

Fondy private equity

Fondy private equity jsou jak ve světě, tak u nás stále oblíbenější. Čím jsou pro investory přitažlivé a jaká jsou naopak jejich největší rizika?

Jsem si jistý, že pokud by byl výnos pětiletého českého dluhopisu 10 % p.a., žádný takový článek by nevznikl. Jenomže on není. Proto stále častěji přemýšlíme o tom, do čeho investovat, když standardní třídy aktiv nic nenesou, nebo jsou neúměrně drahé. A v této, leckdy investorem neprobádané oblasti, se nacházejí mimo jiné i private equity investice. Bohužel ani tahle mince nemá jen rub, ale i líc. Kdyby měla jen rub, mohli bychom vzít všechny naše prostředky, nějaké si ještě půjčit a vložit je právě do private equity, slibované výnosy jsou totiž opravdu nadprůměrné. Nicméně takto snadné to samozřejmě není. Proto pěkně popořadě, čemu vlastně říkáme tímto magickým slůvkem private equity?

PRIVATE EQUITY

Pro účely tohoto článku si můžeme situaci velmi usnadnit – investicemi do private equity, neboli soukromého kapitálu, nazýváme investice do veřejně neobchodovaných společností v různé fázi jejich životního cyklu.

Můžeme tak „odstranit“ přibližně 50 000 společností, které jsou obchodované na trzích po celém světě a na které tyto fondy nebudou cílit. Private equity tak rozumíme fondy, které hledají soukromé společnosti, u kterých možná ještě nikdo nikdy neodhadoval jejich cenu, a záleží tak jen na stávajících majitelích, zda pro ně je případná nabídka na převzetí dostatečně atraktivní.

Povětšinou bude chtít fond převzít velký podíl v nakupované firmě, nadpoloviční většinu hlasovacích práv nebo alespoň relativně velký balík, který mu umožní spolupodílet se na řízení celé společnosti. A zde je první velký rozdíl od klasických akciových fondů, které známe. Ty totiž kupují vždy minoritní podíl, někde do 2 % z celkového počtu akcií. Na akciových burzách pak ještě narážíme na třetí skupinu fondů, a to jsou fondy, které mají naopak většinový podíl i ve veřejně obchodovaných společnostech. Mohou to být státní

fondy, penzijní fondy nebo například fondy svěřenské.

Fondové struktury mají samozřejmě ve světě mnohem delší historii a propracovanější podoby, než jsme zvyklí u nás. A těžko najdete nějakou známou americkou společnost, kde nebude mít největší podíl nějaký trust, penzijní fond nebo známá banka skrze své investiční nástroje, anebo Číňané.

Pokud jste mysleli, že Mark Zuckerberg figuruje mezi hlavními vlastníky Facebooku, musím vás zklamat. Z volně obchodovatelných akcií drží největší podíl investiční skupiny Vanguard (7 %) a Blackrock (6,2 %). Mark Zuckerberg ovládá společnost především z titulu akcií, které nejsou na volném trhu a podle posledních informací má hlavně 87 % hlasovacích práv. Nyní, když máme vymezenou pozici private equity fondů, pojďme si popsat jejich specifika:

Zprvė to budou v české platné legislativě vždy fondy kvalifikovaných investorů. Tedy fondy, které se řídí Zákonem o investičních společnostech a investičních fondech (ZISIF) a dalšími předpisy, a mají z toho vyplývající výhody i úskalí. Například nemusejí udržovat dostatek hotovosti, mohou se oceňovat jen jednou ročně, nemusí dodržovat diverzifikaci podkladových aktiv a mimo jiné jsou také určeny pro kvalifikovaného investora. Ten musí investovat minimálně ekvivalent 125 000 EUR, nebo 1 000 000 CZK, kdy ale musí jeho znalosti a způsobilost potvrdit administrátor fondu, případně ještě méně, pokud jeho investice do fondů stejného administrátora a obhospodařovatele překročí onen jeden milion korun.

Novelizací ZISIFu, která zmíněné menší investice umožnila, tak došlo k přiblížení těchto investic i menším investorům. Ale private equity fondy často stanovují minimální investici mnohem výše. Spíše mají zájem o úzký klub investorů. Mezi takové fondy se počítají i fondy skupiny Conseq, které jsou pak pro private equity fondy jednou protistranou, a naopak umí přiblížit investice velkých hráčů i investorům od zmíněného milionu korun.

Zadruhé, private equity fondy mají velmi dlouhý investiční horizont. To pár klientů odradí. Horizont je většinou kolem 7 až 10 let. Má to samozřejmě své důvody. Najít a koupit soukromý podnik, restrukturalizovat ho, najít mu odběratele, dodavatele, zefektivnit výrobu a nakonec ho prodat nikdy nebude otázkou měsíců. Tento parametr lze obejít jen velmi těžko. Útěchou investorům může být třeba průběžná výplata dividendy, nebo například možnost pravidelně prodat své akcie, pokud se objeví protistrana, případně je na někoho převést. Nový majitel ale musí vždy převzít závazky původního investora.

Tím se dostáváme k třetímu specifiku, kterým jsou tzv. capital calls, neboli vkladová povinnost po částech. Investice do fondu tak znamená na začátku většinou jen investorský závazek. Ten má ale právně velmi silnou váhu, pro investora by nesplacení tohoto závazku znamenalo postih podobný jako nesplacení vlastního kapitálu akciové společnosti. Capital call je pak investor vyzván k poslání prostředků, a to většinou ve velmi krátkém časovém intervalu – řekněme jeden měsíc.

Pro fond to má nespornou výhodu v tom, že počítá výkonnost až ze svolaných peněz. Investor naopak musí mít celý balík velmi likvidní, protože capital call může přijít kdykoliv, když se manažerovi fondu podaří dohodnout koupi podniku.

Začtvrté, likvidita fondů je velmi malá. Nečekejte denní ocenění, nečekejte ani měsíční. Standard v tomto odvětví je zveřejňování ceny jednou za rok. Také doprovodných zpráv, factsheetů a obecně jakékoliv komunikace od manažerů fondu je pomálu.

Oni prostě dělají svou práci, která je z velké části tajná – nemohou zveřejnit, jaký podnik se chystají koupit či prodat. A vám nezbyde, než si počkat na výroční ocenění. Pokud pomínu převoditelnost investičních akcií nebo jejich aukci, stejně se dozvíte, zda jste vydělali (a kolik to bylo) až na samotném konci dlouhého investičního horizontu fondu. Pro všechny private equity fondy tak mnohem více než u běžných fondů platí, že musíte mít absolutní důvěru v jejich obhospodařovatele.

PROČ PRIVATE EQUITY?

Akcie, některé dluhopisy, nemovitosti, dokonce i ropa, všechna tato aktiva v posledních letech silně rostou. Kde tedy hledají private equity fondy podhodnocená aktiva a

jsou vůbec tato aktiva podhodnocená? Americké akcie, měřeno indexem S&P 500, jsou od roku 2010 o 156 % výše. Dramatický je také pokles výnosu státních dluhopisů v posledních letech. V eurozóně, kde ještě nebylo ukončeno kvantitativní uvolňování, jsou výnosy 10letého německého dluhopisu o 90 % nižší než v roce 2010.

Nemovitosti se měří mnohem složitěji – nejsou burzovně obchodovatelné. Alespoň přibližným náhledem na jejich stav by mohl být index S&P Case-Shiller 20, který sleduje ceny nemovitostí ve dvaceti největších městech USA. Jeho průměrný roční zisk je 7,1 % za posledních pět let a 1,6 % za posledních deset let, což v sobě zahrnuje i nejhlubší hypoteční krizi v historii finančních trhů.

Standardní aktiva tak určitě levná nebudou. Kde brát ale jistotu, že zrovna soukromé podniky levné jsou? Výhodou pro správce private equity fondů je bezesporu to, že jejich trh se nedá snadno indexovat, neboli popisovat vývoj jeho ceny.

Proto s argumentem, že jsou i soukromé firmy drahé, těžko někdo obstojí. Svou povahou se jedná o velmi širokou skupinu společností, nelze je zaškatulkovat a indexovat stejně jako 10leté obligace konkrétního státu. Je ale možné podívat se na vývoj největších hráčů v tomto sektoru.

Apollo Global Management IX, investiční fond, který investuje do private equity téměř 25 mld. USD, přiznává velkou konkurenci i v tomto sektoru. Loňský rok byl navíc z pohledu načerpaných financí do private equity fondů rekordní, překonal i předchozí maximum z roku 2007. Jestliže je v konzervativním portfoliu nutné investory naučit, že si musí zvyknout na výnosy v desetinách procent ročně, u private equity fondů to bude obdobné. Jen se bavíme v jiných relacích a jejich manažeři upozorňují, že dosahovat 40 % p.a. není možné. Investoři by spíše měli počítat s výnosem jen lehce převyšujícím 10 %. Ale ani to není na dnešní dobu vůbec špatné.

Jaké jsou tedy hlavní body, které dělají z private equity fondů něco jedinečného? Mezi první výhodou nelze nezmínit onu „alternativnost“ private equity investic.

Jednoduše jde o to, že je zatím má málokdo v portfoliu, a přesto do něj určitě patří. Legislativa ČR v oblasti investičních fondů tak vlastně umožňuje investorům lepší diverzifikaci. Navíc je evidentní, že private equity investice budou korelovat se

zbytkem portfolia relativně málo (možná někdy i negativně).

A jak známe Markowitzovu teorii portfolia – zařazení nové složky, která nekoreluje se stávajícími investicemi v portfoliu, může způsobit růst očekávaného zisku při stejné rizikovitosti, nebo ještě lépe snížit rizikovitost, a tedy i volatilitu při zachování očekávaného zisku.

Minimálně ona nízká likvidita soukromých společností znamená, že jejich vývoj bude mnohem stabilnější než vývoj většiny veřejně obchodovaných společností. Důkazem může být i hypoteční krize, která se přelila skrz celý kontinent a ovlivnila velmi negativně i firmy, které s ní neměly vůbec nic společného, a ještě jim k tomu třeba rostly hospodářské výsledky. Na to se zkrátka na akciových trzích moc nehledí, když se prodává, prodává se hlava nehlava. Spekulantů pak spouští paniku, před kterou jsou private equity firmy částečně ochráněné. U soukromé firmy při nevýhodné tržní situaci zkrátka prodej a nákup odložíte na lepší časy.

Investoři ve střední Evropě mají navíc zásadní problém, pokud si chtějí koupit na veřejných trzích koš společností, který by odpovídal svým složením také rozložení tvorby HDP. Stačí pohled na pražskou burzu, kde převažují bankovní tituly, a naopak tam například nenajdete ani jednu farmaceutickou společnost (pomínou-li duální kotace).

A to je samozřejmě nevýhoda. Pokud budete chtít profitovat z aktuálního silného růstu zemí CEE, potřebujete vlastnit i společnosti, které zde dynamicky rostou. Private equity fondy jdou právě po těchto příležitostech a umožní vám tak dostat mnohem více z prosperujícího českého HDP.

AKTIVNÍ SPRÁVA A POPLATKY

Jak již bylo řečeno, manažeři fondů soukromého kapitálu mají na své společnosti mnohem větší vliv. A výsledkem je aktivní řízení společností, které v praxi znamená osobní přítomnost osob z fondu v daných firmách. Nejde tak o pasivní sledování výsledků, jako je tomu u klasických akciových fondů, ale o přímý vztah s firmou, o výměnu zkušeností, synergie, úsporu nákladů a sledování akvírované firmy na denní bázi.

Výměnou za to si účtují fondy mnohem vyšší odměny. Nad klasickou odměnou za obhospodařování, která by se měla pohybovat do dvou procent, fondy aplikují výkon-

nostní odměny a odměny obhospodařovatelům. Tam se bavíme o nízkých desítkách procent ze zhodnocení vašich prostředků, které si fond ponechává. Je potřeba zmínit, že je to běžná praxe. Oplátkou jsou obhospodařovatelé fondu většinou s vámi na jedné lodi a sami vlastní nějaký podíl, který není zanedbatelný. Standardní úroveň bývá kolem 2 % až 5 %. U těch nejsolidnějších fondů ale není výjimkou, že se podíl zakladatelů vyšplhá až třeba ke 40 % z celkového objemu fondu, jako například u JET I, investičního fondu, prvního fondu investiční skupiny JET. Podíl zakladatelů je vhodný zejména ve fázi, kdy je potřeba ukázat investorům, že z pohledu manažerů nejde o exit z daného podnikání, ale jen o převod jejich businessu do jiné, regulované podoby fondu kvalifikovaných investorů.

Právě skupina JET je jedna z mála, která již v českém prostředí píše v oblasti private equity fondů delší historii. Jejich první fond nashromáždil přes 3 mld. CZK a od založení zatím vydělává investorům 16 % p.a. (měřeno metodou IRR). Tím spíše mohou jeho manažeři spustit druhý fond JET 2, který bude opět investovat do průmyslových podniků a který bude cílit až na 5 mld. CZK celkového objemu.

Minimální investice bude 10 mil. CZK. Ale i menší investoři budou mít šanci se na vývoji fondu podílet, a to prostřednictvím JET 2, fondu fondů od společnosti Conseq. Jeho minimum je 1 mil. CZK, případně 100 000 CZK v kombinaci s jinými fondy stejného obhospodařovatele.

V případě, že je váš investiční horizont dostatečně dlouhý a private equity fondy nebudou tvořit zásadní část vašeho portfolia (řekněme do 10 %), určitě se po nějakém takovém fondu poohlédněte. Nabídka už je poměrně široká a vybírat se dá i pocitově, ať už jste fanouškem startupů či průmyslových firem. Navíc regulované fondy kvalifikovaných investorů umožňují velmi transparentní výběr vašich investic.

Jednoznačně se pak do vašeho portfolia dostane také něco hmatatelného, něco, co vás zvedne z křesla, pokud o tom budou hovořit v televizi. Něco, co vás donutí zastavit, když kolem fabriky budete projíždět svým autem. Byť rizika jsou značná a nikdo vám nemůže garantovat návratnost vložených prostředků, může vám alespoň garantovat emotivnější investování než v případě nákupu státního dluhopisu. ■

Tomáš Káhal

Conseq Investment Management