

David Busta
david.busta@hn.cz



Startupová party končí. Ukáže se, kdo umí skutečně hledat nové Apply

Zatímco start-upům vysychá financování, venture capital fondy do nich investující si zatím na nedostatek kapitálu nestěžují. Pokud bude ale na trzích současná situace trvat dlouho, začnou se stahovat investoři i z těchto rizikových fondů.

Loňské propady technologických akcií dolehly také na financování start-upů. Konkrétně ve Spojených státech se investice do těchto firem oproti roku 2021 snížily o třetinu. Šéfové venture capital fondů (VC) investujících do start-upů nakládají s kapitálem obezřetněji, byť sami zatím nedostatkem peněz od investorů netrpí. Současné fondy, které nyní staví portfolia, totiž vybraly od investorů kapitál ještě na přelomu let 2021 a 2022.

V horší situaci jsou ale investoři VC fondů, jimž se nyní uzavírá jejich životní cyklus. Na jeho konci se počítá například s tím, že se start-up uvede na burzu, fond prodá svůj podíl a výnosy pak pošle investorům. Podle Martina Hudečka, jenž v investiční skupině RSJ spravuje fondy investující do venture capital fondů, se ale zároveň otevřelo unikátní okno, které bylo na trhu naposledy v roce 2007, a přichází období oddělování zrna od plev.

„Ukáže se, které fondy umí vybírat start-upy, jež umožňují řešit složité a reálné problémy naší doby,“ říká Hudeček. Investice do venture capital fondů nabízí podle Hudečkova kolegy Vuka Vignjeviče dlouhodobý průměrný roční výnos 19 procent. Jde ale zároveň o jednu z nejrizikovějších investic. V současnosti má investiční skupina RSJ v portfoliích například technologická jména jako Manta, Codasip nebo Photoneo. Poslední jmenovaná firma stojí například za automatizovanými sklady společnosti Rohlík.

HN: Jaké výhody mají investice do vícera VC fondů?

MH: Naším cílem je rozkládat riziko, nesázet vše na jednu kartu. Vybíráme si více venture fondů, skrze které se kapitál dostává až na úroveň start-upů, a umožní nám to peníze rozprostřít do plochy. Naš kapitál tak pracuje v několika stovkách start-upů. To je pro některé investory atraktivnější než vsadit na jeden fond.

HN: Provádíte také koinvestice s těmito fondy přímo do start-upů?

VV: Část prostředků našich fondů je určena i na koinvestice. Má to ale svou specifickou funkci, neboť naším cílem není soupeřit s našimi VC fondy o přístup do start-upů ve fázi, kdy poskytují první investici. Vstupujeme až v pozdější fázi. V rámci jednoho portfolia jsme přes naše VC fondy zainvestováni až ve 250 společnostech. Dále máme vyčleněno 15 procent prostředků fondu na koinvestice, abychom investovali do 15 nejlepších start-upů z 250. Zpravidla v takovém případě vstupujeme ve fázi series B. Jde o to, že v této fázi už VC fond většinou dosahuje svého investičního limitu určeného na jeden start-up. My tak přebíráme práva pokračovat v dalších fázích.

HN: Do start-upů se investuje v několika fázích; proč tomu tak je?

MH: Na začátku firmy máte ideu. Této první fázi se říká pre-seed. Už v ní se najdou investoři, kteří jsou ochotni vám svěřit své peníze. Věří ve váš nápad a hlavně ve vás. Posléze začne start-up vytvářet tým, v němž pracují dva tři lidé, tato etapa je přechod z pre-seedu do seedu. Nejpozději na konci etapy seedu je pilotní produkt a první zákazníci, respektive tržby. V další etapě series A máte už zákazníky na více trzích. Už umíte dokázat, že je po produktu poptávka. Čím je pak projekt rozvinutější, tím víc je to matematika zdrojů. Čím více má zdrojů, tím více může start-up růst. Každá fáze je proto odlišná a start-up v ní má jiné potřeby a potřebuje investora s jinou expertizou a instinktem pro jiný typ byznysu.

HN: V jaké etapě přes VC fondy vstupujete do start-upů vy?

~
Nejlepší VC manažeři dosahují výnosu 30 procent a více ročně. Do jejich fondů chce investovat každý. Vzniká tak přetlak kapitálu a konkurence.

VV: Na začátku, ve fázích pre-seed až series A, většinou tedy v prvních pár letech života start-upů. Naše strategie je zaměřena na Evropu a tady podle nás dává největší smysl investovat v ranějších fázích. V těch dalších neperspektivnější firmy hledají jako partnery VC fondy z USA, které jim pomáhají s globální expanzí.

HN: V portfoliích máte jednorozce, tedy start-upy s hodnotou přes miliardu dolarů, jako Paddle nebo Productboard; považujete je za své nejlepší investice?

MH: My hrajeme hodně dlouhodobou hru. Jednotlivý úspěch je pouze potvrzení, že naše strategie funguje. Pro nás je proto úspěch, když spolupracujeme s týmem VC fondu, do něž můžeme opakovaně investovat. Jestliže tým VC fondu dělá dobře svoji práci a dosahuje dobrých výsledků opakovaně, znamená to, že máme partnera, na něž se můžeme spo-

lehnout. V portfoliu máme řadu fondů, s nimiž spolupracujeme dlouho, například Credo Ventures nebo Blossom Capital, a to považují za náš hlavní úspěch.

HN: Jsou nějaké znaky, které vám dokážou prozradit, že daný start-up má potenciál stát se jednorozcem?

VV: Odpovědnost za hledání těch nejlepších investičních příležitostí a, ano, i budoucích jednorozců necháváme našim partnerům – VC fondům. To by měla být jejich hlavní expertiza a přidaná hodnota. V ideálním případě nehledají nutně jednorozce, ale firmy, které mají šanci stát se globálně úspěšnými a vstoupit na burzu, kde nastává exit. Najít takovou společnost je složité, každý z našich portfoliových VC fondů vidí každoročně několik tisíc start-upů a zainvestuje jen do několika z nich, maximálně tak deseti.

Pokud se v portfoliu 30 firem objeví společnost, která následně dosáhne ohodnocení jedné miliardy dolarů a hlavně se při této hodnotě prodá nebo vstoupí na burzu, tak je to obrovský úspěch. A abych se vrátil k otázce, jak poznat budoucího jednorozce, tak záleží na fázi, ve které VC fond do firem investuje. Na začátku VC fondy sází na potenciál týmu daného start-upu a velikost trhu, který tým adresuje. V dalších fázích je to hlavně o rapidním, ale i neztrátovém růstu tržeb. Čím více start-up roste, tím více jsou za něj ochotni investoři zaplatit. Tak poznáte jednorozce – hodně roste.

MH: Dodal bych, že některé strategie k tomu, aby dosáhly dobrých výsledků, nepotřebují mít nutně v portfoliu jednorozce. Jde o menší fondy, jež spravují kapitál ve výši několika desítek milionů eur a investují ve velmi rané fázi, typicky pre-seedu. Často jsou úzce zaměřené, například na oblast bezpečnosti či nějaký specifický region. Jednorozec je důležitý zejména pro fondy, které spravují stovky milionů eur, ty už se bez něj neobejdou.

HN: Jak se vyhodnocuje u VC fondu jeho rizikovitost a potenciál výnosu? Jsou nějaká kritéria, od kterých se může investor odrazit?

VV: Obecně VC patří mezi nejrizikovější třídy aktiv. Je proto doporučováno sem alokovat menší množství aktiv (pět až šest procent). Někteří američtí institucionální investoři (např. univerzitní nadace) v uplynulých letech investovali i 20 procent aktiv, záleží tedy na dlouhodobé strategii. Výnos VC fondů se očekává na úrovni 30 procent ročně, což z pohledu doby investice je zhruba navrácení trojnásobku vložené částky. V posledních deseti letech je průměrný výnos v USA kolem 19 procent ročně. Je důležité zdůraznit, že většina návratnosti je tažena nejuspěšnějšími fondy. Specifikem VC fondů je totiž to, že úspěch vytváří další úspěch na rozdíl třeba od vybírání akcií. Když je VC fond úspěšný, tak jej vyhledávají schopní zakladatelé start-upů a takto se pak úspěch a výnosnost nabalují.

MH: Co se týče kritérií. Nejlepší VC manažeři dosahují opakovaně výnosu 30 a více procent ročně. Do jejich fondů tedy chce investovat každý. Vzniká tak ohromný přetlak kapitálu a konkurence. Accel, Index Ventures, Creandum, Cherry Ventures. To jsou fondy, do kterých se jen tak nedostanete. My si tedy budujeme kompetenci investovat o chvíli dříve, než se daný VC manažer či tým stanou hvězdou. Když dáme důvěru v něčí schopnosti v době, když ještě není na vrcholu, máme šanci budovat dlouhodobé a silné vazby. Tedy máme samozřejmě kritéria pro výběr VC fondů do portfolia, současně musíme počítat s tím, že oni mají svá kritéria pro výběr svých investorů. Mezi naše kritéria patří dlouhodobá práce daného člověka či týmu, jeho zasíťování do VC ekosystému, srozumitelná strategie a přidaná hodno-

ta pro zakladatele start-upů atd. V konečném důsledku totiž investujeme do člověka a týmu.

HN: Jaká je vaše zkušenost, musíte často přesvědčovat VC fondy, že jste ti správní?

MH: Jednoznačně a někdy se nám stane, že si musíme stoupnout do fronty. Prověřují si nás, zjišťují reference. Je pravda, že nyní se trend mění a řada investorů, která k VC fondům přistupovala oportunisticky, se stahuje. Myslím tím přístup, kdy do VC fondů investují jen proto, že to zrovna dobře vynáší a vypadá to jako snadno vydělané peníze. Pro nás je takové období ale lepší, protože naše strategie je dlouhodobá, investujeme prakticky bez ohledu na ekonomický cyklus a VC fondy to vědí.

HN: Liší se nějak zásadně přístup amerických a evropských VC fondů?

MH: Evropa samozřejmě není monolit. Jiná je situace v Londýně, v Praze nebo v Bukurešti. Klíčový rozdíl je především v množství akumulovaných znalostí, zkušeností a kapitálu. U nás teprve vzniká první generace úspěšných zakladatelů, v USA už je těch generací několik. A stejně je to s investory. Zkušenosti a získané znalosti jsou tím, co vytváří zásadní rozdíl, a ten se postupně snižuje.

HN: Kdo je Apple mezi VC fondy? Koho sledovat?

VV: Pokud budeme ve Spojených státech, tak za asi nejlepší fondy jsou považovány Sequoia Capital a Benchmark. Dosahují skvělých výsledků desítky let.

MH: Záleží ale také na tom, jaké fázi Applu mají dané VC fondy odpovídat. Pokud myslíte ambiciózní zavedenou firmu, jež chce být lídrem, tak za mě určitě Blossom Capital. Pokud myslíte Apple jako synonymum pro inovaci, nový přístup, odvahu, tak sem spadá třeba Plural, který hledá model VC fondu jako sítě jednotlivců, nebo z našeho portfolia fond Monfire, jenž vytipovává start-upy díky využívání analytických nástrojů a sběru ohromného množství informací. Prostě ti, co i na úrovni VC fondu přináší nový přístup a inspirují tak ostatní.

HN: Finanční trhy zažívají letos propady cen napříč aktivy; jak současná prostředí dopadá na venture capital? Co nyní nejvíce řešíte?

VV: Záleží na tom, z pohledu jakého fondu se na to díváte. Je velký rozdíl, jestli jde o situaci fondů zainvestovaných už před lety, nebo naopak o fondy, které se chystají investovat nyní. První skupina musí počítat s vyšší odpisovostí projektů s tím, že odejít z většiny pozic bude po nějakou dobu složité či nemožné, a dále také s korekcí valuací u firem v pokročilých fázích financování. Na druhou stranu, když teď máte fond napěchovaný kapitálem, tak pro vás současná situace může být výhodná. Na trhu je méně konkurence a jako fond máte více času na analýzu, prověřování start-upů a lze do nich vstupovat levněji.

MH: S kapitálem může být spojený ještě jeden problém. Ve fondu ho máte typicky zafixovaný na dlouhou dobu, třeba osm deset let. Zároveň platí, že investoři tam posílají prostředky, které jim fondy už poslaly zpět poté, co podíl ve start-upu odprodaly. Pokud ale k odprodejům nedochází a fondy žádají

~
Po roce 2007 přišlo krátké okénko, kdy se řešily hlavně inovace a jejich smysl. Myslím, že nás čeká to samé.

kapitál, musí investoři dodávat nový. Pokud by situace trvala déle než třeba tři roky, pak by mohl nastat hlubší odliv kapitálu z oblasti VC fondů. Mimo zmíněné si myslím, že také přišla příležitost oddělit zrno od plev. Ukáže se, které fondy umí vybírat start-upy, jež umožňují řešit složité a reálné problémy naší doby. Ukáže se, zdali splní svou úlohu přinášet inovace a nové Apply. Po roce 2007 přišlo krátké okénko, kdy se řešily hlavně inovace a jejich smysl. Myslím, že nás čeká to samé.

HN: Jakým způsobem se může VC fond dostat do problémů?

~
Doba přeje novým projektům. Bezpečnost, udržitelnost, energetika, stárnutí, zdravotnictví. Není obor, kde by nečekala příležitost.

větším rizikem rozpad týmu, rozhádaní se, energie směřovaná do politikaření, a ne směrem k portfoliu. Je to běh na dlouhou trať, tým musí zvládnout spolupráci po dobu třeba deseti let a všichni musí tvrdě pracovat. Selhání lidského faktoru je u VC největší riziko. A to platí i v případě, že fond rovná se jeden člověk. Může ztratit motivaci, změnit své životní poslání či prostě ztratit dech.

HN: Když budu chtít investovat do vašich fondů, s jakou částkou musím minimálně přijít, s čím bych měl počítat a nabíráte nové klienty?

sových nemovitostí, realitního developmentu či logistiky. Možnost diverzifikace v rámci celé investiční skupiny je pro nás zásadní.

HN: Když se podíváte na český trh, přibývá start-upů, které jsou zajímavé pro VC investory?

VV: V Česku jsme udělali investice do dvou VC fondů, oba však neinvestují jen v Čechách, ale v celé střední a východní Evropě. Skrze koinvestice jsme ale investovali i přímo do start-upů v Česku a na Slovensku.

MH: Měli jsme Cognitive Security, Apiary. Máme Mantu, Codasip, Photoneo a další. A,



MH: Statisticky více než polovina VC fondů nenaplnuje očekávání. Problémem může být, že nenajdou start-upy, do kterých investovat. Typicky se to stává třeba těm, kteří nemají zkušenosti, strategii a silnou značku, která je v našem oboru důležitá. A především nemají přidanou hodnotu. Proto o ně nestojí ty nejlepší start-upy, respektive jejich zakladatelé, což znamená, že fond musí snižovat lačku svých kritérií při výběru firem do portfolia. Další riziko je špatné rozložení kapitálu, kdy fond investuje třeba do 50 firem a pak zjistí, že nemá kapitál na investice do svého portfolia start-upů v pozdějších fázích. A přitom to je klíčový aspekt jeho strategie.

Největší riziko je ale určitě spojené s lidmi. Když VC fond tvoří tým lidí, kteří společně představují onu klíčovou hodnotu, tak je nej-

Manažeri Vuk Vignjevič (vlevo) a Martin Hudeček ze společnosti RSJ Investments. V portfoliích mají technologická jména jako například Manta, Codasip nebo Photoneo.

Foto: RSJ

MH: V investiční skupině RSJ velmi pečlivě hledáme své partnery, kteří jsou ochotni s námi spolupracovat na vícero projektech. Zájemce musí být schopen doložit původ investovaných peněz a splňovat kritéria kvalifikovaného investora. Každého známe osobně a chceme si být jisti, že spolu ladíme hodnotami, které vyznáváme. Jde o dlouhodobá partnerství, naši investoři jsou takzvaní friends & family. Tím, že nám svěří svůj kapitál, nám dávají velkou míru důvěry. Náš typický investor je úspěšný podnikatel, který vybudoval větší byznys, a ten mu generuje významný kapitál průběžně či daný byznys prodal a věnuje se správě svého portfolia. Obvykle k nám investují částky v jednotkách milionů eur, a to nejen do oblasti VC, ale také do private equity (investice do podílů ve firmách – pozn. red.), do výno-

ano, přibývá a Česko je pro investory atraktivní. Oproti Západu či Pobaltí máme ale stále kus cesty před sebou. Velký limit vidím třeba v univerzitách, prakticky tu chybí spin-offy z univerzit (firmy vzniklé při univerzitách na základě tamního výzkumu – pozn. redakce). Máme málo andělských investorů, kteří investují do nápadů, i když to se mění.

Talentovaní lidé z firem jako Productboard nebo Rohlík se se svými zkušenostmi začínou dostávat do pozic zakladatelů nových firem nebo přímo investorů. Dnešní doba přeje novým projektům tím, že jsou konkrétní problémy a témata, která je nutné řešit. To je obrovská výhoda pro začátek. Bezpečnost, udržitelnost, energetika, efektivita firem, stárnutí, zdravotnictví. Není obor, kde by nečekala příležitost.