podjetja, v katera skladi vlagajo, ne kotirajo na borzi, so predvsem:

- manjša preglednost, večje tveganje, s tem pa tudi višji zahtevani donosi;
- bolj aktivna vloga sklada pri upravljanju in dnevnem vodenju poslovanja podjetja;
- omejene možnosti izstopa: ponavadi preko prodaje strateškemu investitorju, managementu, drugim finančnim investitorjem ali preko javne prodaje delnic na borzi (IPO).

Hkrati pa ravno dejstvo, da podjetja ne kotirajo na borzi, omogoča skladom, da najdejo podjetja, ki so relativno podcenjena in da pri njihovem nakupu ni (pre)velikega števila potencialnih investitorjev, ki bi zviševali nakupno ceno, s tem pa zniževali potencialne prihodnje donose.

Skladi so običajno oblikovani tako, da se investitorji v njih zavežejo za vplačilo določenega zneska denarnih sredstev, dejansko pa vplačajo šele ob vpoklicu (tj. takrat, ko sklad dejansko izvede naložbo). Za svoje delo skladi obračunavajo upravljalno provizijo, zagotovljeno pa imajo tudi udeležbo v dobičku, če le-ta presega neko vnaprej določeno stopnjo donosa (t.i. prednostni donos). Zaradi narave naložb skladi zbirajo sredstva do 1 leta, nato sredstva investirajo v 3–5 letih, sklad pa likvidirajo ob prodaji vseh naložb, običajno v 7–10 letih po zaprtju sklada.

Z vidika primerjave skladov zasebnega kapitala z drugimi oblikami naložb ti skladi sodijo med relativno bolj tvegane naložbe, kjer je zato zahtevani donos temu primerno višji. Investitorji ne naložijo vseh prostih denarnih sredstev v te sklade, pač pa le določen del, ki jim omogoča izpostavljenost tudi temu segmentu naložb na trgu kapitala, a jim hkrati lahko prinesejo višje donose kot pa bolj »klasične«, a varnejše oblike investiranja (delnice, obveznice, depoziti, vzajemni skladi, nepremičnine).

V diplomski nalogi bom preučil delovanje organiziranega trga skladov zasebnega kapitala – profesionalno upravljanih kapitalskih investicij² v nekotirajoče vrednostne papirje zasebnih in javnih družb. Podatki se bodo v veliki meri nanašali na ZDA, saj je to država z najbolj razvitimi finančnimi trgi. Profesionalno upravljanje investicij v zasebni kapital omogočajo specializirani posredniki oziroma skladi zasebnega kapitala in v omejenem obsegu tudi institucionalni investitorji.

Zasebni kapital obsega tudi ostale trge, ki so drugačni od organiziranega trga, ki ga bom preučil. Eden takih je trg angelskega kapitala – investicije v majhna, zaprta podjetja s strani bogatih posameznikov, ki imajo veliko izkušenj z vodenjem podobnih podjetij. Poslovni angeli imajo lahko pomemben lastniški delež v podjetju in so aktivni pri svetovanju, ampak ponavadi niso tako aktivni kot profesionalni managerji pri spremljanju podjetja in redko izvajajo nadzor.

Še en drugačen trg je neformalni trg zasebnega kapitala. Na neformalnem trgu, kjer so neregistrirane delnice ponujene dobro poučenim vlagateljem, je število investitorjev v eno podjetje običajno večje in so minimalne investicije manjše kot na organiziranem trgu zasebnega kapitala ter trgu angelskega kapitala. Najbolj značilno za ta trg je to, da lastništvo ni skoncentrirano med zunanjimi investitorji; insajderji ostanejo največja in edina skupina delničarjev. Ni niti vodilnega investitorja, ki bi imel vodilno vlogo pri pogajanjih za pogoje investiranja. V določenem pogledu deluje neformalni trg zasebnega kapitala bolj kot javni trg za delnice z nizko tržno kapitalizacijo.

Zadnji in najbolj izrazit trg je trg zasebnega kapitala po Pravilu 144A. Pravilo 144A, sprejeto leta 1990 s strani SEC³, uvaja pravila in pogoje, pod katerimi so lahko zasebni vrednostni papirji prosto trgovani med določenimi vrstami institucionalnih vlagateljev. Pravilo je

² Kapitalska investicija je kakršnakoli oblika vrednostnega papirja, ki ima lastnost soudeležbe v kapitalu. Najbolj pogoste oblike so redne delnice, zamenljive prednostne delnice, podrejen dolg (angl. *subordinated debt*) z možnostjo zamenjave ter nakupni ali subskripcijski bon (angl. *share warrant*).

³ Securities and Exchange Commission

ustvarilo trg za prevzeme izdaj (angl. *underwritten offerings*) zasebnega kapitala, ki jih večinoma kupujejo institucionalni investitorji pri javnih trgovnih pultih. Velika večina izdaj na trgu Pravila 144A je izdanih s strani javnih podjetij, ki hočejo hitro izdati kapital in se izogniti zamudam, ki so povezane z registrirano ponudbo. Trg je po strukturi veliko bližje javnemu trgu kakor privatnemu trgu kapitala.

2 Pregled organiziranega trga zasebnega kapitala

Trg zasebnega kapitala ima tri glavne igralce in veliko manjših igralcev. Glavni igralci so izdajatelji zasebnega kapitala, posredniki in investitorji.

2.1 Izdajatelji

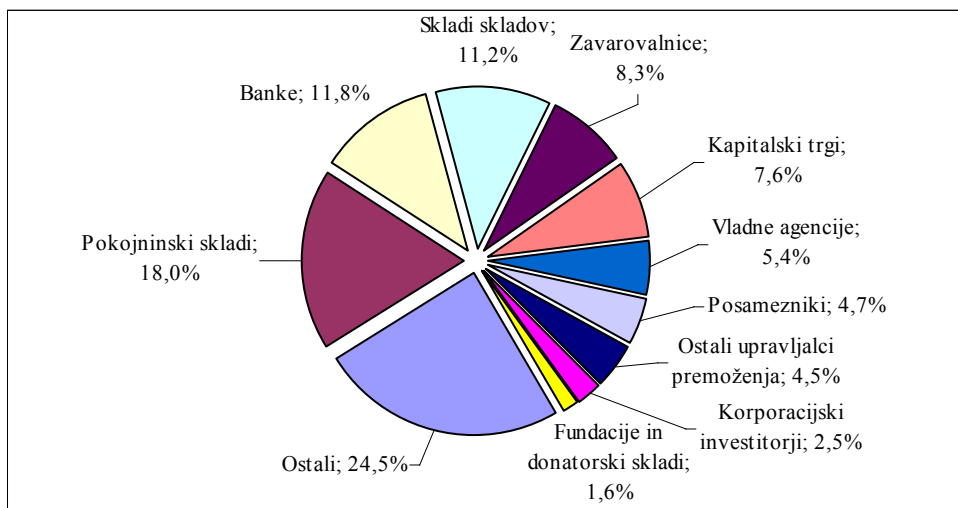
Izdajatelji na trgu zasebnega kapitala se zelo razlikujejo v velikosti, razlogih za zbiranje kapitala, kakor tudi v drugih stvareh. Kljub temu imajo eno skupno lastnost; ker je zasebni kapital ena najdražjih oblik financiranja, so izdajatelji običajno družbe, ki ne morejo zbirati sredstev na trgu dolžniškega kapitala ali na javnem trgu kapitala.

Izdajatelji tradicionalnega tveganega kapitala (angl. *venture capital*) so mlada podjetja, najpogosteje takšna, ki razvijajo inovativne tehnologije in pri katerih so pričakovane visoke stopnje rasti v prihodnosti. Lahko so to podjetja v začetnih fazah razvoja, še vedno na stopnji raziskav in razvoja, v začetnih fazah komercializacije ali v kasnejših fazah, kjer že imajo več let prodaje, ampak še vedno rastejo hitro.

V sredini osemdesetih let prejšnjega stoletja so ne-tvegane (angl. *non-venture*) investicije v zasebni kapital presegle tvegane investicije v zasebni kapital. Srednje velika podjetja, grobo definirana kot podjetja z letnimi dohodki od 25 mio USD do 500 mio USD, so postala vedno bolj privlačna za investitorje v zasebni kapital. Veliko teh podjetij je stabilnih in donosnih. Trga zasebnega kapitala se poslužujejo zaradi financiranja svoje širitve (preko novih naložb v dolgoročna sredstva ali prevzemov) ali zaradi financiranja sprememb v strukturi kapitala in lastništva podjetja.

Javna podjetja so prav tako izdajatelji na trgu zasebnega kapitala. Javna podjetja, ki bi rada postala zasebna, izdajo kombinacijo dolga in zasebnega kapitala za financiranje svojega managerskega odkupa (MBO) ali odkupa z zadolžitvijo (LBO). Javna podjetja prav tako izdajo zasebni kapital, da lažje prebrodijo obdobja ekonomskih ohladitev in se izognejo stroškom registracije ter javnega razkritja, ki je povezano z javno ponudbo delnic.

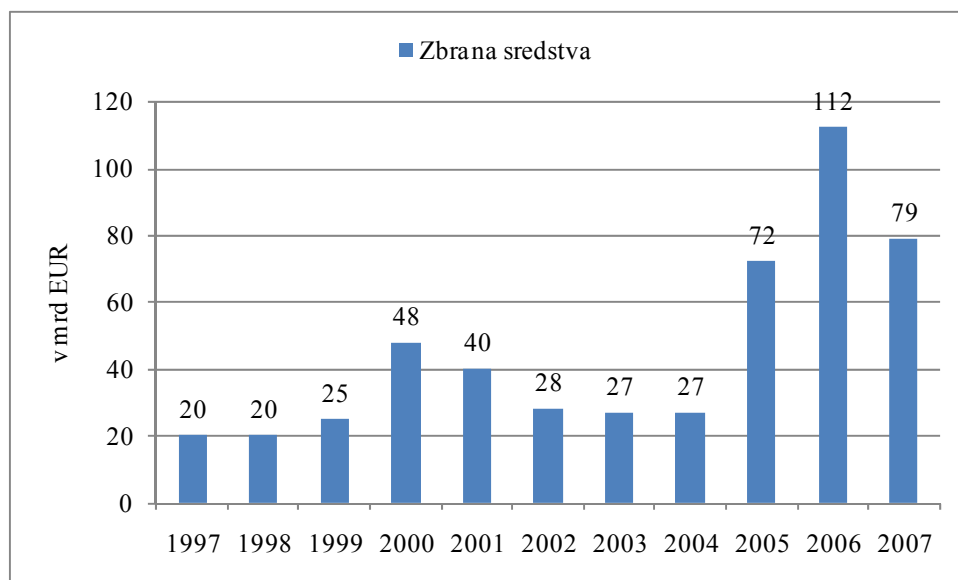
Slika 2: Investitorji v sklade zasebnega kapitala glede na vložena sredstva v Evropi v letu 2007



Vir: European Venture Capital Association

Večina institucionalnih vlagateljev investira v zasebni kapital strogo iz finančnih razlogov, posebno zaradi tega, ker pričakujejo, da je tveganju prilagojen donos zasebnega kapitala višji kot tveganju prilagojen donos ostalih investicij, ter zaradi potencialnih koristi diverzifikacije.⁵ Institucionalni vlagatelji z investiranjem v zasebni kapital izkoristijo ekonomijo povezanih storitev (angl. *economy of scope*) med investiranjem v zasebni kapital in ostalimi njihovimi aktivnostmi.

Slika 3: Zbrana sredstva zasebnega kapitala v Evropi v obdobju 1997–2007 (v mrd EUR)



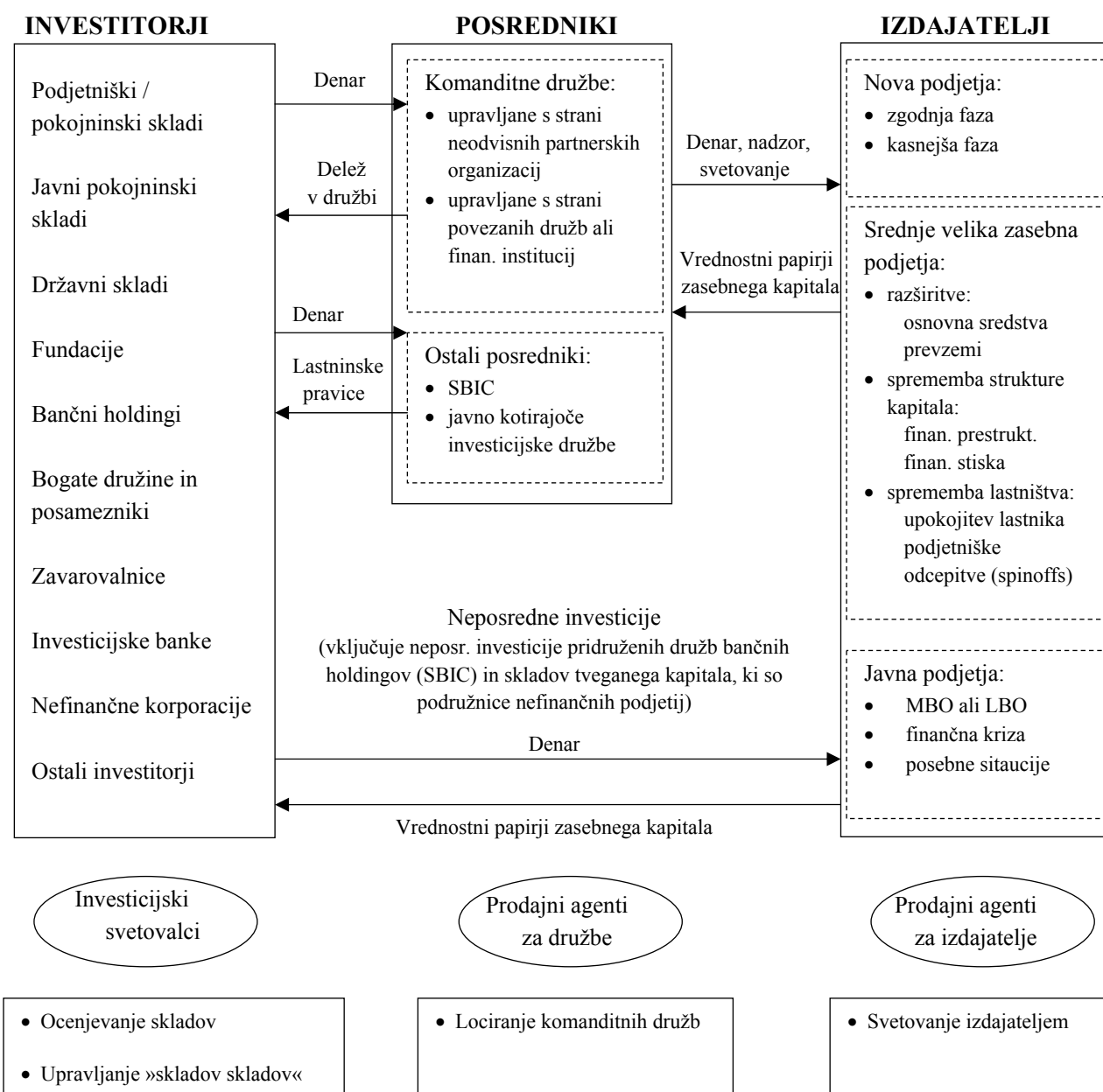
Vir: European Venture Capital Association

⁵ Zasebni kapital je pogosto vključen v portfelj alternativnih sredstev, kamor spadajo tudi slaba posojila (angl. *distressed debt*), delnice razvijajočih se trgov, nepremičnine ter surovine.

2.4 Agenti in svetovalci

Na trgu zasebnega kapitala so pomembni tudi »proizvajalci informacij«, katerih vloga je zelo narasla v primerjavi z začetki razvoja tega trga. To so agenti in svetovalci, ki plasirajo sklade zasebnega kapitala, zbirajo sredstva za sklade zasebnega kapitala in vrednotijo sklade za potencialne investitorje. Njihov namen je zmanjševanje stroškov, povezanih z asimetrijo informacij, ki se pojavlja pri investiranju v zasebni kapital. Agenti olajšajo iskanje zasebnih podjetij, ki iščejo lastniški kapital, in iskanje skladov, ki iščejo institucionalne investitorje. Prav tako svetujejo pri strukturi, časovnemu koordiniranju in vrednotenju zasebnega kapitala ter sodelujejo pri pogajanjih. Svetovalci lajšajo odločitev institucionalnih investitorjev, v kateri sklad naj investirajo; posebno dragoceni so finančnim institucijam, ki jim je delovanje na trgu zasebnega kapitala tuje.

Slika 4: Organizacija trga zasebnega kapitala



Vir: Fenn, Liang & Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, 1995, str. 4.

V nadaljevanju diplomske naloge bomo natančneje predstavil kdo so izdajatelji zasebnega kapitala in zakaj izdajo tovrstno obliko kapitala. Nadalje bomo preučili bomo odnose med njimi, posredniki zasebnega kapitala in investitorji ter glavne pasti in generatorje vrednosti.

3 Izdajatelji na trgu zasebnega kapitala

Zasebni kapital je ena najdražjih oblik financiranja, zato je so ponavadi podjetja, ki zbirajo denar na trgu zasebnega kapitala, nezmožna pridobiti ostale vire financiranja, kot sta bančno posojilo ali javna izdaja vrednostnih papirjev. Veliko teh podjetij je enostavno preveč tveganih, da bi lahko izdali dolg. Prav tako investicije v takšna podjetja zahtevajo obsežne skrbne preglede (angl. *due diligence*) s strani potencialnih investitorjev zaradi pomanjkanja javnih podatkov in enkratnih tveganj, povezanih z naložbo. Ta podjetja lahko potrebujejo tudi usmerjanje svojih investicij in znanje za razvoj dejavnosti. Trg zasebnega kapitala, kjer si velik investitor vzame čas in uporabi znanje, da prouči ta tveganja ter uveljavi svoj vpliv na management, je lahko edina alternativa za preživetje takega podjetja.

V tem poglavju so predstavljena podjetja, ki izdajajo vrednostne papirje na trgu zasebnega kapitala.

3.1 Podjetja, ki iščejo tvegani kapital

Plummer (1987) in Sahlman (1990) definirata sedem tipov podjetij, ki iščejo financiranje tveganega kapitala. Teh sedem tipov sega od semenskega kapitala za določitev smiselnosti podjetniške ideje ali projekta do podjetij, ki so skoraj dovolj zrela za prodajo drugemu podjetju ali za javno prodajo delnic (IPO). Ta podjetja so razdeljena v dve skupini, in sicer na mlada podjetja v zgodnji fazi razvoja in na mlada podjetja v kasnejši fazi razvoja.

3.1.1 Mlada podjetja v zgodnji fazi razvoja

Podjetja v začetni fazi razvoja se razlikujejo glede na velikost, starost in razloge za iskanje zunanjega kapitala. Najmanjši tip projekta je podjetnik, ki potrebuje sredstva za izvedbo raziskav in razvoja za določitev smiselnosti nekega proizvoda/storitve. Ta koncept lahko vključuje novo tehnologijo ali nov marketinški pristop. Financiranje lahko potrebuje za izgradnjo prototipa ali izvedbo raziskave trga.

Bolj zrela podjetja v začetni fazi razvoja že imajo neke dokaze, da je komercializacija proizvoda ali storitve smiselna in da obstaja trg za proizvod/storitev. Takšna podjetja potrebujejo financiranje primarno za vzpostavitev infrastrukture – kot je postavitve proizvodnje in distribucijskih kapacitet, da lahko prodajajo svoj proizvod v večjem obsegu. Bolj zrela podjetja lahko te kapacitete že imajo, a potrebujejo sredstva za svojo razširitev in financiranje zalog ali terjatev. Najbolj zrela podjetja v začetni fazi razvoja so tista, ki začenjajo ustvarjati dobiček, vendar njihova potreba po obratnem kapitalu in kapitalu za nadaljnjo razširitev narašča hitreje kot njihov denarni tok.

Zaradi visokega tveganja in nizke likvidnosti takšnih podjetij investicije v zgodnje faze razvoja podjetja zahtevajo visoke donose. Diskontna stopnja, ki jo investitorji aplicirajo takšni naložbi, lahko znaša tudi med 35 % in 70 % letno (Plummer, 1987).

V tej skupini podjetij so pomembni tudi poslovni angeli. Tovrsten kapital je priskrbljen bolj neformalno, ponavadi v zelo zgodnji fazi razvoja s strani premožnih posameznikov.

3.1.2 Mlada podjetja v kasnejši fazi razvoja

Podjetja, ki potrebujejo sredstva v kasnejši fazi razvoja, imajo manj negotovosti, povezanih s smiselnostjo svojega poslovnega koncepta. Ta podjetja imajo uveljavljeno tehnologijo in obstoječ trg za svoje proizvode ali storitve. Ponavadi rastejo hitro in ustvarjajo dobiček. Taka podjetja potrebujejo financiranje zasebnega kapitala za razširitev kapacitet ali za nadgradnjo svoje opreme, da lahko sledijo svoji rasti. Če prvotni investitorji v podjetje (managerji ali sklad tveganega kapitala) potrebujejo likvidna sredstva pred prvo izdajo delnic ali prodajo drugemu podjetju, lahko takšna podjetja iščejo financiranje zasebnega kapitala v kasnejši fazi razvoja tudi zato, da podprejo delno izplačilo prvotnega investitorja ali prestrukturirajo pozicije med investitorji tveganega kapitala.

V splošnem so investicije v tvegani kapital podjetja v kasnejši fazi razvoja večje od investicij v začetni fazi razvoja. Višina investicije znaša med 2 in 5 milijonov USD in je vezana v podjetju za krajši čas, ker je podjetje bližje javni prodaji ali prodaji drugemu podjetju. Ker je tveganje običajno nižje in likvidnost višja, je pri investicijah v kasnejši fazi razvoja zahtevana stopnja donosa nekoliko nižja kot pri investicijah v začetni fazi razvoja. Diskontna stopnja, uporabljena pri pretvorbi ocenjene končne vrednosti na sedanjo vrednost, lahko znaša med 25 % in 40 % (Plummer, 1987).

3.2 Srednje velika zasebna podjetja

V osemdesetih letih prejšnjega stoletja, ko so srednje velika zasebna podjetja prepoznala priložnosti financiranja zasebnega kapitala, se je trg razširil preko investiranja v zgolj čisti tvegani kapital. Ta podjetja se razlikujejo v veliko pogledih v primerjavi s podjetji, ki iščejo financiranje tveganega kapitala. Prvič, to so običajno dobro uveljavljena podjetja z več desetletno zgodovino. Drugič, z letnimi prihodki med 25 in 500 milijoni USD so običajno veliko večja kot mlada podjetja v zgodnji fazi razvoja in v večini primerov tudi večja kot mlada podjetja v kasnejši fazi razvoja. Tretejč, večina tovrstnih podjetij ima bolj stabilne denarne tokove in veliko nižje stopnje rasti kot podjetja, ki iščejo financiranje tveganega kapitala, ter ustvarja dobiček iz poslovanja med 5 in 25 mio USD. Nazadnje, ta podjetja imajo pomembna sredstva (kot so zaloge in terjatve) in posledično skoraj vedno dostop do bančnih posojil. Nekatera največja podjetja v tej kategoriji bi lahko izdala tudi obveznice.

Razlogi teh podjetij za iskanje zunanjega zasebnega financiranja se prav tako razlikujejo od podjetij, ki iščejo financiranje tveganega kapitala. Veliko podjetij je v družinski lasti, ki si ne želijo postati javna. Takšna podjetja običajno iščejo zasebni kapital, da dosežejo enega od naslednjih dveh ciljev: izvedbo spremembe v lastništvu/strukturi kapitala ali financiranje razširitve (prevzem drugega podjetja ali nakup dodatnih prostorov in opreme). Kljub temu, da

ta podjetja običajno imajo dostop do bančnih posojil ali celo izdaj dolžniških vrednostnih papirjev, pogosto ne morejo na ta način v celoti zadovoljiti svojih potreb po financiranju.

Sprememba v lastništvu ali strukturi kapitala. Vsa podjetja v družinski lasti in zaprta zasebna podjetja se slej ko prej soočijo s problemom nasledstva trenutnega managementa ali z likvidnostnimi potrebami obstoječih lastnikov. Rešitev problema običajno zahteva prodajo podjetja dedičem ustanoviteljev ali novi vodstveni ekipi. V vsakem primeru morajo biti na voljo sredstva za izplačilo obstoječih lastnikov. Običajno sklad za zasebni kapital organizira financiranje spremembe lastništva, v veliko primerih s kombinacijo zasebnega kapitala in podrejenega dolga. V odvisnosti od razmerja med uporabljenim dolgom in kapitalom lahko sprememba v strukturi kapitala (odkup podjetja z zadolžitvijo) spremlja spremembo lastništva. Novi lastniki so največkrat dediči, novo vodstvo in sklad zasebnega kapitala, ki je omogočil financiranje.

Razširitev s prevzemom ali nakupom novih zmogljivosti. Srednje velika podjetja, ki hočejo razširiti svoje zmogljivosti ali prevzeti sorodna podjetja, se pojavljajo kot pomembna kategorija izdajateljev na trgu zasebnega kapitala.

Skladi za ne-tvegani kapital so glavni vir financiranja zasebnega kapitala za srednje velika podjetja, čeprav se družbe, ki so specializirane za mlada podjetja v kasnejši fazi razvoja, tudi redno pojavljajo pri financiranju tovrstnih poslov. Medtem ko je običajno srednje veliko podjetje nekoliko večje od podjetja, ki išče tvegani kapital, so investicije v srednje velika podjetja precej večje, običajno med 10 in 100 milijonov USD (Fenn et al., 1995, str. 20). Zahtevana stopnja donosa je nižja kot pri financiranju tvegane kapitala, kar odraža večjo stabilnost denarnega toka podjetja in dejavnost, s katero se ukvarja. Diskontne stopnje za investitorje v srednje velika podjetja se lahko gibajo v razponu med 15 % in 25 % (Plummer, 1987).

3.3 Podjetja v finančni stiski

Zasebna in javna podjetja v finančni stiski predstavljajo naslednjo skupino izdajateljev na trgu zasebnega kapitala.

3.3.1 Zasebna podjetja

Zasebnim podjetjem v finančni stiski je večino zasebnega kapitala priskrbljenega s strani specializiranih skladov za preobrat (angl. *turnaround partnerships*), ki poskušajo narediti podjetje ponovno donosno in ga prodati. Odražajoč to specializacijo, večina skladov, ki nudi zasebni kapital podjetjem v stiski, ne investira tudi v tvegana podjetja ali srednje velika podjetja. Večina skladov za preobrat cilja na zasebna podjetja, ki niso začela izpolnjevati plačilne obveznosti obstoječih posojil. Poleg tega večina skladov za preobrat cilja na podjetja s finančnimi težavami, ki nastanejo preprosto zaradi prezadolženosti – to pomeni, da imajo pozitiven poslovni izid iz poslovanja (EBIT); manjše število jih investira tudi v podjetja z opaznimi operativnimi ali vodstvenimi težavami, zaradi katerih izkazujejo negativen EBIT (Fenn et al., 1995, str. 20).

Tabela 1: Značilnosti glavnih izdajateljev na trgu zasebnega kapitala

Značilnost	Nova podjetja v zgodnji fazi	Nova podjetja v kasnejši fazi	Srednje velika zasebna podjetja	Javna in zasebna podjetja v finan. stiski	Javni odkupi	Ostala javna podjetja
Velikost	Prihodki med 0 in 15 mio USD	Prihodki med 15 in 50 mio USD	Uveljavljeno podjetje s stabilnim DT med 25 in 500 mio USD	Kakršnakoli	Kakršnakoli	Kakršnakoli
Finančne lastnosti	Visok potencial rasti	Visok potencial rasti	Pričakovane rasti se zelo razlikujejo	Lahko je prezadolženo ali ima težave pri poslovanju	Poslovanje pod zmožnostmi; visoke stopnje prostega DT	Odvisno od razloga za iskanje zasebnega kapitala
Razlog(i) za iskanje zasebnega kapitala	Za začetek poslovanja	Za razširitev kapacitet in poslovanja; za izplačilo investitorjev v zgodnji fazi	Za financiranje zahtevane spremembe v lastništvu ali strukturi kapitala, za razširitev s prevzemanjem ali novimi kapacitetami	Za izvedbo preobrata	Za financiranje spremembe v managementu ali stimulaciji vodstva	Zagotovitev zaupnosti; izdaja manjše ponudbe; primernost; javni trgi začasno niso naklonjeni panogi
Glavni vir(i) zasebnega kapitala	"Angeli", družbe za tvegani kapital v zgodnji fazi	Družbe za tvegani kapital v kasnejši fazi	Družbe za tvegani kapital v kasnejši fazi; družbe za ne-tvegani kapital	Skladi za preobrat	LBO ali družbe za vmesni dolg	Družbe za ne-tvegani kapital
Obseg dostopa do drugih finančnih trgov	Za bolj zrela podjetja z varščino; omejen dostop do bančnih posojil	Dostop do bančnih posojil za financiranje obratnega kapitala	Dostop do bančnih posojil za bolj zrela, velika podjetja; dostop do trga privatnih prodaj	Zelo omejen dostop	V splošnem dostop do vseh javnih in zasebnih trgov	V splošnem dostop do vseh javnih in zasebnih trgov

Vir: Fenn, Liang & Prowse, The Economics of the Private Equity Market, 1995, str. 18.

Skladi za preobrat v zameno za injekcijo novega kapitala dobijo večinski delež v lastništvu podjetja, prejšnji lastnik in trenutni management pa imata manjšinski lastniški delež. Podjetje se na novo izpogaja z obstoječimi posojilodajalci, kjer jim ponudi prestrukturiranje dolga ali odplačilo dolga z diskontom. Običajno se giblje poprevzemno razmerje med dolgom in kapitalom med 1 in 3. Sklad za preobrat nato uporabi svoje znanje pri pridobivanju novih trgov za proizvod prevzetega podjetja in svetuje pri zmanjševanju stroškov. Če so finančne težave nastale zaradi slabega vodstva, se pripelje novo vodstvo (Fenn et al., 1995, str. 20).

Zahtevane stopnje donosa so visoke, kar odraža tvegano naravo tovrstnih aktivnosti, zato se diskontne stopnje gibljejo med 30 % in 35 % (Plummer, 1987).

3.3.2 Javna podjetja

Javna podjetja v finančni stiski težko izdajajo javni kapital (angl. *public equity*), razen z visokim diskontom, ter običajno nimajo dostopa do dolžniških trgov (bančno posojilo, zaprta dokapitalizacija in javni trg obveznic). Za takšno podjetje je ena rešitev, in sicer da najde velik sklad zasebnega kapitala, ki ima čas, resurse in razume tveganje, da izdatno investira v zasebni kapital. V zameno je investitorju dano nekaj nadzora ali vpliva na vodenje podjetja (Fenn et al., 1995, str. 20).

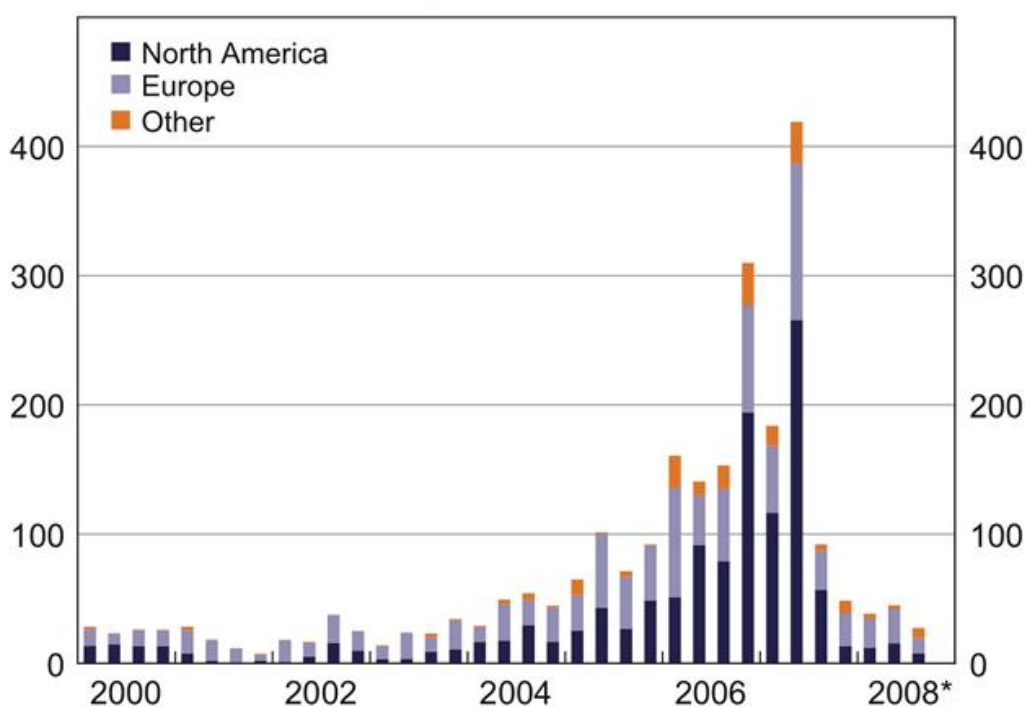
Druga rešitev so tako imenovane PIPE investicije ali zasebne investicije v javni kapital (angl. *private investments in public equity* – PIPE). To so neposredne investicije v kapital javnih podjetij v stiski s strani skladov zasebnega kapitala in ostalih institucionalnih investorjev. To je relativno nov fenomen z začetki v sredini 90ih let. Podjetja se obrnejo na PIPE, ker njihovi managerji verjamejo, da bo tovrstno financiranje omogočilo podjetju, da preživi in nato mogoče tudi prosperira. Od tega financiranja se pričakuje, da bo ustvarilo vrednost za obstoječe investitorje in jim ponudilo boljše donose, kot bi bili ustvarjeni v odsotnosti PIPE financiranja (Chaplinsky, 2008, str. 1).

PIPE investicije se razlikujejo od tradicionalnega zasebnega kapitala v več pogledih. Prvič, PIPE investitorji ne upravljajo aktivno težavnih podjetij. Drugič, PIPE investitorji skušajo prodati svoje naložbe relativno hitro – nočejo biti dolgoročni ali glavni delničar podjetja. Tretjič, v primerjavi s tradicionalno nelikvidno naravo investicij tveganega kapitala imajo PIPE investicije takojšnjo likvidnost, saj so to investicije v podjetja z javno kotirajočim kapitalom. Prav tako investitorjem omogočajo kratko prodajo (angl. *short sale*) delnic, pridobljenih preko PIPE, in tako zavarovati nekaj tveganja (Chaplinsky, 2008, str. 1–2).

3.4 Javni odkupi

Najpogostejša oblika odkupov je odkup z zadolžitvijo (angl. *leveraged buy-out* – LBO), za katerega je značilno, da je velik odstotek kupnine financiran z dolgom. Poleg tveganega kapitala so odkupi javnih podjetij najbolj znana in publicirana oblika uporabe zasebnega kapitala. To poznavanje izhaja iz prvega vzpona odkupov z zadolžitvijo v 80-ih letih 20. stoletja in pojava mega-odkupov v letih 2005 in 2006. Globalne vrednosti napovedanih in zaključenih odkupov z zadolžitvijo, ki je razvidna na naslednjem grafu, je v zadnjih letih dosegala rekordne rasti. Te številke seveda merijo celotno vrednost podjetij, kupljenih v LBO, ne pa količine zasebnega kapitala, uporabljenega za financiranje nakupa, ki je bil običajno le majhen del celotne nakupne vrednosti. Proti koncu leta 2007 in najbolj v letu 2008 je obseg odkupov z zadolžitvijo doživel strm padec.

Slika 5: Globalen obseg napovedanih in zaključenih odkupov z zadolžitvijo v obdobju 1987–2008 (v mrd USD)



*za tretji kvartal 2008 podatki niso popolni

Vir: Thomson Reuters, 2008

Podjetja, ki gredo skozi javni odkup, imajo običajno zmerne ali celo počasne stopnje rasti, stabilne denarne tokove in management, ki je napačno uporabljal denarne tokove za investicije/prevzeme z negativno neto sedanjo vrednostjo (ali za druge nedonosne dejavnosti). Opler in Titman (1993) sta ugotovila, da podjetja, ki so prestala LBO, imajo manj ugodne priložnosti za rast in višje stopnje denarnega toka kot podjetja, ki niso šla skozi LBO. Potreba po plačilu velikih vsot denarja kreditodajalcem po odkupu z zadolžitvijo zmanjšuje zmožnost vodstva za napačno uporabo sredstev podjetja, kar se izrazi v večji vrednosti podjetja.

3.5 Ostala javna podjetja

Številna javna podjetja, ki izdajo kapital na zasebnem trgu, očitno niso v finančni stiski. Njihovi razlogi za izdajo so številni in različni. Eden od razlogov je strošek: nekatera javna podjetja izdajo zelo majhno količino kapitala (manj kot 5 mio USD) in celotni strošek tako majhne izdaje je lahko manjši na zasebnem kot na javnem trgu.⁶ Ostala javna podjetja zbirajo sredstva za financiranje aktivnosti, kot je planiran prevzem, zato hočejo to ohraniti zaupno. Nekatera tudi planirajo aktivnosti prevzemov in združitvev, ki vključujejo kompleksne poslovne strategije, katerim majhni javni investitorji ne bi bili kos, ter zahtevajo analizo s strani velikih in izkušenih zasebnih investitorjev. Ostala podjetja izdajo kapital na zasebnem trgu zaradi svoje priročnosti: sredstva so ponavadi lahko zbrana hitreje in z manj papirnega dela kot na javnem trgu. Eden od možnih razlogov, zaradi katerega javna podjetja izdajajo

⁶ Kljub temu, da lahko dobijo nižjo ceno za svoje delnice na zasebnem trgu, ta podjetja niso omejena z visokimi stalnimi stroški, ki so vključeni v izdajo na javnem trgu.

kapital na trgu zasebnega kapitala, je lahko začasna prekinitve dostopa do javnega trga kapitala zaradi slabih razmer v posameznih panogah ali splošne ekonomske ohladitve (Fenn et al., 1995, str. 21).

4 Posredniki na trgu zasebnega kapitala: vloga sklada

Vzpon zasebnega kapitala v 80-ih je spremljala rast profesionalno upravljanih skladov kot posrednikov. V določenih pogledih je uspeh skladov paradoksalen. Delež v takšnem skladu je nelikviden skozi celotno življenjsko dobo sklada, ki v nekaterih primerih traja dlje kot 10 let. Skozi to obdobje imajo investitorji malo nadzora nad načinom, kako so njihova sredstva upravljana. Hkrati pa upravljalne provizije in plačilo v obliki deleža v dobičku zvišujejo stroške izdajateljem zasebnega kapitala nad že tako visoke zahtevane stopnje donosa s strani investitorjev kot poplačilo za tveganje in nelikvidnost. Vendar naraščajoča industrija skladov zasebnega kapitala kaže, da imajo koristi oboji – tako investitorji kot izdajatelji.

V tem poglavju so obravnavani organizacijska struktura skladov in načini, s katerimi skladi omogočajo trgu zasebnega kapitala, da deluje bolj učinkovito. Najprej so navedeni razlogi, zakaj so nekatere značilnosti specializiranih posredništev nujno potrebne za trg zasebnega kapitala. Nato sledi pregled razlogov, zakaj so skladi posebno učinkovite oblike posredništva: obravnavani so načini, kako GP-ji rešujejo ti. probleme asimetrije informacij in probleme agenta, ki nastanejo med njimi in managerji podjetij v portfelju, ter opisani so posebne organizacijske in pogodbene značilnosti sklada zasebnega kapitala ter načini izravnavanja interesov LP-jev in GP-jev. Poglavje je zaključeno s pregledom vloge neposrednih investicij na trgu zasebnega kapitala.

4.1 Razlogi za posredništvo na trgu zasebnega kapitala

Do poznih 70-ih let 20. stoletja so se z investicijami v zasebni kapital ukvarjali predvsem premožne družine, finančne institucije in industrijske korporacije, ki so investirali **neposredno** v vrednostne papirje izdajatelja. Danes gre okoli 80 % investicij v zasebni kapital preko specializiranih **posrednikov**, med katerimi so skoraj vsi v obliki komanditnih družb. Pred opisom specifičnih prednosti te organizacijske oblike bom navedel, čemu so namenjeni posredniki na trgu zasebnega kapitala.

Pogosto nastanejo dve vrsti težav, ko nekdo od zunaj financira investicijsko dejavnost podjetja – problemi asimetrije informacij in problem teorije agenta. **Problemi asimetrije informacij** nastopijo v procesu selekcije naložb: lastniki podjetja in managerji vedo veliko več o stanju svojega podjetja in v njihovem interesu je poudarjati pozitivne stvari ter prikrivati potencialne težave. Načinov, s katerimi poskušajo managerji trgu sporočiti vrednost podjetja, je več. Ross (1977) velja za začetnika teorije signaliziranja. Pokazal je, da lahko z izbrano strukturo kapitala podjetja signalizirajo trgu dodatne informacije o vrednosti podjetja. Podjetje z velikim deležem dolga v strukturi kapitala na trg pošilja sporočilo, da je donosno in je zmožno odplačevati obresti ter glavnico. To znižuje stroške asimetrije informacij in poveča vrednost podjetja. Leland in Pyle (1977) pravita, da če so managerji dovolj udeleženi s svojim

premoženjem v lastništvu podjetja, s tem signalizirajo trgu, da so optimistični glede pričakovane donosnosti naložb in podjetja kot celote. Visokokvalitetna podjetja se torej pri zunanjemu financiranju veliko bolj zanašajo na dolžniški kot na lastniški kapital.

Problemi agenta nastopijo v procesu poslovanja podjetja. Managerji podjetja imajo veliko priložnosti delovati v svojo korist na račun zunanjih investorjev. V pionirskih razpravah o tej zadevi Jensen in Meckling (1976) ugotavljata, da je pogosto potrebna kombinacija metod za uskladitev vzpodbud managerjev podjetij in investorjev; te metode vključujejo izbiro primerne strukture kapitala, uporabo različnih zavez (angl. *covenants*) ter direktnega nadzora. Diamond (1991) osvetli vlogo ugleda pri lažšanju problemov agenta, kjer imajo ugledna podjetja lažji dostop do dolga.

Na nivoju posredništvo–izdajatelj zasebnega kapitala so problemi asimetrije informacij in agenta še posebej težki in izdaja dolga je nepraktična.⁷ Reševanje problemov asimetrije informacij in agenta v takšnih situacijah zahteva, da se upravljalci sklada lotijo intenzivnega pred-investicijskega **skrbnega pregleda** (več v 4.3.1.1) in po-investicijskega **spremljanja** (angl. *monitoring*) (več v 4.3.2.3). Te aktivnosti niso učinkovito izvedene s strani večjega števila investorjev; lahko je preveč obeh vrst aktivnosti, ker investorji podvajajo delo drug drugega ali premalo obeh zaradi nagnjenja k »free ride-u« na naporu drugih. Zato je delegiranje teh aktivnosti enemu posredniku potencialno učinkovito. Prav tako se skladi zasebnega kapitala pri reševanju asimetrije informacij zanašajo na različne mehanizme izravnavanja interesov, ki vključujejo lastništvo managerjev v kapitalu podjetja, vrsto izdanega kapitala in pogoje v pogodbah o zaposlitvi managerjev (več v 4.3.2.2).

Učinkovitost posredništva je odvisna tudi od tega, kako učinkovito so problemi asimetrije informacij in agenta rešeni na nivoju investorji–posredništvo. Na trgu zasebnega kapitala igra **dobro ime oz. ugled** ključno vlogo pri reševanju teh problemov, saj je trg sestavljen iz majhnega števila akterjev, ki vedno znova medsebojno sodelujejo. Na primer managerji sklada, ki ne uspejo ustvariti ugodnih referenc, lahko posledično postanejo nezmožni zbirati sredstva v prihodnosti ali sodelovati v investicijskih konzorcijih z ostalimi skladi (več o vlogi ugleda v 4.4.1). Drugi element reševanja teh težav je plačilo upravljalca sklada zasebnega kapitala, ki je urejeno tako, da upravljalec prejme omejeno plačilo za izvedbo in upravljanje investicij ter velik del plačila v obliki udeležbe v dobičku (več v 4.4.2.1).

Posredniki so pomembni, ker selekcija, strukturiranje in upravljanje investicij zasebnega kapitala zahtevajo veliko strokovnega znanja. Pridobitev takega znanja zahteva kritično maso investicijske aktivnosti na področju zasebnega kapitala, ki je večina institucionalnih investorjev ne more pridobiti sama. Managerji posredništev zasebnega kapitala so sposobni pridobiti takšno strokovno znanje z izpostavljanjem in s sodelovanjem v velikem številu

⁷ Npr. podjetja, ki potrebujejo tvegani kapital, imajo majhen denarni tok in malo opredmetenih sredstev, ki bi služila kot jamstvo, ter malo premoženja v obliki dobrega imena. Vsak dolg, izdan s strani takega podjetja, bi bilo izjemno težko oceniti zaradi tveganosti podjetja in negotovosti med investitorji o tem, kako velika je dejansko stopnja tveganja. Srednje velika podjetja se srečujejo s podobnimi težavami: ali so presegla svojo zmožnost zadolženosti ali pa gredo skozi razširitev, ki je preveč tvegana ali katere tveganja so preveč negotova za financiranje z dolgom. Podjetja, ki gredo skozi odkup z zadolžitvijo, so že prevzela nase veliko breme dolga.

investicijskih priložnosti, ker izboljšujejo svoje spretnosti skozi specializacijo – z osredotočanjem na specifične panoge in na specifične faze razvoja podjetja. Kljub temu, da bi se institucionalni investitorji lahko specializirali v tej smeri, bi s tem izgubili koristi diverzifikacije.

Nazadnje igrajo posredniki pomembno vlogo pri nudenju strokovnega znanja podjetjem, v katera investirajo. Dobro ime, učenje in specializacija povečujejo zmožnost posrednika za nudenje teh storitev. Prav tako specializacija omogoča posredniku, da bolj učinkovito pomaga svojim podjetjem v portfelju pri zaposlovanju osebja, odnosih z dobavitelji in izvrševanju ostalih aktivnosti, povezanih s poslovanjem.

4.2 Pregled skladov zasebnega kapitala

Skladi zasebnega kapitala so največkrat v obliki komanditne družbe, v kateri višji managerji družbe za upravljanje sklada delujejo kot GP-ji in institucionalni investitorji kot LP-ji.⁸ Znane družbe za upravljanje vključujejo Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB) kot družbo tradicionalnega tveganega kapitala ter Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR) kot skupino za odkupe. GP-ji so odgovorni za upravljanje investicij sklada in prispevajo zelo majhen delež kapitala sklada, medtem ko LP-ji priskrbijo preostali znesek investicijskih sredstev (Fenn et al., 1995, str. 28).

Vsak sklad ima pogodbeno določeno življenjsko dobo, običajno 10 let z možnostjo podaljšanja za eno ali dve leti do maksimalno 4 leta. Tekom prvih treh do petih let sklad investira zbrana sredstva. Zatem so investicije upravljane in postopoma likvidirane. Ko so investicije likvidirane, sledi distribucija LP-jem v obliki denarja ali vrednostnih papirjev. Managerji sklada običajno ustanovijo nov sklad v približno istem času, ko se konča investicijska faza obstoječega sklada. Zato managerji ustanavljajo nov sklad približno vsake tri do pet let in ob vsakem času lahko upravljajo več skladov, med katerimi je vsak v različni fazi svoje življenjske dobe. Vsak sklad je pravno ločen in upravljan neodvisno od drugega (Fenn et al., 1995, str. 29).

Skladi zasebnega kapitala se močno razlikujejo tako v celotni velikosti investiranega kapitala kot v številu LP-jev. Nekateri skladi za tvegani kapital in regionalno usmerjeni skladi za ne-tvegani kapital so veliki tudi samo 10 mio USD. Na drugi strani so nekateri skladi za odkupe z zadolžitvijo lahko veliki tudi več milijard USD. Sklad tipično investira v deset do petdeset podjetij (v dve do petnajst podjetij na leto) tekom svoje tri do pet let trajajoče investicijske faze. Število LP-jev ni določeno. Večina skladov zasebnega kapitala jih ima med deset in

⁸ Iz davčnih in odgovornostnih razlogov je dejanska ureditev bolj kompleksna. Običajno tretja družba služi kot GP sklada zasebnega kapitala. Družba za upravljanje je GP te druge družbe in višji managerji družbe za upravljanje so LP-ji te družbe.

Višje managerje družbe za upravljanje se pogosto označuje kot »GP-je« sklada zasebnega kapitala, čeprav so v pravnem pomenu zaposleni v družbi za upravljanje in LP-ji tretje družbe. Kot zaposleni družbe za upravljanje, upravljajo sklad zasebnega kapitala; kot LP-ji tretje družbe priskrbijo GP-jev delež sredstev v sklad zasebnega kapitala in dobijo GP-jev delež v dobičku. V nadaljevanju se bomo sklicevali na višje managerje kot GP-je.

trideset, nekateri jih imajo tudi samo enega ali več kot petdeset.⁹ Minimalni vložek je ponavadi 1 milijon USD, vendar se le-ta lahko giblje med nižjim minimumom za sklade, ki ciljajo na bogate posameznike, in maksimumom med 10 in 20 milijonov USD za velike sklade (Fenn et al., 1995, str. 29).

Večina družb za upravljanje ima med šest in dvanajst višjih managerjev, ki služijo kot komplementarji, vendar je veliko novih skladov ustanovljenih s strani dveh ali treh komplementarjev, in malo velikih skladov jih ima več kot dvajset. Družbe za upravljanje zaposlujejo tudi sodelavce – GP-je v pripravnštvu, ponavadi v razmerju en sodelavec na enega ali dva GP-ja. Veliko profesionalcev zasebnega kapitala trdi, da je pripravništvo bistveno za uspeh GP-ja. Kakorkoli, GP-ji imajo pogosto izkušnje kot podjetniki ali višji managerji v panogah, v katera sklad zasebnega kapitala investira, ter v manjši meri v investicijskem in komercialnem bančništvu. Družba za upravljanje se razvija, pripravniki se promovirajo, mlajši GP-ji se odcepijo, formirajo svoje sklade in starejši GP-ji se upokojijo (Fenn et al., 1995, str. 29).

4.3 Odnos med skladom in podjetji v njegovem portfelju

Investicijske aktivnosti sklada so razdeljene v štiri stopnje. Prva je **identifikacija in selekcioniranje investicijskih priložnosti**, ki vključuje pridobivanje dostopa do visokokvalitetnih poslov ter vrednotenje potencialnih investicij. Ta faza obsega pridobivanje velike količine informacij ter njihovo sortiranje ter vrednotenje. Druga stopnja je **strukturiranje investicije**, ki se nanaša na tip in število vrednostnih papirjev, izdanih kot kapital s strani podjetij v portfelju, ter na ostala bistvena določila investicijske pogodbe. Ta določila vplivajo tako na managerske vzpodbude podjetij v portfelju kakor tudi na skladove možnosti vplivanja na delovanje podjetja. Tretja stopnja, **spremljanje investicije**, vključuje aktivno sodelovanje v vodenju podjetij v portfelju. Preko članstva v nadzornih svetih in preko manj formalnih kanalov GP-ji izvajajo kontrolo in po potrebi oskrbujejo podjetja v portfelju s finančnimi, poslovnimi in marketinškimi znanji. Četrta stopnja je **izstop iz investicije**, ki vključuje javno ali zasebno prodajo podjetja. Ker imajo skladi omejen rok delovanja in investitorji pričakujejo vračilo v obliki denarja ali tržnih vrednostnih papirjev, je strategija izstopa integralni del investicijskega procesa.

4.3.1 Identifikacija in selekcioniranje investicijskih priložnosti

Dostop do informacij o visokokakovostnih investicijskih priložnostih – toka poslov (angl. *deal flow*) – je odločilen za sklad zasebnega kapitala. GP-ji se pri pridobivanju informacij in napotkov nanašajo na odnose z investicijskimi bankirji, borznimi posredniki, svetovalci, odvetniki in računovodji; prav tako računajo na reference podjetij, v katera je sklad uspešno financiral v preteklosti. Ekonomije obsega očitno igrajo pomembno vlogo v toku poslov: v večje število investicij kot je sklad vpleten več investicijskim priložnostim je izpostavljen.

⁹ Veliko družb, ki imajo enega LP, je bilo ustanovljenih in organiziranih s strani LP-ja prej kot s strani GP-ja. Takšni komanditisti so v veliko primerih nefinančne korporacije, ki hočejo investirati iz strateških kakor tudi finančnih razlogov – na primer korporacija, ki hoče biti izpostavljena novonastajajoči tehnologiji na svojem področju.

Skladi neposredno konkurirajo agentom pri iskanju kandidatnih podjetij. Posli, ki jih skladom pridobijo agenti, so manj privlačni kot posli, ki jih skladi poiščejo sami, ker prvi vključujejo dodatne honorarje in težijo k višanju cene zaradi konkurenčnih investitorjev.

4.3.1.1 Skrbni pregled

Managerji sklada dobijo na stotine investicijskih predlogov. Da so lahko uspešni, morajo biti sposobni učinkovito izbrati približno 1 % teh predlogov, v katere investirajo vsako leto.¹⁰ Učinkovito selekcijo bi lahko označili prej za umetnost kot znanost. Odvisna je od ostroumnosti GP-ja, pridobljene preko izkušenj v poslovanju podjetij kakor tudi preko izkušenj na področju zasebnega kapitala.

Iz vseh investicijski predlogov so najprej eliminirani tisti, ki so neobetavni ali ne dosegajo skladovih investicijskih kriterijev. Skladi se običajno specializirajo glede na tip investicij,¹¹ kakor tudi panožno in geografsko. Specializacija zmanjšuje število upoštevanih priložnosti in odseva stopnjo specializiranega znanja, ki ga zahteva sprejemanje uspešnih investicijskih odločitev.

Ta začetni pregled vzame približno nekaj ur in se odraža v zavrnitvi 90 % predlogov, ki jih sklad prejme. V veliko primerih so preostali predlogi predmet drugega pregleda, ki lahko traja več dni. Preverjene so odločilne informacije v investicijskem predlogu in skrbno so pregledane glavne predpostavke poslovnega načrta. Približno polovica predlogov, ki so prestali prvo selekcioniranje, je zavrnjenih v tej fazi.

Predlogi, ki so preživeli predhodne preglede, postanejo predmet bolj obširnega skrbnega pregleda, ki lahko traja tudi več mesecev. Ta faza vključuje obiske podjetja, sestanke in telefonske diskusije s ključnimi zaposlenimi, z odjemalci, dobavitelji ter s posojilodajalci. Za predloge, ki vključujejo tvegana podjetja, so glavne skrbi kvaliteta managementa ter ekonomska izvedljivost proizvoda ali storitve podjetja. Za predloge, ki vključujejo uveljavljena podjetja, je glavni cilj pridobitev natančnega razumevanja obstoječega poslovanja. Kakorkoli, glavni cilj peiskave se spreminja s s tipom investicije: v primeru podjetja v stiski so napor usmerjeni na diskusijo s posojilodajalci podjetja; v primeru odkupa družinskega podjetja večjo pozornost zahtevajo zadeve o nasledstvu managementa; v primeru visoko zadolženih prevzemov je napor usmerjen v razvoj natančnih projekcij denarnih tokov (Silver, 1985).

Na trgu zasebnega kapitala je potreben obsežen in skrben pregled zaradi malo javno dostopnih informacij o izdajatelju, če sploh so. Tako se mora sklad močno zanašati na informacije, ki so pridobljene v procesu skrbnega pregleda. Nadalje, managerji podjetja izdajatelja vedo o poslovanja podjetja več kot zunanje osebe. Ta asimetrija informacij, kombinirana z dejstvom, da je izdaja zasebnega kapitala zelo draga, lahko potencialno ustvari

¹⁰ Silver (1985) omenja, da družbe tveganega kapitala investirajo v en posel na sto poslovnih načrtov, ki jih prejmejo. Enako lahko pripisemo družbam ne-tveganega kapitala.

¹¹ Tipi investicij vključujejo začetne in kasnejše faze tveganega kapitala in celoten razpon ne-tveganega zasebnega kapitala.

problem napačne izbire (angl. *adverse selection*) za investitorje.¹² Na trgu zasebnega kapitala je problem napačne izbire olajšan z opravljenim obsežnim skrbnim pregledom in z dejstvom, da so alternativni viri financiranja zasebnega kapitala omejeni.

4.3.1.2 Sindiciranje

Kljub temu, da si skladi intenzivno konkurirajo pri iskanju potencialnih investicijskih priložnosti, včasih tudi sodelujejo med sabo, najpogosteje preko **sindiciranja**. Najpogostejša razloga za sindiciranje sta velikost posla in lokacija podjetja. Skladi sodelujejo pri financiranju večjih poslov zaradi omejitev pri deležu sredstev sklada, ki je lahko investiran v posamezno podjetje. Geografski razlog za sindiciranje je povezan s koristmi lokalnega spremljanja. Tretji, manj pogosti razlog za sindiciranje je, da s tem drugi sklad potrdi veljavnost presoje prvega sklada. Nenazadnje, z dopuščanjem sodelovanja drugim skladom v svojih poslih sklad neformalno obveže druge za vrnitev usluge v prihodnje in si s tem povečuje dostop do donosnih poslov (Lerner, 1994a).

Ko so posli sindicirani, vodilni investitor – ponavadi sklad, ki najde in začne posel – strukturira posel in opravi levji delež skrbnega pregleda. V zameno lahko določi pogoje, ki bolj ustrezajo svojim potrebam, kljub temu, da redko dobi boljše pogoje. Zaradi velikosti je sindiciranih večina investicij v tvegani kapital podjetij v kasnejši fazi razvoja in v odkupe srednje velikih podjetij. Nasprotno so tvegana podjetja v začetni fazi bolj verjetno financirana v celoti s strani enega sklada, kar odseva ne samo bolj obvladljivo velikost investicije v začetno fazo, ampak tudi večjo vrednost storitve opravljene s strani vodilnega investitorja. Največji odkupi tudi težijo k vpletenosti enega investitorja - mega sklada za odkup; upravljavci teh skladov se zdijo manj voljni sodelovati in deliti informacije kot upravljavci ostalih tipov skladov in tej skladi so dovolj veliki, da lahko popolnoma sami financirajo velike posle. Lahko gre tudi za trend: ko se je velikost novih skladov večala skozi čas, se je odvisnost od sindiciranja zmanjšala (Lerner, 1994a).

4.3.2 Strukturiranje investicij

Če po skrbnem pregledu sklad ostane zainteresiran za investiranje v podjetje, sklad in podjetje začneta pogajanja o investicijskem sporazumu, kjer najprej določijo finančne in upravljalске vidike posla. Glavno finančno vprašanje je velikost lastništva, ki ga bo sklad prevzel; dve glavni upravljalški vprašanji pa sta managerske vzpodbude in skladove možnosti izvajanja kontrole nad podjetjem, posebno v primeru slabega poslovanja podjetja.

4.3.2.1 Skladov lastniški delež

Skladov lastniški delež je ne glede na tip izdanega kapitala pravzaprav definiran na enak način – s projekcijo vrednosti podjetja na nek prihodnji datum in z določanjem deleža

¹² Do problemov napačne izbire pride, ko investitorji sistematično investirajo v podjetja, ki imajo neodkrite težave in tveganja, ker »boljša« podjetja bodisi pridobijo drugod cenejše financiranje ali se popolnoma odrečejo financiranju.

lastništva, ki omogoča skladu njegovo zahtevano stopnjo donosa.¹³ Vrednost tipično bazira na multiplikatorjih projiciranih dobičkov po davkih ali denarnega toka. Zahtevane stopnje donosa se spreminjajo glede na tip investicije: skladi za tvegani kapital poročajo o zahtevanem donosu v višini 50 % na investicije v začetne faze in v višini 25 % na investicije v kasnejše faze razvoja, medtem ko so zahtevane stopnje donosa na večino investicij v ne-tvegani kapital v razponu med 15 in 25 % (Plummer, 1987, str. 18). Ker bolj tvegane investicije zahtevajo več pozornosti in spremljanja, njihove višje zahtevane stopnje donosa odsevajo tako premijo za tveganje kot tudi plačilo za čas in napor GP-ja.

»Zahtevane« stopnje donosa na investicije zasebnega kapitala med 15 in 50 % so veliko višje kot povprečni donosi sklada (glej 5. poglavje). Ta neskladnost sugerira, da družbe dosledno ne uspejo doseči svojih zahtevanih stopenj donosa ali pa ima zasebni kapital previsoko ceno. Bolj verjetna razlaga je, da je »zahtevana« stopnja donosa tista stopnja donosa, ki jo sklad pričakuje, če bo investicija uspešna. Z drugimi besedami je to pogojni donos (Baty, Bygrave, Chew, Finegan, Froot, Gray, Kensinger, Loveman, Magee, Martin, Petersen, Petty & Wetzel, 1992).

Ta pristop pogojnega pričakovanega donosa pri določanju cen poslov odseva dejstvo, da so donosi na investicije v zasebni kapital močno nesimetrični: več kot polovica vseh investicij prinaša podpovprečne donose in majhno število investicij prinaša izredno visoke donose, ki dvigujejo povprečje.¹⁴ Pri takšni porazdelitvi izidov bo donos investicije, če bo uspešna, v veliki meri določal njeno brezpogojno zahtevano stopnjo donosa. Zatorej je za sklad in izdajatelja naravno, da se fokusirata na pogojni donos pri vrednotenju posla.

Ne preseneča, da je strinjanje o prihodnji vrednosti podjetja težko. V interesu podjetja je, da projicira visoko vrednost podjetja, saj to pomeni, da bo podjetje moralo dati skladu manj kapitala. Na drugi strani je v interesu sklada sprejetje bolj konservativne napovedi. Ta konflikt je pogosto rešen z nudenjem priložnosti managerjem podjetja za povečanje njihovih lastniških deležev, če so doseženi določeni cilji poslovanja (glej naslednjo točko). Takšen pristop lahko spodbudi managerje, da predstavijo bolj realistične poglede na potencialne prihodnje dobičke podjetja, kar pomeni močno vzpodbudo za uspešnost.¹⁵

4.3.2.2 Vzpodbude managerjev

Informacijske asimetrije med upravljalci sklada in managerji izdajateljskih podjetij spodbujajo potencialni »moralni hazard«, s čimer management sledi svojim interesom na stroške investorjev. Skladi zasebnega kapitala se zanašajo na različne mehanizme

¹³ Trije glavni tipi vrednostnih papirjev zasebnega kapitala so redne delnice, zamenljive prednostne delnice, podrejeni dolg s pravicami zamenjave in nakupni bon. Za namene vrednotenja je ponavadi predpostavljeno, da bodo pravice zamenjave ali nakupni boni izkoriščeni.

¹⁴ Sahlman (1990) poroča o rezultatih raziskave o portfeljskih donosih za investicije v tvegani kapital, ki kažejo da je 34,5 % investiranega kapitala rezultiralo v izgubi in drugih 30 % je rezultiralo v donosih med nizkim in srednjim enomestnim donosom. Nasprotno se je manj kot 7 % investiranega kapitala odražalo v izplačilih, ki so bila tudi 10-krat večja od originalne investicije, in izplačila na te investicije so znašala več kot 50 % celotne končne vrednosti vseh investicij.

¹⁵ Še eden odgovor na precenjenost podjetja s strani podjetnikov je dvig zahtevane notranje stopnje donosa na investicijo (Sahlman, 1990, str. 512).

izravnavanja interesov managerjev in investitorjev, ki vključujejo lastništvo managerjev v kapitalu podjetja, vrsto izdanega zasebnega kapitala investitorjem in pogoje v pogodbah o zaposlitvi managerjev.

Managersko lastništvo kapitala. Pratt (1983) poroča, da imajo v nasprotju s situacijo v večini javnih družb višji managerji podjetij, kamor skladi zasebnega kapitala investirajo, tipično v lasti pomemben delež kapitala in lastništvo kapitala predstavlja znaten delež managerjevega celotnega plačila.¹⁶ Pomembno določilo pri obeh – tveganemu in ne-tveganemu financiranju – je izplačilo kapitala (angl. *earn out*). To določilo dovoljuje managementu, da poveča svoj lastniški delež (na stroške investitorjev), če so določeni cilji poslovanja doseženi. Cilji poslovanja so lahko določeni v obliki dobička, tržne vrednosti podjetja ali kombinaciji obeh. Delnice in delniške opcije managerju ne bodo izplačane, če podjetje ne bo ustvarjalo vrednosti. V nasprotnem primeru si manager ustvari priložnost, da spremeni nelikvidna sredstva v denar. V tem pogledu so interesi sklada in managerja izenačeni (Sahlman, 1990, str. 508).

Tip kapitala izdanega investitorjem. Zamenljive prednostne delnice so najbolj pogost tip vrednostnih papirjev zasebnega kapitala, izdanega investitorjem. Glavna razlika med zamenljivimi prednostnimi delnicami in rednimi delnicami je ta, da so lastniki prednostnih delnic v primeru stečaja poplačani pred lastniki rednih delnic. Z vidika sklada ponuja izdaja prednostnih delnic dve prednosti. Prva zmanjšuje investicijsko tveganje sklada. Druga, bolj pomembna, nudi boljše vzpodbude poslovanja managementu podjetja, ker ima management običajno redne delnice ali nakupne bone za nakup rednih delnic; če je podjetje samo deloma uspešno, bodo njegove delnice vredne relativno malo. Podrejeni dolg s pravicami zamenjave ali nakupni boni prav tako dajejo prednost investitorjem v primeru likvidacije in na ta način vzpodbujajo uspešnost managementa (Sahlman, 1990, str. 508).

Managerske pogodbe o zaposlitvi. V splošnem bi managerske kapitalske pozicije v podjetju lahko povzročale prekomerno sprejemanje tveganja. Vendar je lahko managersko plačilo strukturirano tako, da vključuje določilo, ki kaznuje slabo poslovno uspešnost in na ta način izravna vzpodbude za sprejemanje tveganja. Takšne določbe so pogosto v obliki pogodb o zaposlitvi, ki določajo pogoje, pod katerimi je management lahko zamenjan, in v obliki določil o odkupu, ki dovoljujejo podjetju, da odkupi managerjev delež v primeru, da je on zamenjan (Sahlman, 1990, str. 508).

4.3.2.3 Mehanizmi kontrole

Čeprav so managerske spodbude pomemben način za uravnavanje interesov managerjev in investitorjev, pa se sklad zasebnega kapitala zanaša tudi na zmožnost izvrševanja kontrole nad podjetjem z namenom zaščite svojih interesov. Mehanizmi kontrole vključujejo zastopstvo

¹⁶ O managerskih deležih v lastništvu je na voljo malo podatkov. Pri tveganem kapitalu se delež močno spreminja glede na finančne zmožnosti managementa, finančne potrebe podjetja in projicirano prihodnjo vrednost podjetja. Prav tako je delež odvisen od stopenj financiranja, saj se delež zmanjšuje z vsako stopnjo. Celó v kasnejših fazah podjetja 20-odstotni delež ni neobičajen. Za ne-tvegana podjetja je lastniški delež managerjev med 10 in 20 odstotkov.

GP-ja v nadzornem svetu podjetja, dodelitev glasovalnih pravic in kontrolo dostopa do dodatnega financiranja.

Zastopanje v nadzornem svetu. GP-ji so lahko zelo vplivni in učinkoviti zunanji nadzorniki. Kot veliki lastniki so stimulirani, da sprejmejo strošek, potreben za spremljanje podjetja. Da lahko uspešno opravljajo spremljanje, imajo ustrezne resurse: svoje uslužbence, informacije, pridobljene skozi skrbni pregled, ter znanje, pridobljeno med spremljanjem podobnih podjetij. Skladi zasebnega kapitala v veliko primerih prevladujejo v nadzornih svetih podjetij v svojih portfeljih (Lerner, 1995).

Alokacija glasovalnih pravic. Za tvegani kapital v zgodnji fazi razvoja, odkupe z zadolžitvijo in podjetja v finančni stiski je investicija sklada pogosto dovolj velika za pridobitev večinskega lastniškega deleža. V drugih situacijah lahko sklad pridobi glasovalni nadzor tudi, če ni večinski lastnik. Tudi če sklad nima glasovalnega nadzora, je običajno največji ne-managerski lastnik, zato je ima nadproporcionalno stopnjo vpliva na zadeve, ki se tičejo glasovanja lastnikov (Lerner, 1995).

V splošnem skladove glasovalne pravice niso odvisne od tipa izdanega kapitala. Na primer lastnikom zamenljivih prednostnih delnic je lahko dovoljeno glasovati, kot da bi bile delnice zamenjane. Podobno je lahko podrejeni dolg zasnovan, da imajo investitorji glasovalne pravice. Vprašanje glasovalnega nadzora je lahko rešeno z uvedbo ločenih glasovalnih in neglasovalnih delnic (Lerner, 1995).

Nadzor nad dostopom do dodatnega financiranja. Sedenje v nadzornem svetu in glasovalni nadzor nista edina načina, kako skladi izvajajo nadzor nad podjetji v portfelju. Njihova zmožnost oskrbovanja podjetja z nenehnim dostopom do kapitala je tudi močan vzvod. To je še posebej razvidno v primeru mladih podjetij. Tvegani kapital je običajno priskrbljen podjetjem v portfelju v več stopnjah in to pri točno definiranih stopnjah razvoja. Tudi če v družbeniškem sporazumu določila o diverzifikaciji onemogočajo skladu nudenje nadaljnega financiranja, imajo GP-ji preko svojih obsežnih poznanstev moč pripeljati druge investitorje. Nasprotno, če originalni sklad ni voljan priskrbeti dodatnega financiranja, je malo verjetno, da bo katerikoli sklad to naredil; nenaklonjenost originalnega sklada je močan signal, da je podjetje slaba investicija (Lerner, 1995).

Ne-tvegani kapital je tudi priskrbljen v več stopnjah, čeprav v manjši meri. Na primer srednja velika podjetja, ki začnejo strategijo prevzemanja, periodično zahtevajo prilive kapitala za financiranje rasti; ta kapital ni priskrbljen v celoti in naenkrat. Podobno so podjetja, ki prestanejo odkup z zadolžitvijo, prisiljena servisirati dolg iz prostega denarnega toka in morajo posledično upravičiti potrebo po kakršnemkoli dodatnem kapitalu (Palepu, 1990).

Ostali mehanizmi. Ostali mehanizmi, s katerimi sklad nadzira in spremlja aktivnosti podjetij, v katera investira, vključujejo dogovore, ki dajejo skladu pravico pregledati objekte, poslovne knjige in zapisnike podjetja ter prejemati finančna poročila in izkaze poslovanja po različnih obdobjih. Ostali dogovori zahtevajo, da podjetje ne prodaja kapitala, se ne združi z drugim

podjetjem ali proda osnovnih sredstev ter ne sklepa velikih pogodb brez odobritve sklada (Lerner, 1995).

4.3.3 Upravljanje naložb

Potem ko so investicije opravljene, so GP-ji aktivni ne samo pri spremljanju in upravljanju podjetij v portfelju, ampak tudi pri nudenju vrste svetovalnih storitev. Ključna značilnost, ki loči sklade zasebnega kapitala od ostalih zunanjih investitorjev, je sposobnost »dodajanja vrednosti« podjetjem v portfelju preko nudenja managerske pomoči. Skupno delovanje lastništva in svetovalnih storitev loči sklade ne samo od ostalih investitorjev, ampak tudi od ostalih svetovalcev managementu; v nasprotju s klasičnimi svetovalci managementu je velik del plačila GP-ja odvisen od uspešnosti (preko udeležbe v dobičku).

V funkciji spremljanja in upravljanja GP-ji pomagajo oblikovati plačne pakete za višje managerje, po potrebi zamenjajo višje managerje ter spremljajo finančno stanje podjetja preko rednih sestankov in medletnih finančnih poročil. Prav tako ostanejo informirani preko neformalnih kontaktov z managerji drugih ravni, ki so jih vzpostavili med procesom skrbnega pregleda. GP-ji nudijo podporo podjetjem pri pridobivanju dodatnega financiranja in zaposlovanju top managementa. GP-ji lahko postanejo tudi vpleteni v reševanje večjih poslovnih problemov, vrednotenje naložb v osnovna sredstva (CAPEX) in razvoj dolgoročne strategije podjetja.

Stopnja vpletenosti se spreminja s tipom investicije. Vpletenost je večja pri »venture« podjetjih, za katere je kvaliteta managementa smatrana kot ključna determinanta uspeha ali neuspeha, in v nekaterih »non-venture« situacijah, za katere je izboljšanje vodstvene uspešnosti eden primarnih razlogov za investicijo (npr. odkupi z zadolžitvijo). Pri teh dveh tipih podjetij so investitorji zasebnega kapitala tudi večinski lastniki, torej imajo investitorji še večjo vzpodbudo kot tudi avtoriteto, da postanejo vpleteni v proces sprejemanja odločitev podjetja. Gorman in Sahlman (1989) poročajo, da venture kapitalisti v povprečju obiščejo vsako podjetje v portfelju, v katerem so glavni investitor, 19-krat na leto, in preživijo več kot 100 ur na leto z vsakim podjetjem. Baker in Wruck (1989) navajata podoben nivo vpletenosti pri odkupu podjetja, ki ga preučujeta. Tudi ko je stopnja vpletenosti sklada nižja, na primer, ko je sklad manjšinski lastnik v večjih zasebnih ali javnih podjetjih, lahko GP porabi tudi eno tretjino svojega časa za podjetja v portfelju. Sklad je poredko popolnoma pasiven investitor; izjema je v primeru sindiciranja, ko ostali skladi lahko dovolijo glavnemu investitorju, da prevzame aktivno vlogo.

Ker investicije tveganega kapitala zahtevajo intenziven nadzor, se skladi tveganega kapitala panožno in geografsko specializirajo v večji meri kot ostali skladi zasebnega kapitala. Osredotočanje na panogo dovoljuje skladu, da ima koristi od znanja, pridobljenega pri upravljanju podobnih podjetij, medtem ko je geografska bližina nujna, saj dovoljuje pogoste obiske podjetja. Lerner (1995) opisuje, da je za sklade tveganega kapitala geografska bližina pomembna determinanta članstva v nadzornem svetu in tudi pomembna determinanta nadzora managementa. Lerner nadaljuje, da se število GP-jev, ki služijo kot direktorji podjetja, povečuje, ko izvršnim direktorjem primanjkuje podjetniškega znanja, kar nakazuje, da je

vpletenost sklada v management večja tam, kjer je potreba po njegovi vpletenosti večja. Visok nivo participacije GP-ja v managementu novih podjetij – poleg bolj zahtevne narave procesa skrbnega pregleda za ta podjetja – nekateri smatrajo kot razlog, da družbe za upravljanje zasebnega kapitala po enemu ali dveh skladih preidejo od venture investicij na non-venture investicije, saj managerji sklada tveganega kapitala »pregorijo«.

4.3.4 Odprodaja naložb

Pomemben element sklada je pogodbeni sporazum o zaključku sklada in izplačilu LP-jev v določenem časovnem obdobju. Čeprav je poplačilo LP-jev z nelikvidnimi vrednostnimi papirji včasih neizogibno, je zelo nezaželeno, saj LP-ji potem nimajo ne likvidnosti ne nadzora. Posledično mora biti način odprodaje naložb jasen.

Vsak način odprodaje ima različne pomene za LP-je, GP-je in management podjetja. Javna ponudba ponavadi vpliva na višjo vrednost podjetja in je zato pogosto priljubljena pot izstopa. Management podjetja dodatno podpira IPO, ker ohranja neodvisnost podjetja in mu nudi kontinuiran dostop do kapitala z ustvarjanjem likvidnega trga za vrednostne papirje podjetja. Kakorkoli, javna ponudba za razliko od privatne prodaje pogosto ne zaključi vpletenost sklada v podjetje. Skladu je lahko omejena prodaja vseh ali dela njegovih delnic v ponudbi, kar zahteva, da je privatna prodaja zadržana za začetni dve leti. Sklad je lahko tudi omejen pri prodaji svojega deleža v sporazumu s prevzemnikom javne ponudbe delnic. Kot rezultat so lahko spremembe v številu delnic ali sedežev v odboru, ki jih ima družba (Barry, Muscarella, Peavy & Vetsuypens, 1990). Gompers in Lerner (1994b) pravita, da v veliko primerih GP ostane aktivno vpleten v podjetje v portfelju, dokler ni delež podjetja sčasoma prodan ali razdeljen LP-jem.

Zasebna prodaja ima zelo različne posledice. Za LP-je in GP-je je zasebna prodaja privlačna, saj nudi poplačilo v denarju ali tržnih vrednostnih papirjih ter zaključi vpletenost sklada v podjetje. Nasprotno je za management podjetja privatna prodaja potencialno nedobrodošla, saj je podjetje lahko združeno ali prevzeto s strani večjega podjetja in ne more ostati neodvisno.

Tretja pot izhoda je vrnitev kapitala podjetju v primeru rednih delnic ali obvezen odkup v primeru prednostnih delnic. Pri vrnitvi rednih delnic je model vrednotenja določen vnaprej. Za manjšinske investicije je določba o obveznem odkupu bistvena, saj je to edini način, s katerim je skladu zagotovljena likvidnost. Za veliko investicij so odkupi delnic s strani podjetja smatrani za izhod v sili in so primarno uporabljeni, ko je investicija bila neuspešna.

Skladi dodajajo vrednost investiciji z izbiro, kdaj in kako izstopiti, ter z iztrženjem maksimalne cene podjetja v povezavi s katerokoli strategijo izstopa. Različne študije omenjajo dragoceno vlogo, ki jo sklad igra v povezavi z javnimi ponodbami delnic. Megginson in Kathleen (1991) ugotavljata, da so podjetja, podprta s tveganim kapitalom, manj podcenjena kot podjetja, ki niso podprta s tveganim kapitalom; podobno Barry in ostali (1990) odkrivajo, da je stopnja podcenjenosti podjetij s tveganim kapitalom negativno povezana z velikostjo lastniškega deleža venture kapitalista, s starostjo glavnega GP-ja in z dolžino časa, ki ga je glavni GP služil v nadzornem odboru podjetja. Manjša podcenjenost

lahko odseva t.i. potrditveno premijo (angl. *certification premium*) – ugledni skladi ne prinašajo skritih naložb na trg – kakor tudi vrednost skladovih tekočih managerskih aktivnosti, saj je bilo prej omenjeno, da družbe v veliko primerih obdržijo svoj lastniški delež in pozicije v nadzornem svetu še kar nekaj časa po tem, ko podjetja postanejo javna. Manjša podcenjenost je bila najdena tudi v primeru obratnih odkupov z zadolžitvijo¹⁷ (angl. *reverse LBO*), mogoče tudi kot rezultat njihove povezanosti s skladi zasebnega kapitala (Muscarella & Vetsuypens, 1990).

Prav tako v procesu javne ponudbe delnic predstavlja vrednost skladova sposobnost, da zadane pravi trenutek na trgu. Lerner (1994b) preučuje obnašanje cen biotehnoloških delnic okoli datumov prve javne ponudbe delnic za biotehnološka podjetja, podprta s tveganim kapitalom. Ugotavlja močan porast cen delnic pred datumom ponudbe in padec cen po datumu ponudbe, pri čemer bolj izkušeni GP-ji kažejo večjo sposobnost zadeti vrh trga. Čeprav družba proda malo delnic v ponudbi, če sploh kaj, in tako nima neposredne koristi od višje cene, ima posredno koristi s tem, da utrpi manjšo razvodenitev (angl. *dilution*) lastniškega kapitala.¹⁸

4.4 Odnos med komanditisti (LP-ji) in komplementarji (GP-ji)

Z investiranjem preko sklada in ne neposredno v izdajateljsko podjetje investitorji delegirajo GP-ju delovne odgovornosti izbiranja, strukturiranja, upravljanja in navsezadnje likvidacije investicije zasebnega kapitala. Vendar se morajo LP-ji zanimati, kako učinkovito GP-ji ščitijo njihove interese. Med bolj očitnimi načini, kako GP-ji lahko delujejo v svojem interesu na stroške LP-jev, so: posvečanje premalo truda spremljanju in svetovanju podjetjem v portfelju, zaračunavanje prevelikih managerskih provizij, prevzemanje čezmernih investicijskih tveganj in rezerviranje najbolj privlačnih investicijskih priložnosti zase in za svoje sodelavce.

Rešitev teh problemov leži v naravi skladov samih in v strukturi družbeniškega sporazuma. Družbe imajo omejeno življenjsko dobo; da ostanejo v poslu, morajo managerji zasebnega kapitala redno zbirati nova sredstva, kar je lažje in cenejše za bolj ugledna podjetja. Druga rešitev je ta, da je plačilo GP-ja tesno povezano z uspešnostjo poslovanja sklada.

4.4.1 Pridobivanje sredstev in vloga ugleda

Ker imajo skladi omejeno življenjsko dobo, morajo managerji zasebnega kapitala, ki služijo kot GP-ji, redno pridobivati nova sredstva, da ostanejo v poslu. Če hočejo dejansko investirati v podjetja na kontinuirani osnovi, morajo managerji ustvariti nov sklad, kadar so sredstva iz obstoječega sklada polno investirana, ali vsake tri do pet let.

Ustanavljanje skladov je časovno zelo potratno in drago, ker vključuje predstavitev institucionalnim investitorjem in njihovim svetovalcem, kar lahko traja od dveh mesecev do več kot eno leto, odvisno od ugleda in izkušenj GP-ja. Ugodne reference so pomembne, ker

¹⁷ Pri obratnem LBO pride do druge javne ponudbe delnic podjetja (angl. *secondary IPO* ali *SIPO*), ki je bilo odkupljeno z zadolžitvijo in je postalo zasebno.

¹⁸ Razvodenitev lastniškega kapitala pomeni zmanjšanje dobička na delnico, ki se pojavi pri izdaji dodatnih delnic ali zamenjavi konvertibilnih vrednostnih papirjev (Investopedia).

razkrijejo nekaj informacij o sposobnostih GP-ja, sugerirajo, da bodo managerji sklada dodatno pazili na zaščito svojega ugleda; in ker same izkušnje veljajo za premoženje.

Za minimiziranje stroškov zbiranja sredstev se managerji sklada običajno najprej obrnejo na tiste, ki so že investirali v njihove predhodne sklade – domnevajoč seveda, da je bil njihov prejšnji odnos zadovoljiv. Poleg tega so sredstva pogosto zbrana v več stopnjah, ki se omenjajo kot zapiranje (angl. *closing*). Ta pristop primarno deluje kot mehanizem za komuniciranje z investicijsko skupnostjo, ki ji sporoča, da sklad uspešno pridobiva sredstva, kar implicira ugoden razvoj sklada za tiste, ki so že vložili. Zaradi težav pri ustanavljanju sklada GP-ji niso brezbrizni do tipa investitorjev, ki vlagajo z njimi; raje imajo investitorje, ki dolgoročno investirajo v zasebni kapital.

4.4.1.1 Merjenje uspešnosti poslovanja

Ker igra ugled tako odločilno vlogo na trgu zasebnega kapitala, so zanesljive metode za merjenje pretekle uspešnosti družb in njihovih managerjev nujne. Tržni udeleženci uporabljajo paleto kvantitativnih in kvalitativnih metod za merjenje uspešnosti.

Najbolj pogosto uporabljena mera je notranja stopnja donosa (IRR). Notranje stopnje donosa so lahko izračunane na katerikoli stopnji življenjske dobe sklada. Vendar pa je notranja stopnja donosa »mladega« sklada odvisna od računovodskih metod, uporabljenih pri vrednotenju nelikvidnega premoženja sklada. Upravljalci tveganega kapitala so razvili standarden nabor računovodskih načel, ampak računovodske metode, uporabljene pri vrednotenju ne-tveganih investicij, so manj enotne. V primeru tveganega kapitala so investicije evidentirane po lastni ceni, razen če niso bile oslABLJENE po presoji GP-ja ali okrepljene kot rezultat pomembne transakcije s tretjo osebo (na primer nadaljnja faza financiranja, ki vključuje tretjo osebo). V primeru ne-tveganih investicij je primerne okrepitve težje določiti, ker je običajno manj nadaljnjih investicij, od koder so lahko investicijske vrednosti nadgrajene. Za oba tipa investicij velja, da je večja teža dana denarnemu donosu zrelega sklada kot računovodskemu donosu mlajšega sklada (Fenn et al., 1995, str. 36).

Investitorji se zanašajo le delno na notranjo stopnjo donosa kot mero pretekle uspešnosti, saj je računovodske donose mlajših skladov težko preveriti ter interpretirati in so donosi sklada zelo spremenljivi. Nek izjemen donos na posamezno investicijo lahko močno dvigne uspešnost celotnega sklada. Posledično lahko visok denarni donos bolj odseva srečo kot dobro presojo in je tako lahko nezanesljiv indikator znanj GP-ja. Potencialni investitorji in njihovi svetovalci pogosto izvedejo natančno empirično analizo donosov družbe. Med faktorji, ki so lahko pregledani, je lahko **distribucija** donosov posamezne investicije. Na primer: kot odgovor na verjetnost, da ena glavna investicija zakrije več slabših, se lahko izračuna donose sklada, ki temeljijo na vseh investicijah, razen najbolj donosne. Še bolj pomembno kot preučitev distribucije donosov je analiza odnosa, če je sploh prisoten, med posameznimi investicijskimi donosi in investicijskimi značilnostmi, kot so panoga ter velikost in lokacija podjetja v portfelju. Takšna analiza je relevantna v primeru, če družba zbira sredstva za investiranje v specifične panoge. Nazadnje, investitorji lahko preučijo odnos med investicijskimi donosi in GP-ji, odgovornimi za upravljanje investicij; to je posebej

pomembno, če je družba za upravljanje nedavno izgubila nekaj ključnega osebja (Fenn et al., 1995, str. 36).

Drugi pristop pri merjenju pretekle uspešnosti je priprava čiste kvalitativne ocene znanja družbe za upravljanje. V nekaterih primerih so potencialni LP-ji investirali pri prejšnjem skladu in ta izkušnja jim je dala priložnost, da opazujejo kako GP strukturira in upravlja investicije, kar omogoča vpogled v managerska znanja GP-ja. Potencialni LP-ji, ki niso so-investirali v kakšen prejšnji sklad, se lahko posvetujejo s tistimi, ki so, in lahko celo kontaktirajo podjetja, v katera so GP-ji investirali¹⁹ osebja (Fenn et al., 1995, str. 37).

4.4.1.2 Transparentnost strukture sklada

Določene značilnosti strukture sklada povečujejo sposobnost GP-jev za ustvarjanje ugleda. Te značilnosti dejansko naredijo tako uspešnost sklada kakor tudi aktivnosti managerjev bolj transparentne investitorjem, kot je to v primeru ostalih finančnih posrednikov.

Ena takšna značilnost so ločeni investicijski bazeni (angl. *investment pools*), kjer so investicije vsakega sklada ločene. Če primerjamo donose enega sklada z donosi drugega sklada, ustanovljenega v enakem obdobju, je lažje razložiti faktorje, ki so izven kontrole GP-jev, kot so stopnja poslovnega cikla, stanje IPO trga ali stanje trga prevzemov in združitvev. Če ne bi posredniki zasebnega kapitala ohranjali ločenih investicijskih bazenov, bi zaslužki predstavljali zmes investicijskih donosov, ki so bili ustvarjeni v različnih stopnjah poslovnega cikla ali pod različnimi tržnimi pogoji.

Druga pomembna značilnost strukture sklada je ločenost managerskih izdatkov in investicijskih sredstev. Pri skladu zasebnega kapitala so managerske provizije določene v družbeniškem sporazumu (podrobneje predstavljeno v nadaljevanju), torej je velikost investicijskega kapitala, ki je lahko porabljen v obliki plač managerjev in ostalih bonitet, omejena. Transparentnost takšnih stroškov omogoča lažjo primerjavo stroškov med skladi. Ostale oblike finančnih posredništev si izplačujejo stroške in financirajo investicije iz istih sredstev, ki so jih zbrali od investitorjev; kljub temu, da so stroški evidentirani, jih je težko kontrolirati pred izvršitvijo in niso vedno transparentni po izvršitvi.

Sahlman (1990) in Gompers ter Lerner (1994a) omenjajo, da nekateri skladi ne določijo managerskih provizij vnaprej; raje se spogajajo z LP-ji za letni budžet stroškov. Ta dogovor omogoča fleksibilnost, ampak ohrani večino zaželenih značilnosti prej dogovorjenih managerskih provizij – investicijsko kontrolo in transparentnost.

4.4.2 Družbeniški sporazum

Potreba GP-jev po ustvarjanju ugodne reference med investitorji in njihovimi svetovalci ublaži, a ne odpravi potencialnih konfliktov med LP-ji in GP-ji. Efektivnost ugleda kot vzpodbude za varovanje interesov LP-jev je še posebej negotova, ko so GP-ji na začetku ali

¹⁹ Verjetnost uporabe informacij, pridobljenih pri so-investicijah za ocenjevanje managerjev sklada, ilustrira pomembno komplementarnost med skladom in direktnim investiranjem. Več o tem je napisano v tem poglavju v delu o direktnih investicijah.

blizu konca svojih karier. V prvem primeru je GP-jev »reputacijski kapital« lahko premajhen, da ga odvrne od oportunističnega obnašanja; v drugem primeru je lahko vrednost kapitala zmanjšana z obetom, da GP ne bo zbiral naslednjega sklada.

Določila samega družbeniškega sporazuma (angl. *partnership agreement*) ponujajo tudi zaščito za LP-je. Pogodba vnaprej ne določa samo širših pogojev plačilne strukture GP-ja, kot je njihov delež v dobičku, ampak tudi pomembne detajle, kot npr. kako so izračunani managerske provizije in deleži v dobičku. Takšni detajli lahko pomembno vplivajo na vzpodbude GP-jev, da delujejo v smeri maksimiziranja vrednosti za investitorje. Družbeniški sporazum prav tako vključuje dogovore, ki omejujejo GP-je pri izvajanju določenih aktivnosti in omogočajo LP-jem določen nadzor nad GP-jem.

4.4.2.1 Plačilo GP-ja

GP-ji zaslužijo managersko provizijo in delež v dobičku (angl. *carried interest*) sklada. Za sklad, ki prinaša povprečne donose, je lahko delež v dobičku nekajkrat večji kot managerska provizija (Sahlman, 1990).²⁰ Ta ureditev – omogočanje omejenega poplačila za izvedbo in upravljanje investicij ter precejšnje poplačilo v obliki delitve dobička – leži v središču stimulacijske strukture sklada.

Managerska provizija. Pri določanju letnih managerskih provizij se morajo GP-ji in LP-ji strinjati o odstotku provizije in osnovi, na katero je ta provizija aplicirana. Managerske provizije so pogosto določene kot fiksen odstotek zbranega kapitala in ostaja na tem nivoju skozi življenjsko dobo sklada. Odstotki provizije se gibajo med 1 in 3 odstotki; večina skladov tveganega kapitala zaračunava od 2 % do 2,5 % (Sahlman, 1990; Gompers in Lerner, 1994a), vendar nekateri večji skladi zasebnega kapitala zaračunavajo manj.²¹

V 90-ih se je začel trend proti nižjim in variabilnim managerskim provizijam. Investitorji zatrjujejo, da managerske provizije morajo bolj odsevati aktivnosti GP-ja. GP-ji so običajno bolj zaposleni v zgodnjih in srednjih letih sklada, ko spremljajo potencialne investicije, strukturirajo posle in nadzorujejo podjetja v portfelju. Njihova vpletenost pada v kasnejših letih, ko podjetja postanejo javna ali so prodana in se GP-ji usmerijo v zbiranje novega sklada. Da bi se različne stopnje vpletenosti kazale v proviziji, veliko družbenih sporazumov specificira višje odstotke provizije v prvih dveh do petih letih sklada in nižje provizije kasneje. V veliko primerih ni plačanih nič managerskih provizij po datumu uradnega prenehanja sklada, tudi če LP-ji predlagajo podaljšanje življenjske dobe. Ta struktura

²⁰ Sahlmanovi (1990) izračuni predpostavljajo, da GP-ji prejmejo samo polovico managerskih provizij – ostala polovica je uporabljena za plačilo stroškov – in da GP-ji uporabljajo enako diskontno stopnjo za vrednotenje managerskih provizij in deležev v dobičku. Gompers in Lerner (1994a) uporabita dejanske pogoje 441 družbeniških sporazumov skladov tveganega kapitala in bolj konservativne diskontne predpostavke za simuliranje sestave plačilne strukture GP-jev. Njune simulacije kažejo, da delež v dobičku znaša več kot polovico celotnega plačila GP-ja, tudi če je delež v dobičku diskontiran pri dvakratni stopnji kot managerske provizije (ob isti predpostavki kot pri Sahlman-u, da GP prejme polovico vseh managerskih provizij).

²¹ Gompers in Lerner (1994a) dokazujeta, da se managerske provizije, kot odstotek zbranega kapitala, zmanjšujejo z velikostjo sklada tveganega kapitala. Njihov model kaže, da bi starejše, bolj uveljavljene družbe zasebnega kapitala morale prejemati več variabilnega plačila in manj fiksnega plačila, ker takšne družbe niso motivirane s potrebo po ustvarjanju ugleda.

provizije spodbuja GP-je, da čim hitreje vrnejo denar investitorjem in začnejo zbirati nov sklad (Gompers in Lerner, 1994a).

Trend proti nižjim provizijam in »izbočeni obliki« strukture provizije se je prav tako odseval na spremembah osnove, na katero se provizija aplicira. Odstotek provizije se sedaj nanaša na investiran kapital in ne na zbrani kapital. Zbrani kapital je celotna vsota kapitala, ki so ga investitorji izročili v upravljanje sklada, medtem ko je investiran kapital vsota zbranega kapitala, ki ga je sklad investiral v podjetja v portfelju. Ta praksa se odraža v nižjih provizijah in spodbuja GP-je, da zbrani kapital čimprej investirajo. Prav zato zmanjšuje GP-jev motiv po zbiranje več kapitala, kot ga je mogoče dobičkonosno investirati, saj se presežni zbrani kapital ne odraža v višjih provizijah. Praksa apliciranja provizij na trenutno vrednost skladovih investicij in ne na nakupno vrednost – kar se lahko izraža v postopnem povečevanju provizij proti koncu življenjske dobe sklada – je bila opuščena, saj je omogočala GP-jem zaslužiti višje provizije samo z napihovanjem vrednosti investicij (Gompers in Lerner, 1994a).

Udeležba v dobičku. GP-jeva udeležba v dobičku je najbolj pogosto določena pri 20 % neto donosa sklada. Gompers in Lerner (1994a) poročata o izraziti enakosti v stopnji udeležbe v dobičku za družbe tveganega kapitala: več kot 80 % njihovega vzorca uporablja pravilo delitve dobička »80/20«. Udeležba v dobičku med ne-tveganimi družbami se zdi manj enotna.

Kljub temu, da je bil skozi zgodovino odstotek, namenjen udeležbi v dobičku, stabilen, so se pravila računanja neto donosa razvila v dobro LP-jev. V prvih družbeniških sporazumih, posebej tistih za LBO sklade, je udeležba v dobičku bazirala na donosih posameznih investicij; sedaj običajno bazira na donosu celotnega portfelja sklada. Ob ostalih nespremenjenih pogojih ta sprememba koristi LP-jem, kadar posamezna investicija prinese izgubo. Kar je bolj pomembno, to harmonizira investicijske cilje managerjev sklada s cilji LP-jev. V zgodnjih družbeniških sporazumih so bili managerji sklada manj zaskrbljeni s celotnim donosom kot z maksimiranjem najbolj uspešnih individualnih naložb. V njihovem interesu je bilo skoncentrirati svoje resurse v najbolj perspektivne naložbe, medtem pa so zanemarjali investicije, katerih uspešnost je bila povprečna ali podpovprečna.

Za implementacijo spremembe v računanju udeležbe v dobičku je bilo nujno sprejetje »claw-back« klavzule. Distribucije denarja in delnic LP-jem in GP-jem so opravljene, ko so investicije sklada likvidirane in se lahko začnejo že drugo ali tretje leto; kasneje lahko donosi LP-jev postanejo negativni zaradi izgub na ostalih investicijah. Clawback klavzule ohranijo LP-jevo pravico po vrnitvi svojega kapitala in managerskih provizij, preden GP-ji prejmejo delež v dobičku. LP-ji zahtevajo od GP-jev vrnitev svojih prejšnjih distribucij. Brez takšnih klavzul bi lahko GP-ji povečali svoje donose z zgodnejšo realizacijo uspešnih investicij in zavlačevanjem slabših.

Ostali faktorji, ki vplivajo na deleže dobička GP-jev in LP-jev, so računovodske in distribucijske politike sklada. V preteklosti so skladi tipično vrednotili delnice IPO podjetij po trenutnih tržnih cenah in bazirali udeležbo v dobičku na tem vrednotenju. Vendar glede na to, da ima veliko IPO delnic omejeno likvidnost, lahko LP-ji potisnejo ceno delnice nižje in delujejo proti sebi, ko skušajo delnice prodati. Veliko LP-jev je skušalo v družbeniški

sporazum vključiti klavzule, ki silijo GP-je k distribuciji denarja namesto delnic ali k diskontiranju vrednosti distribucije delnic (Gompers in Lerner, 1994a).

Nenazadnje nekateri GP-ji ponujajo LP-jem prednostni donos med 5 in 10 %. Ta določba zahteva, da investitorji prejmejo prednostni donos, preden začnejo GP-ji prejemati delež v dobičku sklada. V nekaterih primerih GP-ji enostavno prejmejo fiksen odstotek vseh donosov v presežku prioritete donosa. V drugih primerih GP-ji prejmejo ves donos v presežku nad prioriteten donosom do 20 odstotkov kumulativnega dobička sklada, če predpostavljamo pravilo delitve dobička (80/20); na tej točki oni prejmejo 20 odstotkov celotnih dodatnih donosov. V obeh primerih določba prednostnega donosa zagotavlja, da GP-ji realizirajo dobiček samo, če sklad naredi boljše donose kot tradicionalne investicije (Gompers & Lerner, 1994a).

4.4.2.2 Zaveze sklada

Družbeniški sporazumi ščitijo interese LP-jev tudi preko zavez sklada, ki postavljajo omejitve pri investicijah sklada in pri določanju drugih aktivnosti GP-jev. Omejitve pri investicijah so posebej pomembne, ker je velik delež GP-jevega plačila opciji podobna terjatev na sredstva sklada. Ta oblika plačila lahko vodi v pretirano sprejemanje tveganja (Jensen & Meckling, 1976); posebej je lahko v interesu GP-jev, da maksimizirajo tveganje sklada – s tem tudi pričakovano vrednost svojega deleža v dobičku – raje kot skladovo stopnjo donosa, ki je prilagojeno tveganju. Kot Sahlman (1990) piše, lahko klavzule, kot je prednostni donos, povečajo vzpodbude za sprejemanje tveganja, saj postavijo GP-jev delež globlje brez notranje vrednosti (angl. *out of the money*).

Pri reševanju problemov presežnega sprejemanja tveganja zaveze sklada običajno določijo meje v odstotku kapitala sklada, ki je lahko investiran v posamezno podjetje ali na agregirano velikost dveh ali treh največjih investicij. Zaveze lahko tudi izrecno preprečujejo investicije v javno trgovane in tuje vrednostne papirje, izvedene finančne instrumente, ostale sklade zasebnega kapitala in zasebni kapital, ki se znatno oddaljujejo od primarnega fokusa družbe (na primer LBO investicije v primeru sklada tveganega kapitala). Nenazadnje zaveze ponavadi omejujejo skladu uporabo dolga in v veliko primerih zahtevajo, da je denar od prodaje podjetij v portfelju takoj distribuiran investitorjem. Vsaka od teh omejitev je primarno namenjena omejitvi zmožnosti GP-jev prevzemanja večjega tveganja v smeri, ki koristi njim samim na stroške LP-jev (Sahlman, 1990).

Poleg sprejemanja presežnega tveganja lahko GP-ji delujejo v svojem interesu in na stroške investitorjev tudi na druge načine. Na primer GP-ji lahko opravijo investicije z namenom generiranja prihodka od provizije zase ali za svoje sodelavce; investirajo v podjetja, v katerih imajo kapitalske deleže ostali skladi, ki jih upravljajo, z namenom povišanja vrednosti teh podjetij ali z uporabo osebnih skladov za soinvestiranje samo v najbolj privlačne investicije sklada. Družbeniški sporazumi rešujejo te potencialne probleme z omejevanjem provizij za posel (angl. *deal fees* – provizije plačane GP-jem na osnovi zaključene individualne investicije) ali z zahtevo, da so provizije za posel nadomestek za managerske provizije; z omejevanjem soinvesticij s strani GP-jevih prejšnjih ali kasnejših skladov; in omejevanjem

zmožnosti GP-jev in njihovih sodelavcev, da selektivno soinvestirajo v posle sklada (Sahlman, 1990).

V pregledu razvoja zavez v skladih tveganega kapitala Gompers in Lerner (1996) odkrivata, da so investicijske omejitve, tako splošne kot specifične, opazno narasle po letu 1988, približno v enakem času, ko so se razvijale nove metode za določanje managerskih provizij in udeležbe v dobičku. Na oba razvoja lahko gledamo kot rezultat večjega razumevanja investitorjev, kako delujejo skladi.

4.4.2.3 Nadzor in nadzorne pravice

Ustanovitveni akti ščitijo LP-je z omogočanjem določene stopnje nadzora nad skladom. Večina skladov ima svetovalni odbor, ki ga sestavljajo največji LP-ji. Ti odbori naj bi pomagali reševati takšne zadeve, kot so konflikt glede provizije za posel ali transakcije s konfliktom interesov. To običajno opravijo z odobritvijo sprostitev skladovih zavez. Imenovane so tudi posebne komisije, da določijo vrednost skladovih investicij. Ta dva tipa teles ne omogočata takšnega managerskega nadzora, ki ga upravni odbor lahko omogoča za podjetje, saj je njihova moč omejena s pravno naravo komanditne družbe, ki preprečuje LP-jem kakršnokoli aktivno vlogo v upravljanju.

Druga oblika nadzora, ki je na voljo investitorjem, je sposobnost za glasovanje o takšnih zadevah, kot sta zamenjava GP-ja ali zaključek sklada pred njegovim datumom prenehanja. Te odločitve običajno zahtevajo glas super-večine (Sahlman, 1990). Weinberg (1994) trdi, da samo organizirana in odločna skupina LP-jev lahko doseže takšne ukrepe, saj jim GP-ji močno nasprotujejo.

4.5 Neposredna investicija

To poglavje zaključujem s pregledom vloge neposrednih investicij na trgu zasebnega kapitala. Komanditne družbe predstavljajo 80 % investicij zasebnega kapitala in dejansko vse investicije zasebnega kapitala preko posrednikov. Vendar je približno 20 odstotkov investicij zasebnega kapitala opravljenih neposredno s strani institucionalnih investitorjev. Ta odsek opisuje koristi neposredne investicije in komplementarnost med neposrednimi investicijami in investicijami sklada. Opazimo lahko, da je neposredno investiranje za institucionalne investitorje smotrno, ker skladi dosegajo visok nivo investicijske aktivnosti, kar prinaša priložnosti za institucionalne investitorje, in ker so se institucionalni investitorji sposobni učiti iz teh priložnosti skozi njihove odnose z GP-ji.

4.5.1 Soinvesticija

Soinvesticije so neposredne investicije v podjetja v portfelju s strani LP-jev poleg skladov zasebnega kapitala. V običajnem primeru LP-ji kupijo vrednostne papirje pod enakimi pogoji kot sklad, ampak ne plačajo nič managerske provizije ali udeležbe v dobičku. V bistvu soinvestitorji pridobijo koristi od GP-jevih upravljalških aktivnosti z nič stroški. Če bi bilo možno sestaviti dobro diverzificiran portfelj soinvesticij, bi soinvestiranje prevladalo nad

skladovim investiranjem. Vendar so v praksi omejene priložnosti soinvesticij in so izven kontrole institucionalnih investitorjev.

Priložnosti soinvesticije so nastale, ko so GP-ji potrebovali dodatne investitorje, da zaključijo posel. Iz tega razloga vidijo investitorji soinvesticije prej kot sredstvo za zviševanje donosov sklada kot alternativo skladovi investiciji. Veliko institucionalnih investitorjev meni, da je priložnost za soinvestiranje ključni dejavnik pri odločanju, v kateri sklad naj vložijo.

Nekateri institucionalni investitorji vidijo soinvesticijo kot vstopnico za neposredno investiranje. Njihov glavni cilj je neposredna investicija v zasebni kapital. Soinvestiranje je zanje priložnost, da se izpostavijo in pridobijo znanje za investiranje v zasebni kapital – dejansko kot oblika pripravništva, navadno omogočeno s pozicijo partnerja (družbe zasebnega kapitala) v skladu. Za takšne investitorje je primarni razlog za nadaljnjo investiranje v sklad pridobitev dostopa do soinvesticij.

Za GP-je predstavljajo LP-ji, ki si pripravljene soinvestirati, fleksibilni vir sredstev za zaključevanje poslov. V tem pogledu sta soinvestiranje in sindiciranje substituta. Koristi sindiciranja za GP-ja so bile že omenjene. Prva korist je ta, da so GP-ji drugega sklada v sindikatu aktivni investitorji, zmožni kritičnega ocenjevanja poslov vnaprej ter skrbi za dragoceno poinvesticijsko spremljanje in nudenje svetovalnih storitev. Druga korist je ta, da sindiciranje predstavlja uslugo, za katero se bodo drugi GP-ji lahko čutili dolžni vrniti, kar izboljšuje prvemu GP-ju prihodnje investicijske priložnosti. Soinvesticija pa na drugi strani ustvarja dobro ime med LP-ji, kar izboljšuje možnosti, da bodo pripravljene vlagati v GP-jev naslednji sklad. Prav tako so LP-ji manj zahtevni soinvestitorji kot drugi skladi, saj imajo slednji ponavadi mnenje o tem, kako naj bodo posli strukturirani. Potemtakem je izbira med sindiciranjem in LP-ji kot soinvestitorji odvisna od zmožnosti in pripravljenosti LP-jev za soinvestiranje, vrednosti recipročnih prihodnjih koristi, ki jih LP-ji in ostali GP-ji lahko ponudijo, in GP-jeve primarne potrebe po sredstvih ali tudi investicijskih storitvah z dodano vrednostjo (na primer lokalno spremljanje).

4.5.2 Neposredna investicija vs. soinvesticija

V primerjavi s soinvesticijo zahtevajo ostale neposredne investicije od institucionalnih investitorjev, da opravljajo vse aktivnosti, ki bi jih normalno opravljali GP-ji sklada zasebnega kapitala: identifikacijo in strukturiranje poslov, spremljanje ter izhod iz investicij. Da lahko institucija postane neposredni investitor, mora med svojim osebjem imeti posameznike, ki opravljajo enake funkcije kot osebje družbe za upravljanje sklada zasebnega kapitala. Poleg tega mora neposredni investitor za vzdrževanje primerne razpršenosti ter zadostnega toka poslov in vezi z ostalimi investitorji zasebnega kapitala (vključno s skladi zasebnega kapitala) kontinuirano investirati za razliko od soinvestitorja, ki investira samo, ko se pojavi priložnost. V veliko primerih se neposredni investitor obnaša kot sklad zasebnega kapitala.

Prej smo ugotovili, da ob ostalih nespremenjenih stvareh pričakovani donosi soinvesticije presegajo pričakovane donose skladovih investicij. To ne drži za neposredne investicije.

Kljub temu, da se neposredni investitor izogne stroškom managerskih provizij in udeležbe v dobičku, pa nosi investicijske stroške, katerim je izpostavljen GP. Zato je donos neposredne investicije odvisen od znanja in učinkovitosti investicijskega osebja.

Tudi če ima nek institucionalni investitor visoko kvalificirane posameznike med osebjem, lahko institucija ne bo imela neposrednih koristi. Če je plačilo teh posameznikov enako kot plačilo, ki bi ga prejeli kot GP-ji, bodo posamezniki in ne institucija zaslužili presežne dobičke.

Obstaja nekaj razlogov, zakaj je lahko neposredno investiranje bolj donosno za institucijo kot investiranje preko neodvisnega posrednika. Prvič, ker institucija investira samo svoja sredstva, nima nobenih stroškov z zbiranjem denarja; za razliko od sklada zasebnega kapitala se lahko osebje osredotoča na svoje investicije. Drugič, investicijske odločitve niso omejene z omejitvami, določenimi v družbeniškem sporazumu. Tretjič, možne so koristi pri delitvi tveganja med institucijo in njenim osebjem, plačilo osebja je lahko vezano na uspešnost podjetij v portfelju, vendar ne v enaki meri kot pri managerjih skladov zasebnega kapitala; ker je osebje izpostavljeno manjšemu tveganju, lahko to zahteva nižjo (pričakovano) nagrado.

Finančne institucije včasih podpirajo in investirajo v svoje sklade zasebnega kapitala. To počnejo primarno zaradi izkoriščenja komplementarnosti med investiranjem v zasebni kapital in svojimi drugimi aktivnostmi (odkup nove izdaje vrednostnih papirjev v primeru investicijskih bank in na primer nudenje posojil v primeru komercialnih bank). Prav tako lahko podpiranje sklada generira nekaj stroškovnih prihrankov neposrednega investiranja; ker so finančne institucije pogosto veliki investitorji v svojih skladih, lahko imajo ti skladi nižje stroške zbiranja sredstev kot neodvisni skladi podobne velikosti.

4.5.3 Istočasna neposredna investicija in investicija v sklad

Večina investitorjev zasebnega kapitala, ki investira neposredno, investira tudi preko skladov. Deloma lahko to razumemo kot rezultat zmanjševanja mejnih donosov vsake aktivnosti, kjer si ti dve obliki investicije neposredno konkurirata za delež investitorjevih portfeljev. Tako kot skladi zasebnega kapitala se morajo institucionalni investitorji, ki neposredno investirajo, specializirati glede na tip in stopnjo investicije, panogo in regijo, saj ni ekonomično imeti skupine specialistov zasebnega kapitala za vsa področja. Investicije v sklad omogočajo investitorju razpršenost. Pogost dogovor je na primer neposredna investicija v tvegani kapital v kasnejši fazi razvoja, kombinirana z investicijo preko sklada tveganega kapitala v zgodnji fazi razvoja.

Vzporedna neposredna investicija in investicija preko sklada je tudi rezultat komplementarnosti med tema dvema področjema. Investicija preko sklada na eni strani dovoljuje investitorju, da se osebno sreča z veliko upravljalci zasebnega kapitala in soinvestira z njimi. Ti odnosi gradijo most do skupnosti zasebnega kapitala in pomagajo investitorju, da pridobi dostop do sindiciranih poslov. Pri tveganem kapitalu so ti posli pogosti pri kasnejših stopnjah financiranja podjetij v portfeljih skladov tveganega kapitala. Neposredna investicija pa na drugi strani omogoča institucionalnemu investitorju priložnost,

da investira poleg upravljalca zasebnega kapitala in iz prve roke opazuje njegovo učinkovitost. Med institucionalnimi investitorji je takšna izkušnja iz prve roke pomemben vir informacij, ki jih uporabijo pri odločanju, v kateri sklad investirati.

5 Donosnost investicij v zasebni kapital

Ker se sekundarni trg z investicijami v zasebni kapital še razvija in cene takšnih poslov niso razkrite, se pri računanju donosnosti raziskovalci zanašajo na zgodovinski denarni tok iz investicij sklada. V ta namen se uporablja interna stopnja donosa (angl. *internal rate of return* – IRR), ekvivalent javnega trga (angl. *public market equivalent* – PME), indeks donosnosti (angl. *profitability index*) ali multiplikator.

IRR je opredeljen kot diskontna stopnja, ki izenači sedanjo vrednost prihodnjih denarnih pritokov in odtokov oziroma sedanjo vrednost koristi in izdatkov. PME je definiran kot razmerje med sedanjo vrednostjo vseh distribucij denarja in sedanjo vrednostjo vseh vplačil (angl. *take-downs* ali *draw-downs*), pri čemer je vsakoletna realizirana donosnost delniškega indeksa javnega trga uporabljena kot diskontna stopnja. Indeks donosnosti se izračuna kot sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov glede na sedanjo vrednost začetne investicije.

Ljungqvist in Richardson (2003b) analizirata podatke o denarnem toku, priskrbljene s strani enega največjih institucionalnih investitorjev v zasebni kapital v ZDA med leti 1981 in 1993. Za oceno donosnosti sklada uporabita presežni IRR²² (angl. *excess IRR*) v odnosu do investicije v indeks S&P 500, kjer ugotavljata višjo donosnost v povprečju med pet in osem odstotkov na leto.

Gottschalg, Phalippou in Zollo (2004) analizirajo donosnost vzorca zrelih skladov zasebnega kapitala na osnovi indeksa donosnosti. V tem kontekstu dokumentirajo nižjo donosnost v odnosu do delniškega trga v višini 20 % v smislu neto sedanje vrednosti. Kaplan in Scholar (2005) analizirata niz podatkov, pridobljenih iz baze podatkov Thomson Venture Economics (TVE), ki vključuje 746 skladov med leti 1980 in 2001. Z uporabo ekvivalenta javnega trga (PME) prikažeta, da so povprečni donosi skladov dokaj blizu donosov S&P 500. Dejansko ugotovita, da so PME-ji v povprečju v rangu med 0,96 in 1,05.

Cochrane (2004) se z alternativnim pristopom osredotoči na nivo podjetja v portfelju. Uspešnost podjetij je merjena z uporabo niza podatkov, pridobljenih s strani baze podatkov Venture One, ki predstavlja podatke o stopnjah financiranja 7.765 podjetij. Po prilagoditvi rezultatov za pristranskost preživetja (angl. *survivorship bias*) avtor izračuna, da je povprečna donosnost enaka 59 % s standardnim odklonom v višini 107 %. Chen, Baiertl in Kaplan (2002) preiskujejo 104 sklade tveganega kapitala v TVE nizu podatkov, ki so bili likvidirani pred letom 1999. S predpostavko, da so vmesni denarni tokovi reinvestirani po IRR, ugotovijo povprečno donosnost v višini 45 % s standardnim odklonom 115 %. Rezultati so dokaj podobni tistim od Cochrane-a (2004), ki uporablja enako hipotezo reinvestiranja.

²² Presežni IRR je definiran kot IRR sklada minus donosnost indeksa javnega trga v obdobju od zaprtja sklada do konca življenjske dobe sklada.

Rouvinez (2003) predlaga drugačen pristop, in sicer na osnovi denarnega toka. S predpostavko, da so denarni tokovi reinvestirani po konstantni obrestni meri skozi čas, izpelje oceno tveganja in donosnosti za več kot sto skladov tveganega kapitala. Njegovi rezultati pokažejo letni povprečni donos v višini 14,3 % s standardnim odklonom 34,4 % za sklade zasebnega kapitala, ustanovljene med leti 1980 in 1990. Weidig in Mathonet (2004) podrobno analizirata profile tveganj (angl. *risk profile*) direktnega investiranja v podjetja v portfelju in investicij v sklade zasebnega kapitala med leti 1980 in 1998. Avtorja zaključita, da obstajajo koristi diverzifikacije za sklade in sklade skladov. Profil tveganj za sklad je relativno simetrično porazdeljen in verjetnost, da se bo dobilo povrnjenega manj kapitala, kot ga je bilo investiranega, je 30-odstotna.

V nasprotju s tovrstnimi razpravami, ki temeljijo na osnovi denarnega toka, je v več razpravah ocenjena donosnost skladov zasebnega kapitala na osnovi razkritih neto vrednosti sredstev. Bygrave in Timmons (1992) preučujeta sklade tveganega kapitala in ugotavljata povprečen IRR, osnovan na neto vrednosti sredstev v višini 13,5 % za obdobje 1974–1989.²³ Zanašanje na neto vrednosti sredstev povzroči pristranskost zaradi glajenja (angl. *smoothing*) knjigovodskih vrednosti. Getmansky, Lo in Makarov (2003) izpeljejo ekonometrični model časovne vrste, ki upošteva glajenje donosnosti kot rezultat nelikvidnosti podjetij v portfeljih. Avtorji prikažejo, da sta v takšnem procesu glajenja dejanska varianca in kovarianca donosnosti lahko višji kot pri donosnosti, izpeljani na osnovi knjigovodske vrednosti. Emery (2003) prenese to metodologijo na investicije v zasebni kapital in najde dokaze o zastarelih cenah²⁴ (angl. *stale prices*) donosnosti skladov zasebnega kapitala. V časovnem obdobje med 1986 in 2001 je razlika v povprečni letni donosnosti med buyout skladi in indeksom S&P 500 7,14-odstotna, medtem ko je ustrezna presežna donosnost za sklade tveganega kapitala in indeksom Nasdaq 7,45-odstotna.

Popolnoma drugačen pristop uporabijo Zimmermann, Bilo, Christophers in Degosciu (2004). Oni se osredotočijo na niz 229 javno trgovanih družb zasebnega kapitala. Na ta način se uporabi neposreden izračun donosnosti. Oni ugotovijo Sharpovo razmerje²⁵ (angl. *sharpe ratio*) v višini 1,5 za kotirajoče družbe zasebnega kapitala, kar je veliko več kot pri tradicionalnih vrstah premoženja. Prav tako izračunata pozitivno korelacijo med zasebnim kapitalom in MSCI World v višini 0,4 ter Global Bond Index v višini 0,02.

²³ Thomson Venture Economics in EVCA objavljajo četrtletne povprečne IRR-je, osnovane na neto vrednosti sredstev za ZDA in Evropo. EVCA poroča o kumulativni letni IRR, osnovani na neto vrednosti sredstev v višini 10,1 % za obdobje 1992–2002.

²⁴ Zastarele cene se pojavijo, ker imajo managerji, ki upravljajo nelikvidna sredstva, zmožnost glajenja cen. Posledica je podcenjena volatilitnost, ki se odraža v precenjenih donosih, prilagojenih tveganju (Kazemi & Schneeweis, 2004).

²⁵ Sharpovo razmerje je enako razliki med donosnostjo naložbe in donosnostjo netvegane naložbe, deljeno s standardnim odklonom donosnosti naložbe (Sharpe, 1994, str. 1). Rezultat je donosnost na enoto prevzetega tveganja.

6 Kako investitorji v zasebni kapital ustvarjajo vrednost

Pri preučevanju povečevanja vrednosti naložb v zasebni kapital se bom osredotočil na študijo, ki jo je v letih 2006 in 2007 izvedlo podjetje Ernest & Young. Ta študija preučuje 100 največjih izhodov iz naložb v zasebni kapital v Evropi, Severni Ameriki in Aziji. Glavna ugotovitev študije je, da največja podjetja v lasti skladov zasebnega kapitala poslujejo uspešneje kot primerljiva javna podjetja.

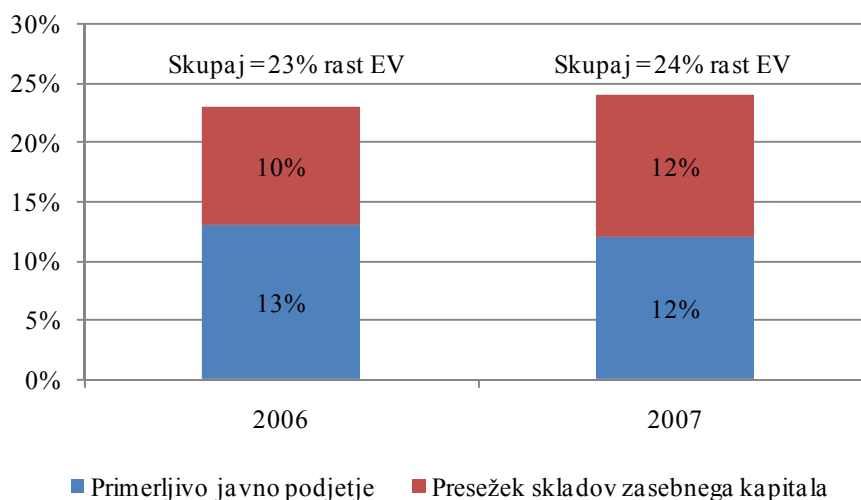
6.1 Ustvarjanje vrednosti

Zasebna podjetja, ki so jih skladi zasebnega kapitala prodali v letu 2007, so bila uspešnejša pri ustvarjanju vrednosti kot primerljiva javna podjetja. To se je pokazalo na podlagi rasti štirih ključnih finančnih mer: tržne vrednosti podjetja (angl. *enterprise value*²⁶, v nadaljevanju kratica EV), dobička (merjen z EBITDA), finančnih multiplikatorjev in produktivnosti.

Ugotovitve so sledeče:

- Povprečna letna stopnja **rasti tržne vrednosti** 100 največjih globalnih podjetij, ki so jih skladi zasebnega kapitala odprodali v letu 2007, je znašala 24 %, dvakrat več kot je znašala letna stopnja rasti primerljivih javnih podjetij (12 %).
- Podjetja, podprta z zasebnim kapitalom, so presegla primerljiva javna podjetja pri odprodajah vseh **velikosti**. Srednje veliki posli (500 mio–1 mrđ USD) so dosegali največjo povprečno letno rast tržne vrednosti v višini 30 %, kar je 17 odstotnih točk nad primerljivimi javnimi podjetji. Sledijo jim posli, manjši od 500 mio USD, katerih tržna vrednost je rasla s stopnjo 24 % (9 odstotnih točk več kot javna podjetja). Mega-posli v velikosti nad 1 mrđ USD so dosegali letno rast v višini 21 %, kar je 10 odstotnih točk več kot pri javnih podjetjih.

Slika 6: Rast EV podjetij, podprtih z zasebnim kapitalom, v primerjavi s primerljivimi javnimi podjetji v letih 2006 in 2007



Vir: Ernst & Young: How do private equity investors create value?

²⁶ Enterprise Value pomeni tržna kapitalizacija podjetja, povečana za neto dolg podjetja.

- Odprodaje naložb v zasebni kapital v letih 2006 in 2007 so po stopnji rasti tržne vrednosti presegle primerljiva javna podjetja v vseh glavnih **panogah** in na vseh **geografskih trgih** po svetu z izjemo severne Evrope. Največja rast tržne vrednosti je bila dosežena v Nemčiji, Franciji in južni Evropi v višini 29 %, pri čemer je v Nemčiji znašal presežek nad javnimi podjetji 20 odstotnih točk, v Franciji 13 in v južni Evropi 7 odstotnih točk. Med panogami so se kot najuspešnejša izkazala tehnološka in telekomunikacijska podjetja, saj je njihova tržna vrednost rasla z letno stopnjo 30 % v primerjavi z 10-odstotno rastjo tržne vrednosti primerljivih javnih podjetij.
- Glede na **prvotni izvor** podjetij v portfelju so največjo rast dosegala podjetja, kupljena od zasebnih lastnikov, katerih tržna vrednost je letno rasla s stopnjo 32 % (presežek 24 odstotnih točk). Sledijo jim izhodi iz podjetij, kupljenih od drugih skladov zasebnega kapitala, kjer je tržna vrednost rasla s letno stopnjo rasti 27 %, kar je 15 odstotnih točk nad primerljivimi javnimi podjetji. Najmanjši presežek rasti tržne vrednosti (3 odstotne točke) je bil dosežen pri kotirajočih podjetjih, ki so bila po prevzemu s strani sklada zasebnega kapitala umaknjena z borze, kar je zanimiva ugotovitev z vidika lastnikov javnih kotirajočih družb.
- Pri preučevanju **rasti dobička** in finančnih multiplikatorjev, dveh glavnih gonil rasti tržne vrednosti, je zgodba podobna. Ena ključnih mer rasti dobička, povprečna letna stopnja rasti EBITDA, je v podjetjih, ki so jih skladi zasebnega kapitala odprodali v letu 2007, znašala 16 % v primerjavi z 10 % pri primerljivih javnih podjetjih. V letu 2006 je ta rast znašala 12 % v primerjavi z 8 % pri javnih podjetjih. Podjetja, podprta s zasebnim kapitalom, so prav tako prikazala fundamentalno prednost pri rasti finančnih multiplikatorjev.
- Preučevanim podjetjem je narasla tudi **produktivnost**. Prihodki na zaposlenega podjetij v lasti skladov zasebnega kapitala so rasli s povprečno letno stopnjo rasti 7 %, kar je eno odstotno točko več kot v primerljivih javnih podjetjih. EBITDA na zaposlenega je rasel s povprečno letno stopnjo 12 %, kar je 4 odstotne točke več kot v primerljivih javnih podjetjih.
- Leto 2007 je bilo seveda vrh rastočega trga. Z visokimi cenami so skladi zasebnega kapitala dosegale visoke transakcijske multiplikatorje²⁷ pri odprodajah v letu 2007. Samo število izhodov je bilo nad pričakovanji, kar skladi zasebnega kapitala upravičujejo z ugodnimi tržnimi razmerami. Sposobnost izbrati ugoden čas za izhod in naložbo spretno prodati pa je eden od virov uspeha zasebnega kapitala, kar so pokazale tudi študije družbe Ernest & Young. Še vedno je prodaja v času visokih transakcijskih multiplikatorjev ena plat zgodbe. Uspeh zasebnega kapitala je osnovan tudi na poslovnih fundamentih in ne samo na izkoriščanju tržnih razmer. Ustvarjena vrednost v 100 globalnih odprodajah podjetij je vidna tudi po prilagoditvi za tržno evforijo, ki je dvigovala cene.

²⁷ Transakcijski multiplikator = EV/EBITDA

- Pri največjih odprodajah naložb v zasebni kapital v letu 2007 lahko več kot polovico rasti finančnih multiplikatorjev pripišemo uspehu strategij, implementiranih pod lastništvom zasebnega kapitala. Strateško repositioniranje na bolj privlačna področja, reference o izboljšanih dobičkih in denarnih tokovih, prikaz boljših možnosti rasti, dogovori o povečevanju določenih denarnih tokov - vse to je poleg tržnih razmer pripomoglo k rasti multiplikatorjev. Skratka, skladi zasebnega kapitala so prodali boljša podjetja, kot so jih kupili.

6.2 Strategije ustvarjanja vrednosti

Diferenciranje med različnimi investicijskimi strategijami je posebej uporabno pri razumevanju uspeha skladov zasebnega kapitala. Preučevanje uspešnosti skozi investicijsko strategijo tudi pokaže prednosti in slabosti vsake strategije in na možno uspešnost podobnih strategij v prihodnosti.

Skoraj vsa podjetja v študiji podjetja Ernest & Young so bila prevzeta z eno od treh osnovnih investicijskih strategij. Medtem ko so vse tri strategije prinesle rast tržne vrednosti, ki je bila višja od primerljivih javnih podjetij, so priložnosti za ustvarjanje vrednosti variirale med posameznimi strategijami.

Veliko število podjetij – 47 % vzorca iz let 2006 in 2007 – je imelo za svoj cilj »**investirati v rast**«. Ta strategija proaktivno cilja na rastoča podjetja in/ali rastoče panoge. Takšne investicije v zasebni kapital so bile veliko bolj uspešne od primerljivih javnih podjetij na štirih ključnih področjih: rast EBITDA za 7 odstotnih točk; rast zaposlenosti in produktivnosti za 2 oz. 4 odstotne točke in rast tržne vrednosti za 12 odstotnih točk. V negotovi prihodnosti bodo rastoča podjetja z dobrimi referencami, posebej tista v necikličnih panogah, privlačila sklade zasebnega kapitala. Vendar tudi rastoča podjetja lahko pešajo v ekonomski upočasnitvi, kar povzroča precej težav pri določanju cene med prodajalci in kupci.

Druge investicijske strategije je bila »**povečevanje vrednosti primarne dejavnosti**«, kar je apliciralo 37 % podjetij v študiji. Takšne investicije, pogosto gre za korporativne odprodaje, so zahtevale strokovno znanje s področja preobratov in prestrukturiranja podjetij in so presegle primerljiva javna podjetja za 3 odstotne točke pri rasti EBITDA in za 10 odstotnih točk pri rasti tržne vrednosti. Tukaj se je pokazala spretnost skladov zasebnega kapitala pri povečevanju produktivnosti, medtem ko je bila rast zaposlenosti nizka. Takšne investicijske priložnosti se utegnejo pojaviti v težavnih ekonomskih časih, ko nepotrebna poslovna sredstva pristanejo na trgu, vendar so tovrstne investicije lahko bolj tvegane kot ostale in jih je težje financirati.

Tako imenovani »**kupiti in graditi**« posli, znani tudi kot »roll-ups«,²⁸ se pri dodajanju vrednosti podjetjem nanašajo na prevzeme in združitve. Samo 16 % izhodov v vzorcu je bilo prevzetih s to strategijo. Ta pristop pogosto zahteva plačilo strateške premije za kompatibilen prevzem. Medtem ko je bila rast EBITDA (17 %) in rast tržne vrednosti (25 %) hitra, je 40 %

²⁸ »Rollup« je investicijska tehnika, kjer investitorji (pogosto venture kapitalisti in hedge skladi) kupijo in združijo več manjših podjetij na istem trgu.

te rasti izhajalo iz prevzemov. Povečevanje multiplikatorjev in produktivnosti je bilo pri tovrstnih poslih omejeno, čeprav je, še posebej v ZDA, formula uporabe finančnega vzvoda v temeljnem podjetju (angl. *platform company*) z obvladovanjem stroškov znotraj »roll-up« prevzemov čez čas povečala produktivnost. Ugotovitve kažejo, da je bila večina strategij na osnovi prevzemov in združitvev implementirana uspešno ter da je ustvarila investitorjem donose.

6.3 Koraki ustvarjanja vrednosti

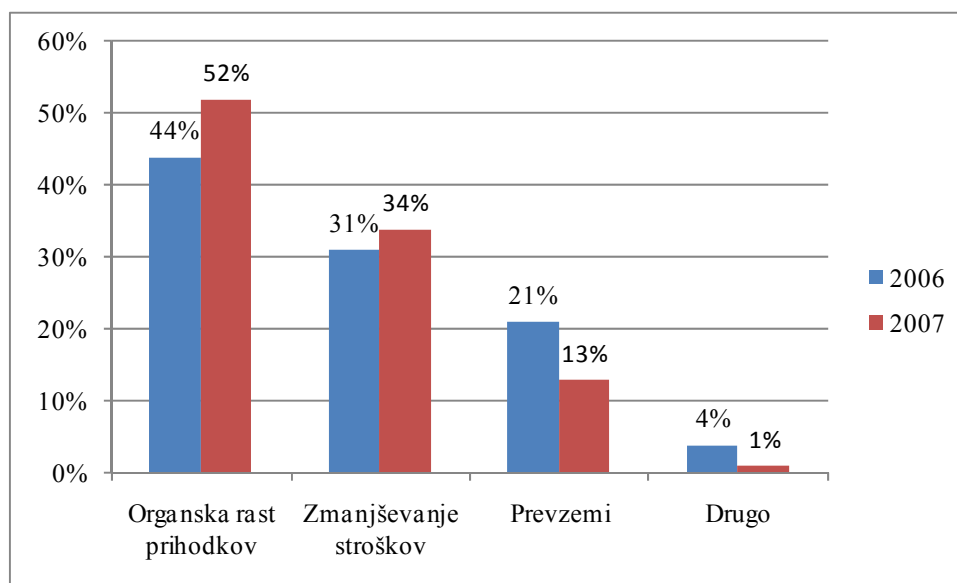
Poslovni model zasebnega kapitala ima jasen cilj: maksimalno povečati vrednost podjetja v omejenem časovnem obdobju. V nasprotju z javnimi podjetji, kjer lastništvo podjetja teoretično traja v neskončnost, skušajo skladi zasebnega kapitala prodati celoten delež podjetja, ki ga imajo v lasti. To oblikuje naložbo v zasebni kapital na vsaki stopnji. Skladi zasebnega kapitala previdno izberejo nekaj tarč, ki predstavljajo priložnost za aplikacijo modela zasebnega kapitala. Tekom obdobja lastništva je upraviteljstvo sklada strogo osredotočeno na izboljšanje tistih vidikov poslovanja, ki bodo povečali vrednost novim lastnikom. Uporaba finančnega vzvoda pomaga usmerjati to osredotočenost in disciplino. Prav tako so vzpodbude med investitorji in managementom izenačene.

Vzpostavljane strukture, v kateri tako investitorji kakor tudi ključni managerji delijo skupno lastniško vizijo in so motivirani, da maksimizirajo vrednost podjetja, je bolj kritično kot kakršnokoli poslovno interveniranje. V nekaterih najuspešnejših poslih v študiji je bila sprememba lastniške strukture vse, kar je bilo potrebno za izboljšanje podjetja. Kjer se domneva, da so spremembe nujne, prinaša zasebni kapital zelo efektiven nabor orodij in metod, ki so opisani v nadaljevanju.

- **Proaktivno kupovanje:** kupovati dobro ostaja ključni element uspeha zasebnega kapitala. Študija je pokazala, da je 82 % podjetij v vzorcu proaktivno izviralo iz odnosa z managementom podjetja tarče, stikov iz socialne mreže managerjev družbe za upravljanje ali iz sledenja podjetju in sektorju. Osredotočanje na posamezne sektorje je zelo pomembno, ker ustvarja prednost pri samem kupovanju in upravljanju. Še prej pa širok in podroben skrbni pregled, ki vključuje obširno analizo finančnih in ne-finančnih vidikov podjetja, pomembno vpliva na doseganje presežne donosnosti.
- **Spodbude in management:** spodbude, ki motivirajo managerje, da se obnašajo kot lastniki, so v samem jedru ponujene vrednosti (angl. *value proposition*) zasebnega kapitala. Imeti prave ljudi na pravih mestih je odločilno za uspeh. Upravljalci sklada zasebnega kapitala obdržijo višje managerje, ki so sposobni generirati rast vrednosti, in zamenjajo tiste, ki temu niso kos. Včasih nastavijo ekipe, s katerimi so delali v preteklosti. Privlačni spodbudni paketi omogočajo največjim družbam za upravljanje zasebnega kapitala, da najamejo in se učijo od najboljših managerjev na svetu. Zgodnje ovrednotenje obstoječega managementa – z odločitvijo, sprejeto več mesecev pred zaključkom posla – se je v študiji pokazalo kot najboljša praksa.

- **Agresiven poslovni načrt:** vztrajanje na ambicioznem, a še vedno dosegljivem poslovnem načrtu je bil eden od dejavnikov uspeha podjetij v študiji. Upravljalci sklada zasebnega kapitala poleg managerske ekipe ovrednotijo tudi poslovni načrt in ga po potrebi spremenijo. V najuspešnejših odprodajah je bila kvaliteta višjega managementa povezana s kvaliteto poslovnega načrta. V teh primerih so upravljalci ali obdržali obstoječi management in obstoječi poslovni načrt ali vpeljali nov management in nov poslovni načrt, s čimer so obdržali tesno povezavo med zasnovo in izvedbo.
- **Izboljšanje in rast poslovanja:** izboljšanje poslovanja je bilo kritično za največje odprodaje naložb v zasebni kapital v letu 2007. V globalnih odprodajah v letu 2007 je bilo lastništvo podjetij v portfeljih zaznamovano s strateško, managersko in operativno sposobnostjo, kjer je bilo osredotočanje na organsko rast pomemben element. Strategije, kot so geografska širitev poslovanja, izboljšana prodaja in uvedba novih proizvodov, so imele merljive rezultate. Investitorji v zasebni kapital so dosegali rast tudi s prevzemi in prestrukturiranjem.

Slika 7: Deleži posameznih načinov rasti in izboljšave poslovanja 100 največjih odprodaj naložb v zasebni kapital v letih 2006 in 2007



Vir: Ernst & Young: How do private equity investors create value?

- **Upravljanje:** investitorji v zasebni kapital uporabljajo unikatni, »hands on« model upravljanja, ki vključuje konstanten in oster nadzor, definirane cilje in terminski plan, disciplinirano sprejemanje odločitev ter obsežne resurse.
- **Realiziracija vrednosti:** prodati dobro je osrednja tema v ponudbi vrednosti zasebnega kapitala. Tako kot pri ostalih naložbah je tempiranje prodaje kritično.

Sklep

Skladi zasebnega kapitala predstavljajo unikatno obliko finančnega posredništva na finančnih trgih. Kupujejo večinske deleže v nekotirajočih podjetjih, kjer v daljšem časovnem obdobju držanja investicije preko svojih znanj in izkušenj razvijajo podjetje in mu dodajajo vrednost. Zaradi daljše dobe držanja investicije in njene relativne nelikvidnosti zahtevajo tovrstna posredništva tudi dolgoročne vlagatelje, kot so zavarovalnice, banke, pokojninski skladi ipd.

Pokazali smo, kako skladi zasebnega kapitala rešujejo težave asimetrije informacij in težave teorije agenta ter se na ta način tudi razlikujejo od ostalih finančnih posrednikov.

Reševanje problemov asimetrije informacij in agenta na nivoju posredništvo–izdajatelj zasebnega kapitala zahteva, da se upravljalci sklada lotijo intenzivnega pred-investicijskega skrbnega pregleda in po-investicijskega spremljanja. Prav tako se skladi zasebnega kapitala pri reševanju teh težav zanašajo na različne mehanizme izravnavanja interesov, ki vključujejo lastništvo managerjev v kapitalu podjetja, vrsto izdanega kapitala in pogoje v pogodbah o zaposlitvi managerjev.

Učinkovitost posredništva je odvisna tudi od tega, kako učinkovito so problemi asimetrije informacij in agenta rešeni na nivoju investitorji–posredništvo. Na trgu zasebnega kapitala igra dobro ime oz. ugled ključno vlogo pri reševanju problemov asimetrije informacij in agenta, saj je trg sestavljen iz majhnega števila akterjev, ki vedno znova medsebojno sodelujejo. Upravljalci sklada, ki ne uspejo ustvariti ugodnih referenc, lahko posledično postanejo nezmožni zbirati sredstva v prihodnosti ali sodelovati v investicijskih konzorcijih z ostalimi skladi. Drugi element reševanja teh težav je plačilo upravljalca sklada zasebnega kapitala, ki je urejeno tako, da upravljalec prejme omejeno plačilo za izvedbo in upravljanje investicij ter veliko plačilo v obliki udeležbe v dobičku.

Funkcionalni gradniki modela zasebnega kapitala – proaktivno kupovanje, izravnane spodbude in močan management, agresiven poslovni načrt, izboljšanje poslovanja in rast, upravljanje ter spretna prodaja – bodo bolj kot kadarkoli pomembni v prihajajočih mesecih in letih.

Prilagodljive strategije so že razvidne. Investitorji v zasebni kapital, ki pričakujejo, da bodo dlje držali naložbe, delajo na tem, da jih še izboljšajo in povečajo njihove dobičke. Kar se izhodov tiče, so možnosti prve javne ponudbe delnic omejene in prodajalci se raje obračajo na bogate multinacionalke, državne sklade in infrastrukturne sklade.

Raziskave kažejo, da so na izjemno ugodnem trgu odprodaj naložb v letu 2005 skladi zasebnega kapitala prodali veliko število podjetij, ki so jih kupili na prejšnjem vrhu trga v letih 1999–2000. To so bila dobra podjetja, ki so generirala zdrave rasti dobičkov, ampak so jih skladi držali dlje kot običajno, dokler niso zopet nastopili ugodni pogoji za odprodajo. Ta strategija bo najverjetneje uporabljena tudi v prihajajočih časih.

Če trenutni kreditni krč ne postane dolgotrajna recesija, imajo skladi zasebnega kapitala možnost, da usmerijo svoje energije v nadaljnjo ustvarjanje vrednosti in medtem čakajo, da se vrnejo ugodne tržne razmere.

Literatura in viri

1. Baker, G. P. & Wruck, K. H. (1989). Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buyouts: The Case of the O.M. Scott & Sons Company. *Journal of Financial Economics*, 25 (2), 163–190.
2. Barry, C. B., Muscarella C. J., Peavy, J. III & Vetsuypens, M. R. (1990). The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies. Amsterdam. *Journal of Financial Economics*, 27 (2), 447–471.
3. Baty, G., Bygrave, W., Chew, D., Finegan, P., Froot, K., Gray, T., Kensinger, J., Loveman, G., Magee, S., Martin, J., Petersen, B., Petty, W. & Wetzels, W. (1992). Roundtable on U.S. Risk Capital and Innovation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 4 (1), 48–78.
4. Bygrave, W., & Timmons, J. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Cambridge: Harvard Business School Press.
5. Chaplinsky, S. (2008) Private Equity Investments in Distressed Firms. Darden Case No. UVA-F-1412.
6. Chen, P., Baierl, G. T. & Kaplan, P. D. (2002). Venture capital and its role in strategic asset allocation. *Journal of Portfolio Management*, 28 (2), 83–89.
7. Cochrane, J. H. (2005). The risk and return of venture capital. *Journal of Financial Economics*, 75 (1), 3–52.
8. Diamond, D. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99 (4), 689–721.
9. Emery, K. (2003). Private equity risk and reward: Assessing the stale pricing problem. *Journal of Private Equity*, 6 (2), 43–50.
10. Fenn, G., Liang, N. & Prowse, S. (1995). *The Economic of the Private Equity Market (Staff study)*. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
11. Getmansky, M., Lo, A. W. & Makarov, I. (2004). An econometric model of serial correlation and illiquidity in hedge fund returns. *Journal of Financial Economics*, 74 (3), 529–610.
12. Gompers, P. A. (1993). Incentives, Screening, and Venture Capital: A Role for Convertible Debt. Unpublished working paper, University of Chicago.
13. Gompers, P. A. & Lerner, J. (1994a). An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership. Harvard Business School Working Paper No 95- 009.

14. Gompers, P. A. & Lerner, J. (1994b). Venture Capital Distributions: Inside Information, Downward Sloping Demand Curves, and Corporate Control. Unpublished working paper, University of Chicago and Harvard University.
15. Gompers, P.A. & Lerner, J. (1996). The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements. *Journal of Law and Economics*, 39 (2), 463–98.
16. Gorman, M. & Sahlman, W. A. (1989). What Do Venture Capitalists Do? *Journal of Business Venturing*, 4 (4), 231–48.
17. Gottschalg, O., Phalippou, L. & Zollo, M. (2004). Performance of private equity funds: Another puzzle? Working Paper, INSEAD-Wharton Alliance Center for Global Research & Development.
18. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305–360.
19. Jensen, M. C. (1989). The Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67 (5), 61–74.
20. Kaplan, S. N. & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence and capital flows. *The Journal of Finance*, 60 (4), 1791–1823.
21. Kazemi, H. & Schneeweis T. (2004). Hedge funds: stale prices revisited. Working paper, University of Massachusetts.
22. Leland, H. & Pyle, P. (1977). Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, 32 (2), 371–387.
23. Lerner, J. (1994a). ‘The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management*, 23 (3), 16–27.
24. Lerner, J. (1994b). Venture Capitalists and the Decision To Go Public. *Journal of Financial Economics*, 35 (3), 293–316.
25. Lerner, J. (1995) Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms. *Journal of Finance*, 50 (1), 301–318.
26. Ljungqvist, A. & Richardson, M. (2003). The cash flow, return and risk characteristics of private equity. NBER Working Paper 9454, Cambridge, ZDA.
27. Megginson, W. L. & Kathleen, A. W. (1991). Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, 46 (3), 879–903.
28. Metrick, A. & Yasuda, A. (2008). The Economics of Private Equity Funds. Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market.

29. Muscarella, C. J. & Vetsuypens, M. R. (1990). Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *Journal of Finance*, 45 (5), 1389–1413.
30. Opler, T. & Titman, S. (1993). The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow versus Financial Distress Costs. *Journal of Finance*, 48 (5), 1985–1999.
31. Palepu, K. G. (1990) Consequences of Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics*, 27 (1), 247–262.
32. Plummer, J. (1987). *QED Report on Venture Capital Financial Analysis*. Palo Alto, Calif.: QED Research.
33. Pratt, S. E. (1983) *Guide to Venture Capital*. Wellesley: Capital Publishing Corporation.
34. Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23–40.
35. Rouvinez, C. (2003). How volatile is private equity? *Private Equity International*, 6, 22–24.
36. Sahlman, W. (1990). The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27 (2) , 473–521.
37. Sharpe, W. F. (1994). The Sharpe Ratio. *The Journal of Portfolio Management*.
Najdeno 10.2.2009 na spletnem naslovu
<http://www.stanford.edu/~wfsarpe/art/sr/sr.htm>
38. Silver, A. D. (1985) *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*. New York, N.Y.: Wiley & Sons.
39. Avstralska centralna banka. Najdeno 7. marca 2009:
http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/FinancialStabilityReview/Sep2008/Html/Images/graph_14.gif
40. Ernst & Young. Najdeno 3. decembra 2008:
[http://www.ey.com/Global/assets.nsf/International/Private_Equity_Beyond_the_credit_crunch_global_study_of_2007_exits/\\$file/Private_Equity_Credit_Crunch.pdf](http://www.ey.com/Global/assets.nsf/International/Private_Equity_Beyond_the_credit_crunch_global_study_of_2007_exits/$file/Private_Equity_Credit_Crunch.pdf)
41. Investopedia. Najdeno 15. decembra 2008:
<http://www.investopedia.com/terms/d/dilution.asp>
42. Wikipedia. Najdeno 9. januarja 2009: http://en.wikipedia.org/wiki/Private_equity
43. EVCA - European Venture Capital Association. Najdeno 11. februarja 2009:
<http://www.evca.eu/>
44. Weidig, T. & Mathonet, P. Y. (2004). The Risk Profiles of Private Equity. SSRN Working Paper Series.

45. Weinberg, D. B. (1994) Structuring Issues for Investors in Venture Capital Limited Partnerships. *The Financier: Analyses of Capital and Money Market Transactions*, 1, 35–38.
46. Zimmermann, H., Bilo, S., Christophers, H. & Degosciu, M. (2004). The risk and return of publicly traded private equity. WWZ/Department of Finance, Working Paper No. 6/04.

Slovar slovenskih prevodov tujih izrazov

TUJ IZRAZ	SLOVENSKI IZRAZ
private equity	zasebni kapital
underwritten offering	prevzem izdaje
venture capital	tvegani kapital
non-venture capital	ne-tvegani kapital
limited partnership	komanditna družba
limited partner – LP	komanditist
general partner - GP	komplementar
economy of scope	ekonomija povezanih proizvodov/storitev
due diligence	skrbni pregled
turnaround partnerships	skladi za preobrat
public equity	javni kapital
private investments in public equity	zasebne investicije v javni kapital
short sale	kratka prodaja
leveraged buy-out - LBO	odkup z zadolžitvijo
covenants	zaveze
monitoring	spremljanje
deal flow	tok poslov
adverse selection	napačna izbira
earn out	izplačilo
certification premium	potrditvena premija
reverse LBO	obratni odkup z zadolžitvijo
dilution	razvodenitev
closing	zapiranje
investment pools	investicijski bazeni
partnership agreement	družbeniški sporazum
carried interest	delež v dobičku
out of the money	brez notranje vrednosti
deal fees	provizije za posel
rate of return – IRR	interna stopnja donosa
public market equivalent – PME	ekvivalent javnega trga
profitability index	indeks donosnosti
take-downs ali draw-downs	vplačila
excess IRR	presežni IRR
survivorship bias	pristranskost preživetja
risk profile	profil tveganja
smoothing	glajenje
stale prices	zastarele cene
sharpe ratio	sharpovo razmerje
enterprise value	tržne vrednosti podjetja
platform company	temeljno podjetje
value proposition	ponujena vrednost