

Univerzita Pardubice

Fakulta ekonomicko-správní

Rizikový kapitál a jeho vývoj v ČR

Ilona Ročňová

Bakalářská práce

2014

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2013/2014

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Ilona Ročňová**
Osobní číslo: **E11727**
Studijní program: **B6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Veřejná ekonomika a správa: Veřejná ekonomika**
Název tématu: **Rizikový kapitál a jeho vývoj v ČR**
Zadávací katedra: **Ústav ekonomických věd**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cílem práce je popsat vývoj rizikového kapitálu v České republice. Budou zkoumány především jeho zdroje a státní podpora. Bude provedena analýza úspěšnosti aplikace rizikového kapitálu ve vybraných ekonomických subjektech.

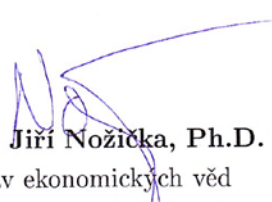
Zásady:

- Charakteristika rizikového kapitálu.
- Vývoj rizikového kapitálu v ČR.
- Zdroje financování a státní podpora rizikového kapitálu.
- Analýza úspěšnosti aplikace rizikového kapitálu ve vybraných ekonomických subjektech.

Rozsah grafických prací: -
Rozsah pracovní zprávy: cca 35 stran
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:

ČÍŽEK, Radomír. Investujte s českými experty: doporučení předních českých investorů: zkroťte krizi, ovládněte finanční trhy!. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 285 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4048-5.
DVOŘÁK, Ivan a Pavel PROCHÁZKA. Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital. Vyd. 1. Praha: Management Press, 1998, 169 s. ISBN 80-85943-74-3.
FORST, Vladimír a Ivan PILNÝ. Jak si říct o peníze: připravte se na svůj Den D. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2011, 248 s. ISBN 978-80-251-3350-7.
GADIESH, Orit a Hugh MACARTHUR. Private equity: lekcie a ponaučenia platné pre akúkoľvek firmu. Bratislava: Eastone Books, 2011, 142 s. ISBN 978-80-8109-179-7.
GRAHAM, Benjamin. Inteligentní investor. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 503 s. ISBN 978-80-247-1792-0.
HRDÝ, Milan. Hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů EU. Vyd. 1. Praha: Aspi, 2006, 203 s. ISBN 80-735-7137-4.
NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
SEÑOR, Dan a Saul SINGER. Start-up nation: příběh izraelského hospodářského zázraku. Vyd. 1. Praha: Aligier, 2011, 323 s. ISBN 978-809-0489-509.
SRPOVÁ, Jitka a Václav ŘEHOŘ. Základy podnikání: teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 427 s. ISBN 978-80-247-3339-5.

Vedoucí bakalářské práce:



Ing. Jiří Nožička, Ph.D.
Ústav ekonomických věd

Datum zadání bakalářské práce:

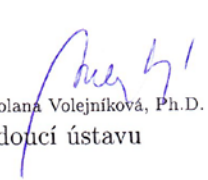
1. října 2013

Termín odevzdání bakalářské práce:

30. dubna 2014


doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.
děkanka

L.S.


doc. Ing. Jolana Volejníková, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 1. října 2013

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem tuto práci vypracovala samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využila, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byla jsem seznámena s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně.

V Pardubicích dne 30. 4. 2014

Ilona Ročňová

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych chtěla poděkovat svému vedoucímu práce Ing. Jiřímu Nožičkovi, Ph.D. za jeho odbornou pomoc, cenné rady a poskytnuté materiály, které mi pomohly při zpracování bakalářské práce. Dále bych ráda poděkovala svému příteli a naším rodinám, kteří byli v době vypracovávání práce mou velkou psychickou oporou.

ANOTACE

Bakalářská práce se zabývá v posledních letech stále častěji diskutovaným tématem – rizikovým kapitálem. Cílem první části je výstižně charakterizovat tento pojem a přispět tak k jeho porozumění mezi širokou veřejností, zejména mezi českými podnikateli. Za tímto účelem je rizikový kapitál, ve svém nejširším pojetí, rozdělen na typy podle fází podniku, do nichž investor vkládá své finanční prostředky. Pro pochopení investičního procesu jsou popsány jednotlivé subjekty působící na trhu rizikového kapitálu a vztahy mezi nimi. Práce popisuje také vývoj rizikového kapitálu v České republice a jeho státní podporu. V další části jsou charakterizovány významné fondy rizikového kapitálu investující do českých společností a je zde provedena analýza úspěšnosti aplikace rizikového kapitálu ve vybraných ekonomických subjektech.

KLÍČOVÁ SLOVA

financování, investice, rizikový a rozvojový kapitál, Private Equity

TITLE

Venture Capital and its Evolution in Czech Republic

ANNOTATION

The bachelor thesis deals venture capital. Aim of first part is aptly characterize this term and thus contribute to the understanding among the general public, especially among Czech venturers. For this purpose is venture capital, in its broadest sense, divided to types according to the company phases in which investor placing their financial resources. For understanding the investment process are described individual actors on the venture capital market and the relationships between them. The thesis also describes the evolution of venture capital in the Czech Republic and its state aid. In the next part are characterized significant venture capital funds investing in Czech companies and there is made an analysis of the success of the applying venture capital in selected companies.

KEYWORDS

funding, investment, Venture Capital, Private Equity

OBSAH

ÚVOD	10
1 CHARAKTERISTIKA RIZIKOVÉHO A ROZVOJOVÉHO KAPITÁLU	12
1.1 PRIVATE EQUITY	13
1.2 VENTURE CAPITAL.....	14
2 TYPY RIZIKOVÉHO A ROZVOJOVÉHO KAPITÁLU	16
2.1 PŘEDSTARTOVNÍ FINANCOVÁNÍ (SEED CAPITAL)	18
2.2 STARTOVACÍ KAPITÁL (START-UP CAPITAL).....	19
2.3 FINANCOVÁNÍ POČÁTEČNÍHO ROZVOJE (EARLY STAGE DEVELOPMENT CAPITAL)	20
2.4 ROZVOJOVÉ FINANCOVÁNÍ (LATER STAGE DEVELOPMENT – EXPANSION CAPITAL)	20
2.5 ZÁCHRANNÉ FINANCOVÁNÍ (RESCUE CAPITAL)	21
2.6 NÁHRADNÍ FINANCOVÁNÍ (DEBT REPLACEMENT CAPITAL).....	21
2.7 FINANCOVÁNÍ AKVIZIC (ACQUISITION CAPITAL)	21
2.8 MANAŽERSKÉ ODKUPY	22
2.9 PŘEKLENOVACÍ FINANCOVÁNÍ (MEZZANINE FINANCING).....	22
3 SUBJEKTY PŮSOBÍCÍ NA TRHU RIZIKOVÉHO KAPITÁLU	23
3.1 PRIMÁRNÍ INVESTOŘI RIZIKOVÉHO KAPITÁLU	24
3.2 FONDY VENTURE CAPITAL.....	28
3.2.1 <i>Právní forma</i>	29
3.2.2 <i>Životní cyklus fondů Venture Capital</i>	30
3.3 MANAŽERSKÉ SPOLEČNOSTI	30
3.4 KATALYZÁTOŘI.....	32
3.5 CÍLOVÉ SPOLEČNOSTI.....	32
3.5.1 <i>Předpoklady pro získání Venture Capital</i>	33
3.5.2 <i>Podnikatelský plán</i>	34
3.5.3 <i>Vztah mezi společností a investorem</i>	35
3.5.4 <i>Odchod investora (exit)</i>	35
4 VÝVOJ VENTURE CAPITAL.....	37
4.1 VÝVOJ V EVROPĚ	37
4.2 VÝVOJ V ČESKÉ REPUBLICE	39
4.3 SOUČASNÁ SITUACE V ČESKÉ REPUBLICE	40
4.3.1 <i>Rozložení Venture Capital v roce 2012</i>	41
4.3.2 <i>Srovnání evropských zemí</i>	42
4.4 STÁTNÍ PODPORA VENTURE CAPITAL V ČESKÉ REPUBLICE	43
4.4.1 <i>JEREMIE</i>	44
4.4.2 <i>Seed/venture kapitálový fond</i>	45
5 ANALÝZA ÚSPĚŠNOSTI APLIKACE RIZIKOVÉHO KAPITÁLU VE VYBRANÝCH EKONOMICKÝCH SUBJEKTECH.....	47
5.1 ZDROJE FINANCOVÁNÍ PODNIKU.....	47
5.2 VYBRANÉ UKAZATELE FINANČNÍ ANALÝZY PODNIKU	53
5.2.1 <i>Absolutní ukazatele</i>	53
5.2.2 <i>Ukazatele rentability</i>	54
5.2.3 <i>Ukazatele zadluženosti</i>	54
5.3 FONDY VENTURE CAPITAL.....	55
5.3.1 <i>3TS Capital Partners</i>	56
5.3.2 <i>ARX Equity Partners</i>	57
5.4 VÝBĚR PODNIKŮ	57
5.4.1 <i>Internet Mall, a.s.</i>	58
5.4.2 <i>Lanex a.s.</i>	62
5.5 ÚSPĚŠNOST APLIKACE VENTURE CAPITAL VE VYBRANÝCH SPOLEČNOSTECH	65
ZÁVĚR	67
POUŽITÁ LITERATURA.....	69

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Odlišná terminologie pojmu private equity	12
Tabulka 2: Zdroje financování společnosti podle jednotlivých fází jejího vývoje	17
Tabulka 3: Společnosti financované českými investory v roce 2012	41
Tabulka 4: Investice do českých společností	42
Tabulka 5: Výhody a nevýhody bankovních úvěrů jako zdroje financování společnosti	48
Tabulka 6: Výhody a nevýhody obchodních úvěrů jako zdroje financování společnosti	49
Tabulka 7: Výhody a nevýhody obligací jako zdroje financování společnosti	50
Tabulka 8: Výhody a nevýhody leasingu jako zdroje financování společnosti	50
Tabulka 9: Výhody a nevýhody faktoringu a forfaitingu jako zdroje financování společnosti	51
Tabulka 10: Výhody a nevýhody dotací jako zdroje financování společnosti	52
Tabulka 11: Řádní členové CVCA	56
Tabulka 12: Absolutní ukazatele společnosti Internet Mall, a.s.	59
Tabulka 13: Poměrové ukazatele společnosti Internet Mall, a.s. (v %)	60
Tabulka 14: Absolutní ukazatele společnosti Lanex a.s.	63
Tabulka 15: Poměrové ukazatele společnosti Lanex a.s. (v %)	64

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Finanční prostředky fondů PE v evropských zemích v roce 2012 (v mld. EUR).....	13
Obrázek 2: Rozložení Private Equity	14
Obrázek 3: Rozdělení investic podle odvětví v roce 2012	16
Obrázek 4: Procentní podíl finančních prostředků v jednotlivých fázích	17
Obrázek 5: Procentní podíl firem, které obdržely investici v jednotlivých fázích	18
Obrázek 6: Výše investic evropských fondů PE do jednotlivých stádií rozvoje firmy	19
Obrázek 7: Finanční a informační toky mezi subjekty na trhu VC	23
Obrázek 8: Typy evropských investorů v roce 2012 podle procentního podílu na PE	24
Obrázek 9: Vztah výnosů a rizika jednotlivých finančních instrumentů	25
Obrázek 10: Podíl jednotlivých forem odchodu investora ze společnosti v evropských fondech PE ...	36
Obrázek 11: Vývoj objemu finančních prostředků, investic a odprodejů evropských fondů PE.....	38
Obrázek 12: Výše finančních prostředků investovaných do českých společností a českými investory	39
Obrázek 13: Podíl VC na HDP v jednotlivých zemích střední a východní Evropy v roce 2012.....	43
Obrázek 14: Absolutní ukazatele vybraných společností	65
Obrázek 15: Poměrové ukazatele vybraných společností	66

SEZNAM ZKRATEK A ZNAČEK

BA	Business Angels
BIMBO	Management buy-in-buy-out
CVCA	Czech Private Equity & Venture Capital Association
ČR	Česká republika
DACH	Německy mluvící země Evropy
EAT	Earnings after Taxes - čistý zisk po zdanění
EBIT	Earnings before Interest and Taxes - zisk před úhradou úroků a daně
EBITDA	Earnings before Depreciation, Interest and Taxes - zisk před započtením úroků, daní a odpisů
EBT	Earnings before Taxes - hrubý zisk před zdaněním
EU	Evropská unie
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
MBO	Management buy-out
MBI	Management buy-in
OR	Obchodní rejstřík
PE	Private Equity
UK	United Kingdom - Spojené království Velké Británie a Severního Irska
USA	United States of America - Spojené státy americké
VC	Venture Capital

ÚVOD

V současné době je velice důležité zabývat se podporou dlouhodobého ekonomického růstu. Často uváděnou možností je stimulace malého a středního podnikání. Každý podnik pro svůj vznik, rozvoj či restrukturalizaci potřebuje finanční prostředky. Velké společnosti nemívají problém obstatat si zdroje financování u bank, naopak začínající malé společnosti většinou bankovní úvěr nezískají, jelikož nemají žádnou podnikatelskou historii ani čím ručit.

Pokud společnost bankovní úvěr neobdrží, musí si finanční prostředky obstatat jiným způsobem. Pro malé a střední podniky ve fázi vzniku nebo počátečního rozvoje je nejvhodnějším řešením rizikový kapitál, protože investoři se rozhodují o vstupu do společnosti zejména na základě jejího podnikatelského plánu a konkurenceschopnosti. Dokáží docenit myšlenku podnikatele, tudíž nepotřebují tak vysokou míru ručení.

Výhodou pro podnikatele je také skutečnost, že rizikový kapitál je forma investování finančních prostředků do základního jmění společnosti, což příznivě ovlivňuje finanční analýzu podniku a je poté snazší získat bankovní úvěr či jiné cizí zdroje. Za ty se však zpravidla platí úrok.

Investor rizikového kapitálu firmě neposkytuje pouze finanční prostředky, ale také své znalosti, zkušenosti, know-how a kontakty. Od ostatních zdrojů financování jej odlišuje také snaha pomoci společnosti uspět, jelikož investorovi plyne zisk až z úspěšného výstupu, kde dojde k odprodeji jeho podílu. Podnikateli tedy tento způsob přináší možnost pro zahájení činnosti a rozvoje jeho společnosti, investorovi potenciální vysoké zhodnocení investice a státu dlouhodobý ekonomický růst.

V České republice alternativní zdroje, do nichž se řadí i rizikový kapitál, nejsou příliš využívány. Příčinou jsou nevyhovující legislativní podmínky a malé povědomí o těchto možnostech financování z hlediska občanů, zejména mezi podnikateli. Tato práce se tedy bude snažit přiblížit rizikový kapitál všem, kteří mají o tuto problematiku zájem.

V úvodních kapitolách budou objasněny základní pojmy a charakterizovány veškeré formy financování, které se do této oblasti zahrnují. Dále budou popsány subjekty, které na trhu rizikového kapitálu působí, jak z hlediska vztahů mezi nimi, tak dle jejich úlohy na investičním procesu.

Další kapitola se zaměří na vývoj rizikového kapitálu. Bude zde uvedeno, kde a kdy tato forma financování vznikla a jakým způsobem se rozšířila do České republiky. Také zde bude

popsána současná situace rizikového kapitálu v České republice a její srovnání s ostatními zeměmi střední a východní Evropy.

Následující kapitola bude věnována státní podpoře rizikového kapitálu v České republice. Zejména bude pozornost zaměřena na možnost využití iniciativy Evropské unie a bude zde objasněno, zda se i vláda České republiky snaží podpořit rizikový kapitál založením státního fondu, jako je tomu v jiných evropských zemích.

V závěrečné kapitole budou charakterizovány významné fondy rizikového kapitálu investující do českých společností a bude zde zjištěno, zda aplikace rizikového kapitálu ve vybraných ekonomických subjektech, do nichž tyto fondy investovaly, byla úspěšná či nikoliv.

1 CHARAKTERISTIKA RIZIKOVÉHO A ROZVOJOVÉHO KAPITÁLU

Nákup a zavedení nových technologií, vývoj a realizace nových výrobků a služeb, tržní průzkum, zavádění produktů a podpora prodeje při pronikání na nové trhy nemůže být realizována bez nových investic. Zejména malí a střední podnikatelé si oprávněně stěžují na obtížný přístup k finančním zdrojům. Banky v ČR se totiž od 90. let 20. století vyznačují značnou mírou konzervatismu a opatrnosti, vyplývající ze zkušeností ze dřívějších let, kdy řada z nich těžce doplatila na svou benevolentní úvěrovou politiku. Navíc počáteční a rozvojová stadia podnikání obnáší vysoké riziko a potenciální vysoké výnosy, které v případě úspěchu plánovaná inovace přinese svým realizátorům. Financování úvěrovým způsobem by tedy mohlo selhávat [3].

Východiskem jak financovat rozvoj podnikání se pro malé a střední podnikatele mohou stát alternativní formy financování, jako je leasing, factoring, forfaiting, franchising nebo právě rizikový kapitál. Investuje se do perspektivních podniků, které mají potenciál pro tvorbu zisku a růstu tržního podílu [47].

Oblast rizikového a rozvojového kapitálu dosud nebyla jednotně vymezena a stále dochází k jejímu upřesňování. V praxi se lze nejčastěji setkat s termíny Private Equity a Venture Capital.

Pojem Venture Capital (dále jen VC) se v některých evropských zemích používá pro označení odvětví jako celku (všechny fáze tohoto typu investování) a je tak synonymem Private Equity. Z tabulky č. 1 je patrné, že v zemích EU označuje VC pouze rizikový kapitál, a poté shodně jako expansion capital (pro pozdější fáze růstu firmy) a buy-outs spadá pod Private Equity. Naopak ve Spojených státech amerických se VC používá pro investice do začínajících a expandujících podniků.

Tabulka 1: Odlišná terminologie pojmu private equity

	Private equity		
Země EU	Venture Capital	Expansion capital	Buy-outs
USA	Venture Capital		Private equity

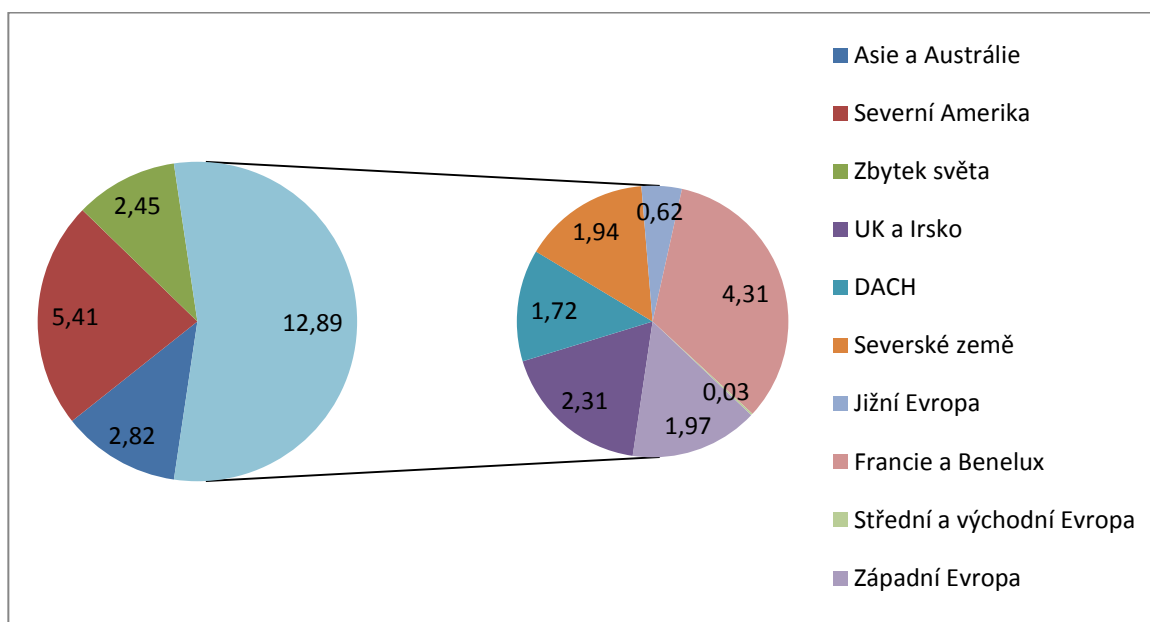
Zdroj: vlastní zpracování dle [72]

V následujících kapitolách se tato bakalářská práce bude řídit značením podle zemí EU a VC používat jako jeden z druhů Private Equity, pro kompletnost však budou popsány i ostatní formy Private Equity.

1.1 Private equity

Anglický pojem private equity (dále jen PE), překládaný jako soukromý kapitál, znamená střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze. Obvykle jde o investici na dobu tří až sedmi let.

Na obrázku č. 1 je vidět, že nejvíce finančních prostředků v roce 2012 bylo v Evropě, a to zejména ve fondech Francie a zemích Beneluxu, dále ve fondech Spojeného království a Irska, naopak střední a východní Evropa měla ve fondech private equity pouze 26 mil. EUR. Dále je podle EVCA Evropa rozdělena na severské země¹, jižní Evropu², DACH³ a západní Evropu [43].



Obrázek 1: Finanční prostředky fondů PE v evropských zemích v roce 2012 (v mld. EUR)

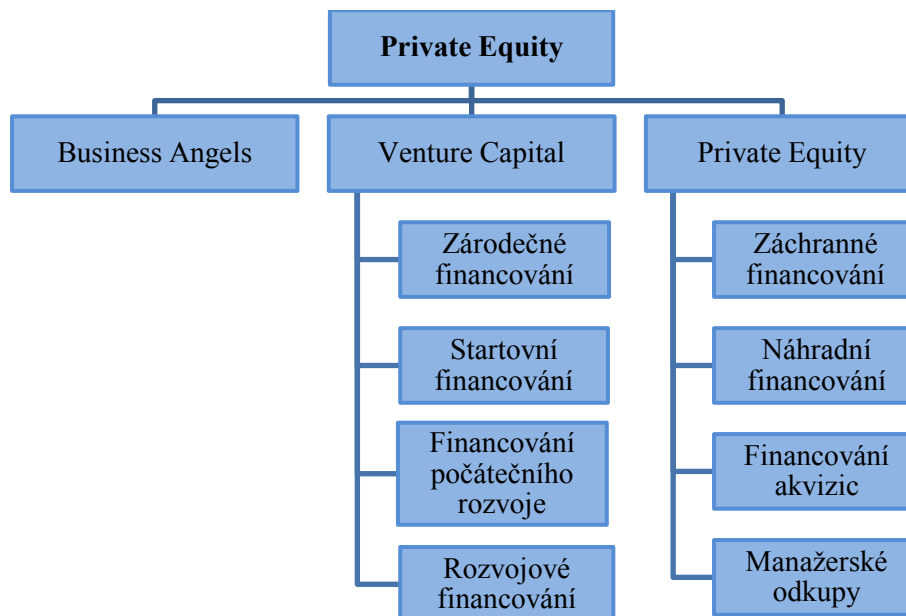
Zdroj: vlastní zpracování dle [44]

Jak již bylo dříve zmíněno, zkratkou PE nebo pojmem soukromý kapitál je v této práci označována celá skupina investic investovaných formou navýšení základního kapitálu za získání podílu na společnosti. Obrázek č. 2 zobrazuje rozložení konkrétních typů PE, které tento pojem zastřešuje. Business Angels představují investory, kteří nejsou formálně sdružení a poskytují svůj kapitál individuálně. Mezi další typy patří VC, mezaninové financování a odkupy firem externím (buy-in) nebo firemním managementem (buy-out).

¹ Severské země – Dánsko, Finsko, Norsko, Švédsko

² Jižní Evropa – Řecko, Itálie, Portugalsko, Španělsko

³ DACH – německy mluvící země Evropy (Německo, Rakousko, Švýcarsko)



Obrázek 2: Rozložení Private Equity

Zdroj: vlastní zpracování dle [17]

Fondy PE investují jak do podnikatelských start-upů, kde je pouhý zůstatek podnikatelského nápadu, tak do zavedených společností ve známých odvětvích s cílem jejich oživení. Mezi těmito extrémy se nacházejí malé a střední podniky, do nichž plyne kolem 85 % investic. V Evropě je těchto podniků přes 20 milionů a fondy PE již investovaly do více než 22 000 z nich [65].

1.2 Venture Capital

Rizikový a rozvojový kapitál je prostředek pro financování zahájení činnosti společnosti, jejího rozvoje, expanze nebo odkupu. Investor vkládá kapitál přímo do základního jmění firem, které zpravidla nejsou veřejně obchodovatelné. Dlouhodobě tak získá dohodnutý, obvykle menšinový, podíl na základním kapitálu společnosti [71].

Spolu s financováním zabezpečuje investor i manažerské a technické zkušenosti, aby umožnil perspektivním malým a středním společnostem dneška, stát se velkými společnostmi zítřka. Nejběžnější je aktivní posílení týmu ve vrcholových manažerských pozicích nebo pasivní role poradce pro finanční oblast. Investor také firmu většinou obohatí o nové kontakty, které mohou znamenat přínos v různých oblastech podnikání a pro získávání zákazníků. V případě, kdy se investoři stávají členy představenstva společnosti, působí v dozorčích radách, případně vystupují jako jeden z jednatelů společnosti, očekávají za vykonávanou činnost adekvátní odměnu [61].

Vstup úspěšného investora VC do společnosti může být okolím vnímán jako záruka, která zvyšuje důvěryhodnost společnosti v obchodních jednáních, při výběrových řízeních i při získávání dalších zdrojů financování. Zvýšením hodnoty firmy dochází ke zhodnocení investice a po odprodeji podílu k realizaci zisku investora [14].

Obvykle po 3 až 5 letech hledá investor společně s vlastníky společnosti příležitost pro prodej svého podílu jinému fondu, větší společnosti z oboru nebo samotným vlastníkům nebo manažerům společnosti. Dalším způsobem odchodu ze společnosti je primární emise akcií společnosti. V roce 2012 došlo v Evropě k odprodeji více než 2000 společností [43].

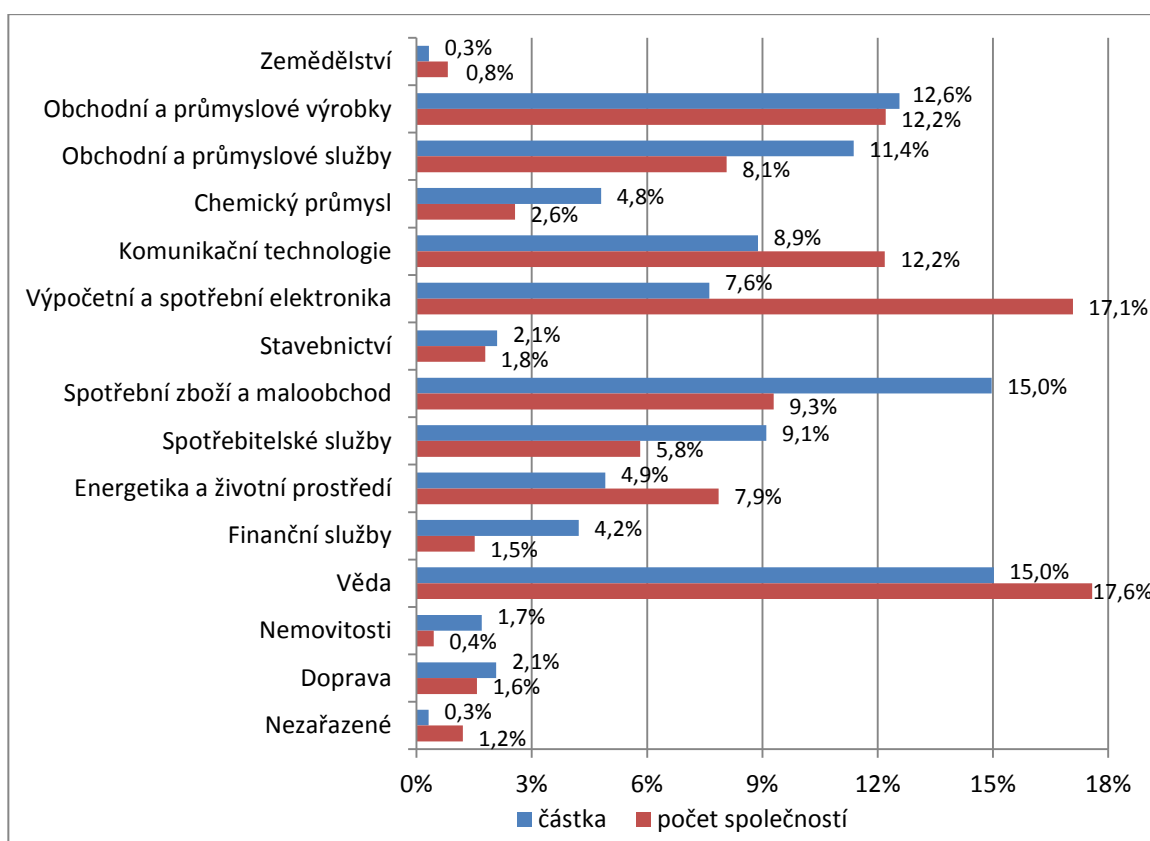
V oblasti VC jsou určující dva typy investic, které lze označit jako investice rizikového a rozvojového kapitálu. Většina investorů poskytuje jak rizikový, tak rozvojový kapitál, někteří se však mohou profilovat a poskytovat pouze jeden z nich.

Rizikovým kapitálem se označuje investice do základního jmění firmy, která za sebou nemá žádnou historii, případně teprve vzniká. Tato investice má firmě umožnit rozběh a realizaci nadějně myšlenky. Rozvojový kapitál podporuje již fungující firmy, které trpí nedostatkem kapitálu. Cílem je financování rychlejšího růstu firmy, realizace nových záměrů nebo získání nových trhů [3].

2 TYPY RIZIKOVÉHO A ROZVOJOVÉHO KAPITÁLU

Jelikož oblast rizikového a rozvojového kapitálu se neustále rozvíjí, literatura není jednotná ve vymezení základních pojmů týkajících se VC ani v rozdělení jednotlivých typů investic. Možné je dělení podle velikosti investice, typu investora, rizika podstupovaného investorem, očekávaného zhodnocení investice, podílu na cílové společnosti (minoritní či majoritní) nebo odvětvové orientace cílové společnosti.

Na obrázku č. 3 je uvedeno dělení investic podle odvětví. Vyplývá z něho, že nejvíce finančních prostředků a podpořených společností v roce 2012 bylo v oblasti vědy, zejména na slaboproudé technologie (čipy, kybernetika, robotika, nanotechnologie, apod.). Vysoké množství finančních prostředků bylo též poskytnuto na spotřební zboží a maloobchod. Podporu získaly i společnosti v oblasti výpočetní a spotřební elektroniky (s příchodem chytrých telefonů se rozšířily i mobilní aplikace).



Obrázek 3: Rozdělení investic podle odvětví v roce 2012

Zdroj: vlastní zpracování dle [43]

Nejčastěji se však vychází z pohledu fází, ve kterých se podnik v době investice nachází, neboť nejlépe vystihuje podstatu VC. Jednotlivé fáze a tomu odpovídající druhy kapitálu potřebné k financování zobrazuje tabulka č. 2.

Tabulka 2: Zdroje financování společnosti podle jednotlivých fází jejího vývoje

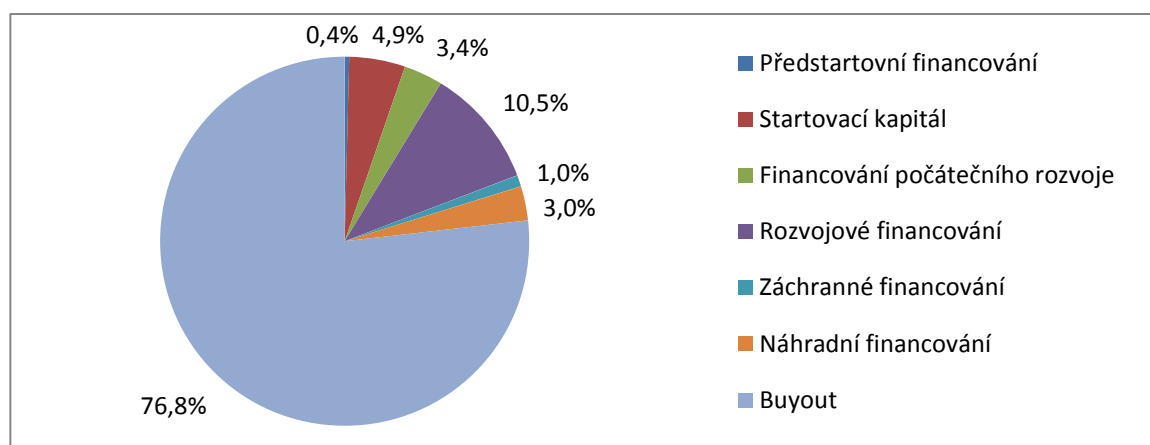
Fáze společnosti	Zdroje financování PE	Ostatní zdroje
Založení společnosti	Předstartovní a startovní financování	FFF (zakladatelé, přátelé a rodina), tichý společník
Počáteční rozvoj	Financování počátečního rozvoje	Leasing, tichý společník, F a F (faktoring a forfaiting), dotace a půjčky
Stabilizace společnosti	Rozvojové a transakční financování	Leasing, F a F, bankovní úvěr, emise obligací, dotace a půjčky
Expanze	Rozvojové, transakční a záchranné financování	Leasing, F a F, bankovní úvěr, emise obligací, dotace a půjčky
Konečná stabilizace	Transakční a záchranné financování	Leasing, F a F, bankovní úvěr, dotace

Zdroj: vlastní zpracování dle [22]

První tři typy VC investic představují největší rizikovost. Jedná se o předstartovní nebo též zárodečné financování (seed capital), startovací financování (start-up capital) a financování počátečního rozvoje (early stage development capital). Investor zatím nevidí minulé úspěchy firmy a rozhoduje se především podle své intuice a zkušeností. Posledním typem, který spadá do VC, je rozvojové financování (later stage development – expansion capital).

Ostatní typy slouží jako kapitál vedoucí k urychlení rozvoje existujících firem a řadí se do PE. Jsou jimi záchranné financování (rescue capital), náhradní financování (debt replacement capital), financování akvizic (acquisition capital) a manažerské odkupy.

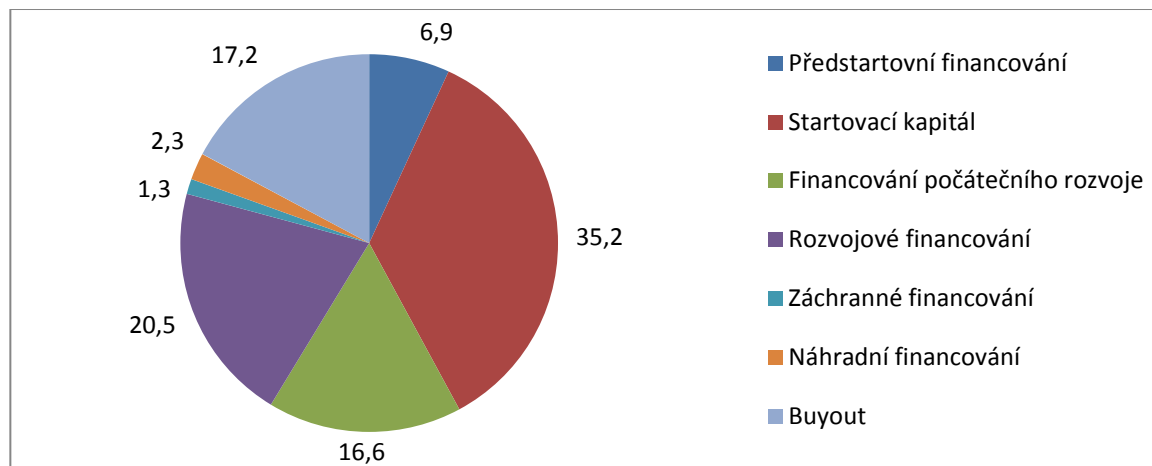
Na obrázku č. 4 je znázorněn poměr jednotlivých typů investic podle množství finančních prostředků. Vyplývá z něho, že v Evropě v roce 2012 dominovaly buyouts, čili financování akvizic a manažerské odkupy. Tohoto postavení dosáhly především díky velikosti jednotlivých investic.



Obrázek 4: Procentní podíl finančních prostředků v jednotlivých fázích

Zdroj: vlastní zpracování dle [65]

Pokud jsou ovšem jednotlivé fáze srovnány podle počtu provedených investic, situace se razantně změní – viz obrázek č. 5. Manažerské odkupy s financováním akvizic se ocitnou až na třetím místě. Nejvíce firem v roce 2012 obdrželo investici na startovní financování, poté na rozvojové financování.



Obrázek 5: Procentní podíl firem, které obdržely investici v jednotlivých fázích

Zdroj: vlastní zpracování dle [65]

Pro celkovou představu o VC je tedy důležité znát nejen výši takto investovaných finančních prostředků, ale též počet společností, které investici obdržely, neboť výše jednotlivých investic představuje parametr, který situaci zkresluje.

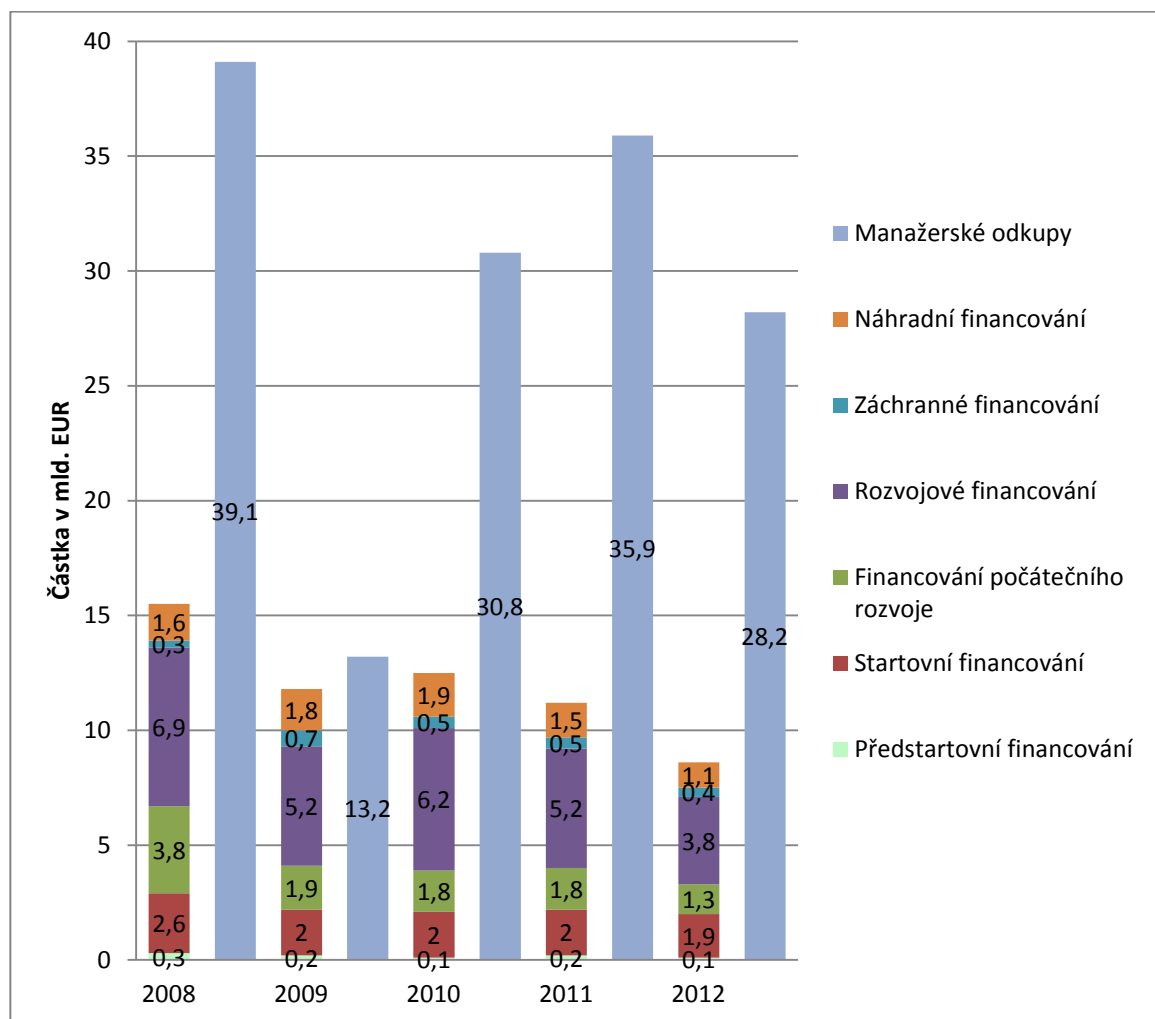
2.1 Předstartovní financování (seed capital)

Jde o financování velmi raných stádií podnikání, často ještě před vlastním vznikem a získáním formy obchodní společnosti. Jedná se tedy o první fázi, kdy se dá do byznysu investovat. Patří sem financování vývoje prototypu nového výrobku a jeho patentové ochrany, průzkumů trhu, právních a ochranných opatření, zpracování podnikatelského plánu, výběr manažerského týmu a založení obchodní společnosti [3].

Tento typ VC reprezentují relativně malé částky v rozsahu 7 000 EUR až 146 000 EUR, přičemž doba investování bývá 7 – 12 let. Představuje jednoznačně nejrizikovější typ investice, jelikož vklad prostředků probíhá ve fázi, kdy společnost často zatím nemá žádné příjmy. Očekávané zhodnocení je 100 % a více [14].

Za nejčastější vkladatele se považují sami zakladatelé, kteří do projektu vkládají vlastní úspory, hypotéční úvěry vzaté na vlastní jméno jako fyzickou osobu nebo prostředky půjčené od rodiny a přátel. Tato skupina se označuje zkratkou FFF – family, friends & fools. Jistou část investorů představují i třetí strany tzv. Business Angels [60].

V roce 2012 činily v Evropě tyto investice 130 mil. EUR, což tvoří 0,4 % celkového investovaného soukromého kapitálu – viz obrázek č. 6.



Obrázek 6: Výše investic evropských fondů PE do jednotlivých stádií rozvoje firmy

Zdroj: vlastní zpracování dle [43]

2.2 Startovací kapitál (start-up capital)

Jde o investování do začátku činnosti firmy. Typický objem investice je 146 000 EUR až 730 000 EUR, ale může být i mnohem větší, např. 7 300 000 EUR. V této fázi se předpokládá, že již existuje hotový produkt i manažerský tým připravený k vedení a řešení všech situací. Neméně důležitou podmínkou pro investora je mít k dispozici aktuální výsledky tržních průzkumů [3].

Startovací kapitál podnik potřebuje a využívá většinou k samotnému nastartování firmy, např. rozjetí výroby, obstarání kancelářských i skladních prostor, nákup potřebných licencí, marketingové a jiné náklady. Doba návratnosti investice se pohybuje v horizontu 5 až 10 let. Stále se jedná o velmi rizikovou investici s vysokým předpokládaným zhodnocením [14].

Roku 2012 tento typ v Evropě obdrželo nejvíce firem a též startovací kapitál zaujímal největší podíl na rizikovém kapitálu ve výši 1,8 mld. EUR, čili 4,9 % celkového investovaného PE - viz obrázek č. 6.

2.3 Financování počátečního rozvoje (early stage development capital)

Jedná se zde o financování podniků, které již fungují v určitém omezeném měřítku a mají potenciál dalšího rozvoje. Podnik se nachází ve stádiu, kdy má zaběhnuté odbytové kanály, výrobek se již prodává s jistou mírou úspěšnosti a podnik má potenciál dalšího rozšiřování. Motivací firmy pro získání dodatečného kapitálu od investorů je rozšíření výroby, zavedení dalších produktů či expanze na nové trhy. Podniky nejsou schopny zajistit financování tohoto rozvoje běžným financováním např. bankovními úvěry, zpravidla proto, že nemají čím za tento úvěr ručit [3].

Riziko je zde pro investora nižší než v předchozích dvou případech, stále je však značné, kvůli nepevné pozici podniku na trhu. Tomu odpovídá i požadované zhodnocení na úrovni 30 %. V případě úspěchu firmy je návratnost 4 až 7 let [14].

V Evropě bylo roku 2012 tímto typem investováno 1,25 mld. EUR, což tvoří 3,4 % z celkového PE - viz obrázek č. 6.

2.4 Rozvojové financování (later stage development – expansion capital)

Tento typ investice může využít již zaběhnutý podnik, který má potenciál pro další významnou expanzi. Zpravidla jde o rozšiřování výrobní kapacity pro dané teritorium nebo budování obchodní sítě v nových teritoriích. Tyto společnosti již mají za sebou určitou historii, proto je jejich vývoj lépe předvídatelný, a tím méně rizikový. Z toho důvodu se většina významných evropských VC společností zabývá poskytováním právě rozvojového kapitálu. Průměrná velikost investice se pohybuje v rozmezí 730 000 – 2 900 000 EUR, ale může být i výrazně vyšší. Doba investování je v průměru 3 roky. Minimální požadované zhodnocení je na úrovni 30 % [14].

Rozvojové financování je posledním druhem investování, který se řadí do kategorie VC. V roce 2012 do něho bylo investováno 3,8 mld. EUR, čili 10,4 % finančních prostředků z evropských fondů PE – viz obrázek č. 6.

2.5 Záchranné financování (rescue capital)

Jde o poskytnutí finančních prostředků, které potřebuje společnost nacházející se na pokraji krachu. Spíše se jedná o méně obvyklý způsob financování, který je často spojen s jinými typy kapitálu, například s financováním manažerských odkupů. Podmínkou poskytnutí financování je spojení investice s rozvojovým programem, který by měl po záchraně firmu nasměrovat na její další rozvoj. Najde-li se společnost odpovídající těmto kritériím, pak riziko investice je poměrně nízké. Těmito typy investic se často zabývají specializované fondy, které mají zkušenosti s krizovým řízením podniků [67].

V roce 2012 bylo na záchranné financování poskytnuto z evropských fondů PE pouhých 272 mil. EUR – viz obrázek č. 6.

2.6 Náhradní financování (debt replacement capital)

Tato fáze se uplatní zejména u společností, kde současný extrémně vysoký podíl cizích zdrojů způsobuje silně negativní zatížení nákladovými úroky. Je-li toto úrokové zatížení jedinou významnou překážkou úspěšné realizace rozvojového programu, pak nahrazení cizích zdrojů vlastním jměním, formou navýšení základního jmění, má své místo. VC investor tedy přeplatí část dluhů firmy, za což v ní získává kapitálový podíl [3].

Do náhradního financování bylo v roce 2012 investováno z evropských fondů PE 1,1 mld. EUR - viz obrázek č. 6.

2.7 Financování akvizic (acquisition capital)

V tomto případě je investovaný kapitál určen k financování nákupu jiné společnosti, případně části jiné společnosti. Investor získá ve firmě takový podíl na základním a vlastním kapitálu, který mu dovoluje ovládnout celou firmu [26].

Jelikož jde většinou o převzetí již běžícího podniku, jehož ekonomické parametry bývají známy, je riziko těchto investic relativně velmi nízké a doba návratnosti je v průběhu 2 – 3 let. Tento typ kapitálu nabízejí zpravidla všechny společnosti poskytující VC. Financování akvizic, přebírání vlastnických podílů neaktivních akcionářů a manažerské odkupy současným nebo budoucím managementem se souhrnně označují jako transakční financování. Na obrázku č. 6 jsou zahrnuty pod manažerské odkupy [14].

2.8 Manažerské odkupy

Jedná se o financování odkupu existujícího a zaběhnutého podniku ve prospěch jeho současného či budoucího managementu z vnějšku podniku. Odkup nemůže být jištěn aktivy prodávajícího podniku, proto žádají o pomoc investory VC [9].

Investice připadají v úvahu pouze u podniků velmi výnosných, protože cenu odkupu musí nakonec uhradit kupovaný podnik ze svých výnosů. Jde o investici s nižším rizikem a doba návratnosti je rovněž relativně krátká, zpravidla 2 – 3 roky. Typická velikost investice sahá až k 36 mil. EUR. Financování manažerských odkupů nabízejí prakticky všechny společnosti, které ve světě působí na trhu VC [3].

Manažerských odkupů je několik typů. Nejčastěji se vyskytuje MBO (management buy-out), kdy existující management společnosti kupuje od jejích majitelů všechny nebo většinu jejích akcií či podílů nebo MBI (management buy-in), kde skupina vnějších manažerů kupuje od jejích majitelů všechny nebo většinu jejích akcií či podílů, aby se potom ujala řízení společnosti. Kombinací předchozích transakcí je BIMBO (management buy-in-buy-out), kdy skupina manažerů společnosti s dalšími vnějšími manažery kupuje od jejích majitelů všechny nebo většinu akcií či podílů společnosti, aby se pak ujala řízení [13].

Manažerské odkupy v roce 2012 zaujímaly na evropských fondech PE podíl 76,8 %, což je s částkou téměř 28 mld. EUR dosazuje na první příčku - viz obrázek č. 6.

2.9 Překlenovací financování (mezzanine financing)

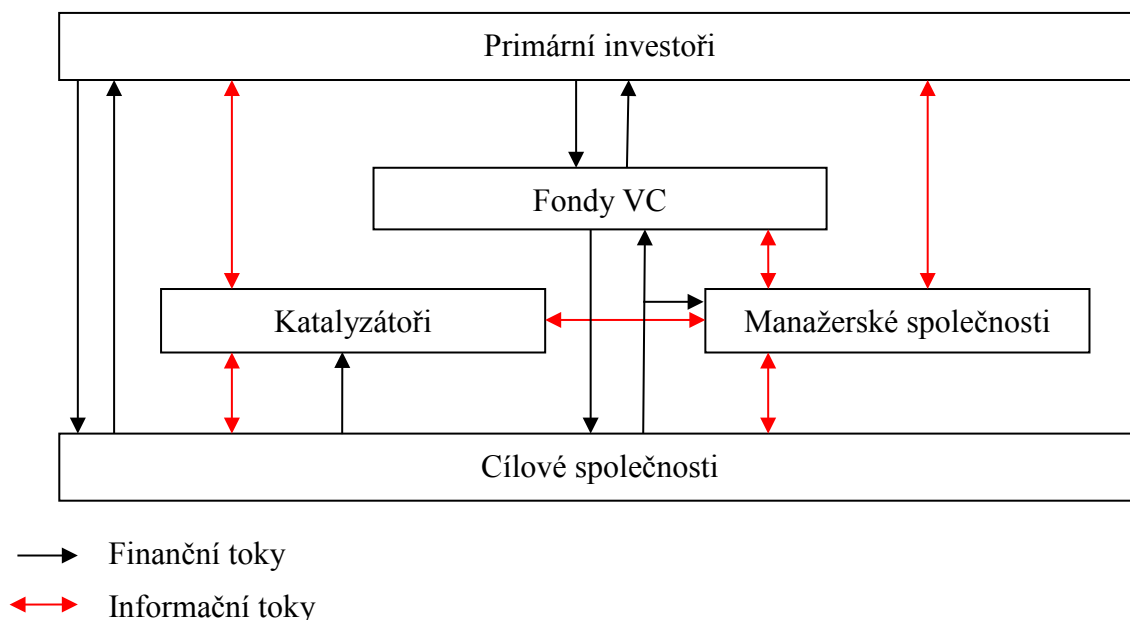
Ne vždy se řadí mezi typy rizikového a rozvojového kapitálu. Jedná se o typ financování, který je na pomezí mezi vstupem do základního kapitálu a úvěrem. Je poskytován jako cizí kapitál (úvěr), ale pokud nedojde k jeho včasnému a úplnému splacení, změní se na podíl na vlastním kapitálu. Primárně se používá pro financování podnikové expanze s očekávanou výnosností 20 – 30 % [14].

3 SUBJEKTY PŮSOBÍCÍ NA TRHU RIZIKOVÉHO KAPITÁLU

Na trzích VC působí velké množství subjektů, které je možné rozdělit do čtyř hlavních skupin [62]:

- primární investoři – poskytovatelé finančních prostředků představující nabídku na trhu VC,
- fondy VC – účelově založené společnosti, které shromažďují finanční prostředky od investorů,
- manažerské společnosti a katalyzátoři – mezivrstva působící v roli zprostředkovatele mezi nabídkou a poptávkou po finančních prostředcích,
- cílové společnosti – příjemci investic představující poptávku na trhu VC.

Vztahy mezi těmito základními subjekty zobrazuje obrázek č. 7. Plyne z něho, že se primární investoři, případně fondy VC po provedení investice stávají vlastníkem podílu na základním kapitálu cílové společnosti. Správu portfolia ovšem provádí fondem vytvořená nebo najatá manažerská společnost. Vztah mezi fondem a manažerskou společností je zpravidla dán smlouvou o poskytování poradenských služeb [3].



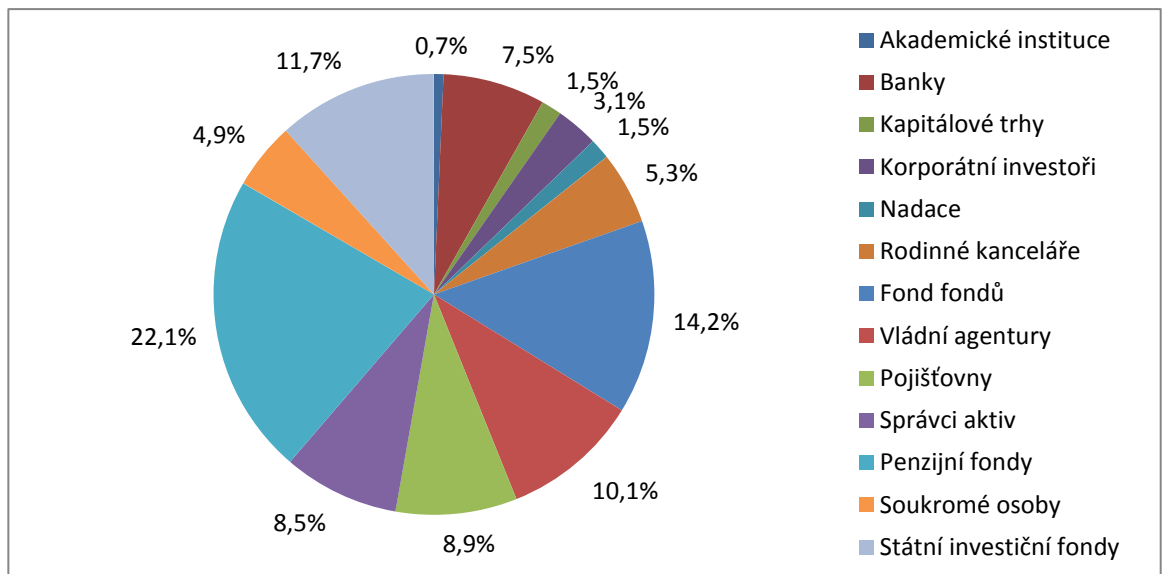
Obrázek 7: Finanční a informační toky mezi subjekty na trhu VC

Zdroj: vlastní zpracování dle [3]

3.1 Primární investoři rizikového kapitálu

Na vyspělých trzích působí celá řada subjektů a organizací, které se zabývají investováním VC – viz obrázek č. 8. Hlavním důvodem, proč subjekty investují prostřednictvím VC, je vidina maximálního zhodnocení jejich finančních prostředků. Možné je rozdělení na institucionální a neinstitutcionální investory [4]:

- institucionální investoři – penzijní fondy, banky, pojišťovny, velké společnosti, státní organizace, agentury, správci aktiv⁴ a další instituce,
- neinstitutcionální investoři – veřejnost, soukromí investoři tzv. Business Angels.



Obrázek 8: Typy evropských investorů v roce 2012 podle procentního podílu na PE

Zdroj: vlastní zpracování dle [44]

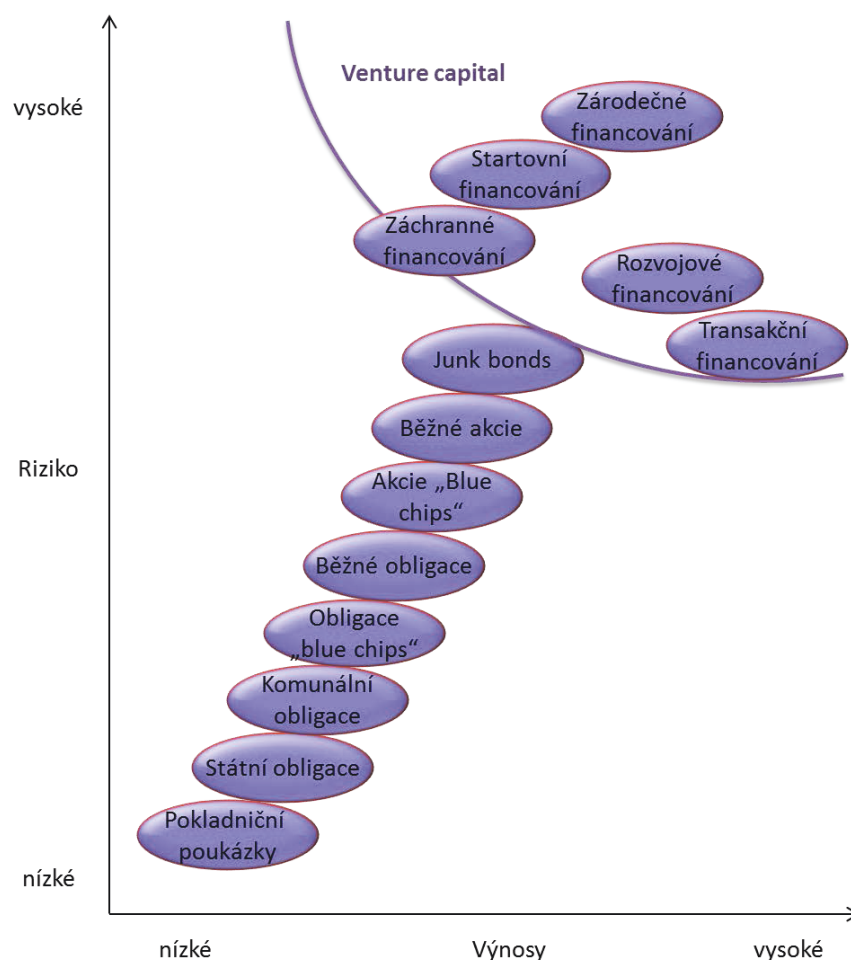
Nejčastější je však následující rozdělení investorů [3]:

- obchodní andělé (Business Angels),
- nezávislí investoři (independent investors),
- závislí investoři (dependent investors),
- částečně závislí investoři (semidependent investors),
- vládou podporované organizace (government supported organizations).

Investor může investovat přímo do cílových společností nebo zapojit do procesu i fondy VC, z nichž musí vybrat konkrétní fond, do kterého vloží své finanční prostředky. Další otázkou je, kolik prostředků do fondu investovat a jakým způsobem je kontrolovat.

⁴ Správce aktiv – může být obchodník s cennými papíry nebo banky, které se zabývají správou aktiv

Výše investovaných prostředků se odvíjí od rizika a výnosu (čím vyšší je riziko, tím větší je i požadovaný výnos). Z obrázku č. 9 vyplývá, že VC je v průměru mnohem rizikovější, ale schopní investiční manažeři VC dokáží tento kapitál zhodnotit podstatně více než pokladniční poukázky⁵, státní obligace, komunální obligace⁶, obligace „blue chips“, běžné obligace, akcie „blue chips“⁷, běžné akcie či junk bonds⁸. Další parametr je likvidita, čili schopnost přeměnit investici v krátkém časovém období zpět na volné finanční prostředky.



Obrázek 9: Vztah výnosů a rizika jednotlivých finančních instrumentů

Zdroj: vlastní zpracování dle [3]

Všeobecně se vžil názor, že obligace jsou méně rizikové než prioritní akcie a ty jsou méně rizikové než běžné akcie. Tato předpojatost pramení z výzkumů centrální banky USA již z roku 1948. Přestože tržní cena akcií kolísá, nemusí investorovi způsobit ztrátu. Ta se projeví až při skutečném prodeji nebo v případě, že investor koupil akcii za vyšší cenu, než byla její vnitřní hodnota, toto riziko však může investor ovlivnit pečlivým výběrem [6].

⁵ Pokladniční poukázky – krátkodobé dluhopisy vydávané státem nebo orgány a institucemi veřejné správy ke krátkodobému pokrytí přechodného nedostatku peněz, jsou úročené obdobně jako půjčky

⁶ Komunální obligace – dluhopisy vydané územním samosprávným celkem

⁷ Blue chips – obligace a akcie největších a nejziskovějších společností obchodovaných na burze cenných papírů

⁸ Junk bonds – firemní dluhopisy emitované pod cenou z důvodu špatného hospodaření společnosti

Obchodní andělé (Business Angels)

Tento název označuje soukromé osoby, které disponují volným kapitálem a mají zájem jej zhodnotit jinou cestou než investicí do finančních aktiv (cenné papíry, vkladové účty, atp.). Prototypem obchodního anděla (dále jen BA) je úspěšný podnikatel nebo manažer, jelikož může začínající firmě poskytnout nejen finanční prostředky, ale i své osobní zkušenosti, znalosti, schopnosti, know-how a v neposlední řadě též kontakty. BA je možné rozdělit na „aktivní anděly“, kteří poskytují kapitál, know-how i kontakty a na „tiché anděly“, kteří poskytují pouze kapitál, ale jinak si přejí zůstat v pozadí [47].

Přestože BA bývají zajištění jedinci, zhodnocení vložených prostředků po předem stanovené době je základním předpokladem uskutečnění investice. Klíčovými faktory, které posuzuje investor při procesu rozhodování o financování, jsou také [62]:

- kvalita podnikatelského plánu firmy a jasná vize rozvoje firmy do budoucnosti,
- profesionalita a odborné zkušenosti podnikatele a managementu,
- konkurenční výhody nebo unikátní prodejní argumenty produktu nebo služby,
- vlastnosti, trend a růstový potenciál tržního segmentu,
- možnosti využití kontaktů a zkušeností.

Dalšími motivy může být záliba v provádění riskantních investic, uvědomění si nutnosti pomoci nezkušeným firmám prorazit na trh s nadějnou inovací, zanechání svého odkazu předáním zkušeností, aktivní zapojení do utváření podnikatelského prostředí nebo diverzifikace svého portfolia zapojením se do alternativních projektů [47].

V posledních letech na trhu BA investic dominují vyspělé ekonomiky, jako jsou USA, Evropa a Izrael, která usiluje o kvalitu založenou na tvůrčích řešeních ve vědě, průmyslu, vzdělávání, literatuře, hudbě, architektuře apod. Situace v Izraeli je pozoruhodná, jelikož tato malá země, stará necelých 70 let si dokázala vybudovat třetí největší trh VC, přestože nemá surovinové bohatství a je sužována neustálými boji a násilím. V Africe a Latinské Americe jsou investice ještě nerozvinuté [21].

BA investují především do fází seed, start-up případně expanzní fáze podniku. Doba návratnosti je 3 - 5 let, přičemž trendem je její prodlužování. Tito investoři zpravidla investují v těch oborech, v nichž mají podnikatelské zkušenosti. V posledních letech jsou to nejčastěji internetové a mobilních společnosti, energetika a zdravotnictví (biotechnologie). Individuální

investoři se mohou sdružovat do BA sítí, což je podporováno zejména Evropskou unií. Docílí tak efektivnějšího přístupu k informacím a mohou investovat vyšší částky [32].

Na evropském BA trhu působí především dvě nezisková sdružení zastupující zájmy BA, sítí BA, federací sítí, seed fondů a dalších subjektů, aby podpořily růst BA trhu v Evropě a zvýšily povědomí firem o andělském investování:

- BAE (Business Angels Europe) – sdružuje téměř 20 000 BA z Rakouska, Španělska, Portugalska, Německa, Nizozemska, Belgie, Francie, Itálie a UK [55],
- EBAN (European Business Angels Networks) – sdružuje 460 BA sítí tvořených více než 26 000 BA, kteří během roku 2012 investovali přes 5 mld. EUR do 2 913 společností; nejrychleji rostly trhy BA ve Finsku, Irsku a Turecku [39].

BA hledají nejlepší týmy a myšlenky bez ohledu na to, odkud pocházejí. I americké firmy jako Google, Facebook či Skype byly financovány evropskými investory. Nejpriznivější daňové prostředí v Evropě je pro BA ve Spojeném království a Turecku, nejpokročilejší státní podpora se jim nachází ve Španělsku, znalosti a praxi ve zveřejňování aktuálních informací o BA mají především v Irsku, nejvyšší viditelné investice v Evropě pocházejí ze Spojeného království a Španělska, s investičními fondy nejlépe spolupracují BA v Portugalsku a Nizozemsku a průměrně nejrozsáhlejší aktivní sítě BA mají ve Finsku [40].

V České republice viditelně působí zhruba padesát BA (ostatní preferují anonymitu) a několik agentur, které zprostředkovávají kontakt BA s cílovými společnostmi, ačkoliv nefungují výhradně jako BA sítě následující model EBAN. Většinou mají status neziskových organizací. Mezi ty nejznámější patří Angel Investor Association, Central Europe Angel club, Business Angels Czech, Business Angels Network a Czech Private Equity and Venture Capital Association [33].

Kvůli zviditelnění a podpoře BA investic se Česká televize roku 2009 rozhodla vysílat pořad Den D, podle vzoru japonské reality show Money no Tora. Tento pořad převzaly i ostatní státy jako USA, Kanada, Nový Zéland, Austrálie, Izrael, VB, Finsko, Řecko, Polsko, Španělsko, Nigérie a mnoho dalších. Podnikatel nejprve určí částku v rozmezí 200 000 Kč až 1,5 mil. Kč a poté svůj projekt v krátkosti představí investorům. Ti projekt mohou přijmout jednotlivě nebo se na něho složit. Všichni investoři vkládají do projektů vlastní finanční prostředky, proto je důležité, aby podnikatel měl kvalitní podnikatelský plán a dokázal zaujmout, což všeobecně platí i u ostatních investorů VC [5].

Nezávislí investoři (independent investors)

Za nezávislé investory se označují investiční subjekty, které vytvořily kapitál z několika zdrojů - zpravidla od investičních institucí, jako jsou penzijní fondy, pojišťovny a banky, ale i od firemních či soukromých investorů. Důležitým znakem je, že tyto subjekty nejsou nijak právně spojeny s organizacemi, které jim poskytly kapitál [7].

Závislí investoři (dependent investors)

Za závislé investory se považují investiční subjekty, které jsou samostatnými pobočkami, dceřinými společnostmi nebo přímo divizemi větších organizací – obvykle bank, penzijních fondů nebo jiných finančních institucí, které jim poskytují kapitál. Závislí investoři ho poté spravují jménem své mateřské instituce [3].

Částečně závislí investoři (semidependent investors)

Za částečně závislé se označují ti investoři, kteří mimo své závislé činnosti pro mateřskou společnost, také spravují fondy založené nezávisle na mateřské instituci.

Vládou podporované organizace (government supported organizations)

Investoři VC získávají kapitál buď přímo, nebo nepřímo z vládních zdrojů, případně jsou jiným způsobem vládou podporováni. Jedná se o menší investice, o které nemají fondy VC zájem. Hlavním motivem je podpora zaměstnanosti, zvyšování přizpůsobivosti ekonomiky, zpřístupnění moderních technologií a podpora podnikatelského prostředí.

Z těchto důvodů by se měla v současné době vláda premiéra Bohuslava Sobotky zaměřit na podporu organizací v oblasti rozvoje informačních technologií a internetu. Jakým způsobem tento sektor podpoří, však dosud není známo [59].

3.2 Fondy Venture Capital

Smyslem fondu VC je umožnit přesun shromážděných finančních prostředků od několika investorů do cílové firmy, která by k nim jinak neměla přístup. Po realizaci investice se fond stává vlastníkem podílu v cílové společnosti.

Investoři zakládají fondy VC, aby mohli investovat vyšší částky s vyšším průměrným zhodnocením, aby bylo možné zajistit dostatečnou kontrolu rizika díky vysoké míře organizovanosti a aby fondy poskytovaly marketingové a manažerské poradenství v oblastech finančního a strategického řízení podniku. Subjekt, který zakládá fond, řídí ho a zaštiťuje svým jménem a zpravidla i pokrývá počáteční náklady, se nazývá promotér [3].

K samotnému uskutečnění investice, její kontrole a zhodnocení si fond najímá nebo zakládá manažerskou společnost. Rozhodující slovo o investici má však stále fond VC, který je zastoupený investičním výborem.

Investiční výbor působí jako odborný poradní orgán složený ze zástupců investorů a reprezentantů manažerských společností. Vykonává veškeré služby spojené s obhospodařováním majetku fondu, zejména posuzuje vhodné a perspektivní cílové společnosti, navazuje vztahy s primárními investory, realizuje investiční proces, zabezpečuje odprodej držných podílů a zajišťuje efektivní a odbornou správu svěřených finančních prostředků [63].

Největší počet fondů VC je registrováno na území daňových rájů. Tyto off-shore fondy tím snižují daňové zatížení, kterému by jinak podléhaly při registraci v domovských zemích. Typickým teritoriem využívaným americkými fondy jsou zejména Kajmanské ostrovy, Panenské ostrovy a Bermudy. Evropské fondy dávají přednost Lucembursku, Lichtenštejnsku či Andoře, dříve též Kypru nebo Irsku [3].

3.2.1 Právní forma

Teoreticky je pro fondy VC možné využívat různých právních forem, od nichž se odvíjí způsob rozdělování výnosů a dělba rozhodovacích pravomocí. Nejrozšířenější formou je tzv. limited partnership, jemuž v ČR nejlépe odpovídá komanditní společnost. V té se vyskytují dva druhy společníků – komanditisté a komplementáři.

Pasivní partneři (komanditisté) se nepodílejí na řízení fondu a jeho činnost ovlivňují pouze prostřednictvím práv zakotvených v partnerské smlouvě, do partnerství vkládají finanční prostředky, díky čemuž mají nárok na podíl z výnosů VC fondu, ručí pouze do výše svého nesplaceného vkladu. Aktivní partneři (komplementáři) ručí celým svým majetkem, podílejí se na řízení fondu a za jejich činnost je jim poskytována finanční odměna, která se skládá z manažerského poplatku a podílu na výnosech fondu [50].

Po započtení všech poplatků na správu fondu, poplatků manažerské společnosti, navracení investované částky investorů společně se zaručeným výnosem se čistá výnosnost fondu pohybuje průměrně v rozmezí 15 - 20 % [16].

3.2.2 Životní cyklus fondů Venture Capital

Fondy v právní formě komanditní společnosti jsou zakládány na dobu určitou, zpravidla to bývá 8 až 10 let, přičemž osmiletou dobu lze prodloužit o další dva roky. Doba existence fondu bývá rozdělena na tři základní fáze [16]:

- investiční fáze trvá 3 až 5 let, během nichž dochází k vyhledávání investičních příležitostí splňujících investiční kritéria fondu a k efektivnímu investování disponibilního kapitálu do růstových společností,
- maturační fáze trvá 4 až 7 let a počíná uzavřením smlouvy o financování, čímž investiční výbor fondu přebírá kontrolu nad cílovými společnostmi, do nichž investoval a monitoruje jejich činnost či v případě nutnosti řeší krizové situace,
- fáze ukončení investice trvá přibližně 4 roky a dochází v ní k odprodeji podílů v cílových společnostech a zhodnocení vkladů investorů, přičemž úspěšný exit vyvolává nové kolo investování a nárůst objemu i počtu investic.

Jednotlivé fáze se zpravidla 2 až 3 roky vzájemně překrývají. První výnosy fondu se realizují většinou během třetího až čtvrtého roku existence fondu a v pátém roce existence začínají kladné peněžní toky převyšovat záporné.

3.3 Manažerské společnosti

Jedná se o vysoce specializované investiční (finanční) společnosti, jejichž činnost je z hlediska obsahové náplně blízká poradenským a auditorským společnostem. Mívají právní formu akciových společností nebo společností s ručením omezeným. Mohou být kapitálově a personálně propojeny s příslušným fondem VC, což preferují ve vyspělých ekonomikách, zejména v USA. Druhým modelem je vztah založený na bázi poradenské a obstaravatelské smlouvy, kdy jde o externí spolupráci mezi dvěma právně samostatnými subjekty [62].

Hospodaření manažerské společnosti je těsně svázáno s finančními toky spravovaného fondu VC. Manažerská společnost pobírá jednak poplatek za správu, stanovený jako pevné procento z objemu spravovaných aktiv - kolem 2,5 % ročně, jednak získává i určitý podíl dosaženého zhodnocení kapitálu fondu mající charakter odměny za úspěch - nejběžněji 20% podíl na zisku. Manažerská společnost může inkasovat další poplatky přímo od společností, do kterých investovala. Jedná se například o honoráře za členství v orgánech daného podniku či o náklady na technické zabezpečení neuskutečněných investic [14].

Manažerské společnosti stojí mezi fondy VC a cílovými společnostmi, kterým poskytují pomoc v oblasti strategického či finančního plánování, marketingu, managementu, ale i kontakty. Mají také právo inspekce, které jim umožňuje kdykoliv nahlížet do dokumentů a pravidelných reportů.

Investoři svěřují své finanční prostředky manažerským společnostem, aby omezili všechna hrozící rizika a aby se jejich prostředky nadprůměrně zhodnotily. Aby toho manažerská společnost docílila, musí se úspěšně zhostit hlavních úkolů [3]:

- získání a klasifikace co největšího množství potenciálních klientů – tzv. tok investičních příležitostí, přičemž klienti mohou přicházet sami, přicházet po oslovení manažerskou společností nebo prostřednictvím dalších subjektů (katalyzátorů),
- výběr cílových společností, které vyhovují investičním kritériím fondu VC (zaměření, požadovaný výnos, přijímané riziko, potenciál dalšího rozvoje společnosti, schopný management, vyvážený a kompletní manažerský tým),
- realizace schválených investic a právní zajištění všech náležitostí, což zahrnuje první kontakt s cílovou společností a uzavření smlouvy o ochraně důvěrných informací, předběžné hodnocení podnikatelského plánu a předložení oficiální investiční nabídky, následné podrobné prověřování podnikatelského plánu (due diligence) a schválení konečného investičního návrhu investičním výborem, zakončením je podepsání závazné smluvní dokumentace a převod finančních prostředků,
- monitorování průběhu investic a případné řešení krizových situací – pro účinnou kontrolu bývá investiční manažer členem řídicího orgánu cílové společnosti,
- realizace odprodeje podílu klientské společnosti po uplynutí dohodnuté doby (tzv. desinvestice nebo exit) cestou zpětného odkoupení, prodeje strategickému partnerovi, uvedení společnosti na burzu cenných papírů, refinancování či nedobrovolného ztrátového vystoupení.

Konečné rozhodnutí o investicích má tedy investorský výbor fondu VC, který může zamítnout konečný investiční návrh předložený manažerskou společností. Konstatovat, zda investice byly úspěšné a vytvořily očekávaný zisk, lze až po dokončení všech pěti etap.

3.4 Katalyzátoři

Podobně jako manažerské společnosti, i katalyzátoři tvoří spojovací vrstvu mezi subjekty nabízejícími VC a subjekty poptávajícími VC. Klienty manažerských společností jsou však fondy VC tvořící nabídku, naopak klienty katalyzátorů jsou společnosti shánějící investora.

Katalyzátoři jsou specializované společnosti, které oslovují několik manažerských společností spravujících fondy VC se zájmem o kapitál pro potenciální cílovou společnost. Konečný výběr je ale vždy na příjemci investice, tedy na cílové společnosti.

Pokud spolu manažerské společnosti a katalyzátoři spolupracují, mohou svým klientům nabídnout mnohem více příležitostí. Negativem jsou vyšší náklady, jelikož prostředníci požadují za svůj čas a úsilí příslušnou odměnu. V praxi jsou nejčastější spojení manažerských společností s bankami, poradenskými firmami, hospodářskými komorami, inovačními centry, vysokými školami a dalšími subjekty, které se dostávají do kontaktu s podnikovou sférou. Tito katalyzátoři pro ně představují významný zdroj informací [3].

3.5 Cílové společnosti

Ekonomický a hospodářský vývoj se v posledních letech vyznačuje přesyceností trhů, čili převahou nabídky nad poptávkou. Mnoho začínajících firem vstupuje na trhy s velmi silnou konkurencí, což je jedním z důvodů, proč v roce 2012 v ČR zaniklo do 5 let od svého založení téměř 10 % obchodních společností a téměř 20 % fyzických osob podnikajících. Každá druhá zaniklá firma však byla starší 15 let. Celkově v roce 2012 v ČR vzniklo 23 055 obchodních společností a 5 797 jich zaniklo, tento přírůstek je v posledních letech poměrně stabilní. Firem s právní formou fyzická osoba podnikatel bylo v roce 2012 založeno 65 915 a zaniklo jich 47 859, což od roku 2009 představuje pokles přírůstku o 40 % [70].

Dalšími příčinami zániku začínajících společností bývají nezkušenost, nedostatek informací a kontaktů, nejasná strategie, nedostatek řídicích schopností, neefektivní vrcholové vedení, nedostatečná motivace pracovníků, nevhodný řídicí styl, špatná komunikace, neuspokojivá koordinace funkcí a nedostatek finančních prostředků [48].

Společnost může tyto příčiny eliminovat, pokud správně pochopí, jak funguje trh VC. Tím se rozumí především ušetření práce poptáváním se v nesprávných oblastech či odvětvích a nalezení vhodného investora, který bude i dobrým strategickým partnerem. Kvalitním a včasným zpracováním základní dokumentace může také výrazně urychlit proces přijetí investice a zvýšit její objem.

3.5.1 Předpoklady pro získání Venture Capital

Poté, co cílová společnost dojde k závěru, že nejvhodnějším zdrojem financování je pro ni investice VC, musí případného investora VC oslovit, poskytnout mu potřebné informace a přesvědčit ho, že předkládaný projekt je výhodnou investiční příležitostí a že společnost splňuje všechny nezbytné předpoklady pro úspěšnou realizaci projektu a zhodnocení vkladu investora.

Společnost předkládající podnikatelský plán musí splňovat požadavky [3]:

- mít pevnou vlastnickou strukturu,
- produkovat určitý výrobek nebo poskytovat služby,
- držet určitý podíl na trhu nebo být schopna ho dosáhnout,
- mít jasnou výhodu oproti své konkurenci a definovat cestu jejího využití,
- předkládaný podnikatelský plán musí být náležitě technicky, legislativně i personálně zabezpečený,
- existuje přesvědčivý a reálný marketingový a finanční plán vycházející z určité historie, současnosti a perspektiv společnosti,
- existuje jasná představa, jakou formou bude záměr financován a jak budou investorovi zajištěny výnosy,
- manažerský tým úspěšně řídí firmu, má dostatečnou odbornost v daném odvětví a znalost trhu, je stabilní a akceschopný, dokáže prezentovat předkládaný podnikatelský plán a jasně deklarovat podnikatelskou vizi a důvod pro uplatnění investice.

Pokud jsou všechny požadavky splněny, musí si společnost zvolit investora VC, u něhož předpokládá, že bude mít o danou investici zájem. Ne každý fond je ochoten konkrétní projekt financovat, proto předkládaný podnikatelský plán musí odpovídat hlavním investičním kritériím daného fondu. Jedná se zejména o odvětvové zaměření, fázi vývoje společnosti, výši investice a regionální působnost fondu. Výhodné je předložit kvalitní podnikatelský plán více investorům [54].

3.5.2 Podnikatelský plán

I když se společnost neuchází o nový kapitál, je dobrým zvykem mít jasně vytyčené cíle, uvědomovat si veškerá úskalí a bariéry, které bude nutné překonat, nastavit si reálný časový horizont, opatřit si informace o konkurenci apod. Podnikatelský plán navíc umožňuje srovnat plány s realitou, a pokud se liší, identifikovat jak a proč. Včasné odhalení nedostatků je velice důležité, neboť mnoho podnikatelů se o VC uchází příliš pozdě.

Pro účely poskytnutí VC musí plán obsahovat informace o [3]:

- subjektu – jaký subjekt žádá o investici a jaká je jeho vlastnická struktura,
- charakteru podnikání – přehled o vyráběných výrobcích nebo poskytovaných službách, o způsobech jejich marketingu a prodeje,
- managementu – schéma řídicí struktury, životopisy vrcholových manažerů, jejich zkušenosti, schopnosti, dosavadní úspěchy a přínos pro firmu,
- provozu společnosti – stručný popis používané technologie a způsob výroby nebo poskytování služeb,
- trhu – přehled o odvětví, kapacitě trhu, tržní pozici společnosti, konkurenci a případných tržních výhodách a rizicích,
- distribuci – používané distribuční kanály, způsob nabízení výrobků a služeb včetně jejich propagace,
- finanční plány – rozvaha, výkaz zisků a ztrát, hotovostní toky (Cash Flow),
- využití poskytnutých prostředků – informuje investora o požadované částce, způsobu jejího využití, časovém harmonogramu čerpání finančních prostředků a o způsobu návratnosti investice.

Pokud má investor i po bližším průzkumu společnosti zájem o investici, dochází k projednání detailů, podpisu závazné smluvní dokumentace a uvolnění finančních prostředků. Dále se společnost s investorem domlouvá na tom, jak naplnit podnikatelský záměr, jak budou řešeny krizové situace a jakým způsobem dojde k exitu investora.

3.5.3 Vztah mezi společností a investorem

Vstup investora do společnosti obvykle nekončí poskytnutím počátečního kapitálu, ale pokračuje poskytováním finančního poradenství, pomocí při rozhodování o strategických záležitostech nebo náboru nových zaměstnanců do manažerských pozic. Využívají také jejich kontakty, zkušenosti z mnoha oblastí a informace o trhu. Všichni investoři VC mají speciální zkušenosti s financováním a podporou společností v období změn, rozvoje a růstu [54].

Aby investoři mohli aktivně pomáhat podniku zvyšovat jeho hodnotu, očekávají, že získají místo ve vedení společnosti. V ČR jde o místo jednatele (u společnosti s ručením omezeným) nebo člena představenstva (u akciové společnosti) či dozorčí rady. Za tyto služby mu společnost musí vyplácet adekvátní odměnu. Z pravidla má investor také právo nahlížet do všech právních a účetních dokumentů společnosti, dostávat kopie bankovních účtů, zápisy z jednání výkonného řídicího orgánu společnosti a podílet se na všech důležitých strategických rozhodnutích ovlivňujících společnost [3].

Někteří investoři mohou ve společnosti zaujímat i pasivní roli, tedy nezasahovat do jejího řízení až do okamžiku, kdy se společnost dostane do krizové situace nebo do doby, kdy se investor rozhodne společnost opustit.

3.5.4 Odchod investora (exit)

Investor VC může zhodnotit investici tehdy, až ze společnosti vystoupí a inkasuje zisk. Před tímto výstupem musí být ukončeny všechny smluvní vztahy mezi ním a společností. Způsob odchodu investora je třeba jasně dohodnout již před investičním vstupem. Každý způsob exitu má na společnost jiný dopad.

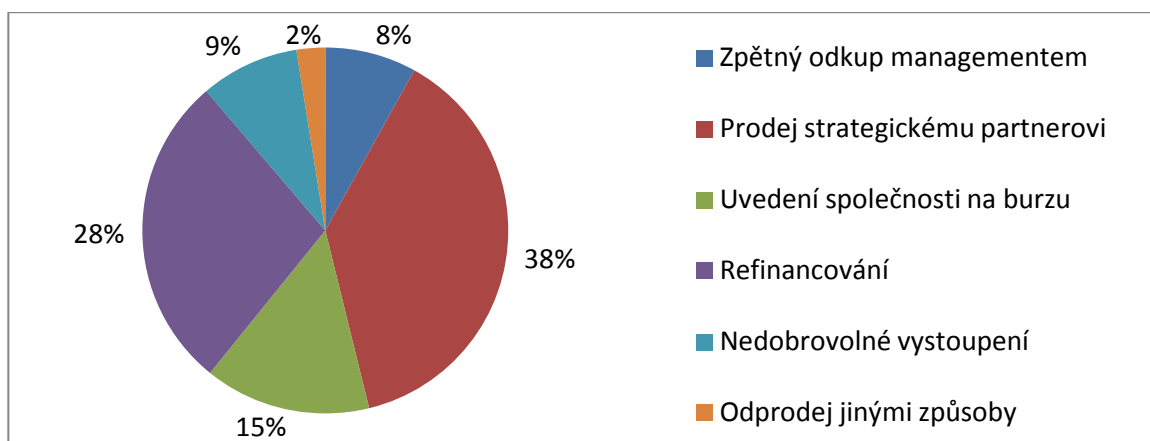
Existují čtyři hlavní možnosti úspěšného odchodu investora z podniku, které slibují dosažení předpokládaného zhodnocení investice a jedna neúspěšná, kdy se záměry nepodaří naplnit. Všechny formy budou charakterizovány z obecného pohledu i z pohledu cílové společnosti [3]:

- buy-back – management společnosti po uplynutí investičního období koupí akcie své společnosti od investora zpět; jde sice o nejpříznivější způsob z hlediska managementu, avšak podmínkou je získání dostatečného množství finančních prostředků,
- trade sale – prodej podílu investora nějaké jiné společnosti, často strategickému partnerovi, který má zájem začlenit klientskou společnost do své obchodní struktury; podnikatel může odprodat i svůj podíl a získat tím volné finanční prostředky nebo

zůstat ve společnosti se strategickým partnerem a využít vzájemně obohacujícího soužití (při odlišných zájmech však může být tento stav dlouhodobě neudržitelný),

- initial public offering – uvedení společnosti na burzu cenných papírů; firma ztrácí soukromý charakter a dostává se pod dohled médií a burzovních orgánů, pozitivním hlediskem je určité zviditelnění a snazší navýšení kapitálu emisí akcií v budoucnu,
- refinancování – nahrazení podílu investora VC jinými finančními zdroji (zejména investičními institucemi zaměřenými na dlouhodobější investice) poté, co se společnost zařadí do solidní třídy pomaleji rostoucích stabilních společností; pro ni je tato forma příznivá, protože stávající management může zůstat ve vedení,
- write-off – nastává u neúspěšné investice a cílem je minimalizovat ztráty odprodejem podílu pod cenou nebo přímo likvidací společnosti a rozprodejem jejích aktiv po částech; tato forma je nepříznivá pro obě strany.

Jako nejvhodnější formy exitu se tedy pro společnost jeví zpětný odkup podílu jejím managementem, refinancování a prodej podílu vhodnému strategickému partnerovi.



Obrázek 10: Podíl jednotlivých forem odchodu investora ze společnosti v evropských fondech PE

Zdroj: vlastní zpracování dle [43]

V Evropě v roce 2012 byla výše odkupů přes 21,6 mld. EUR [43]. Jak ukazuje obrázek č. 10, nejvyšší podíl nesl prodej strategickému partnerovi, což je velice perspektivní cesta, kde potenciální strategický partner je ochoten smířit se i s nižšími parametry společnosti, jelikož odkup podpoří jeho vlastní podnikatelské aktivity. Na druhém místě je refinancování, do něhož se zahrnuje odkup podílu investičními institucemi a fondy VC specializovanými na pozdější fáze rozvoje společnosti. Třetím nejčastějším způsobem je uvedení firmy na burzu, což je obecně bráno za nejvýnosnější odchod pro investora.

4 VÝVOJ VENTURE CAPITAL

První rysy typické pro VC lze spatřovat ve středověku, zejména při financování válečných výprav, jejichž úspěch přinesl investorovi podíl na válečné kořisti. V Evropě tyto rysy byly patrné především v 15. a 16. století při financování námořních expedic s očekávanou vysokou mírou zhodnocení kapitálu.

Na přelomu 19. a 20. století přinesla průmyslová revoluce řadu příležitostí pro využití VC při financování inovativních výrobních projektů založených na využití tehdejších výsledků technologického pokroku. Za místo vzniku fondů sdružujících finanční prostředky se považuje USA, kde na přelomu 40. a 50. let 20. století vznikl první známý fond VC, General Dorio. Dále se tento trh v USA rozvíjel ve třech etapách [3]:

- etapa novodobé historie (1976 – 1985) – díky změnám v daňové oblasti došlo k výraznému rozšíření fondů VC orientovaných převážně na technologické projekty,
- druhá etapa (1986 – 1990) – zaměření se na pozdější fáze rozvoje společnosti, zejména na investice pro financování manažerských odkupů akcií těchto společností, které využívaly nové technologické objevy a byly konkurenceschopné,
- třetí etapa (od roku 1991) – fondy rozšiřují svou působnost do více technologických oblastí a pronikají i na zahraniční (evropské) trhy.

Jelikož fondy dosahovaly vysokých výnosů, začaly tyto investice postupně pronikat i do ostatních zemí. V Evropě se financování formou VC významněji rozvinulo až začátkem 80. let 20. století. První investice, realizované v UK a Holandsku do nejpokročilejších technologií (tzv. high-tech sektor), ovšem nesplnily očekávání investorů. Ve střední a východní Evropě započaly investice VC od roku 1989, po přechodu k tržní ekonomice, v rámci mezinárodní pomoci USA a států EU s podporou vlád reformovaných zemí [16].

4.1 Vývoj v Evropě

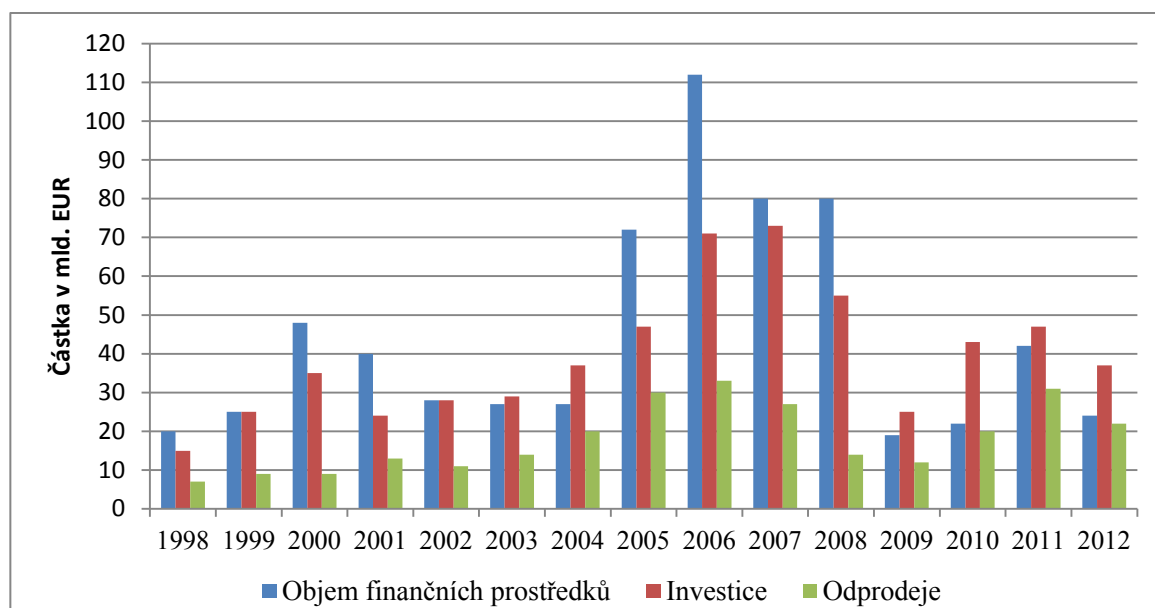
Vývoj objemu finančních prostředků, investic a odprodejí z evropských fondů PE znázorňuje obrázek č. 11. Jsou zde patrné dva významné poklesy v letech 2001 – 2003 a v roce 2009 a méně výrazný pokles v roce 2012.

Do roku 2000 stále stoupalo množství investic především do internetových společností. Investoři ovšem poskytovali finanční prostředky na rozvoj internetu jako služby a na cílové produkty pouze minimálně. Skutečnost, že investování do internetu není rentabilní, si investo-

ři začali uvědomovat na počátku roku 2001. Tím začala tzv. internetová (technologická) krize, která trvala až do roku 2003. Poté začaly firmy rozvíjet sektor nových internetových produktů (např. Twitter, MySpace, Facebook, Wikipedie, internetový marketing a internetové obchody) a produktů, které překonaly internetovou krizi (Amazon.com, eBay, Google, PayPal, Yahoo!), což byl podnět k novým investicím do internetu, tentokrát správným směrem.

Druhý hrubý pokles finančních prostředků do fondů PE a investic nastal v Evropě v září 2008 a projevil se roku 2009. Byl způsoben světovou finanční krizí v důsledku americké hypoteční krize. Platební neschopnost daná příliš vysokými splátkami hypotečních úvěrů se promítla i do všech ostatních odvětví.

Třetí pokles nastal v roce 2012, kdy celkový objem finančních prostředků shromážděný v evropských fondech PE činil 23,6 mld. EUR, oproti roku 2011 se tak snížil o 43 %. Toto snížení bylo způsobeno především nižší aktivitou větších fondů. Do evropských společností bylo v roce 2012 investováno 37 mld. EUR [43].



Obrázek 11: Vývoj objemu finančních prostředků, investic a odprodejí evropských fondů PE

Zdroj: vlastní zpracování dle [44]

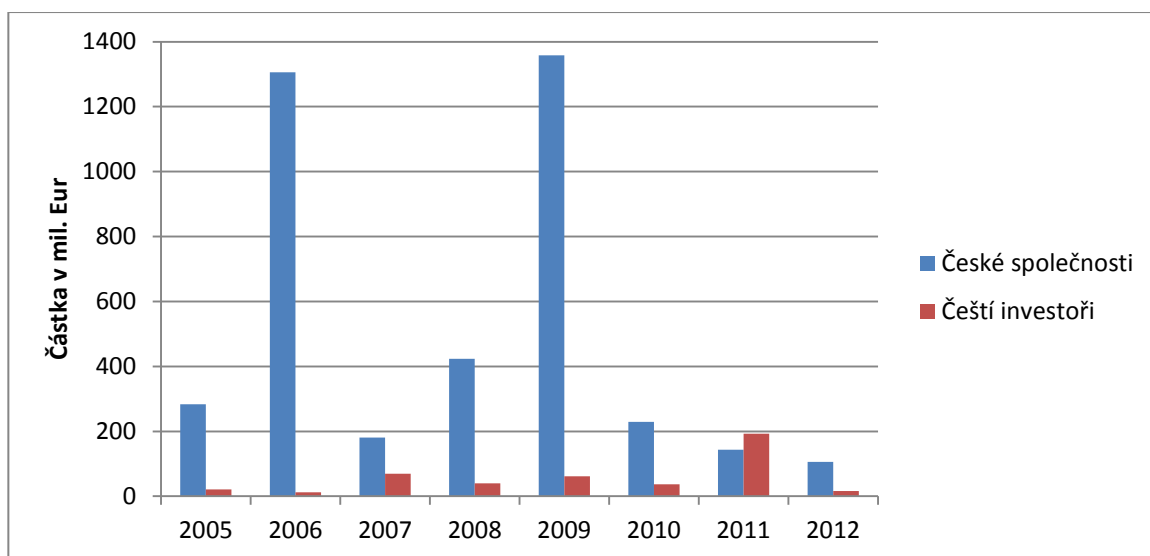
Fondy PE považují nyní za největší hrozbu pro své podnikání stav makroekonomiky. Překážkou jsou pro ně právní a daňové regulace a směrnice EU, které jim brání umísťovat peníze takovým způsobem, který považují za efektivní. Mezi fondy panuje spíše konzervativní nálada a očekávají zachování své velikosti. Jediným teritoriem, ve kterém předpokládají výrazné posílení a růst, je severní Afrika a Blízký východ. Proti předchozímu roku počítají fondy s poklesem investic v Indii a Číně [29].

Z pohledu oborového rozdělení investic jsou jasnými favority maloobchod a zdravotnictví, dále inovace vznikají i v oblasti průmyslu. Za průlomové oblasti se považují biotechnologie, nanotechnologie a kybernetika. Nejméně vyhledávaným sektorem budou reality, o čemž svědčí i negativní důsledky investování do realit v Číně, kde například v Šanghaji byly postaveny moderní výškové budovy, ale téměř třetina z nich zůstala prázdná [2].

4.2 Vývoj v České republice

Působení VC v ČR má za sebou poměrně krátkou historii. První fondy VC se začínaly tvořit až koncem 20. století a byly financovány zahraničními investory, zejména z USA (Česko-americký podnikatelský fond) a EU (program Phare – Regionální podnikatelský fond a Fond rizikového kapitálu). Od roku 1995 se začaly objevovat i domácí fondy (Czech Private Equity Fund založený Československou obchodní bankou). Širšímu uplatnění brání menší zájem podniků, nedostatek projektů, které by zaručovaly požadovanou výnosnost i menší podpora státu ve srovnání s průmyslově vyspělými zeměmi [7].

V prvních letech ekonomické transformace v ČR byla většina investic VC prováděna bankami, investičními společnostmi nebo jinými subjekty, ale nikoliv specializovanými fondy. Do českých společností ve velké míře investovaly i mezinárodní fondy, které zde však neměly jedinou pobočku, a proto jejich investice nebylo snadné monitorovat.



Obrázek 12: Výše finančních prostředků investovaných do českých společností a českými investory

Zdroj: vlastní zpracování dle [35]

Obrázek č. 12 zobrazuje vývoj trhu VC z pohledu českých společností, do nichž byly investovány finanční prostředky z tuzemských i zahraničních fondů VC, a z pohledu českých investorů VC, kteří své finanční prostředky vložily do tuzemských i zahraničních společností.

Pokud se porovná výše investic, které české společnosti obdržely, s výši finančních prostředků investovaných českými investory, je jasné, že české společnosti dávají přednost zahraničním zdrojům, zejména UK, z něhož pochází přibližně 60 % finančních prostředků. Naopak čeští investoři zůstávají převážně u českých společnostech. Pouze v roce 2009 podpořily Bulharsko ve výši 30 mil. EUR a v roce 2011 Maďarsko ve výši 94 mil. EUR [35].

Do roku 2005 se investice do českých společností pohybovaly poměrně stabilně v desítkách mil. EUR. K výraznému navýšení došlo v letech 2006 a 2009. První nárůst byl způsoben investicí do společnosti České Radiokomunikace. Celková hodnota této transakce se uvádí ve výši 1,2 mld. EUR. Druhý zlom byl především výsledkem investice do společnosti StarBev, která přesáhla 1 miliardu EUR [34].

4.3 Současná situace v České republice

Situace na trhu VC v ČR stále není možné označit za stabilizovanou. Přestože ČR má v této oblasti vlastní asociaci (CVCA) a spolupracuje i s evropskou asociací (EVCA), což formálně vykazuje rysy vyspělého trhu s jistou mírou organizovanosti, je stále problémem získat úplná souhrnná data. Navíc fondy VC, které v ČR působí, nemají zájem být oslovováni médii, proto raději své investice nezveřejňují. Důsledkem je pak zdánlivě menší počet viditelných subjektů, než ve skutečnosti [3].

Z hlediska investování VC je ČR považována za perspektivní cílovou oblast díky poměrně vysokému počtu malých a středních podniků, které se nachází v počátečních fázích, mají potenciál dalšího rozvoje, ale nedostatečný přístup k finančním prostředkům.

Fondy, které v České republice působí, typicky realizují investice v objemu nad 1 mil. EUR a o malé podniky tedy nemají zájem. Podnikatelé musí hledat finanční prostředky v kruhu rodiny a přátel, BA nebo spoléhat na státní podporu [34].

Účinnější rozvoj dále komplikuje česká legislativa, které brání založení standardního fondu VC na území ČR. Proto se stále častěji vyskytují fondy působící v ČR, které mají sídlo v zemi, kde jsou pro ně výhodnější daňové podmínky.

Zejména penzijní a pojišťovací fondy podléhají přísným legislativním předpisům, které jim povolují umístit pouze 5 % prostředků jinak, než stanovuje zákon a nařizují jim každoročně ziskové hospodaření, přičemž případné ztráty hradí jejich vlastníci. Z těchto důvodů české fondy nejeví zájem o investice VC, přestože v jiných zemích Evropy představují penzijní a pojišťovací fondy zhruba 1/3 prostředků [56].

Dalším důvodem malého rozšíření VC je nepřipravenost podnikatelů přijmout nového partnera s kapitálovým podílem, nedostatečný systém podpory ze strany státu (neposkytuje se zde daňová úleva ani snížená sazba začínajícím podnikům) či nedostatek zkušených a kvalifikovaných manažerů, kteří rozhodují o použití investice.

Ve všech ekonomicky vyspělých zemích existují programy podpory investic a investorů VC, které jsou zatím v ČR nedostatečné. Také je zde nedostatek moderních průmyslových odvětví založených na uplatnění znalostí a postrádá se zde propojení mezi základním výzkumem a vývojem a jeho komerčním využitím.

Přes všechny tyto překážky má ČR stále vysoký potenciál dalšího rozvoje, jelikož je otevřená zahraničním investorům a vstřícná k mezinárodním programům ekonomické pomoci.

4.3.1 Rozložení Venture Capital v roce 2012

Skupina CVCA uskutečnila v letech 1990 až 2012 více než 140 investic, jejichž celková hodnota činila 2,6 mld. EUR. Její členové investovali v roce 2012 do 5 společností částku 16,6 mil. EUR. Společnosti, do nichž investovali, byly v různých stádiích vývoje, z různých odvětví a nacházely se mezi nimi i zahraniční společnosti [34].

Tabulka 3: Společnosti financované českými investory v roce 2012

Fáze	
Startovní financování	1 společnost
Financování počátečního rozvoje	1 společnost
Manažerské odkupy	3 společnosti
Odvětví	
Obchodní a průmyslové výrobky	1,9 mil. EUR
Komunikační technologie	0,7 mil. EUR
Výpočetní a spotřební elektronika	11,4 a 0,9 mil. EUR
Spotřební zboží a maloobchod	1,7 mil. EUR
Země	
Česká republika	3 společnosti
Zahraniční	2 společnosti

Zdroj: vlastní zpracování dle [35]

Z tabulky č. 3 vyplývá, že čeští investoři se zabývají již existujícími podniky v pozdějších stádiích vývoje a proti jiným evropským investorům poskytují spíše nižší množství finančních prostředků. Na poměry malých českých podniků, které teprve vstupují na trh, jsou tyto částky přesto příliš vysoké. Své finanční prostředky vynakládají nejčastěji přímo do českých společností, výjimkou však nejsou ani další státy EU, jako Slovensko nebo UK.

České společnosti neobdržely finanční prostředky pouze od českých investorů, ale též od investorů zahraničních. Celkem tedy investice plynuly do 10 českých společností, a to ve výši 105,8 mil. EUR – viz tabulka č. 4 [35].

Tabulka 4: Investice do českých společností

Fáze	
Startovní financování	1 společnost
Financování počátečního rozvoje	2 společnosti
Rozvojové financování	2 společnosti
Manažerské odkupy	5 společností
Odvětví	
Zemědělství	0,1 mil. EUR
Obchodní a průmyslové výrobky	13,3 mil. EUR
Komunikační technologie	4,6 mil. EUR
Výpočetní a spotřební elektronika	16,1 mil. EUR
Spotřební zboží a maloobchod	1,7 mil. EUR
Věda	70,0 mil. EUR
Země	
Česká republika	3 společnosti
Zahraničí	7 společností

Zdroj: vlastní zpracování dle [35]

České společnosti byly financovány především z UK, Rakouska, Švýcarska, Německa a Polska. Preferované sektory se změnil v souvislosti s vývojem trhu. Telekomunikace, technologie a farmacie zůstaly atraktivní pro řadu investorů. Místní BA směřují své investice i do sektoru finančních služeb, síťových odvětví, petrochemie a plynárenství a potravinářského a masného průmyslu.

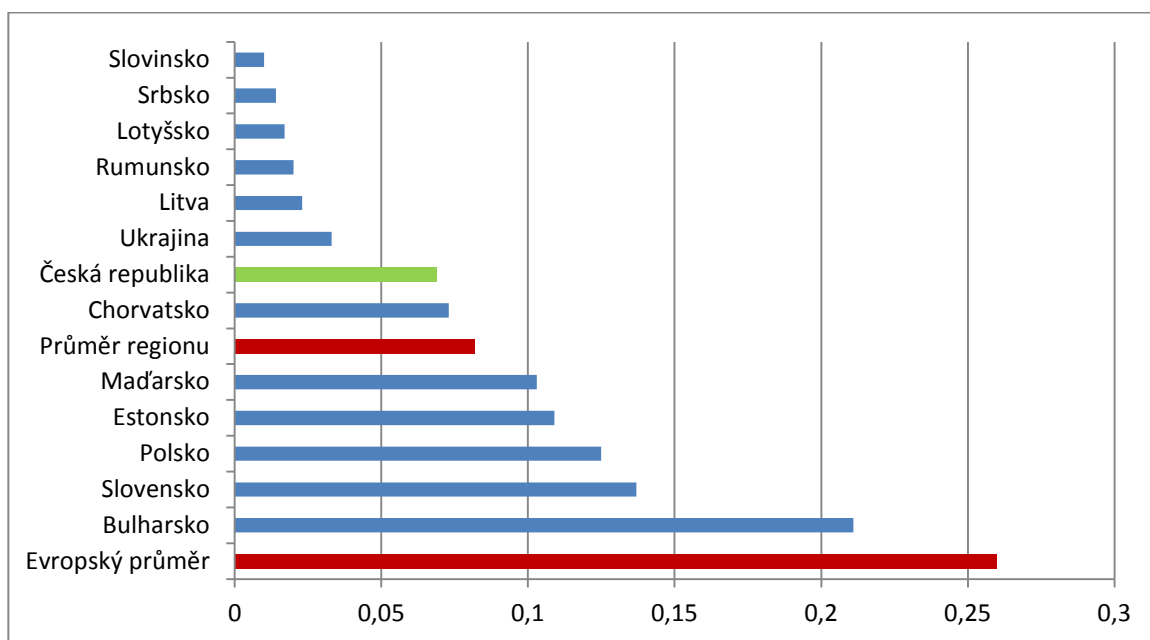
Charakteristickým prvkem roku 2012 byl také vysoký počet předpokládaných ovšem neuskutečněných obchodů, jako privatizace národních aerolinií ČSA, odkup čerpacích stanic OMV, provozovatele sítí plynovodů Net4Gas a pekáren United Bakeries [36].

4.3.2 Srovnání evropských zemí

Situaci nelze jednoznačně vyhodnotit jen na základě dat o ČR, ale je nutné brát ji alespoň v kontextu regionu střední a východní Evropy, kde by v blízkých letech mělo docházet k nárůstu investic VC způsobenému zvyšováním povědomí o přínosech této formy investování. Jelikož průměr regionu zdaleka nedosahuje evropského průměru, je možné očekávat i navýšení investic z vyspělejších zemí Evropy.

Z obrázku č. 13 lze vyčíst, že podíl VC je i v rámci regionu střední a východní Evropy značně nerovnoměrný. Česká republika se v roce 2012 řadila mezi průměrné země spolu s Chorvatskem, Maďarskem a Estonskem. Nejlépe z tohoto regionu se dařilo Bulharsku a Slovensku, ovšem na evropský průměr nedosáhla žádná z těchto zemí.

Evropský průměr v roce 2012 nejvíce navýšilo Švédsko a UK. I celkový průměr se však oproti předchozímu roku snížil o 1/5 [42].



Obrázek 13: Podíl VC na HDP v jednotlivých zemích střední a východní Evropy v roce 2012

Zdroj: vlastní zpracování dle [42]

V rámci celé Evropy se ČR s výší investic pohybuje kolem 18. místa. Podobný stav lze sledovat i v počtu firem, do kterých bylo investováno prostřednictvím VC fondů. Od roku 2007 se počet těchto firem pohyboval kolem 17, pouze v roce 2012 poklesl na 10. Příčinou může být pokračující dluhová krize či ekonomické novinky přicházející z členských států EU [35].

4.4 Státní podpora Venture Capital v České republice

Zajištění financování VC pro počáteční a raná stadia podnikání naráží v ČR na spoustu překážek, které již byly zmíněny dříve. Banky požadují neúměrné záruky a sítě BA jsou zde zatím nerozvinuté. Potenciálně úspěšné projekty začínajících podnikatelů tak velice často ztroskotají díky nedostatku financí a know-how.

Fungující trh VC přitom může podpořit ekonomický růst, konkurenceschopnost české ekonomiky, vznik nových společností a tvorbu nových pracovních míst, stimulovat

podnikatelské prostředí a zavádět nové technologie a inovace. Z těchto důvodů se vláda ve vyspělých zemích snaží podporovat rozvoj VC, zejména investic do firem v počátečních fázích rozvoje. Vytváří nejen vhodné podmínky, ale též programy podpory investic a investorů VC. ČR v obou směrech stále zaostává, ale v posledních letech dochází k výraznému zlepšení.

Velmi významnou organizací na trhu VC v ČR je Agentura pro podporu podnikání a investic CzechInvest a Českomoravská záruční a rozvojová banka, které zajišťují implementaci programů financovaných EU a státem. Cílem těchto projektů je příprava inovačních malých a středních podniků jako potenciálních příjemců VC pro zvýšení jejich konkurenceschopnosti, zvýšit informovanost společností o financování jejich vzniku a rozvoje formou VC, napomoci realizaci investičních projektů, propagovat ČR v zahraničí jako lokalitu vhodnou pro umístování investic a podpořit domácí investory poskytnutím záruky za investice, které uskuteční do rizikových společností [57].

Základní problém státních programů je však skutečnost, že podnikatelský plán by musel být zveřejněn a došlo by tak k prozrazení inovativní myšlenky konkurenci. Žádoucí by tedy bylo spíše vytvořit vhodné podmínky pro inovativní činnost.

V současné době má ČR možnost přijmout iniciativu EU a využít její program JEREMIE. Tento program vytváří podmínky pro vznik a rozvoj nových podnikatelských aktivit, čímž následně generuje nová pracovní místa, usnadňuje, zrychluje a zlevňuje přístup malého a středního podnikání k vybraným finančním nástrojům, zvyšuje efektivitu vynaložených finančních prostředků a zajišťuje jejich následnou obnovu [8].

Také by již ČR měla dokončit národní fond VC, tzv. seed/venture kapitálový fond, který připravilo Ministerstvo průmyslu a obchodu jako součást Operačního programu Podnikání a inovace.

4.4.1 JEREMIE

JEREMIE je společnou iniciativou Evropské komise, Evropské investiční banky a Evropského investičního fondu. Umožňuje vložit prostředky získané ze strukturálních fondů (min. 75 %), ze státního rozpočtu a od soukromých investorů do holdingového fondu, kterým budou dále financovány malé a střední podniky [41].

Jelikož spoluinvestování do VC fondů je, oproti jiným státním výdajům, návratná zisková investice, uvažovalo se o možnosti využití finančního nástroje JEREMIE již v programovém

období 2007 – 2013, kdy mělo být z Operačního programu Podnikání a inovace vyčleněno 80 mil. EUR. Od přijetí se upustilo kvůli zdlouhavému procesu a ekonomickým a legislativním problémům [66].

O její implementaci v podmínkách ČR se nadále do budoucna uvažuje. K rozhodnutí napomohou i zkušenosti z různých států EU, které iniciativu využily již v tomto období.

4.4.2 Seed/venture kapitálový fond

Finance na své projekty budou v ČR moci malé a střední firmy (s méně než 250 zaměstnanci, ročním obratem nepřesahujícím 50 mil. EUR nebo bilanční sumou roční rozvahy nepřesahující 43 mil. EUR) nově čerpat i ze státního fondu VC. Jeho založení schválila vláda na podzim roku 2011 [51].

Hlavním cílem fondu je podpora investic VC zacílená na vznik nových firem, rozvoj začínajících i další expanzi rozvinutých firem, které jsou inovačně a technologicky orientované a realizují výsledky výzkumu a vývoje. Formou podpory jsou kapitálové investice do základního jmění společnosti poskytované jako předstartovní, startovací a rozvojový kapitál [57].

Firma musí být usazena na území ČR s výjimkou hlavního města Prahy a nesmí podnikat v oboru vyloučeného předpisy EU - zemědělství, rybolov, akvakultura a lesnictví, uhelný a ocelářský průmysl, průmysl syntetických vláken, stavba lodí, tabákové výrobky a destiláty, zbraně a střeliva, kasina, elektronické datové programy nebo řešení zaměřená specificky na internetový gambling, on-line kasina nebo pornografii, programy určené k protiprávnímu vstupu do elektronických datových sítí a stahování elektronických dat, obory vztahující se k lidskému klonování nebo ke geneticky modifikovaným organismům [51].

Fond je založený podle zákona 189/2004 Sb. o kolektivním investování. Finanční prostředky jsou poskytnuté Evropským fondem pro regionální rozvoj, státním rozpočtem ČR a soukromými investory. Fond je institucionalizován jako obchodní společnost Český rozvojový, uzavřený investiční fond, a.s. ve stoprocentním vlastnictví státu. Zakladatelem a jediným akcionářem je Ministerstvo průmyslu a obchodu [49].

Celkově má být do fondu vložena částka téměř 53 mil. EUR, přičemž do roku 2015 je EU ochotna poskytnout 85 % této částky. Malé projekty budou financovány ze 100 % z prostředků fondu, u větších projektů bude nutné najít soukromé investory, kteří by poskytli

30 nebo 50 % investované částky. Prostředky vrácené do fondu po exitech z cílových společností se budou moci použít k dalším investicím do nových cílových společností [38].

V současné době se však stále hledá vhodná investiční společnost, která má fungovat jako správce a obhospodařovatel majetku fondu, zejména posuzovat vhodné a perspektivní cílové společnosti, navazovat vztahy se soukromými investory ke společným investicím, realizovat investiční proces a zajišťovat efektivní a odbornou správu svěřených finančních prostředků. Tento správce měl být vybrán ve veřejné soutěži již v roce 2012. V průběhu zadávacího řízení byl však vyloučen uchazeč AVANT investiční společnost, a.s., který podal návrh na zahájení správního řízení na Úřad pro ochranu hospodářské soutěže. Proto nebylo možné uzavřít smlouvu s vítězným uchazečem a pokračovat v naplňování projektu [30].

V září 2013 vydal Úřad pro ochranu hospodářské soutěže rozhodnutí, ve kterém zrušil rozhodnutí o vyloučení uchazeče AVANT, investiční společnost, a.s. Tím bylo zrušeno i rozhodnutí o výběru nejvhodnější nabídky QI investiční společnost, a.s. Ministerstvo obchodu a průmyslu však s rozhodnutím nesouhlasí a podalo proti němu rozklad. Nyní tedy čeká na vyjádření rozkladové komise [64].

Tato skutečnost celý proces zdržela, a proto nebude možné uskutečnit projekt v plné míře a rozpočet bude vzhledem ke zkracující se lhůtě pro využití prostředků snížen. Také prozatím nelze odhadnout, kdy by mohl být projekt spuštěn.

5 ANALÝZA ÚSPĚŠNOSTI APLIKACE RIZIKOVÉHO KAPITÁLU VE VYBRANÝCH EKONOMICKÝCH SUBJEKTECH

Praktická část se zabývá přímou aplikací rizikového kapitálu do vybraných společností. Bude tedy zkoumat, zda společnosti, které přijaly investora VC, zaznamenaly větší růst, než kdyby této možnosti nevyužily. Společnosti ovšem jako zdroj financování nemusí využít pouze VC, ale mohou si zvolit i z dalších zdrojů. Proto první část této kapitoly uvede stručný přehled vybraných zdrojů financování, aby bylo dokázáno, že financování prostřednictvím VC je v dané situaci nejvhodnější variantou.

V následující části budou popsány ukazatele pro hodnocení ekonomického vývoje společností financovaných VC. Zvoleny budou jak absolutní, tak poměrové ukazatele.

Další části se zaměří na vybrané fondy VC, které jsou členy CVCA a uskutečňují investice do českých společností. Z jejich portfolia budou vybrány společnosti, na které budou aplikovány zmíněné ukazatele. Tyto ukazatele by měly u podniků ukázat, zda má VC pozitivní dopad na jejich ekonomický vývoj.

Závěrečná část shrne poznatky zjištěné analýzou vybraných ekonomických subjektů, do nichž plynul VC z vybraných fondů.

5.1 Zdroje financování podniku

Vstup investora VC do společnosti je pouze jedním z možných finančních zdrojů. Podnikatelé při rozhodování o způsobu financování vychází z ekonomické situace společnosti a její vlastnické struktury, výhod a nevýhod jednotlivých zdrojů a plánovaného využití investice. U všech společností však platí, že základním zdrojem financování jsou zdroje vytvořené vlastním podnikáním. Externí zdroje je pouze doplňují a umožňují rychlejší rozvoj podnikání [16].

Nejčastěji používaným kritériem pro třídění zdrojů financování společnosti je vlastnický původ těchto zdrojů, který je dělí na [1]:

- vlastní zdroje - vklady a podíly zakladatelů, vklad tichého společníka, VC, emise akcií, nerozdělený zisk minulých let, zisk běžného období, fondy tvořené ze zisku (dlouhodobý rezervní fond, sociální fond), odpisy, prodej majetku,

- cizí zdroje - bankovní úvěry a výpomoci, půjčky od nebankovních subjektů, obchodní úvěry, leasing, faktoring a forfaiting, emitované cenné papíry (zejména obligace, směnky), závazky podniku (vůči zaměstnancům, státu a institucím sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění), rezervy (budoucí závazky v současnosti tvořené z nákladů, např. na opravu hmotného majetku nebo na úhradu kurzových ztrát), dary a dotace.

Pro srovnání s VC je důležité uvést alespoň stručnou charakteristiku, výhody a nevýhody u vybraných zdrojů financování společnosti.

Bankovní úvěry

Úvěr lze charakterizovat jako smluvní vztah mezi věřitelem a dlužníkem, kdy věřitel poskytuje za určitých podmínek dlužníkovi dané hodnoty vyjádřené v peněžní podobě a dlužník je povinen tyto hodnoty ve stanovené době splatit [27].

Bankovní úvěry patří ke klasickým dluhovým zdrojům financování společností. Jejich prostřednictvím banka zapůjčuje společnosti určitý objem finančních prostředků na stanovenou dobu. Společnosti vzniká závazek zaplatit za zapůjčený kapitál dohodnutý úrok, navrátit v dohodnutých termínech jistinu dluhu a řádně plnit další povinnosti, k nimž se zaváže v úvěrové smlouvě (např. účel). U bank tvoří úvěry podstatnou část aktiv a úrokové platby jsou tak zdrojem příjmů. Výše úrokových sazeb je závislá na likviditě, riziku a době splatnosti [15].

Tabulka 5: Výhody a nevýhody bankovních úvěrů jako zdroje financování společnosti

Výhody	Nevýhody
Poskytovatel úvěru nezasahuje do strategického řízení společnosti	Úroky se splácejí podle stanovené sazby a předem dohodnutého harmonogramu
Nemění vlastnickou strukturu společnosti	Musí se prokázat pravidelný příjem a jeho výše
Relativně snadný proces	Vyřízení trvá delší dobu
Podnikatel se nemusí vzdát svého majetkového podílu ve firmě	Vyžaduje se jištění aktivity společnosti, případně osobní ručení nebo garance třetího subjektu
Poskytnutí krátkodobých, střednědobých i dlouhodobých úvěrů	Poskytovatel úvěru kromě financí nevnáší do společnosti další přínos

Zdroj: vlastní zpracování dle [27]

Hlavní výhody a nevýhody bankovních úvěrů uvádí tabulka č. 5. Společnosti dávají přednost VC v případě, kdy nepostrádají pouze finanční prostředky, ale též znalosti, zkušenosti či kontakty. Jiné formy financování vyžadují také v případech, kdy jim banky úvěr neposkytnou.

Obchodní úvěry

Patří mezi klasické formy externího dluhového financování společnosti. Vznikají v rámci obchodních vztahů mezi dodavatelem a odběratelem. Za zdroj financování se dají považovat pouze obchodní úvěry, které podnikatelský subjekt obdržel od svého dodavatele. Princip spočívá v tom, že společnost zaplatí za dodávku zboží, prací či služeb v pozdějším termínu.

Tabulka 6: Výhody a nevýhody obchodních úvěrů jako zdroje financování společnosti

Výhody	Nevýhody
Umožnění pořízení dodávky i v případě nedostatku pohotových finančních zdrojů	Nevhodné k financování dlouhodobého majetku
V rámci jejich splatnosti nebývají úročeny	Cílová společnost by je též měla poskytovat svým odběratelům
Podpora pevnějších vztahů mezi obchodními partnery	Při pozdní úhradě hrozí ztráta dobrého firemního jména nebo ukončení obchodní spolupráce

Zdroj: vlastní zpracování dle [12]

Tabulka č. 6 uvádí jejich hlavní výhody a nevýhody. Společnostem obchodní úvěry nezajišťují dostatečné množství finančních prostředků a jsou poskytovány pouze v rámci obchodních vztahů. Společnost je tedy nemůže využít na financování jiných aktivit, čili plně nenahrazují financování prostřednictvím bankovních úvěrů nebo VC.

Obligace

Obligace (dluhopis) představuje cenný papír, jehož emitováním si společnost zajišťuje dlouhodobý finanční zdroj od věřitele (investora). Nejčastěji dluhopis funguje jako cenný papír s fixním výnosem. Držitel takové obligace inkasuje pravidelný (nejčastěji pololetní) pevný kupón po předem stanovenou dobu. Při dospělosti obligace (k datu její splatnosti) dochází vedle splacení posledního kupónu také k jednorázové splátce jistiny.

Obligace se obchodují přímo mezi dvěma protistranami nebo na burze cenných papírů. Rizikem pro investora je nedodržení závazků emitenta, tedy nesplacení kupónu nebo jistiny, riziko předčasného splacení u vypověditelných obligací, inflační riziko, které může znehodnotit výnos, kurzové riziko u zahraničních obligací a euroobligací, riziko spočívající ve změně tržní úrokové míry, která změní cenu obligací [53].

Tabulka 7: Výhody a nevýhody obligací jako zdroje financování společnosti

Výhody	Nevýhody
Úrok je pevně stanoven – investor se tedy nepodílí na zvýšeném zisku	Nutnost pevné splátky při kolísajícím zisku
Úrok je obvykle nižší než dividenda z akcií	Emisní náklady
Úrok je odčitatelnou položkou pro účely daně z příjmu	Zvyšování finančního rizika zadlužování
Majitel obligace se nepodílí na řízení a rozhodování společnosti	Emise je regulována státem, proto je nutné povolení státních orgánů

Zdroj: vlastní zpracování dle [25]

Hlavní výhody a nevýhody obligací jsou shrnuty v tabulce č. 7. Podstatný rozdíl mezi obligací a investicí VC je její vlastnický původ, neboť obligace zvyšují zadluženost společnosti.

Leasing

Leasing umožňuje společnosti po určitou dobu využívat cizí majetek, přičemž tento majetek se nestává jejím vlastnictvím. U provozního leasingu je doba pronájmu kratší než ekonomická životnost majetku. Ve většině případů zařizuje pronajímatel i údržbu, opravy a servis majetku. Finanční leasing je dlouhodobý pronájem majetku, při němž doba leasingu se v podstatě kryje s dobou ekonomické životnosti majetku. Služby v podobě oprav, servisů a údržby si zařizuje na své náklady. Společnost má obvykle právo odkoupení majetku po skončení leasingu [25].

Tabulka 8: Výhody a nevýhody leasingu jako zdroje financování společnosti

Výhody	Nevýhody
Možnost pořídit (užívat) majetek, aniž by podnik vynaložil jednorázově finanční prostředky	Pořízení majetku leasingem je obvykle dražší než prostřednictvím úvěru – splátky zahrnují pořizovací cenu majetku, leasingovou marži a další náklady leasingové společnosti
Splátky jsou vedeny jako náklad a snižují daňovou základnu	Majetek není ve vlastnictví podnikatele – ztráta možnosti odpisů
Vyřízení leasingové smlouvy je rychlejší než vyřízení smlouvy o úvěr	Mohou existovat i jistá omezení v oblasti užívání majetku (úpravy, modernizace)
Formálně se nezvyšuje podíl cizího kapitálu v rozvaze podniku	Následky ztráty či zničení majetku nese zpravidla nájemce
Zařízení vydělává v průběhu splácení na pokrytí své pořizovací ceny	Leasingová smlouva není za normálních podmínek vypověditelná – nájem nelze ukončit
Riziko inflace nese leasingová firma	Nebezpečí bankrotu leasingové společnosti

Zdroj: vlastní zpracování dle [53]

Prostřednictvím finančního leasingu si mohou společnosti pořídit například osobní a nákladní automobily, tahače, autobusy, návěsy, výrobní zařízení nebo nemovitosti. Oproti VC je účel stanoven v leasingové smlouvě. Další výhody a nevýhody ukazuje tabulka č. 8.

Faktoring a forfaiting

Faktoring představuje odkup krátkodobých nezajištěných pohledávek (do 180 dní) před dobou jejich splatnosti. Tato finanční služba je prováděna faktoringovou společností případně bankou. Forfaitingem se rozumí odkup střednědobých nebo dlouhodobých pohledávek forfaitérovi (forfaitingová společnost, banka).

Koupě pohledávek v rámci forfaitingu se navíc vyznačuje i tím, že se zpravidla jedná o pohledávky, které mají vysokou nominální hodnotu, jsou za zahraničními subjekty a jsou zajištěné. Vzhledem k tomu, že se k dalším rizikům přidává i kolísání kurzu, účtuje si forfaitér vyšší srážku z hodnoty pohledávky než faktor [45].

Tabulka 9: Výhody a nevýhody faktoringu a forfaitingu jako zdroje financování společnosti

Výhody	Nevýhody
Společnost obdrží finanční prostředky dříve, než od dlužníka	Srážka z celkové nominální hodnoty dané pohledávky při jejím odkoupení
Umožňuje zlepšit ukazatele obratu podnikových aktiv s pozitivními dopady do ukazatelů rentability	U forfaitingu se většinou odkupují pouze zajištěné pohledávky
Snížení rizika vzniku finanční nestability kvůli platební neschopnosti dlužníka	U faktoringu musí být souhrnný objem pohledávek minimálně ve výši 75 000 Kč

Zdroj: vlastní zpracování dle [12]

Nejčastější výhody a nevýhody tohoto způsobu financování uvádí tabulka č. 9. Na rozdíl od ostatních zdrojů financování, zde společnost nejprve musí vytvořit pohledávku.

Dotace

Pojmem dotace se rozumí poskytnutí určitého množství finančních prostředků ve prospěch společnosti. Podniky v České republice mohou čerpat podporu jak z národních programů, tak z evropských strukturálních fondů prostřednictvím operačních programů. Úhrada může pocházet také od soukromého subjektu, v tom případě se však jedná spíše o charitu či sponzorský příspěvek. Dotace může být poskytnuta také ve formě snížení daní.

Tabulka 10: Výhody a nevýhody dotací jako zdroje financování společnosti

Výhody	Nevýhody
Získání nenávratných finančních prostředků	Nutnost dodržet podmínky stanovené poskytovatelem (účel)
Minimální náklady na jejich získání a využívání	Lze hradit pouze část tzv. způsobilých nákladů
Nevznikají další náklady ve formě úroků apod.	Projekt musí nejprve financovat společnost, až poté je získána dotace

Zdroj: vlastní zpracování dle [24]

Tabulka č. 10 uvádí jejich hlavní výhody a nevýhody. Důležitým rozdílem vůči VC je skutečnost, že pokud společnost dotaci obdrží, musí ji použít na stanovený účel. Podstatné je také to, že společnost nejprve musí vynaložit vlastní finanční prostředky a až poté ji jsou formou dotace vráceny. Dotace tedy neřeší momentální nedostatečný stav finančních prostředků.

Z výše zmíněných popisů tedy vyplývá, že každý zdroj financování společnosti má svá specifika a společnost musí důkladně zvážit, který ze zdrojů je pro ni v daném okamžiku vhodný a zda jej může využít. Pokud společnost neplánuje využít finanční prostředky na konkrétní účel, ale ke všeobecnému rozvoji podnikání, z uvedených zdrojů je vhodné použít zejména bankovní úvěry nebo VC.

V ČR úvěrové financování stále převažuje. Příčinou relativně malého zájmu společností o formy financování posilující vlastní kapitál (včetně VC) je skutečnost, že se tím výrazně mění vlastnická struktura v jejich neprospěch. To je pochopitelné zvláště u podnikatelů, kteří si svoji firmu budovali od počátku sami [3].

Většinou společnosti využívají těchto zdrojů až v situaci, kdy ostatní možnosti financování selhaly, firma nemá žádný volný majetek, kterým by mohla ručit za bankovní úvěry a vlastní kapitál je již proinvestován. Přitom cena VC představuje pouze snížení výnosu dosavadního vlastníka, zatímco splácení úroku společnost zatěžuje. Skutečnost, že tato forma posiluje vlastní kapitál, je zároveň výhodou, jelikož má příznivý vliv na ukazatele finanční analýzy poměřující kapitálovou strukturu podniku.

5.2 Vybrané ukazatele finanční analýzy podniku

Ke zhodnocení hospodaření, finanční a majetkové situace firmy slouží finanční analýza. Primárními zdroji dat pro její provedení jsou především účetní výkazy. O majetku a zdrojích krytí informuje rozvaha a o nákladech a výnosech výkaz zisku a ztrát (výsledovka). Oba tyto výkazy mají v ČR závaznou právní úpravu danou Ministerstvem financí a jsou závaznou součástí účetní závěrky. Dalším výkazem, který lze při analýze využít, je výkaz cash-flow, který doplňuje rozvahu a výsledovku o informace o peněžních tocích [11].

Existuje několik základních kvantitativních metod finanční analýzy, např. analýza absolutních ukazatelů, poměrových ukazatelů, stavových či tokových ukazatelů nebo analýza rozdílových ukazatelů. V této práci budou použity absolutní a poměrové ukazatele, a to z důvodu jejich dobré vypovídací schopnosti [10].

Předpokladem je, že investor VC bude mít pozitivní dopad na investiční činnost podniku. Tím by mělo dojít k nárůstu tržeb a aktiv. Z toho důvodu budou dále popsány oba tyto absolutní ukazatele. Pro určení výkonnosti podniku bude sledován také absolutní ukazatel EBITDA, čili zisk před započtením úroků, daní a odpisů. Lze také předpokládat, že vstup investora posílí kapitálovou vybavenost podniků, proto má význam sledovat ukazatele rentability a zadluženosti.

5.2.1 Absolutní ukazatele

Základním zdrojem těchto ukazatelů jsou data obsažená v účetních výkazech. Tato data jsou v absolutních vyjádřeních, čili ukazují určitý jev bez vztahu k jinému jevu. Jejich hodnota je vyjadřována k určitému časovému okamžiku. Jednotlivé položky budou porovnány v čase, čímž se zjistí, o kolik procent se konkrétní položka změnila oproti předchozímu roku.

Tržby představují tokovou veličinu. Zachycují, jakých výnosů bylo dosaženo za uplynulé období. Pro účely této práce budou zkoumány pouze tržby za prodej zboží a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb.

Celková aktiva v netto formě jsou stavovou veličinou ukazující stav k okamžiku sestavení účetní závěrky nebo k rozvahovému dni běžného účetního období. Jsou upravena o výši pohledávek a opravných položek.

EBITDA patří do kategorie zisku a ukazuje provozní výkonnost společnosti. Často se využívá u fúzí, kdy kupující podnik porovnává svůj výkon hospodaření s výkonem kupované společnosti. Její záporný výsledek značí, že společnost má zásadní problémy se ziskovostí.

5.2.2 Ukazatele rentability

Rentabilita (ziskovost) vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku s pomocí investovaného kapitálu. Rozdílný přístup při výpočtu vychází z hodnoty zisku, jelikož do čitatele může být dosazen čistý zisk po zdanění (EAT), hrubý zisk před zdaněním (EBT) nebo zisk před úhradou úroků a daně z příjmu (EBIT). EAT se využívá v ukazatelích, které hodnotí výkonnost firmy, z toho důvodu bude používán i v této bakalářské práci. EBT se používá v případech, kdy je nutné vyloučit vliv změny sazby daně z příjmů právnických osob. EBIT je vhodný při porovnávání podniků s rozdílnými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhu ve finančních zdrojích [11].

Zvolenými ukazateli jsou rentabilita celkových aktiv (ROA) – viz vzorec č. 1, a rentabilita vlastního kapitálu (ROE) – viz vzorec č. 2.

$$ROA = \frac{EAT \text{ (Zisk po zdanění)}}{\text{Celková aktiva}} * 100 [\%] \quad (1)$$

Zdroj: [23]

Rentabilita celkových aktiv je vrcholový ukazatel efektivnosti podnikání a hodnotí efektivnost vloženého kapitálu (vlastního i cizího). Její hodnota by neměla v čase klesat.

ROE je velmi frekventovaným ukazatelem, neboť měří míru zhodnocení vlastního kapitálu. Majitelé či investoři prostřednictvím něho zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos. Pro investora je důležité, aby hodnota ukazatele byla vyšší než úroky, které by získal z jiné formy investování [20].

$$ROE = \frac{EAT \text{ (Zisk po zdanění)}}{\text{Vlastní kapitál}} * 100 [\%] \quad (2)$$

Zdroj: [23]

Ukazatel vyjadřuje hodnotu zisku po zdanění připadajícího na 1 Kč vlastního kapitálu. Jeho hodnota by neměla v čase klesat. Aktuální hodnotu mohou snižovat náklady na tvorbu hodnot v budoucnu, např. na vývoj nového výrobku nebo na modernizaci majetku [23].

5.2.3 Ukazatele zadluženosti

Pojem zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování aktiv ve své činnosti cizí zdroje, tedy dluh. V reálné ekonomice nepřichází v úvahu, aby podniky financovaly veškerá svá aktiva pouze z vlastního nebo jen z cizího kapitálu, jelikož vlastní kapitál s sebou přináší snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu a cizí zdroje by bylo obtížné získat. Navíc zákon vyžaduje jistou výši vlastního kapitálu. Podstatou analýzy zadluženosti je hledání optimálního poměru mezi vlastním a cizím kapitálem [18].

Z hlediska zadluženosti obecně platí, že čím je vyšší objem závazků, tím větší pozornost bude potřeba věnovat prostředkům na jejich splacení. Průmysl se přiklání spíše na stranu vlastního kapitálu, zatímco stavebnictví a obchod více k cizím zdrojům financování [19].

Nejdůležitějším ukazatelem je celková zadluženost, kterou lze označit jako míru věřitelského rizika, neboť poměruje cizí zdroje k celkové hodnotě aktiv – viz vzorec č. 3.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{Cizí kapitál}}{\text{Celková aktiva}} * 100 [\%] \quad (3)$$

Zdroj: [18]

Z poměru lze usoudit, jaká majetková základna kryje cizí zdroje. Čím vyšší je hodnota, tím vyšší je riziko věřitelů. Platí však také, že u finančně stabilního podniku může dočasný růst zadluženosti vést ke zvýšení celkové rentability vložených prostředků [18].

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Celková aktiva}} * 100 [\%] \quad (4)$$

Zdroj: [18]

Koeficient samofinancování – viz vzorec č. 4, vyjadřuje podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech. K dosažení dlouhodobé finanční rovnováhy a stability by měly vlastní zdroje převyšovat cizí.

5.3 Fondy Venture Capital

V ČR byla založena asociace Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA), která zastupuje české fondy působící v oblasti PE. Její členské fondy investují kapitál nebo poskytují poradenské služby. Nyní slouží jako hlavní zdroj PE v ČR. Jejím cílem je propagace fenoménu těchto investic v ČR.

Pro potřeby analýzy budou vybrány fondy, které jsou jejími řádnými členy. CVCA zde poslouží jako záruka, že investice těchto fondů byly skutečně využity cílovými společnostmi.

Tabulka č. 11 zobrazuje informace o současných řádných členech CVCA. Je z ní patrné, že tyto fondy uskutečnily v ČR již 79 investic, celkový objem finančních prostředků, které mají ve správě, přesahuje 11 mld. EUR a průměrná preferovaná výše jedné investice se pohybuje kolem 35 mil. EUR, přičemž investice nižší než 1 mil. EUR nabízí pouze fond Credo Ventures. Tato skutečnost je zásadní pro malé začínající podniky, o něž ostatní fondy nemají zájem. Téměř všechny fondy vznikly v průběhu 90. let 20. století, Advent International již v roce 1984. Kromě ČR se často zaměřují na Polsko, Maďarsko a Slovensko [37].

Tabulka 11: Řádní členové CVCA

Název fondu	Preferovaná výše investice (v mil. EUR)	Objem prostředků ve správě (v mil. EUR)	Počet transakcí v ČR
3TS Capital Partners	3 – 20	230	5
Advent International	Min. 30	1 000	3
ARGUS Capital Group Limited	10 – 40	400	6
ARX Equity Partners	5 - 50	200	9
Credo Ventures	0,25 – 2	20	2
Enterprise Investors	1 - 100	1 700	6
Genesis Capital Limited	3 - 10	70	26
Gimv	3 - 15	1 800	5
Innova Capital	20 - 50	900	3
Mezzanine Capital Partners	5 - 25	500	5
Mid Europa Partners	50 - 200	3 200	5
PineBridge Investments	20 - 60	523	0
Riverside Europe Partners	15 – 150	336	4
V4C Investment Advisers Limited	15 - 25	156	0

Zdroj: vlastní zpracování dle [37]

Pro potřeby bakalářské práce byly zvoleny fondy, které v roce 2008 investovaly do českých společností. Jedná se o fondy 3TS Capital Partners, ARGUS Capital Group Limited, ARX Equity Partners a Enterprise Investors. Po podrobném průzkumu konkrétních investic se však pouze dvě z nich jeví jako vhodné pro účely srovnání. ARGUS Capital Group Limited totiž působil ve společnosti RIO Media a.s. po celou dobu její existence, proto by ani po analýze nebylo zřejmé, jak vstup investora tuto společnost ovlivnil. Enterprise Investors poskytly finanční prostředky společnosti Kofola a.s., ta je ovšem využila pro podporu polské společnosti Kofola – Hoop S.A. Z toho důvodu nebyly k dispozici výroční zprávy, které by investici VC zaznamenaly.

5.3.1 3TS Capital Partners

Fond 3TS Capital Partners byl založen roku 1998. Geograficky se zaměřuje na Polsko, ČR, Slovensko, Maďarsko, Rumunsko, Bulharsko, Rakousko, Slovinsko, Chorvatsko, Srbsko, Estonsko, Lotyšsko a Litvu. Zvažují také investice na Ukrajině a v Turecku [37].

Jeho prvním fondem byl Technologieholding Central and Eastern European Fund s kapitálem 66 mil. EUR. Druhý fond se nazývá 3TS Central European Fund II a byl založen

na základě úspěchu prvního fondu v roce 2005. Nyní disponuje s kapitálem ve výši 130 mil. EUR. Třetím fondem je 3TS Cisco Growth Fund, který byl založen roku 2007 a disponuje s kapitálem 34 mil. EUR. Koncem roku 2013 vznikl Technologieholding Central and Eastern European Fund III, který bude mít k dispozici 103 mil. EUR [28].

Fond 3TS Capital Partners se zajímá zejména o technologie a telekomunikace, spotřebitelský průmysl a služby, media a marketing, energetiku a životní prostředí. Z hlediska fází, ve kterých se podnik v době investice nachází, se zaměřuje na rozvojové financování a manažerské odkupy. Preferovaná výše jedné investice se sice pohybuje v rozmezí 3 – 20 mil. EUR, výjimkou však nejsou ani investice nad 30 mil. EUR [37].

Investoři většinou usilují o místo ve vedení společnosti, aby pomohli zvýšit její hodnotu zavedením nového systému řízení, náborem zaměstnanců a zvolením obchodních partnerů. Na území ČR fond uskutečnil 5 transakcí. V roce 2008 tento fond investoval do společnosti Internet Mall, a.s. [28].

5.3.2 ARX Equity Partners

Fond ARX Equity Partners byl založen v roce 1997. Geograficky se zaměřuje na střední a východní Evropu. Portfolio fondu se skládá především ze společností zabývajících se výrobou spotřebního a průmyslového zboží, poskytováním spotřebitelských a obchodních služeb, oblastí zdravotnických služeb a maloobchodem [37].

Všeobecně fond investuje pouze do středně velkých společností se silnou pozicí na trhu, které mají schopný management a dlouhodobě vykazují růst EBITDA. Nejčastějšími typy investic podle fází rozvoje cílových společností jsou manažerské odkupy, financování akvizic a rozvojové financování [31].

Fond disponuje s kapitálem kolem 200 mil. EUR, přičemž preferovaná výše jedné transakce se pohybuje v rozmezí od 5 – 50 mil. EUR. Na území ČR již fond investoval do 9 společností. V roce 2008 uskutečnil investici do společnosti Lanex a.s. [37].

5.4 Výběr podniků

Pro účely bakalářské práce byly vybrány podniky, do nichž se investovalo prostřednictvím fondů VC, které byly uvedeny v předchozí kapitole. V obou zvolených podnicích proběhl vstup investora v roce 2008. Shodný rok vstupu investora byl vybrán s tím účelem, aby podniky mohly být porovnány. Zdrojem dat pro tuto kapitolu jsou výroční zprávy vybraných společností [68] a [69] zveřejněné v obchodním rejstříku (dále jen OR).

5.4.1 Internet Mall, a.s.

Sídlo: Praha 7, Dělnická 213/12

Právní forma: akciová společnost

Den zápisu do OR: 13. října 2000

IČ: 26204967

Akcionář: Netretail Holding B.V.

Investor: 3TS Capital Partners

Společnost Internet Mall, a.s. (dříve bilezbozi.cz, s.r.o.) byla založena v roce 2000. Základní myšlenkou bylo změnit model nakupování elektroniky na internetu na plnohodnotný nákupní proces. Cílem společnosti je především ušetřit čas zákazníkovi vybudováním profesionálního nákupního prostředí, vyspělého technického zázemí, kvalifikovaného poradenství a propracovaného modelu logistiky.

V prvním roce svého působení na trhu prodala společnost zboží za téměř 900 tis. Kč. Poté masivně investovala do infrastruktury, logistiky, rozšíření sortimentu a zákaznických služeb. Po roce 2005 se rozrostla o nové obchody a vstoupila i na zahraniční trhy - Slovensko, Maďarsko, Polsko, Německo [46].

V roce 2008 vznikla holdingová společnost Netretail Holding, B.V., která zastřešuje a řídí všechny národní pobočky. Důvodem vzniku holdingové společnosti v Nizozemí byl vstup investorů Intel Capital a 3TS Capital Partners, kteří do společnosti investovali 28 mil. EUR, tedy asi 700 mil. Kč. Přesnou výši získaného minoritního podílu nezveřejnily. V roce 2010 provedla společnost investici do třídící linky, která jí umožnila vyšší efektivitu přípravy a expedice zakázek [46].

Hlavním předmětem podnikání je koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje. Mezi hlavní sortiment patří elektronika (bílá zboží, malé domácí spotřebiče, osobní počítače, mobilní telefony a GPS).

V dubnu 2012 byla uzavřena smlouva o nákupu 78,87 % akcií Netretail Holding, B.V. společností MIH Allegro B.V. vlastníci síť mediálních a internetových společností.

Tabulky č. 12 a č. 13 zobrazují absolutní a poměrové ukazatele společnosti Internet Mall, a.s. Za účetní období se v nich považuje 12 po sobě jdoucích měsíců začínajících dnem 1. dubna a končících dnem 31. března následujícího roku.

Tabulka 12: Absolutní ukazatele společnosti Internet Mall, a.s.

Ukazatel/ Období	Tržby		Celková aktiva netto		EBITDA	
	Částka (v tis. Kč)	Tempo růstu (v %)	Částka (v tis. Kč)	Tempo růstu (v %)	Částka (v tis. Kč)	Tempo růstu (v %)
2006 – 2007	1 277 693	-	162 305	-	8 678	-
2007 – 2008	1 215 609	-4,86	185 133	14,06	1 328	15,30
2008 – 2009	905 281	-25,53	365 044	97,18	-48 586	-3 658,58
2009 – 2010	1 542 173	70,35	483 306	32,40	-36 832	75,81
2010 – 2011	2 347 201	52,20	633 456	31,07	16 852	-45,75
2011 – 2012	2 992 171	27,47	691 527	9,17	-35 354	-209,79

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti [68]

Tržby

Od roku 2007 do roku 2009 významně klesly tržby z 1,3 mld. Kč na 0,9 mld. Kč. Hlavní příčinou byl pokles prodeje bílého zboží a osobních počítačů kvůli snížení spotřebitelské poptávky během období světové finanční krize. Spotřebitelé o tento druh zboží neměli dostatečný zájem, zhoršila se pro ně dostupnost finančních prostředků nebo nebyli ochotní se více zadlužovat. V období vstupu investora využila společnost jím poskytnutých finančních prostředků na nákup majetku a marketing. V následujících letech díky tomu došlo k oslovení více potenciálních zákazníků a tím i k výraznému růstu tržeb. V účetním období 2011 – 2012 se tržby dostaly až na 3 mld. Kč.

Celková aktiva

Celková aktiva v každém účetním období zaznamenala růst, vzrostla tak ze 162,3 mil. Kč ke 31. 3. 2007 na 691,5 mil. Kč ke 31. 3. 2012. Hlavním důvodem bylo zvýšení hodnoty zásob o 170 mil. Kč a dlouhodobých pohledávek o 137 mil. Kč, které vznikly financováním dceřiných společností.

Dále se zvýšila hodnota dlouhodobého majetku o 88 mil. Kč. K tomu přispělo zejména zavedení nového informačního systému SAP a otevření nových prodejen a logistických center s výdejními místy. Tyto investice proběhly v období vstupu investora do společnosti a přispěly tak téměř dvojnásobnému nárůstu aktiv.

Za sledované období vzrostlo také časové rozlišení o 72 mil. Kč, krátkodobé pohledávky o 42 mil. Kč a krátkodobý finanční majetek o 17 mil. Kč.

EBITDA

V účetním období 2007 – 2008 klesla EBITDA z 8,7 mil. Kč na 1,3 mil. Kč a v následujícím období se dokonce propadla do ztráty ve výši 48,6 mil. Kč. Společnost sice dosáhla úspor ve výši 8,5 mil. Kč nahrazením externích poradců vlastními zaměstnanci, to však vykompenzovaly rostoucí odpisy. S poklesem tržeb za zboží došlo také ke snížení obchodní marže. Společnost utržila méně i za vlastní výrobky a propadly se jí i ostatní provozní výnosy.

V následujícím období se ztráta snížila a v období 2010 – 2011 dosáhla EBITDA kladného výsledku ve výši 16,9 mil. Kč. V posledním sledovaném období se však opět propadla do záporné hodnoty ve výši 35,4 mil. Kč. Nejvýznamnějším důvodem byly zvýšené ostatní provozní náklady o 61 mil. Kč.

Tabulka 13: Poměrové ukazatele společnosti Internet Mall, a.s. (v %)

Období/ukazatel	Rentabilita celkových aktiv	Rentabilita vlastního kapitálu	Celková zadluženost	Koeficient samofinancování
2006 – 2007	3,39	26,85	87,37	12,63
2007 – 2008	-10,11	-588,96	98,27	1,72
2008 – 2009	20,44	95,76	78,46	21,35
2009 – 2010	-11,38	-239,95	95,26	4,74
2010 – 2011	-5,62	-52,23	89,23	10,77
2011 – 2012	-18,37	1631,35	101,13	-1,13

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti [68]

Ukazatele rentability

Jak lze pozorovat z tabulky č. 13, rentability byly kladné pouze v období 2006 – 2007 a v období vstupu investora do společnosti. Podnik neefektivně využíval svůj majetek a netvořil žádnou hodnotu pro své vlastníky. Tato situace byla způsobena záporným výsledkem hospodaření po zdanění.

Rentabilita vlastního kapitálu je v posledním roce záporná. Společnost vykazuje ztrátu a záporný výsledek hospodaření minulých let. Záporná výše výsledku hospodaření činila 127 mil. Kč a převýšila tak ostatní položky vlastního kapitálu. Důsledkem byla záporná výše vlastního kapitálu. To vysvětluje, proč je v tomto období rentabilita celkových aktiv záporná a rentabilita vlastního kapitálu kladná. Též kvůli tomu vychází celková zadluženost více než 100 %.

Ukazatele zadluženosti

Celková zadluženost se po celé sledované období pohybovala vysoce nad doporučenými hodnotami. Nejpříznivějších výsledků společnost dosáhla v období vstupu investora, kdy ukazatele vykázaly značné zlepšení. V dalších letech se však nepodařilo tento směr udržet.

Úroveň vlastního kapitálu v uvedeném období klesla z 20,5 mil. Kč na -7,8 mil. Kč. Záporný výsledek byl důsledkem již zmiňovaných dosahovaných ztrát vlastního hospodaření. V období 2011 – 2012 poskytl Netretail Holding, B.V. společnosti finanční prostředky a navýšil tím ostatní kapitálové fondy o 51 mil. Kč. Tato výše však nestačila ani na pokrytí ztrát z minulých období.

Celkové cizí zdroje ve sledovaném období vzrostly o 557,5 mil. Kč. Nejvíce se na nich podílel růst krátkodobých závazků ve výši 441,2 mil. Kč a růst bankovních úvěrů ve výši 113,6 mil. Kč.

Shrnutí

Celkově se společnost neubírá dobrým směrem. Žádný z poměrových ukazatelů nevykazuje v posledních letech příznivé hodnoty pro společnost ani vlastníky. Z této skutečnosti vyplývá pochybnost, zda by společnost byla schopna pokračovat v činnosti bez finanční podpory majoritního akcionáře, společnosti Netretail Holding B.V.

V souvislosti s odkupem většiny akcií Netretail Holding B.V. byla tato společnost zabezpečena finančními prostředky ve výši téměř 420 mil. Kč. Tyto dodatečné zdroje by měly být převáděny do společnosti Internet Mall, a.s. na financování její činnosti.

Netretail Holding B.V. společnosti Internet Mall, a.s. již několikrát finanční prostředky poskytl, dosud však nedošlo k jejich vhodnému využití. Proto je pravděpodobné, že ani tentokrát společnosti finanční prostředky nepomohou dosáhnout ziskového hospodaření.

Investor VC může dosáhnout úspěšného exitu a návratnosti investice pouze za předpokladu dlouhodobě ziskového hospodaření společnosti. Toho lze docílit pouze výraznou změnou obchodního modelu. V současnosti by pro společnost i investora byl nejvhodnějším exitem odprodej podílu strategickému partnerovi, který bude ochotný smířit se i s negativními hodnotami zmiňovaných ukazatelů. Vhodný strategický partner by společnosti pomohl změnit její obchodní strategii a obohatil by ji o zkušenosti a kontakty, které získal vlastní podnikatelskou aktivitou.

5.4.2 Lanex a.s.

Sídlo: Bolatice, Hlučínská 1/96

Právní forma: akciová společnost

Den zápisu do OR: 31. 12. 2007

IČ: 28223209

Akcionář: Krastion Holdings Limited

Investor: ARX Equity Partners

Lanex a.s. (dříve BWA Czech, a.s.) se rozvíjí od počátku 90. let 20. století. Základní podnikatelskou strategií je proexportní orientace - vývoz do více než 50 zemí, přičemž dominantní podíl mají trhy EU a Ruska. Podíl exportu tvoří 85% z obrátu. Mezi hlavní sortiment patří produkty z polypropylenových vláken, vlákna pro umělé trávníky či lodní, horolezecká a záchranná lana [58].

V roce 2008 rozhodla Krastion Holding Limited, jako jediný akcionář, o zvýšení základního kapitálu upsáním nových akcií. Základní kapitál se tak zvýšil ze 2 mil. Kč na 247 mil. Kč. Akcie nebyly kótované na oficiálním trhu, ale byly nabídnuty společnosti Krastion Holdings limited se sídlem na Kypru. Od něho odkoupil většinový podíl fond ARX Exuity Partners. Tento fond odkoupil také 100% podíl společnosti Singing Rock s.r.o. a zapříčinil její začlenění do společnosti Lanex a.s. na základě fúze [52].

Díky nově získaným prostředkům mohla společnost Lanex a.s. investovat do výstavby výrobní haly, implementace nového informačního systému SAP a pořídit si nové technologie pro výrobu polotovarů pro umělé trávníky a výrobu dynamických a statických lan.

V letech 2007 až 2010 čerpala společnost dotaci od Ministerstva průmyslu a obchodu, jejímž cílem bylo využití nanotechnologií pro povrchovou úpravu lan [58].

Roku 2012 v důsledku realizace procesu fúze sloučením došlo k zániku společnosti RAVELTIK, s.r.o. a přechodu jejího jmění na společnost LANEX a.s. [52].

Tabulka 14: Absolutní ukazatele společnosti Lanex a.s.

Ukazatel/ období	Tržby		Celková aktiva netto		EBITDA	
	Částka (v tis. Kč)	Tempo růstu (v %)	Částka (v tis. Kč)	Tempo růstu (v %)	Částka (v tis. Kč)	Tempo růstu (v %)
2007	0	-	2 000	-	0	-
2008	0	-	405 816	20 190,80	27 103	-
2009	775 745	-	625 437	54,12	57 749	113,07
2010	950 939	22,58	679 076	8,58	81 627	41,35
2011	752 161	-20,90	561 502	-17,31	67 742	-17,01
2012	777 218	3,33	550 279	-2,00	72 294	6,72

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti [69]

Tržby

První tržby začala společnost vykazovat od roku 2009. Od této doby jsou relativně stabilní, na úrovni kolem 800 mil. Kč. Ke značné změně došlo pouze v roce 2010, kdy tržby vzrostly na rekordní výši 951 mil. Kč. Stalo se tak důsledkem fúze se společností Singing Rock s.r.o.

V roce 2011 tržby opět klesly na 752,2 mil. Kč. Příčinou bylo odštěpení divize SPJ Flexibilní obaly do nově vzniklé společnosti Lanex Packeting s.r.o. Od té doby se tržby vyvíjí pozitivním směrem.

Celková aktiva

Mezi lety 2008 a 2010 aktiva společnosti vzrostla ze 405,8 mil. Kč na 679 mil. Kč. Po odštěpení divize SPJ Flexibilní obaly celková aktiva klesla na 561,5 mil. Kč a propad následoval i v dalším roce na 550,3 mil. Kč.

Ke konci roku 2012 zaujímal v aktivech společnosti největší podíl dlouhodobý majetek, který byl zastoupen hmotným majetkem ve výši 269,9 mil. Kč, finančním majetkem tvořeným dlouhodobými pohledávkami vůči dceřiným společnostem ve výši 25 mil. Kč a nehmotným majetkem ve výši 15,6 mil. Kč. Na oběžných aktivech se nejvíce podílely zásoby v hodnotě 136,2 mil. Kč, krátkodobé pohledávky ve výši 97,8 mil. Kč a krátkodobý finanční majetek ve výši 3,5 mil. Kč.

EBITDA

Mezi lety 2008 a 2010 vzrostla společnosti EBITDA z 27,1 mil. Kč na 81,6 mil. Kč. V roce 2011 se v důsledku odštěpení divize SPJ Flexibilní obaly nepovedlo růst udržet a EBITDA poklesla na 67,7 mil. Kč. V dalším roce ukazatel opět vzrostl na 72,3 mil. Kč, což značí, že společnost dokáže zvyšovat svou hodnotu i po ztrátě zmíněné divize.

Tabulka 15: Poměrové ukazatele společnosti Lanex a.s. (v %)

Období/ukazatel	Rentabilita celkových aktiv	Rentabilita vlastního kapitálu	Celková zadluženost	Koeficient samofinancování
2007	0,00	0,00	0,00	100,00
2008	-0,82	-1,37	39,96	60,04
2009	1,28	3,21	59,89	39,90
2010	9,49	20,54	53,69	46,20
2011	2,34	5,11	54,15	45,78
2012	8,48	17,01	49,92	49,85

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společnosti [69]

Ukazatele rentability

Kromě roku 2008 vykazovala společnost vždy kladný výsledek hospodaření. Maximálního čistého zisku ve výši 64,4 mil. Kč společnost dosáhla v roce 2010, čili v roce nejvyšších tržeb a nejvyšší EBITDA. Na tomto zisku se však ve velké míře podílely výnosy z přecenění cenných papírů částkou 37,5 mil. Kč. V roce 2011 společnost dosáhla zisku 13,1 mil. Kč, avšak bez zohlednění nákladů na přecenění cenných papírů by to bylo 43,4 mil. Kč. Za rok 2012 se čistý zisk společnost zvýšil na hodnotu 46,7 mil. Kč. Tato skutečnost potvrzuje, že čistý zisk by byl v posledních letech vyrovnaný.

Od těchto hodnot se odvíjí i hodnoty obou sledovaných rentabilit, které jsou v posledních čtyřech letech kladné. V letech 2010 a 2012 dokonce vykazovala rentabilita celkových aktiv kolem 9 % a rentabilita vlastních aktiv kolem 20 %, čili se držely u horní doporučené hranice.

Ukazatele rentability signalizují, že od vstupu investora je společnost trvale zisková, což je z pohledu vlastníků a investorů velmi pozitivní jev.

Ukazatele zadluženosti

Z pohledu zadluženosti si společnost vede velmi dobře a je schopna plnit všechny své úrokové závazky. Doporučená hodnota celkové zadluženosti se pohybuje mezi 30 – 60 %, tento parametr byl tedy ve sledovaném období splněn [18].

Vlastní kapitál se ve sledovaném období pohyboval okolo 270 mil. Kč. Nejvyšší hodnoty dosáhl v roce 2010, a to ve výši 313,8 mil. Kč. Cizí kapitál se po celou dobu pohyboval kolem hodnoty 300 mil. Kč. Nejvyšší částku vykázal v roce 2009 ve výši 374,6 mil. Kč. Důvodem bylo zvýšení bankovních úvěrů o 106 mil. Kč a krátkodobých závazků o 71 mil. Kč.

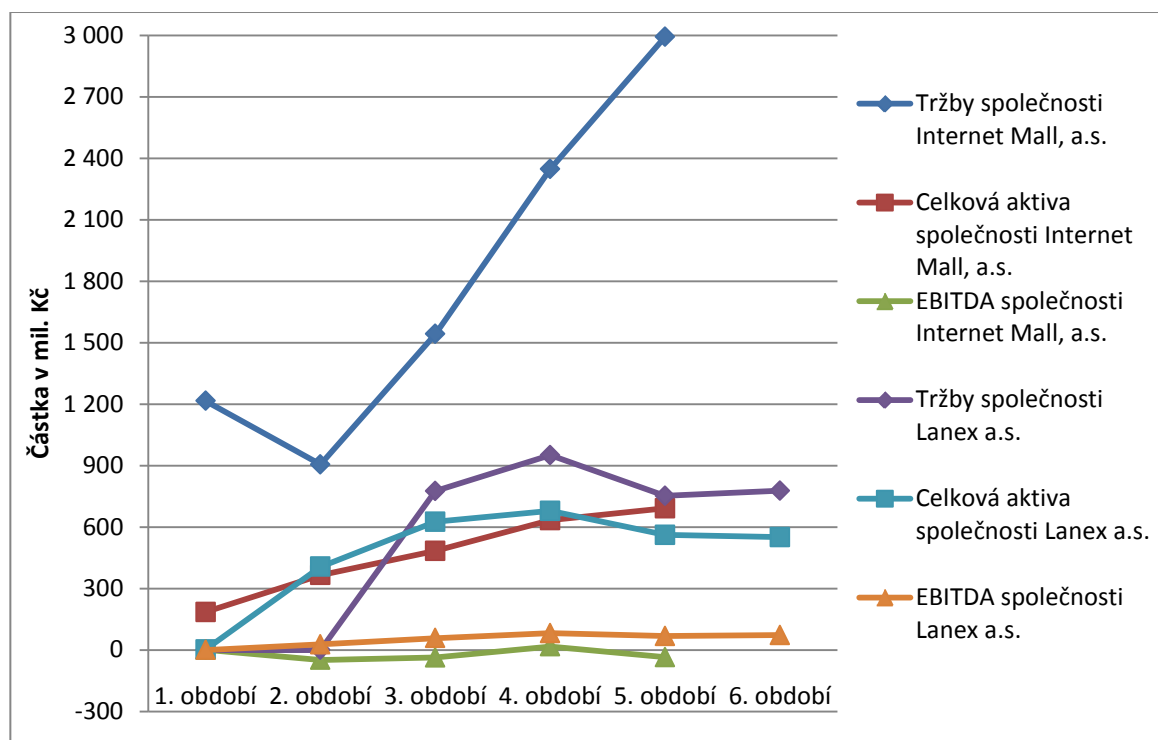
Shrnutí

Výsledky hospodaření i rozvaha společnosti byly ve sledovaném období významně ovlivněny fúzemi i odštěpením. Nicméně po očištění výsledku hospodaření o jednorázové vlivy je možné konstatovat, že společnost hospodařila ziskově na úrovni přes 40 mil. Kč, přičemž výsledky měly rostoucí trend.

Celkově je společnost stabilní a s největší pravděpodobností ji v blízké době nehrozí nebezpečí úpadku. Investorům VC se zřejmě daří plnit obchodní záměr a společnost může být v následujících letech připravena k exitu VC s příznivou návratností investice.

5.5 Úspěšnost aplikace Venture Capital ve vybraných společnostech

Obrázek č. 14 zobrazuje absolutní ukazatele společnosti Internet Mall, a.s. a společnosti Lanex a.s. První období představuje rok před vstupem investora do společnosti, následuje období vstupu investora a další roky kooperace. U společnosti Internet Mall, a.s. byla zveřejněna poslední výroční zpráva za období 1. dubna 2011 až 31. března 2012, proto nebylo možné zjistit data za poslední období kooperace.



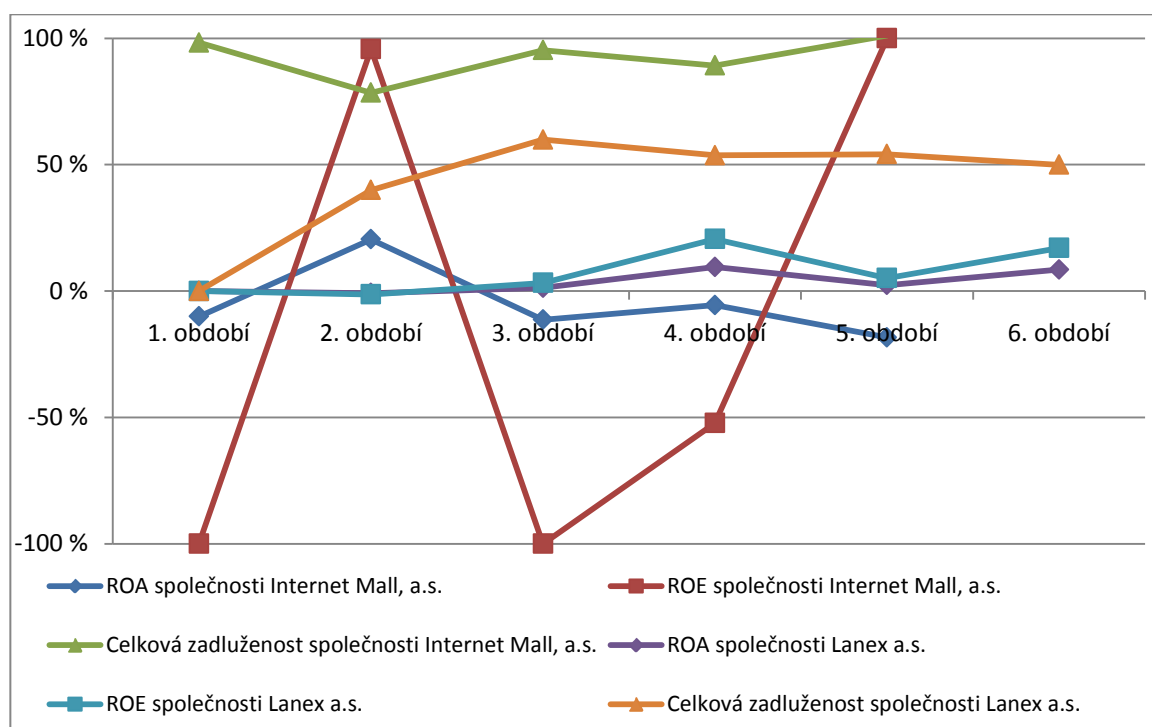
Obrázek 14: Absolutní ukazatele vybraných společností

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společností

Z obrázku vyplývá, že u obou společností došlo k nárůstu tržeb v následujícím období po vstupu investora. U společnosti Internet Mall, a.s. se nárůst každým rokem zvyšoval, zatímco u společnosti Lanex a.s. se stabilizoval na úrovni 800 mil. Kč. Shodný vývoj měla

také celková aktiva společností. Významný rozdíl však zaznamenala EBITDA, která se u společnosti Internet Mall, a.s. po většinu období pohybovala v záporných hodnotách a u společnosti Lanex a.s. vykazovala v celém sledovaném období hodnoty kladné.

Z uvedených ukazatelů je patrné, že vstup investora do společností měl pozitivní dopad na tržby a celková aktiva, avšak společnost Internet Mall, a.s. přesto nedokázala udržet čistý zisk v kladných hodnotách, což mělo vliv na rentabilitu a zadluženost, jak znázorňuje obrázek č. 15. Pro přehlednost bylo nutné nastavit v obrázku limit pro minimální hodnotu ve výši -100 % a limit pro maximální hodnotu ve výši 100 %. Důležité je též připomenout, že hodnota ROE u společnosti Internet Mall, a.s. je v posledním období kladná jen z důvodu vysoké ztráty, která překročila hodnotu vlastního kapitálu.



Obrázek 15: Poměrové ukazatele vybraných společností

Zdroj: vlastní zpracování dle výročních zpráv společností [68] a [69]

Z obrázku je dále zřejmé, že rentabilita společnosti Internet Mall, a.s. zaznamenávala neustálé výkyvy, zatímco rentabilita společnosti Lanex a.s. se od období vstupu investora pohybovala v doporučených hodnotách. Také zadluženost společnosti Internet Mall, a.s. je znázorněna pouze ve vrchním sektoru, zatímco zadluženost společnosti Lanex a.s. nepřesáhla hranici 60 %.

Aplikace VC byla tedy v případě společnosti Lanex a.s bez pochybností úspěšná a měla pozitivní vliv na její vývoj. Společnosti Internet Mall, a.s. se bohužel nepodařilo docílit ziskovosti a investorovi zde hrozí neúspěšný exit ze společnosti.

ZÁVĚR

Cílem této bakalářské práce bylo charakterizovat rizikový kapitál, objasnit jeho vývoj v České republice a popsat zdroje jeho financování a státní podporu.

Rizikový kapitál byl charakterizován jako forma investování finančních prostředků za získání podílu na základním kapitálu cílové společnosti. V zemích Evropské unie zahrnuje zárodečné financování, startovní financování a financování počátečního rozvoje. V USA se označuje jako Venture Capital a je rozšířen o rozvojové financování. V nejširším pojetí se rizikový kapitál používá pro označení odvětví jako celku a je tak synonymem k pojmu Private Equity, jenž v sobě zahrnuje také financování záchranné, náhradní a transakční. Tato práce pro kompletnost popisovala všechny zmíněné typy financování.

Další kapitola byla věnována subjektům, které působí na trhu rizikového kapitálu. Nejprve vymezila vztahy mezi nimi, poté rozebrala jejich úlohu na investičním procesu. Tento proces definoval primární investory jako zdroje financování rizikového kapitálu, vylíčil jejich motivy a skutečnosti, které ovlivňují jejich rozhodnutí, zda investici uskuteční.

Důležitými subjekty v investičním procesu jsou též fondy Venture Capital, které mají v České republice nejčastěji formu komanditní společnosti. Spojovací článek mezi investory a cílovými společnostmi tvoří manažerské společnosti a katalyzátoři, kteří se snaží zprostředkovat co nejefektivnější investice pro své klienty. Konečné subjekty představují cílové společnosti, které si jako svůj zdroj financování zvolily Venture Capital, získaly vhodného investora a jejich spolupráci završily investorovým výstupem.

Čtvrtá kapitola se zaměřila na vývoj Venture Capital, který v Evropě započal v 80. letech 20. století investicemi do nejpokročilejších technologií jako reakce na úspěch tohoto typu financování v USA. V České republice byly první fondy Venture Capital tvořeny až koncem 20. století a byly financovány investory z USA a EU, domácí fondy se objevovaly od roku 1995. Ve druhé části této kapitoly bylo zjištěno, že v současné době je díky vysokému počtu malých a středních podniků Česká republika považována za perspektivní cílovou oblast zejména pro zahraniční investory. V rámci regionu střední a východní Evropy se podle podílu rizikového kapitálu na HDP zařazuje mezi průměrné země.

Dále se tato kapitola věnovala státní podpoře rizikového kapitálu v České republice. Pozornost byla zaměřena na evropský program JEREMIE, jelikož nastala možnost jeho využití v programovém období 2007 – 2013. Nakonec se od přijetí upustilo, ale nadále

se o něm uvažuje. V současné době se vláda České republiky snaží podpořit malé a střední podniky založením státního seed/venture kapitálového fondu. I tato iniciativa je však stále ve fázi příprav, jelikož dosud nebyl vybrán správce tohoto fondu.

Hlavním zdrojem pro numerické údaje ve výše uvedených kapitolách byla evropská asociace Private Equity a Venture Capital (EVCA), která již 30 let reprezentuje fondy Private Equity a je tak nejrozsáhlejším a nejpřesnějším ukazatelem výše prostředků shromážděných ve fondech, investic a desinvestic uskutečněných v této oblasti. Přesto je však nutné brát tyto údaje s nadhledem, neboť není možné, aby zde byly zahrnuty veškeré informace od všech subjektů na tomto trhu. Situaci také komplikuje nesrovnalost rozsahu pojmu Private Equity v jednotlivých státech a neochota soukromých investorů zveřejňovat potřebné údaje.

Cílem závěrečné kapitoly této práce bylo zhodnotit, zda aplikace rizikového kapitálu ve vybraných ekonomických subjektech měla pozitivní vliv na jejich ekonomický vývoj.

Nejprve byly charakterizovány ostatní zdroje financování podniku, aby bylo prokázáno, že financování prostřednictvím rizikového kapitálu je za daných okolností nejvhodnější volbou.

Pro hodnocení ekonomického vývoje společností bylo zvoleno sedm ukazatelů finanční analýzy podniku. Absolutní ukazatele byly zastoupeny tržbami, celkovými aktivy a ziskem před započtením úroků, daní a odpisů. Z poměrových ukazatelů byly sledovány rentability celkových aktiv a vlastního kapitálu, celková zadluženost a koeficient samofinancování.

Fondy, které investovaly do cílových společností, byly vybrány na základě řádného členství v asociaci CVCA. Za vhodné zástupce se prokázaly fondy 3TS Capital Partners, které v roce 2008 investovaly do společnosti Internet Mall, a.s., a ARX Equity Partners, jež v tomtéž roce investovaly do společnosti Lanex a.s.

Na základě dat získaných z výročních zpráv analyzovaných podniků byly spočteny ukazatele, které prokázaly, že investice rizikového kapitálu nemohou zajistit rozvoj jakékoliv společnosti. V obou případech se sice zvýšily tržby a celková aktiva, avšak nevhodnou obchodní strategií společnosti Internet Mall a.s. došlo k výrazným ztrátám, které poukazují na negativní vývoj společnosti v budoucnu. Nejpravděpodobnějším výstupem investora ze společnosti se jeví prodej podílu strategickému partnerovi, který by společnost začlenil do svých podnikatelských aktivit. Naopak na společnost Lanex a.s. měla investice jednoznačně pozitivní dopad. Ve sledovaném období společnost hospodařila ziskově a poměrové ukazatele se tak pohybovaly v doporučených hodnotách. Investor v následujících letech může očekávat pozitivní zhodnocení investice.

POUŽITÁ LITERATURA

- [1] ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.
- [2] ČÍŽEK, Radomír. *Investujte s českými experty: doporučení předních českých investorů: zkroťte krizi, ovládněte finanční trhy!*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 285 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-4048-5.
- [3] DVOŘÁK, Ivan a Pavel PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 1998, 169 s. ISBN 80-85943-74-3.
- [4] FETISOVOVÁ, Elena. *Rizikový kapitál – alternativny zdroj financovania podnikov*. 1. vyd. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 2007. 96 s. ISBN 978-80-225-2289-2.
- [5] FORST, Vladimír a Ivan PILNÝ. *Jak si říct o peníze: připravte se na svůj Den D*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2011, 248 s. ISBN 978-80-251-3350-7.
- [6] GRAHAM, Benjamin. *Inteligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 503 s. ISBN 978-80-247-1792-0.
- [7] GREGUŠOVÁ, Markéta a Miloslav KONEČNÝ. *Strategický management*. 1. vyd. Ostrava: VŠB - Technická univerzita Ostrava, 2012, 287 s. ISBN 978-80-248-2791-9.
- [8] HRDÝ, Milan. *Hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů EU*. 1. vyd. Praha: Aspi, 2006, 203 s. ISBN 80-735-7137-4.
- [9] KISLINGEROVÁ, Eva. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005, 422 s. ISBN 80-717-9847-9.
- [10] KNÁPKOVÁ, Adriana a Drahomíra PAVELKOVÁ. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 205 s. ISBN 978-80-247-3349-4.
- [11] KŘÍŽEK, Felix a Josef NEUFUS. *Moderní hotelový management*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 195 s. ISBN 978-80-247-4835-1.
- [12] MAREŠ, Stanislav. *Zdroje financování podniku*. 2. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2008, 113 s. ISBN 978-80-7408-007-4.
- [13] MCINTYRE-BROWN, Arabella. *The culture of capital: make your fortune on Merseyside by 2008*. 1. Vyd. Liverpool: Capsica, 2005, 112 s. ISBN 978-095-4843-106.

- [14] NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- [15] POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, 716 s. ISBN 80-717-9462-7.
- [16] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 142 s. ISBN 978-80-247-1835-4.
- [17] REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management*. 3. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2005, 125 s. ISBN 80-214-3035-4.
- [18] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. vyd. Praha: Grada, 2011, 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [19] RŮČKOVÁ, Petra a Michaela ROUBÍČKOVÁ. *Finanční management*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 290 s. ISBN 978-80-247-4047-8.
- [20] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetní data v rukou manažera: finanční analýza v řízení firmy*. 2. vyd. Praha: Computer Press, 2001, 220 s. ISBN 80-722-6562-8.
- [21] SENOR, Dan a Saul SINGER. *Start-up nation: příběh izraelského hospodářského zázraku*. 1. vyd. Praha: Aligier, 2011, 323 s. ISBN 978-809-0489-509.
- [22] SRPOVÁ, Jitka a Václav ŘEHOŘ. *Základy podnikání: teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 427 s. ISBN 978-80-247-3339-5.
- [23] ŠIMAN, Josef a Petr PETERA. *Financování podnikatelských subjektů: teorie pro praxi*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 192 s. ISBN 978-80-7400-117-8.
- [24] TETŘEVOVÁ, Liběna. *Financování projektů*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2006, 182 s. ISBN 80-869-4609-6.
- [25] VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 465 s. ISBN 978-80-86929-71-2.
- [26] VOMÁČKOVÁ, Hana. *Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí (Vyšší účetnictví)*. 3. aktualiz. vyd. Praha: BOVA POLYGON, 2005. ISBN 80-727-3127-0.
- [27] WAWROSZ, Petr. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*. 1. vyd. Ostrava: Sagit, 1999, 336 s. ISBN 80-720-8106-3.

Elektronické zdroje:

- [28] *3TS Capital Partners* [online]. 2014 [cit. 2014-04-27]. Dostupné z: <http://www.3tscapital.com/index.html>
- [29] Aktuality. *Nexta finance* [online]. 2013 [cit. 2014-03-06]. Dostupné z: <http://www.nexta-finance.cz/aktuality.aspx>
- [30] Aktuální stav projektu Seed fond: očekávání rozhodnutí ÚOHS. *Business Info* [online]. 2013 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/aktualni-stav-projektu-seed-fond-ocekavani-rozhodnuti-uohs-36666.html>
- [31] *ARX Equity Partners* [online]. 2012 [cit. 2014-04-27]. Dostupné z: <http://new.arxequity.com/?language=en>
- [32] BUCZKOVÁ, Jana. *Jaké jsou možnosti kapitálového financování pro malé a střední firmy?* [online]. 2012 [cit. 2014-02-03]. Dostupné z: <http://www.rr-moravskoslezsko.cz/eu2014/jake-jsou-moznosti-kapitaloveho-financovani-pro-male-a>
- [33] Business angels. *CzechInvest* [online]. 1994 - 2014 [cit. 2014-02-04]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/business-angels>
- [34] CVCA. *Private Equity & Venture Capital v České Republice* [online]. 2010 [cit. 2014-02-10]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf
- [35] CVCA. *Statistics Czech Republic 2007-2012* [online]. 2013 [cit. 2014-02-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/pe-vc/aktualni-data-statistiky-pevc/>
- [36] CMS and DealWatch. *Emerging Europe: M&A Report 2012* [online]. 2013 [cit. 2014-02-13]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/files/studie/CMS_%20DealWatch%20report%202012.PDF
- [37] Czech Private Equity and Venture Capital Association. *CVCA* [online]. 2010 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/>
- [38] Český seed fond aneb private equity letní četba na pokračování. *Dotace EU* [online]. 2012 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z: <http://www.dotacni.info/cesky-seed-fond-aneb-private-equity-letni-cetba-na-pokracovani/>
- [39] European Angel Investment Overview 2012. *EBAN* [online]. 2012 [cit. 2014-01-28]. Dostupné z: <http://www.eban.org/>

- [40] European Business Angels Week: The 7 Things You Think You Know About Business Angels. *EBAN* [online]. 2014 [cit. 2014-02-04]. Dostupné z: <http://www.eban.org/initiatives/european-business-angels-week/>
- [41] EUROPEAN INVESTMENT FUND. *Handbook on JEREMIE Holding Fund Operational Procedures* [online]. 2011 [cit. 2014-02-14]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/regional_policy/archive/funds/2007/jjj/doc/pdf/jeremie/handbook_jeremie.pdf
- [42] EVCA. *Central and Eastern Europe Statistics 2012* [online]. 2013 [cit. 2014-02-04]. Dostupné z: <http://www.evca.eu/media/18369/CEE-Report-2013.pdf>
- [43] EVCA. *Yearbook 2013-Europe Country tables*. 2013 [cit. 2014-02-04]. Dostupné z: www.evca.eu/media/12070/Yearbook_2013-EuropeCountry_tables.xlsx
- [44] EVCA. *2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity* [online]. 2013 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: http://www.evca.eu/media/12067/2012_Pan-European_PEVC_Activity.pdf
- [45] Firemní finance: Faktoring. *Podnikatel.cz* [online]. 2007 - 2014 [cit. 2014-02-14]. Dostupné z: <http://www.podnikatel.cz/specially/firemni-finance/factoring/>
- [46] Historie. *Mall.cz* [online]. 2013 - 2014 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z: <https://www.mall.cz/historie/>
- [47] HOBZA, Otakar. *Business Angel – 10. díl*. [online]. 2012 [cit. 2014-01-17]. Dostupné z: <http://nadrevo.blogspot.cz/2009/11/business-angel-10dil.html>
- [48] CHRTEK, Ivan. *Kdy a jak ukončit podnikání* [online]. 2008 [cit. 2014-02-10]. Dostupné z: www.kskri.cz/htm/stahuj.php?id=464
- [49] Institucionální uspořádání. *Business Info* [online]. 2013 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z: http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/institucionalni-usporadani-28234.html?utm_source=portal&utm_medium=web&utm_campaign=hp_doporucujem
- [50] Komanditní společnost. *Obchodní zákoník* [online]. 1998 - 2014 [cit. 2014-02-10]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast2h1d3.aspx>
- [51] Komu je Seed fond určen. *Business Info* [online]. 2013 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/komu-je-seed-fond-urcen-28246.html>

- [52] Lanex a.s. *Peníze.cz* [online]. 2000 - 2014 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z: <http://rejstrik.penize.cz/28223209-lanex-a-s>
- [53] Leasing nebo úvěr?. *Měsíc.cz* [online]. 2002 [cit. 2014-02-13]. Dostupné z: <http://www.mesec.cz/clanky/leasing-nebo-uver/>
- [54] MANDELÍK, Petr a Radek ŽILKA. „*Business Angels*“ *příležitost financování a rozvoje začínajících firem* [online]. 2000 [cit. 2014-02-03]. Dostupné z: <http://www.vtpup.cz/cs/download/vavpropraxi/vav-prezentace/13-jak-ziskat-investice.pdf>
- [55] Membership Directory. *Business Angels Europe* [online]. 2013 [cit. 2014-01-28]. Dostupné z: <http://www.businessangelseurope.com/Become-A-Member/Pagine/Membership-Directory.aspx>
- [56] PAZOUR, Michal a Marek DAVID. *Fondy rizikového kapitálu s účastí soukromých a veřejných finančních prostředků* [online]. 2011 [cit. 2014-02-10]. Dostupné z: file:///C:/Users/I/Downloads/A_4-8_VC_fondy.pdf
- [57] MPO. *Operační program Podnikání a inovace (OPPI)* [online]. 2013 [cit. 2014-04-19]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/podpora-podnikani/oppi/>
- [58] O nás. *Lanex a.s.* [online]. 2010 - 2014 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z: <http://www.lanex.cz/o-nas>
- [59] Programové prohlášení vlády ČR. *Vláda ČR* [online]. 2014 [cit. 2014-02-05]. Dostupné z: <http://www.vlada.cz/cz/media-centrum/dulezite-dokumenty/programove-prohlaseni-vlady-cr-115911/>
- [60] Raising Capital. *OnStartups* [online]. 2006 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: <http://onstartups.com/tabid/3339/bid/216/Raising-Capital-Friends-Family-and-Fools.aspx>
- [61] Rizikový kapitál. *EEIP* [online]. 2010 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: <http://www.eeip.cz/cs/corporate-finance/popis-sluzeb/rizikovy-kapital/>
- [62] Rizikový kapitál. *Podnikátor* [online]. 2012 [cit. 2014-01-27]. Dostupné z: <http://www.podnikator.cz/provoz-firmy/management/rizeni-podniku/n:17300/Rizikovy-kapital>

- [63] Schéma fungování Seed-VC fondu. *Operační program podnikání a inovace* [online]. 2012 [cit. 2014-02-10]. Dostupné z: <http://www.mpo-oppi.cz/odkazy/254-stat-nakoupi-dobre-napady-specialni-fond-predstavi-v-lednu.html>
- [64] Současná situace v projektu Seed fond. *Business Info* [online]. 2013 [cit. 2014-04-20]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/soucasna-situace-v-projektu-seed-fond-41546.html>
- [65] The little book of Private Equity. *EVCA* [online]. 2012 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: <http://evca.eu/wp-content/uploads/2012/07/EVCAs-Little-book-of-Private-Equity.pdf>
- [66] TOMAN, Petr a Lucie KOUSALOVÁ. *Státní podpora venture kapitálu v České republice*. In: *Journal of Competitiveness* [online]. 2011 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: <http://www.cjournal.cz/files/51.pdf>
- [67] Venture kapitál. *Arca Capital* [online]. 2005 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: <http://www.arcacapital.com/cz/investice/private-equity>
- [68] Veřejný rejstřík a Sbirka listin. *Ministerstvo spravedlnosti České republiky* [online]. 2012 - 2014 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a557150&klic=bpc5jf>
- [69] Veřejný rejstřík a sbírka listin. *Ministerstvo spravedlnosti České republiky* [online]. 2012 - 2014 [cit. 2014-04-24]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a100075607&klic=d9rnmz>
- [70] Vloni v ČR přibylo nejméně podnikatelů za poslední čtyři roky. *Czech Credit Bureau* [online]. 2013 [cit. 2014-02-12]. Dostupné z: <http://www.crif.cz/Novinky/Novinky/Pages/Vloni-v-%C4%8CR-p%C5%99ibylo-nejm%C3%A9n%C4%9B-podnikatel%C5%AF-za-posledn%C3%AD-%C4%8Dty%C5%99i-roky.aspx>
- [71] Základní informace o rizikovém kapitálu. *Business Info* [online]. 2009 [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/zakladni-informace-o-rizikovem-kapitalu-12802.html>
- [72] Zpráva Evropské komise. *Report of the Alternative Investment Expert Group: Developing European Private Equity* [online]. 2006, 36 s [cit. 2014-01-06]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/other_docs/reports/equity_en.pdf