

ŠTÁTNE INTERVENCIE A TRH PRIVATE EQUITY V STREDNEJ A VÝCHODNEJ EURÓPE

Elena Fetisovová, Eduard Hyránek, Ladislav Nagy

Kľúčové slová:

Európa, malé a stredné podniky, private equity, rizikové investície, rizikový kapitál, trh rizikového kapitálu, štátne intervencie

Key words:

Europe, small and medium-sized enterprises, private equity, risky investment, venture capital, venture capital market, state intervention

Abstrakt

Pôvodné chápanie termínu rizikový kapitál sa postupom času rozšírilo. Potvrdzuje to významný počet fondov v Európe a USA, ktoré boli špecializované výlučne na investovanie do počiatočného rozvoja. Diverzifikovali svoje investície a predmet svojej činnosti rozšírili na celý okruh rizikových investícií alebo sa zameriavali len na rozvojové financovanie. Zmena obsahu pojmu rizikový kapitál vlastne symbolizovala rozdelenie trhu rizikového kapitálu na dve časti: trh klasického rizikového kapitálu a trh rozvojového kapitálu. Rizikový kapitál predstavuje investíciu do základného imania podniku, ktorý nemá žiadnu históriu. Cieľom rozvojového kapitálu je financovať rýchly rast a realizáciu inovatívnych zámerov podnikov s históriou, ktoré nemajú dostatok kapitálu. Príspevok prezentuje rôzne názory o štátnych intervenciách na trhu private equity. Významná pozornosť je venovaná predpokladom vývoja formálneho trhu private equity v strednej a východnej Európe. Budúci rozvoj trhu private equity v krajinách daného regiónu závisí od miery dosahov globálnej recesie a od predpokladov efektívneho fungovania trhu. Značný objem nazhromaždeného kapitálu pred krízou ešte len čaká na investovanie, a preto nemôžeme v súčasnom období očakávať drastickú recesiю trhu rizikového kapitálu v štátoch analyzovaného regiónu.

Abstract

Primal comprehension of risk capital has been enlarged gradually in the course of time. It is approved by significant amount of funds in Europe and in the USA, which was explicitly specialized for investing in initial development. They diversified their investments and enlarged the subject of their activity to all sphere of risk investments, or focused in development financing only. Change of concept of a meaning risk capital symbolized diversification market of risk capital into two parts: market of classic risk capital and market of development capital. Risk capital is investment in equity of enterprise, which is without history. Objective of capital development is financing of quick growth and implementation of innovative intentions of enterprise with history and without sufficiency of capital. Article presents a different opinion on state interventions at the market of private equity. Significant attention is devoted to development premises of private equity formal market in the middle and east Europe. Next development of private equity market in the countries of a respective region depends on measure of impact of global recession and on development assumptions of effective functioning of market. Before crisis sizeable volume of accumulated capital waits for investing, and therefore we can't expect to stubbing recession of risk capital market in the states of analyzing region now.

Úvod

Rizikový kapitál hrá dôležitú úlohu pri financovaní rýchlorastúcich malých a stredných podnikov, ktoré sú významným motorom každého národného hospodárstva. Prispievajú k zvyšovaniu inovačných aktivít, k rozvíjaniu konkurenčného prostredia, vytvárajú nové pracovné príležitosti a pomáhajú utvárať „stredný stav“, výraznú spoločenskú vrstvu, ktorej atribútom nie je iba vlastníctvo, ale aj určitý životný štýl (Fetisovová, 2004).

Štátne zásahy na trhu rizikového kapitálu sú založené predovšetkým na predpoklade nositeľov hospodárskej politiky, že alokačný mechanizmus trhu nie je optimálny. Tento trhový nedostatok je potrebné eliminovať štátnymi zásahmi. Súkromná sféra neposkytuje na konkurenčnom trhu dostatočný kapitál pre vybraný okruh podnikateľov a cenový mechanizmus nie je schopný tento stav vhodným spôsobom riešiť. Úlohou štátu je usmerňovať fungovanie trhu rizikového kapitálu a to buď:

- dodaním dodatočného kapitálu
- alebo presunom súkromného kapitálu do malých podnikov pociťujúcich nedostatok vlastných zdrojov financovania.

Prítomnosť štátu na trhu private equity je možné len v prechodnom období v prípade zlyhania trhu. Zásahy je možné uskutočniť len takým spôsobom, aby bolo zabezpečené prevzatie tejto úlohy trhom.

Spomalenie rastu rozvinutých krajín v poslednom období a sprísnenie regulácie trhu rizikového kapitálu zmenili orientáciu rizikových investorov v prospech rozvíjajúcich sa trhov strednej a východnej Európy. V dôsledku svetovej finančnej krízy sa však investičný rozvoj financovaný prostredníctvom úverov stal oveľa rizikovejším a trhy nášho regiónu sa dostali do menej výhodnej pozície oproti rozvinutým trhom bez ohľadu na vyššiu investičnú opatrnosť ako aj na vyššie bariéry pri získavaní dlhodobých bankových úverov. Vzhľadom k tomu, že významný objem kapitálu nazhromaždeného pred finančnou krízou ešte len čaká na investovanie, nemôžeme v súčasnom období očakávať drastickú recesiю trhu rizikového kapitálu v štátoch analyzovaného regiónu. „Zlatá epocha“ rizikových investícií sa však v dôsledku finančnej krízy skončila.

Príspevok si kladie za cieľ posúdiť rôzne smery ekonomického myslenia na štátne zásahy na trhu rizikového kapitálu a zhodnotiť determinanty vývoja inštitucionálneho trhu private equity v strednej a východnej Európe.

K dosiahnutiu stanoveného cieľa prispeli použité prvé pramene, najmä materiály Európskej asociácie rizikového kapitálu (EVCA), Európskej banky pre obnovu a rozvoj (EBRD) a výsledky doterajších výskumov zahraničných autorov.

1. Štátne intervencie na trhu rizikového kapitálu

Prvotným cieľom štátu je zvýšiť likviditu trhu rizikového kapitálu, ktoré by umožnilo zmiernenie kapitálovej medzery. Vlády uplatňujú rôzne riešenia na zvýšenie ponuky rizikového kapitálu pre začínajúcich malých a stredných podnikateľov. Sústava nástrojov sa však nepretržite mení. Štátne zásahy sa môžu uskutočňovať priamym a nepriamym spôsobom. *Nepriame nástroje* zahŕňajú predovšetkým otázky zákonného usmernenia a zdaňovania. Úverové a úrokové zvýhodnenia, ako aj záruky, znamenajú určitú cestu k *priamym nástrojom*, kam zaraďujeme zriadenie štátnych, verejných a zmiešaných fondov rizikového kapitálu. Veľmi heterogénnou intervencionistickou oblasťou je ovplyvnenie trhu rizikového kapitálu

prostredníctvom zdaňovania. Relatívna a absolútna veľkosť zdaňovania osobných a kapitálových príjmov môže významným spôsobom ovplyvniť aj presun úspor k inštitucionálnym investorom private equity. Veľmi citlivou oblasťou je dvojité zdanenie, t. j. zdaňovanie kapitálových príjmov. Jeho elimináciou sa môže pozoruhodne zlepšiť efektívny kapitálový presun z prebytkového do deficitného sektora.

Názory na úlohu štátu na trhu rizikového kapitálu sa v odbornej literatúre výrazne líšia. Existujú názory výslovne podporujúce štátne zásahy. Niektorí odborníci spochybňujú aj potrebu týchto intervencií, určitá skupina odborníkov upozorňuje na negatívne účinky niektorých zásahov. Je takisto veľmi diskutabilné aj posúdenie účinnosti štátnych intervencií, nakoľko nie sú k dispozícii dostatočné informácie.

Podľa zástancov štátnych zásahov (napríklad *Aernoudt*, 1999) je potreba úlohy štátu nevyhnutná. Zabezpečuje elimináciu kapitálovej medzery, pretože zmierňuje nedostatočný prístup malých podnikov k počiatočnému kapitálu. Treba vytvoriť vhodné programy, ktoré zvyšujú ponuku rizikového kapitálu súkromného sektora a prinútia rizikových investorov k rizikovejším malým podnikom, čím sa prispeje k zvyšovaniu zamestnanosti v inovatívnych malých podnikoch. Podľa predstaviteľov tohto smeru sú štátne zásahy na európskom trhu private equity potrebné aj preto, lebo Európa má prekonať výraznú konkurenčnú presilu voči USA. *Lawton* (2002) upozorňuje aj na to, že štátna pomoc na trhu rizikového kapitálu vytvára možnosť na legálnu podporu trhu.

Podľa odporcov štátnej účasti chýba aj samotný dôkaz na existenciu trhovej nedokonalosti, ktorá by potvrdila opodstatnenosť úlohy štátu (odborníci *Bank of England*, 2001). Absencia štátu totiž vyvolá distorziu na trhu, pretože financuje také projekty, ktoré súkromný kapitál zamietla z dôvodu neefektívnosti. Podľa nich štátna intervencia len zbytočne rozchádza zdroje štátneho rozpočtu.

Podľa autorov *Florida* a *Smith* (1993) trh rizikového kapitálu nepotrebuje žiadnu pomoc, pretože je schopný veľmi dobre reagovať na meniace sa trhové podmienky. Pokiaľ štát odstráni existujúcu kapitálovú medzeru v určitom segmente trhu private equity, prispeje k zhoršeniu reakčnej schopnosti trhu. *Leuleux* (1998) upozorňuje aj na to, že štát nie je schopný dostatočne chrániť práva rizikových investorov. Podľa neho trh rizikového kapitálu je menší v štátoch, kde štátne zásahy sú intenzívnejšie.

Najviac sú kritizované priame nástroje štátu na podporu trhu rizikového kapitálu, t. j. založenie verejných fondov rizikového kapitálu z prostriedkov verejných rozpočtov. Podľa *O'Shea* (1996) a *Leuleux* (1998) verejné fondy vytlačia súkromné fondy z trhu, čo vyvolá spomalenie rastu súkromných fondov a v konečnom dôsledku aj trhu rizikového kapitálu. Podľa *Lerner* (1999) zmiernením investičných požiadaviek verejných fondov rizikového kapitálu, môže štát financovať také perspektívne projekty, ktoré by boli vyhoveli aj súkromným investorom. *Manigart* a *Beuselinck* (2001) uskutočnili analýzu trhu európskeho trhu rizikového kapitálu. Z výsledkov nevyplývajú žiadne znaky tzv. *efektu vytlačania* súkromných fondov na kontinentálnom európskom trhu rizikového kapitálu.

Odporcovia štátnej intervencie (*Florida*, *Smith*, 1993; *Leuleux*, 1998) za najväčšie negatíva štátnej účasti považujú zneužívanie financovaných konštrukcií. Osobné a politické vzťahy a úmyselné zneužitie vedú k tomu, že finančná podpora formou vstupu rizikového kapitálu sa dostane k inému okruhu podnikateľských subjektov a nie k cieľovej skupine.

Leleux (1998) ďalej zdôrazňuje skutočnosť, že štátni investori a verejné fondy rizikového kapitálu sa nevedia správať ako skutoční súkromní rizikovní investori, chýba aj vhodný motivačný systém. Podľa neho štát preferuje predovšetkým väčšie, politicky citlivejšie podniky oproti začiatočným malým podnikom so zámerom rastu a inovatívnymi nápadmi zaručujúcimi technologický rozvoj. Vládna logika nie je totožná s ekonomickým myslením súkromných investorov, ktorí sa snažia racionálnym spôsobom diverzifikovať svoje portfólia (*Florida, Smith, 1992*).

V konečnom dôsledku je diskutabilné aj hodnotenie účinnosti vládnych programov rizikového kapitálu. Podľa *Eisingera* (1993) nie sú jednoznačne sformulované ciele. Podporné programy neobsahujú také kritéria, ktoré by umožnili sledovať efektívnosť implementácie programov rizikového kapitálu. Chýbajú aj údaje, ktoré sú potrebné na hodnotenie výkonnosti verejných fondov rizikového kapitálu. Úspešnosť podporných programov v jednotlivých štátoch je veľmi ťažké porovnať, pretože ciele sú veľmi rozmanité, absentujú tzv. indikátory úspešnosti programov a údaje sú niekedy nespoľahlivé.

Na základe konfrontácie jednotlivých smerov nemôžeme jednoznačne rozhodnúť, ktorá skupina autorov má presvedčivý argument. Trh rizikového kapitálu je vo väčšine európskych krajín priamo alebo nepriamo ovplyvnený štátom. Miera, obsah a spôsob intervencie závisí od hospodársko-politickej orientácie vládnucej strany ako aj od stavu konjunktúry. Najvýznamnejšiu váhu v Európskej únii však majú súkromní rizikovní investori. V štátoch strednej a východnej Európy vládne inštitúcie tvoria 30 % rizikových investorov, v Európe len 11,8 % (EVCA, 2009).

2. Vývojové etapy trhu rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe

Trh rizikového kapitálu v regióne strednej a východnej Európy nemá dlhú históriu v porovnaní s vyspelejšími štátmi Európskej únie. Úvery potrebné na realizáciu väčších investičných príležitostí boli prístupné takisto len od začiatku prelomu tisícročia. Vzhľadom na tieto skutočnosti bol podiel rizikových investícií na hrubom domácom produkte (HDP) pozoruhodne nižší v porovnaní so západnou Európou. Rozdiely v hodnote tohto indikátora sa však postupne znížili. Vznik manažérskych odkúpení financovaných prostredníctvom bankových úverov totiž umožnil rizikovým investorom financovať aj také veľké podniky, ktoré v 90. rokoch ešte nemohli.

V sektore rizikových investícií strednej a východnej Európe existujú ešte významné rezervy. Podiel private equity investícií na HDP analyzovaného regiónu bol v roku 2002 len 0,054 %. V Európskej únii však investície predstavili 0,277 % hrubého domáceho produktu (*Karsai, 2009*), t. j. podiel investícií na HDP činil päťnásobok podielu v strednej a východnej Európe.

Nasledujúca tabuľka uvádza komparáciu hodnôt vyššie uvedeného indikátora v Európe a v krajinách strednej a východnej Európy (SVE).

Tab. 1 – Rizikové investície a ich podiel na HDP v rokoch 2007 – 2009.

Krajina	Rizikové investície v tisícoch €			Podiel investícií na HDP v %		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Bosna a Hercegovina	456	4 208	6 267	0,004	0,036	0,052
Bulharsko	563 374	90 477	184 003	1,950	0,265	0,543
Česká republika	182 368	434 553	1 396 299	0,143	0,294	1,017
Estónsko	36 316	14 972	4 507	0,232	0,093	0,033
Chorvátsko	7 150	100 875	28 154	0,017	0,213	0,061
Litva	23 654	63 084	997	0,111	0,273	0,005
Lotyšsko	151 661	0	1 183	0,531	0	0,004
Macedónsko	13 500	0	14 388	0,233	0	0,217
Maďarsko	214 682	476 104	213 637	0,209	0,422	0,223
Moldavsko	15 050	0	0	0,462	0	0
Čierna Hora	0	25 000	0	0	0,809	0
Poľsko	440 715	633 210	268 094	0,141	0,167	0,089
Rumunsko	318 089	289 371	220 881	0,239	0,205	0,189
Slovenská republika	24 700	31 145	0	0,040	0,046	0
Slovinsko	1 554	2 853	79 130	0,004	0,008	0,227
Srbsko	105 718	8 402	0	0,649	0,049	0
Ukrajina	245 021	305 745	38 244	0,230	0,232	0,045
SVE	2 344 007	2 479 998	2 455 783	0,190	0,201	0,239
Európa	71 445 012	52 674 787	22 690 468	0,570	0,394	0,181

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa *Central and Eastern Europe Statistics 2009*. Brussels: European Private Equity & Venture Capital Association, 2010. pp. 11.

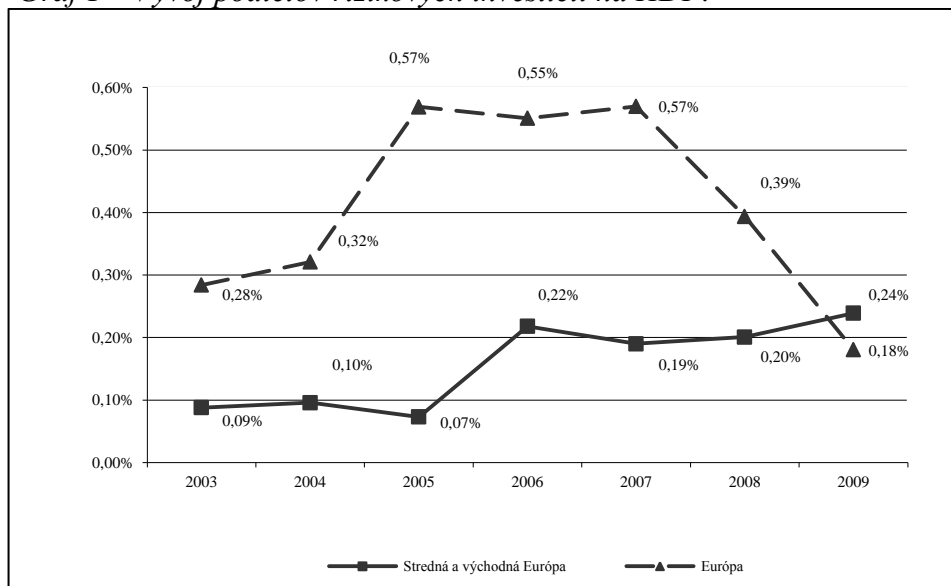
Na základe údajov tabuľky 1 môžeme konštatovať, že ostré rozdiely v relatívnych indikátoroch Európy a štátov strednej a východnej Európy sa postupne znižujú. Pri komparácii uvedených syntetických údajov však máme brať do úvahy, že vyššia hodnota niekoľko manažérskych odkúpení môže veľmi pozitívne ovplyvniť ročnú hodnotu celkových investícií. Ako príklad spomeňme len Bulharsko v roku 2007, kedy rizikové investície predstavovali 1,95 % HDP z dôvodu realizácie vyšších hodnôt manažérskych odkúpení.

Výsledky analýz private equity investícií v pomere k HDP ukazujú, že stredná a východná Európa už nepatrí pod európsky priemer. Kým podiel rizikových investícií na HDP strednej a východnej Európy predstavoval v roku 2007 len tretinu priemernej hodnoty Európy, situácia sa v roku 2009 obrátila.

V roku 2009 podiel private equity investícií na hrubom domácom produkte v regióne strednej a východnej Európy bol 0,239 %, a európsky priemer len 0,181 %. Táto hodnota (podobne ako to bolo v prípade Bulharska v roku 2007) je významne ovplyvnená výnimočnými private equity investíciami v Českej republike (malý počet veľkých investícií), kde rizikové investície sa medziročne zvýšili o 221 % oproti roku 2008. Private equity investície však zaznamenali v hlavných západných európskych trhoch pozoruhodný pokles. V dôsledku finančnej a hospodárskej krízy rizikové investície Európy poklesli o 56,62 % oproti roku 2008, čo v absolútnych sumách predstavuje 29,98 mld. €. Okrem toho aj Maďarsko, Poľsko a Ukrajina

zaznamenali podobný pokles private equity investícií, čo zdôrazňuje aj fakt, že vzostupný trend nie je typický pre celý región SVE. Pokiaľ porovnáme podiely rizikových investícií na HDP Európy a strednej a východnej Európy bez Českej republiky, zistíme, že v roku 2009 tento indikátor predstavuje 0,119 % v regióne SVE, t. j. len 65,75 % európskeho priemeru. Pre trh private equity SVE je typické, že investičná činnosť je vysoko koncentrovaná v piatich krajinách. Efektívnejšie fungujúce trhy má Bulharsko, Česká republika, Maďarsko, Poľsko a Rumunsko, ktoré „produkujú“ 93 % z celkovej hodnoty private equity investícií v strednej a východnej Európe. V týchto štátoch pôsobí totiž 73 % z celkového počtu spoločností rizikového kapitálu strednej a východnej Európy.

Graf 1 – Vývoj podielov rizikových investícií na HDP.



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Central and Eastern Europe Statistics 2009. Brussels: EVCA, 2010. pp. 11.

Je však zrejmé, že rok 2009 bol výnimočným rokom (graf 1). Úroveň investícií v analyzovanom regióne je nad európskym priemerom. Hoci rozsah trhu private equity v jednotlivých štátoch SVE klesá, ale tento pokles nie je taký markantný ako na západných európskych trhoch, investície v regióne strednej a východnej Európy zostali stabilné na 2,5 mld. € v roku 2009.

Na základe štúdie Európskej banky pre obnovu a rozvoj (*Transition report 2006: finance in transition*) môžeme vývoj trhu rizikového kapitálu strednej a východnej Európy rozdeliť do šiestich vývojových etáp.

Prvá etapa trvala od zmeny režimu až do polovice 90. rokov. V tomto období mali významné postavenie tzv. globálne fondy investujúce kapitál zahraničných vládnych organizácií a štátne fondy. Hodnota týchto štátnych fondov sa pohybovala okolo 50 mil. USD. V rámci transakcií mali významné postavenia aj investičné príležitosti v procese privatizácie.

Druhá etapa trvala do konca 90. rokov, ktorú charakterizovali najmä aktivity regionálnych fondov. Okrem toho boli založené aj menšie štátne fondy a niekoľko sektorových fondov. Fondy boli už väčšie, výška spravovaného kapitálu predstavovala 100 až 200 mil. USD. Investície sa orientovali na financovanie rozvoja podniku. Začala sa aj konsolidácia trhu rizikového kapitálu regiónu SVE.

Tretia etapa trvala až po vypnutí technologickej bubliny na prelome tisícročia. Epochu charakterizovala rýchla expanzia. Regionálne fondy mali naďalej väčšiu váhu. Do popredia sa však dostáva financovanie technologického rastu. Výška spravovaného kapitálu jednotlivých fondov dosiahla 250 – 300 mil. USD. Na trhu vystupovali predovšetkým inštitucionálni investori, ako investori veľkých finančných inštitúcií a investori regiónu SVE. Hlavnými financovanými oblasťami boli technológie, informačné technológie a médiá.

Podľa analýzy Európskej banky pre obnovu a rozvoj uskutočnenej v roku 2006 môžeme *štvrtú etapu* časovo vymedziť na roky 2001 – 2006. Toto obdobie je charakterizované racionalizáciou trhu private equity. V týchto rokoch sa vedľa regionálnych a štátnych fondov objavili aj špecializovaní investori. Financovanie sa rozšírilo na manažérske odkúpenia, financované boli i naďalej – ale už v menšej miere – podniky vo fáze rozvoja. Aj keď európsky trh private equity zaznamenal v týchto rokoch rýchly vývoj, prístup malých podnikov k externým zdrojom vo forme predštartovacieho a štartovacieho kapitálu zostal naďalej neriešeným problémom. Hlavnou orientáciou trhu private equity (v dôsledku zmiernenia rizika) sú investície do neskorších štádií rozvoja podnikov a financovanie špeciálnych typov akvizícií (management buy–out).

Šoky spôsobené finančnou a hospodárskou krízou v druhej polovici roka 2007 zásadne zmenili aj investičné rozhodnutia rizikových investorov, do popredia sa dostáva požiadavka diverzifikácie portfólia rizikových investícií. V dôsledku spomalenia rastu trhu private equity rozvinutých krajín a sprísnenia trhových regulačných opatrení investori boli nútení hľadať nové investičné príležitosti v iných krajinách. Najlepšou voľbou sa ukázali trhy strednej a východnej Európy, predovšetkým však trhy nových členských štátov EÚ. Ide totiž o menej rizikové krajiny s rastúcim trhom a novými investičnými príležitosťami, ktoré „z krátkodobého hľadiska menšou mierou pociťovali negatívne dopady finančnej a hospodárskej krízy“ (Karsai, 2009, s. 48).

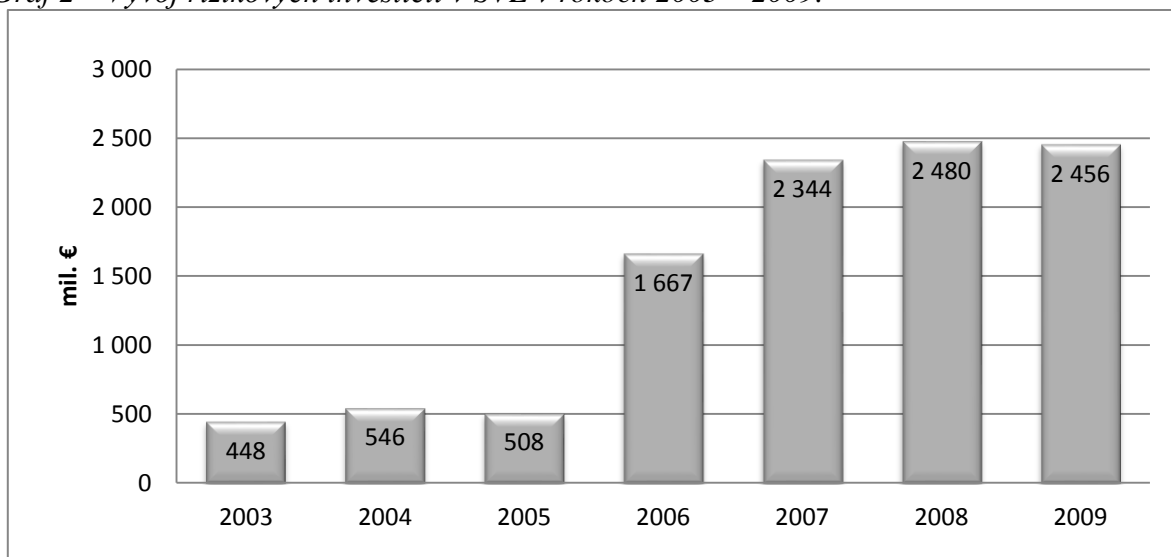
V *piatej etape* rozvoja trhu private equity SVE sa posilňoval proces zhromaždenia a investovania kapitálu v analyzovanom regióne (graf 2). V roku 2007 vznikol prvý a v nasledujúcom roku druhý regionálny fond s majetkom prevyšujúcim 1 mld. €. Progresívny rast hrubého domáceho produktu štátov daného regiónu a s tým súvisiaca vyššia spotreba, vybudovaná infraštruktúra a investičné príležitosti v konglomerátoch upevňujúcich svoje postavenia signalizovali lákajúcu úroveň výnosov pre potenciálnych investorov.

Začiatok *šiestej etapy* bol signalizovaný tým, že *private equity index dôvery* strednej a východnej Európy (Central Europe Private Equity Confidence Index) zverejnený poradenskou spoločnosťou Deloitte v júni 2008 ukázal zmenený názor rizikových investorov o danom regióne. V súlade s globálne zhoršujúcimi podmienkami trhu private equity pozoruhodne poklesla aj dôvera stredoeurópskych investorov. Index dôvery sa zostavuje od roku 2003, a to dvakrát za rok. Bázickou hodnotou je 100, ktorá zodpovedá hodnote za marec 2003. Významné zvýšenie sme mohli vidieť v apríli 2007, kedy private equity index nadobudol historicky najvyššiu hodnotu (159 bodov). V júni 2008 však hodnota indexu poklesla na 48 bazických bodov. Rizikovní investori totiž na začiatku predpokladali, že finančná kríza bude mať z krátkodobého hľadiska miernejší negatívny dopad na krajiny nových členských štátov a predpokladali aj intenzívnejší ekonomický rast oproti krajinám s rozvinutým trhom private equity. V skutočnosti sa však zhoršila dostupnosť dlhodobých úverov a znížila sa aj pravdepodobnosť stabilnej miery výnosu. Rizikové investície a s nimi súvisiace transakcie sa významne znížili, fondy rizikového kapitálu prestali investovať do

nových podnikov. Zvýšili len svoje podiely v podnikoch, ktoré boli pôvodne zastúpené v ich portfóliách.

V súčasnej dobe sa trh rizikového kapitálu strednej a východnej Európy nachádza na začiatku *siedmej etapy*. Na základe správy poradenskej spoločnosti Deloitte (*Leading the way or jumping the gun? Central Europe Private Equity confidence survey*) publikovanej na konci roka 2009 sa PE index strednej Európy zvýšil na 117 základných bodov, čo predstavuje oproti roku 2008 rast o 143 %. Ukazovateľ vypovedá o zvýšení dôvery potenciálnych rizikových investorov. Je to spôsobené aj určitou stagnáciou na trhu rizikového kapitálu analyzovaného regiónu, ktorú v porovnaní s veľmi negatívnym vývojom západného trhu private equity môžeme považovať aj za pozitívny jav (graf 2). V predchádzajúcich textoch sme spomenuli, že rozsah trhu private equity v niektorých štátoch SVE klesá (Pobaltské krajiny, Maďarsko, Slovensko, Poľsko, Ukrajina), tento pokles však nie je taký progresívny ako na západných európskych trhoch.

Graf 2 – Vývoj rizikových investícií v SVE v rokoch 2003 – 2009.



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa *Central and Eastern Europe Statistics 2009*. Brussels: EVCA, 2010. pp. 7.

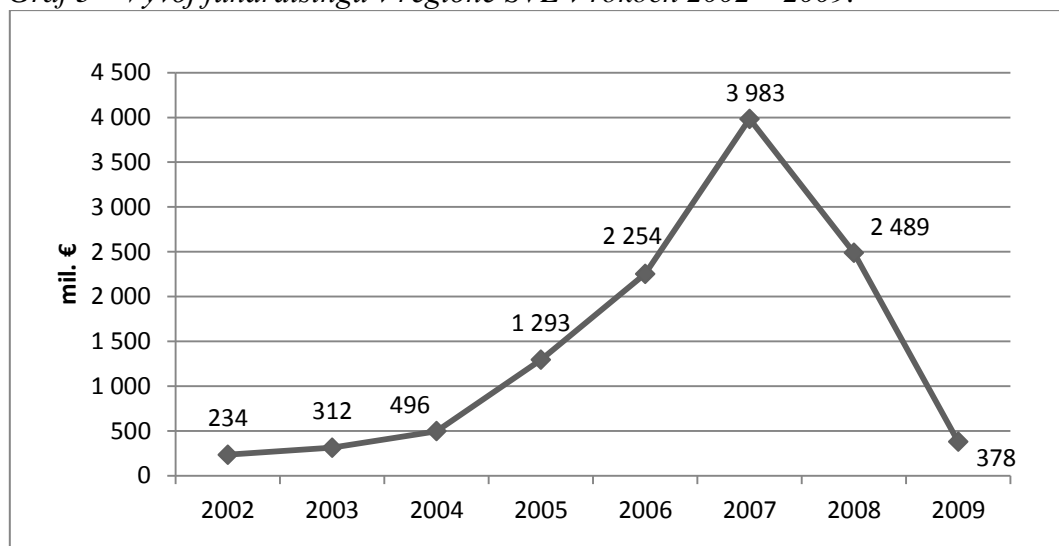
Kým v štátoch SVE sa v roku 2008 rizikové investície zvýšili o 5 %, Európa zaznamenala pokles o 27 %. Pokles bol vyvolaný poklesom investícií na trhoch západnej Európy. Určitú stagnáciu (graf 2) môžeme pozorovať na trhoch SVE v roku 2009. Rizikové investície sa znížili len o 1 %. Na druhej strane však investičné aktivity Európy poklesli o viac ako 57 %.

3. Rizikovní investori na trhu private equity v strednej a východnej Európe

Do podnikov SVE vstupuje predovšetkým zahraničný rizikový kapitál a private equity. Hodnota nazhromaždeného kapitálu v roku 2002 predstavovala len 234 mil. € a o dva roky sa zvýšila na 496 mil. €, čo je takmer 112 % nárast. Fundraising v rokoch 2005 až 2007 zaznamenal veľmi progresívny rast, ktorý znázorňuje aj graf 3. Na konci roka 2007 hodnota zhromaždeného kapitálu činila viac ako 3 983 mil. €, a tým predstavoval 17-násobok fundraisingu v roku 2002. Od tohto momentu sa však situácia zásadne zmenila. Trh private equity SVE vstúpil do šiestej fázy svojho vývoja, ktorú charakterizovala nízka dôvera rizikových investorov meranej pomocou PE indexu spoločnosti Deloitte. Zhromažďovanie rizikového kapitálu sa výrazne spomalilo a fondy prestali investovať do nových podnikov.

Fundraising pre regióny strednej a východnej Európy sa v roku 2009 znížil o 85 % oproti minulému roku a dosiahol len priemernú úroveň rokov 2003 a 2004 (378 mil. €). Tento pokles je však v súlade s priemerným 80 % poklesom európskeho fundraisingu z 81,4 mld. € na 16,1 mld. €. Proces zhromažďovania kapitálu sa v dôsledku finančnej krízy výrazne spomalil aj v štátoch SVE. Vzhľadom na veľký objem kapitálu fondov private equity, ktorý bol nazhromaždený ešte v období rokov 2005 až 2007, rizikové investície SVE zostali naďalej na stabilnej úrovni.

Graf 3 – Vývoj fundraisingu v regióne SVE v rokoch 2002 – 2009.



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Central and Eastern Europe Statistics 2009. Brussels : EVCA, 2010. pp. 4.

Istým problémom je však silná orientácia trhu private equity na financovanie špeciálnych typov akvizícií. Akútny nedostatok vlastných zdrojov financovania začínajúcich malých a stredných podnikov je naďalej otvorenou otázkou.

Kapitál fondov private equity v krajinách SVE pochádza väčšinou zo západoeurópskych a severoamerických štátov, podľa údajov za rok 2009 len 17,7 % bol domáci kapitál. Na stredoeurópskom trhu private equity vystupujú predovšetkým inštitucionálni investori. Podľa najnovších údajov EVCA (2009), približne 30 % rizikových investorov sú vládne inštitúcie, banky majú len o polovicu menej, 14 % zastúpenie v skupine rizikových investorov. Poistovne a fondy fondov majú rovnaký, 10 % podiel a obchodní anjeli (neinštitucionálni investori) cca. 10,5 %. Penzijné fondy a korporátni investori mali len nepatrný podiel.

4. Formy rizikových investícií v strednej a východnej Európe

Vplyv trhu rizikového kapitálu na rozvoj ekonomiky závisí od toho, v akej miere rizikový kapitál financuje štart a expanziu podnikania. Je to základnou podmienkou napomáhania inovačných aktivít v malých a stredných podnikoch. Rizikové investície v strednej a východnej Európe boli v počiatkoch zamerané na financovanie rozvoja podnikania. Podiel rozvojového financovania na rizikových investíciách v strednej a východnej Európe bol významnejší než na západe. Bolo to vyvolané predovšetkým rýchlym rastom ekonomík analyzovaného regiónu. V ostatných rokoch sa situácia zásadne zmenila v prospech

financovania akvizícií veľkých podnikov. Zvýšenie rizikových investícií je výsledkom markantného rastu transakcií súvisiacich s manažérskymi odkúpeniami.

Tab. 2 – Private equity investície v SVE a v Európe, 2009.

Formy private equity investície	Investície v strednej a východnej Európe		Investície v Európe	
	v tis. €	% podiel	v tis. €	% podiel
Predštartovací kapitál (seed)	1 561	0,1	144 093	0,6
Štartovací kapitál (start-up)	10 562	0,4	1 848 213	8,1
Financovanie neskoršieho rozvoja (later-stage)	31 295	1,3	1 829 421	8,1
Rizikový kapitál spolu	43 418	1,8	3 821 727	16,8
Rozvojový kapitál (expansion/growth)	390 861	15,9	4 493 697	19,8
Revitalizačný kapitál (turnaround)	6 800	0,3	683 160	3,0
Náhradný kapitál (replacement)	170 745	7,0	1 774 590	7,8
Manažérske odkúpenia (buyout)	1 843 960	75,1	11 917 294	52,5
Spolu v roku 2009	2 455 783	100,0	22 690 468	100,0
Spolu v roku 2008	2 479 998	–	52 674 787	–

Zdroj: *Central and Eastern Europe Statistics 2009*. Brussels: EVCA, 2010. pp. 13.

Z tabuľky 2 vyplýva, že fondy private equity v štátoch strednej a východnej Európy (podobne ako v západných krajinách Európy) sa zaoberajú hlavne financovaním špeciálnych typov akvizícií. Rozvojové financovanie má menší podiel (15 – 20 %). Štruktúra investovaného kapitálu sa v porovnaní s minulými obdobiami výrazne nemenila. Podiel predštartovacieho kapitálu v roku 2005 bol v Európe 0,2 % a SVE 0 %, podiel štartovacieho kapitálu 5 % v Európe a 1,8 % v SVE, podiel rozvojového kapitálu v Európe 21,8 %, v SVE 25,9 %.

Začínajúce malé a stredné podniky majú na základe vyššie uvedených údajov rok čo rok väčšie problémy pri získavaní alternatívnych externých vlastných zdrojov financovania. Napriek jednotlivým krokom Európskej únie zameraným na zmiernenie bariér malých a stredných podnikov na získavanie rizikového kapitálu (implementácia Akčného plánu rizikového kapitálu EÚ, zavedenie finančných nástrojov politiky malých a stredných podnikov EÚ – Fond pre rýchlorastúce a inovačné malé a stredné podniky, JEREMIE) sa situácia z pohľadu štatistických údajov nezlepšila. Potvrdila sa teda hypotéza druhej kapitoly o nižšej účinnosti štátnych zásahov. V duchu týchto skutočností, prístup k finančným zdrojom potrebným k založeniu, štartu a začiatočného rozvoja malých podnikov čoraz vo väčšej miere bude závisieť od atraktívneho fungovania neinštitucionálneho trhu rizikového kapitálu.

Dominantný 75 % podiel manažérskych odkúpení na private equity investíciách je výsledkom niekoľkých faktorov:

- pri financovaní špeciálnych typov akvizícií majú transakcie oveľa vyššiu hodnotu než pri financovaní expanzie podniku;
- financovanie veľkých a známych podnikov je menej rizikové v porovnaní s malými a strednými podnikmi;

- veľké investície boli z ekonomického hľadiska efektívne aj preto, lebo časť transakcií bolo možné financovať z úverov, ktoré boli zabezpečené majetkom už odkúpeného podniku;
- trhy rizikového kapitálu strednej a východnej Európy sa pridržovali aktuálnych svetových trendov na vyspelých európskych a svetových trhoch.

Pozitívny ekonomický vplyv rizikového kapitálu pociťovali hlavne jednotlivé odvetvia, do ktorých tento alternatívny zdroj vstupoval. V období tzv. internetového boomu dostali významný kapitál hlavne informačno-technologické odvetvia. Objem získaného kapitálu však bol oveľa nižší než v Spojených štátoch amerických alebo v západnej Európe. Na prelome tisícročia sa do popredia dostali určité oblasti telekomunikácie, káblovej služby a infraštruktúry. Rizikovní investori videli veľké príležitosti aj v takých oblastiach, ktoré sú úzko spojené so spotrebou obyvateľstva, napr. maloobchod, finančné služby, priemysel voľného času a zábavný priemysel.

Fondy private equity svoju pozornosť sústredili na telekomunikácie a médiá, pretože počítali s tým, že rastúci dôchodok obyvateľstva automaticky vyvolá rast dopytu po vyššie uvedených službách. Najväčší objem kapitálu sa do roku 2004 sústredil do telekomunikácií, na výrobu spotrebných predmetov, do sektora služieb a finančných služieb.

Najväčší objem kapitálu v roku 2009 vstúpil do podnikov produkujúcich spotrebné predmety (35 % private equity), do telekomunikácií (21,6 %) a do sektora finančných služieb (10,2 %).

5. Výhľady trhu private equity v strednej a východnej Európe

Budúci vývoj trhu private equity SVE závisí od miery dopadov svetovej recesie a od predpokladov efektívneho fungovania trhu v jednotlivých štátoch SVE. V dôsledku svetovej finančnej krízy sa rast financovaný z úverov stal synonymom rizikovosti. Rozvojové trhy vrátane trhov SVE sa dostali do úzadia oproti vyspelým trhom, a to aj bez ohľadu na vyššiu investičnú opatrnosť, na ťažšie dostupné rozvojové úvery a na vyššie úrokové sadzby. Stredná a východná Európa je mimoriadne bezbranná voči nepriaznivým vplyvom globálnej krízy, pretože práve tento región ukazuje najväčšiu závislosť do zahraničného kapitálu. Najrýchlejší prílev kapitálu bol práve tu. Tu je aj najväčší deficit bežného účtu platobnej bilancie, a tu je najtypickejšie, že banky sú v zahraničnom vlastníctve (*Karsai, 2009*). Významné rozdiely možno zároveň vidieť v intenzite ekonomického rastu, v miere zadlženosti a vo veľkosti domáceho dopytu jednotlivých krajín SVE. Zraniteľnosť jednotlivých ekonomík ďalej zvyšujú aj osobitné problémy (napríklad vysoká vonkajšia zadlženosť Maďarska, obrovská výška devízových úverov v Poľsku a Maďarsku alebo vysoký deficit bežného účtu platobnej bilancie v pobaltských krajinách).

Veľký objem kapitálu, ktorý bol nazhromaždený pred finančnou krízou, ešte len čaká na investovanie a preto nemôžeme v súčasnom období čakať drastickú recesiu trhu private equity SVE. Tvorba nových fondov sa však určite spomaľuje a znižuje sa aj objem rizikových investícií. Sprísnenie úverových podmienok pravdepodobne znižuje aj objem manažérskych odkúpení. Rizikovní investori v budúcnosti určite zmenia svoju politiku pri výbere potenciálnych partnerských podnikov. Môžeme počítať aj s tým, že rizikovní investori – podobne ako ich západoeurópski partneri – vylúčia zo svojho portfólia podniky takého odvetvia, ktoré sú silne závislé od zmeny konjunktúry. Z cieľovej skupiny rizikových investorov pravdepodobne vystúpia podniky stavebného priemyslu, automobilového

priemyslu, chemického priemyslu a médií (Vígh, 2008). Lákajúcou oblasťou však budú naďalej informačné technológie, telekomunikácie a sektor zdravotníctva.

Záver

Trh private equity strednej a východnej Európy počas svojho krátkeho fungovania prešiel významnými zmenami, o tom svedčia aj štatistické údaje Európskej asociácie rizikového kapitálu. Rizikové investície sa v štátoch strednej a východnej Európy zvýšili o 5 % v roku 2008, Európa však zaznamenala pozoruhodný pokles až o 27 %. Vplyvom globálnej krízy sa situácia zmenila. Kým na trhoch rizikového kapitálu SVE možno pozorovať istú stagnáciu, investície v Európe poklesli až o 57 % oproti predchádzajúcemu roku. Z pohľadu mechanizmu svojho fungovania, funkcie a efektívnosti sa trh rizikového kapitálu SVE viac podobá na západoeurópsky trh. Vzhľadom na dopady finančnej a hospodárskej krízy je otvorenou otázkou, či vývojový trend charakterizujúci predchádzajúce obdobia bude pokračovať alebo skončí významný záujem rizikových investorov.

Príspevok bol spracovaný na Katedre podnikových financií Fakulty podnikového manažmentu Ekonomickej univerzity v Bratislave v rámci výskumnej úlohy VEGA č. 1/1071/12 „Nové trendy v oblasti rozpočtovo-kapitálových a finančných rozhodnutí a vplyv na hodnotu podniku“.

Literatúra:

- [1] AERNOUDT, R. European policy towards venture capital: myth or reality? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 1999, Vol. 1, No. 1, s. 47-58. ISSN 1369-1066.
- [2] ATZMÜLLER, A.; GAEDKE, K.; GYENGE, E.; KROPF, M.; PINTER, G.; WEIGL, A. *Innovative Finanzierung im klein- und Mittelbetrieb*. Wien: Verlag für Technische Universität Graz, 2004. 200 s. ISBN 3-7041-0341-1.
- [3] *Central and Eastern Europe Statistics 2009. An EVCA Special Paper*. [on-line]. Brussels: European Private Equity & Venture Capital Association, July 2010. 36 s. [cit. 2011-04-12]. Dostupné na WWW: <http://www.psik.org.pl/new/docs/EVCA_CEE_Statistics_2009_July_2010.pdf>.
- [4] EISINGER, P. State venture capitalism, state politics, and world of high-risk investment. *Economic Development Quarterly*. 1993, Vol. 7, No. 2, s. 131-139. ISSN 0891-2424.
- [5] *EVCA Barometer*. [on-line]. Brussels: European Private Equity & Venture Capital Association, Issue 71 Spring 2010. 21 s. [cit. 2011-04-18]. Dostupné na WWW: <http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Barometer/April_2010.pdf>.
- [6] *EVCA Barometer*. [on-line]. Brussels: European Private Equity & Venture Capital Association, Issue 72 Summer 2010. 24 s. [cit. 2011-05-01]. Dostupné na WWW: <http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Barometer/September_2010.pdf>.
- [7] FETISOVOVÁ, E.; VLACHYNSKÝ, K.; SIROTKA, V. *Financie malých a stredných podnikov*. Bratislava: Iura Edition, 2004. 206 s. ISBN 80-89047-87-4.
- [8] FETISOVOVÁ, E. *Rizikový kapitál – alternatívny zdroj financovania podnikov*. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 2007. 96 s. ISBN 978-80-225-2289-2.

- [9] FETISOVOVÁ, E.; NAGY, L. Úlohy trhu rizikového kapitálu pri financovaní európskych malých a stredných podnikov. *Nová ekonomika*. 2007, roč. 6, č. 2, s. 15-21. ISSN 1336-1732.
- [10] *Financing of Technology-Based Small Firms*. [on-line]. London: Bank of England, February 2001, 106 s. [cit. 2011-04-15]. Dostupné na WWW: <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/financeforsmallfirms/hightech2001.pdf>>.
- [11] FLORIDA, R.; SMITH, D. F. Keep the Government Out of Venture Capital. [on-line]. *Issues in science and technology*. 1993, s. 61-68. ISSN 1092-120. [cit. 2011-05-22]. Dostupné na WWW: <http://www.creativeclass.com/rfcgdb/articles/1993-Issues_In_Science_And_Technology-Keep_The_Government_Out_Of_Venture_Capital.pdf>.
- [12] *Global trends in venture capital: 2009 global report*. [on-line]. Deloitte Touche Tohmatsu, 2009. 36 s. [cit. 2011-04-30]. Dostupné na WWW: <http://www.deloitte.com/assets/DcomGlobal/Local%20Assets/Documents/tmt_2009vdsurvey.pdf>.
- [13] KARSAI, J. Mit keres az állam a kockázati tőke-piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon) *Közgazdasági Szemle*. 2002. november, XLIX. évf., s. 928-942. ISSN 0023-4346.
- [14] KARSAI, J. Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció. *Közgazdasági Szemle*. 2007. december, LIV. évf., s. 1085-1112. ISSN 0023-4346.
- [15] KARSAI, J. Az aranykor vége. A kockázati tőke-ágazat fejlődése Közép-Kelet-Európában. *Közgazdasági Szemle*. 2009. január, LVI. évf., s. 46-68. ISSN 0023-4346.
- [16] LAWTON, TH. C. Missing the target: Assessing the role of government in bridging the European equity gap and enhancing economic growth. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 2002, Vol. 4, No. 1, s. 7-23. ISSN 1369-1066.
- [17] *Leading the way or jumping the gun? Central Europe Private Equity confidence survey*. [on-line]. Deloitte Central Europe, October 2009. 12 s. [cit. 2011-04-29]. Dostupné na WWW: <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-CzechRepublic/Local%20Assets/Documents/Private%20Equity/ce_private_equity_survey_Oct_09.pdf>.
- [18] LELEUX, B.; SURLEMONT, B.; WACQUIER, H. *State versus Private Venture Capital: Cross-Spawning or Crowding Out? A Pan-European Empirical Examination. Summary*. [on-line]. Babson College, 1998. [cit. 2011-04-28]. Dostupné na WWW: <http://www.babson.edu/entrep/fer/papers98/XXII/XXII_D/XXII_D.html>.
- [19] LERNER, J. The government as venture capitalist: the long-run impact of the SBIR program. Summary. [on-line]. *Journal of Business*. 1999, Vol. 72, No. 3, s. 285-318. ISSN 0021-9398. [cit. 2011-04-19]. Dostupné na WWW: <<http://www.jstor.org/stable/10.1086/209616>>.
- [20] MAJKOVÁ, M. *Možnosti financovania malých a stredných podnikov v SR*. Brno : Tribun EU, 2008. 204 s. ISBN 978-80-7399-590-4.
- [21] MANIGART, S.; BEUSELINCK, CH. *Supply of Venture Capital by European Governments. Working Paper*. [on-line]. Gent: Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde, 2001. 27 s. [cit. 2011-05-19]. Dostupné na WWW: <http://www.feb.ugent.be/nl/Ondz/wp/Papers/wp_01_111.pdf>.
- [22] O'SHEA, M. Venture Capital in OECD Countries. *Financial Market Trends*. 1996, No. 63, s. 15-37. ISSN 0378-651X.
- [23] *Transition report 2006: finance in transition*. [on-line]. London: European Bank for Reconstruction and Development, 2006. 204 s. ISBN 978-1898802280-204. [cit. 2011-04-20]. Dostupné na WWW: <www.ebrd.com/downloads/research/transition/TR06.pdf>.
- [24] VÍGH, GY. ZS. A kockázati tőke válságreakciói. *Világgazdaság*. 2008. október 10., s. 13. ISSN 1418-1525.

JEL G24, G28, M13

doc. Ing. Elena Fetisovová, CSc.

Katedra podnikových financí
Fakulta podnikového manažmentu
Ekonomická univerzita v Bratislave
Dolnozemska cesta 1/b, 852 35 Bratislava
Tel.: +421 2 672 95 671
efetisov@dec.euba.sk

Ing. Eduard Hyránek, PhD.

Katedra podnikových financí
Fakulta podnikového manažmentu
Ekonomická univerzita v Bratislave
Dolnozemska cesta 1/b, 852 35 Bratislava
Tel.: +421 2 672 95 669
hyranek@euba.sk

Ing. Ladislav Nagy, PhD.

Katedra podnikových financí
Fakulta podnikového manažmentu
Ekonomická univerzita v Bratislave
Dolnozemska cesta 1/b, 852 35 Bratislava
Tel.: +421 2 672 95 659
ladislav.nagy@euba.sk