

# Rozvoj trhu venture kapitálu v ČR

Bakalárska práca

Vedúci práce:

Ing. Petr Toman, Ph.D.

Andrea Gombárová

Brno 2017



Touto cestou by som sa chcela poďakovať vedúcemu mojej bakalárskej práce, Ing. Petrovi Tomanovi, Ph.D. za rady a pripomienky, ktoré mi boli poskytnuté počas písania práce.



## Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Rozvoj trhu venture kapitálu v ČR** vypracoval/a samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom/a, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 21. května 2017

---



## **Abstract**

Gombárová, A. The development of venture capital market in the Czech Republic. Bachelor thesis. Brno: Mendel University in Brno. 2017

The bachelor thesis deals with the development of state support for the venture capital in V4 countries. The first part of the thesis contains the characteristic of the venture capital and its macroeconomic impacts on the economy. The second part contains a comparative analysis of the venture capital market in the V4 countries in 2012-2015. Then there is an evaluation and comparison of the state supports for the venture capital in these states. Based on the findings, recommendations for the further development of state support for venture capital in the Czech republic are formulated.

## **Keywords**

Venture capital, small and medium enterprises, state support, JEREMIE

## **Abstrakt**

Gombárová, A. Rozvoj trhu venture kapitálu v ČR. Bakalárska práca. Brno: Mendelova univerzita v Brne. 2017

Bakalárska práca sa zaoberá vývojom štátnej podpory venture kapitálu v štátoch V4. Prvá časť práce obsahuje charakteristiku venture kapitálu a taktiež jeho makroekonomické dopady na ekonomiku. V druhej časti práce je prevedená komparatívna analýza trhu venture kapitálu v krajinách V4 v období 2012-2015. Ďalej nasleduje zhodnotenie a porovnanie štátnych podpor venture kapitálu v skúmaných štátoch. Na základe zistení sú formulované doporučenia pre ďalší rozvoj štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike.

## **Klíčová slova**

Venture kapitál, malé a stredné podniky, štátna podpora, JEREMIE





# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod</b>	<b>11</b>
<b>2</b>	<b>Cieľ práce</b>	<b>12</b>
<b>3</b>	<b>Metodika práce</b>	<b>13</b>
<b>4</b>	<b>Základná charakteristika venture kapitálu</b>	<b>14</b>
4.1	Vysvetlenie pojmu venture kapitál.....	14
4.2	Typy rizikového a rozvojového kapitálu.....	15
4.2.1	Predštartovacie, zárodočné financovanie (Seed capital).....	16
4.2.2	Štartovacie financovanie (Start-up capital).....	16
4.2.3	Financovanie začiatočného rozvoja (Early stage development capital).....	16
4.2.4	Rozvojové financovanie (Later stage development).....	16
4.2.5	Záchranné financovanie (Rescue capital).....	17
4.2.6	Náhradné financovanie (Debt replacement capital).....	17
4.2.7	Financovanie akvizícií (Acquisition capital).....	17
4.2.8	Manažérske odkupy.....	17
4.2.9	Transakčné financovanie – Transaction capital.....	18
4.2.10	Preklenovacie financovanie – Mezzanine financing.....	18
4.3	Subjekty trhu venture kapitálu.....	18
4.3.1	Investori venture kapitálu.....	19
4.3.2	Fondy rizikového a rozvojového kapitálu.....	20
4.4	Výhody a nevýhody venture kapitálu.....	22
4.5	Makroekonomické dopady venture kapitálu.....	24
4.6	Štátna podpora Venture kapitálu.....	27
4.6.1	JEREMIE.....	28
<b>5</b>	<b>Analýza trhu venture kapitálu v krajinách V4</b>	<b>31</b>
5.1	Trh venture kapitálu v Slovenskej republike.....	32
5.2	Trh venture kapitálu v Poľsku.....	36
5.3	Trh venture kapitálu v Maďarsku.....	41

---

5.4	Trh venture kapitálu v Českej republike .....	45
5.5	Porovnanie trhov venture kapitálu .....	51
<b>6</b>	<b>Vývoj štátnej podpory venture kapitálu v krajinách V4</b>	<b>55</b>
6.1	Štátna podpora v Slovenskej republike .....	55
6.2	Štátna podpora v Poľsku.....	60
6.3	Štátna podpora v Maďarsku.....	65
6.4	Štátna podpora v Českej republike.....	68
6.5	Záverečná komparácia vývoja štátnej podpory VK v krajinách V4.....	77
<b>7</b>	<b>Formulácia doporučení</b>	<b>80</b>
<b>8</b>	<b>Diskusie</b>	<b>82</b>
<b>9</b>	<b>Záver</b>	<b>83</b>
<b>10</b>	<b>Literatúra</b>	<b>86</b>
<b>11</b>	<b>Zoznam obrázkov</b>	<b>91</b>
<b>12</b>	<b>Zoznam tabuliek</b>	<b>92</b>
<b>A</b>	<b>Vývoj investičnej aktivity CEE regiónu</b>	<b>94</b>

# 1 Úvod

Medzi dôležité otázky, s ktorými sa takmer každý podnik potýka, patrí otázka typu, koľko kapitálu bude potrebné zabezpečiť na podnikateľskú činnosť (čo však závisí od rôznych aspektov – typ odvetvia, využívané technológie apod.) a v neposlednom rade, odkiaľ daný podnik môže získať zdroje financovania.

Malé a stredné podniky sa významne podieľajú na rozvoji hospodárstva vyspelých tržných ekonomík, pretože prispievajú k tvorbe nových pracovných miest a taktiež k tvorbe HDP. Avšak mnohé začínajúce podniky majú nedostatočný kapitál na realizáciu podnikateľského plánu a vzhľadom k tomu, že nemajú za sebou žiadnu históriu a ani dostatočný hmotný majetok, je pre ne veľmi obtiažne, ba až nemožné získať bankový úver. Na druhej strane, bankový úver alebo iná forma požičania peňazí (od bohatých známych apod.), nie je jediný spôsob ako získať potrebné financie.

Okrem štandardných zdrojov existuje aj niekoľko zdrojov alternatívnych. Jedným z nich je aj venture kapitál, respektíve rizikový a rozvojový kapitál. Ten sa sústreďuje predovšetkým na financovanie začínajúcich inovatívnych firiem. Ide o podniky, ktoré svojím podnikateľským zámerom oslovili investorov majúcich voľné finančné prostriedky, ktoré sa pri zvážení všetkých rizík rozhodnú investovať. Sú to podniky, ktoré majú v sebe veľký potenciál zisku. Vďaka spomínaným investorom, ktorí sú okrem kapitálu ochotní poskytnúť taktiež poradenstvo, sa tieto firmy môžu realizovať a rozvíjať.

Aj napriek tomu, že venture kapitál so sebou prináša vysokú mieru rizika, môžeme tvrdiť, že tento vzťah je prínosný pre obe strany, ako pre podnikateľa, tak aj pre investora. Hoci v zahraničí ide o pomerne bežný jav, v Českej republike tomu tak nie je. Súčasťou práce bude okrem iného podať obraz o vývoji venture kapitálu a jeho štátnej podpore v ČR za posledné obdobie.

## 2 Cieľ práce

Hlavným cieľom práce bude formulovať doporučenia pre tvorcov hospodárskej politiky v ČR v oblasti ďalšieho rozvoja štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike, a to na základe analýzy trhu venture kapitálu v krajinách V4 a na základe vývoja foriem štátnych podpor v týchto krajinách. Na dosiahnutie tohto cieľa je potrebné stanoviť si čiastkové ciele.

Prvým dielčím cieľom bude identifikovať výhody a nevýhody vyplývajúce z využívania venture kapitálu. Tomu bude predchádzať charakteristika jednotlivých typov venture kapitálu, taktiež budú opísané subjekty pôsobiace na tomto trhu. Na záver kapitoly budú demonštrované makroekonomické dopady venture kapitálu na ekonomiku. Zároveň si teoreticky popíšeme iniciatívu JEREMIE, ktorá vznikla ako nástroj na podporu venture kapitálu prostredníctvom štátu.

Druhým dielčím cieľom bude na základe komparatívnej analýzy zhodnotiť súčasný stav venture kapitálu v krajinách V4.

Tretím dielčím cieľom bude identifikovať vývoj štátnej podpory venture kapitálu s využitím iniciatívy JEREMIE v krajinách V4. Na základe týchto zistení budú formulované doporučenia, ktoré sa budú týkať rozvoja štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike.

### 3 Metodika práce

Pre spracovanie tejto bakalárskej práce bolo na úvod potrebné zhromaždiť dostatočné informácie, týkajúce sa danej problematiky. Zdroje boli čerpané z odbornej literatúry, vedeckých článkov a v neposlednom rade z internetu. Internetové zdroje predstavujú hlavne výročné správy, rámcové zmluvy a konkrétne štatistiky. Okrem domácich zdrojov sú použité aj zdroje zahraničné, ktoré najmä v praktickej časti tvoria prevažnú časť zdrojov.

V práci sú použité metodické prístupy ako analýza, syntéza a komparácia. Analýza bola využitá hlavne v praktickej časti a slúžila na skúmanie jednotlivých zložiek danej problematiky, pričom sme sa postupne dopracovali k rozkladu na jednoduchšie, menšie časti, a tak sme sa mohli dopracovať k určitým výsledkom. Syntéza bola použitá na zjednotenie jednotlivých častí práce do jedného celku a bola použitá k vytvoreniu dielčich záverov. Komparácia slúžila k porovnaniu určitých skutočností pri analýze trhu venture kapitálu v krajinách V4, či pri analýze štátnych podpor venture kapitálu vo vybraných štátoch.

Bakalárska práca je rozdelená na niekoľko častí, ktoré na seba logicky nadväzujú. Prvá, druhá a tretia kapitola obsahuje úvod, hlavný cieľ práce, ktorý bol ešte rozdelený na ciele dielčie a napokon použitú metodiku pri písaní práce. Štvrtá kapitola obsahuje charakteristiku danej problematiky, na základe čoho sú formulované výhody a nevýhody, ktoré plynú z tohto typu financovania. Súčasťou kapitoly sú taktiež makroekonomické dopady venture kapitálu na ekonomiku, ktoré boli demonštrované na základe troch štúdií, ktoré vydáva EVCA. Boli vybrané štúdie z rokov 2002, 2009 a 2013.

Piata kapitola sa zaoberá komparatívnou analýzou trhu venture kapitálu, a to Slovenska, Poľska, Maďarska a Českej republiky. Skúmané bolo obdobie 2012 až 2015, pričom naša pozornosť bola primárne zameraná na roky 2014 a 2015. V tejto časti bol pozorovaný vývoj investičnej aktivity daných štátov za skúmané obdobie, typy realizovaných investícií a vývoj exitov. Údaje boli čerpané z CEE Štatistík, pretože skúmané krajiny spadajú do daného regiónu.

Šiesta kapitola obsahuje zhodnotenie a porovnanie štátnych podpor venture kapitálu krajín V4. Na záver kapitoly dochádza ku porovnaniu výsledkov a identifikácii rozdielov v jednotlivých štátoch. Na základe týchto zistení sú formulované doporučenia pre ďalší rozvoj štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike. Záverečné kapitoly obsahujú diskusiu a zhrnutie celkových dosiahnutých výsledkov.

Súčasťou práce boli taktiež obrázky, grafy a tabuľky, ktoré boli väčšinou tvorené pomocou balíka Microsoft Office.

## 4 Základná charakteristika venture kapitálu

Cieľom nasledujúcej kapitoly bude identifikovať výhody a nevýhody, ktoré vyplývajú z tohto typu financovania. Zameriame sa predovšetkým na charakteristiku venture kapitálu, resp. rizikového a rozvojového kapitálu, ďalej si popíšeme jednotlivé typy venture kapitálu a taktiež účastníkov trhu venture kapitálu. Súčasťou kapitoly budú makroekonomické dopady venture kapitálu na ekonomiku a na záver bude teoreticky opísaná podpora venture kapitálu prostredníctvom štátu.

### 4.1 Vysvetlenie pojmu venture kapitál

Pri bližšom oboznámení sa s problematikou zistíme, že existuje niekoľko definícií od rôznych autorov, ktoré sú vo svojej podstate rovnaké a líšia sa len v detailoch. Je tomu tak aj z toho dôvodu, že ide o oblasť, ktorá sa neustále vyvíja, a to má vplyv na postupné upresňovanie používanej terminológie.

Rizikový a rozvojový kapitál predstavuje špecifický druh financovania podnikov. V literatúre sú známe dva anglické výrazy, a to venture kapitál a private equity. Venture kapitál je označenie pre rizikový kapitál. Názov je odvodený od pojmu „venture“, čo vo voľnom preklade znamená spojenie podniku a rizika. Širší pojem private equity (často prekladaný ako súkromný kapitál) je spojený s rozvojovým kapitálom, ktorý sa zameriava na už existujúce podniky, ktorých akcie nie sú obchodovateľné na burze. Dá sa povedať, že rizikový kapitál je podmnožinou private equity. Freňáková vo svojej knihe uvádza bližšie vysvetlenie a oddelenie pojmov rizikový a rozvojový kapitál. Investície venture (rizikového) kapitálu sú spájané predovšetkým s financovaním začínajúcich podnikov a s financovaním inovácií a inovačných aktivít. Investície rozvojového kapitálu môžu podporiť podnik v neskorších fázach jeho životného cyklu, napr. zabezpečiť zdroje na jeho ďalší rozvoj, expanziu alebo transformáciu. (Freňáková, 2011 s.15) Svojím výkladom sa k predchádzajúcim definíciám prikláňajú aj autori Dvořák, Procházka (1998, s.18), ktorí chápu rizikový kapitál ako investície do základného imania firmy, ktorá za sebou nemá žiadnu históriu, prípadne ešte len vzniká a zároveň uvádzajú, že cieľom rozvojového kapitálu sú firmy už fungujúce, trpiace nedostatkom kapitálu na financovanie rýchlejšieho rastu, realizáciu nových zámerov alebo získanie nových trhov.

Organizácia OECD definuje venture kapitál ako formu inestovania kapitálu za účelom vytvorenia nového podnikania alebo rozvoj nového produktu v existujúcom podniku, často výmenou za podiel v ňom.

Venture kapitál predstavuje zdroj kapitálu najmä pre malé a stredné podniky (MSP). Ide o perspektívne podniky, ktoré prídu na trh s novou, inovatívnou myšlienkou. Vzhľadom k tomu, že ešte len vznikajú alebo sú na trhu veľmi krátko, povedomie o nich je nízke. Často majú sebavedomie, ale neskúsení manažment a ich podnikateľský plán sa môže javiť riskantný. Taktiež v mnohých prípadoch neexistujú žiadne ekonomické ukazovatele, ktoré by napovedali o úspešnosti daného podniku. Na to, aby podnik začal rásť, potrebuje finančné prostriedky, a to

býva často problém. Nedostatok vlastných zdrojov potrebných na financovanie podnikateľskej činnosti znamená problém pre väčšinu začínajúcich podnikov. V takých prípadoch sa manažment obráti na banku a žiada o úver. A vtedy vzniká problém. Banky nie sú ochotné poskytnúť takým podnikom bankový úver, pretože začínajúce podniky so žiadnou históriou predstavujú značné riziko, ktoré banka nie je ochotná podstúpiť. V takej chvíli vstupuje na scénu investor rizikového a rozvojového kapitálu.

Využitím venture kapitálu vzniká strednodobé až dlhodobé partnerstvo medzi podnikateľom a investorom. Poskytnutím kapitálu umožňuje investor podnikom zrealizovať svoj podnikateľský plán a presadiť sa na trhu. Na jednej strane predstavuje takáto investícia podstúpenie vysokého rizika, ale na druhej strane môže v budúcnosti priniesť vysoký výnos.

Vstupe venture (rizikového) a rozvojového kapitálu preto predchádza dôsledná analýza cieľového podniku (a jeho manažmentu) zo strany investora, ktorý pred konečným rozhodnutím o poskytnutí kapitálu starostlivo posudzuje úroveň pripravenosti podnikateľa na podnikanie, kvalitu jeho osobných vlastností, analyzuje jeho podnikateľský plán, hodnotí existujúce riziká a možnosti ich zníženie. (Freňáková, 2011, s.24)

Okrem kapitálu poskytuje investor manažmentu aj svoje skúsenosti, know-how, nadobudnuté kontakty, svoje úsilie a čas. Inými slovami – investor sa aktívne podieľa na riadení podniku. Je tomu tak z veľmi jednoduchého dôvodu. Podnik predstavuje investorovu investíciu, a jeho cieľom je čo najväčšie zhodnotenie investovaných peňazí. K tomu môže dôjsť len vtedy, keď sa podniku bude dariť a dokáže obstať na konkurenčnom trhu. Ďalším dôvodom je fakt, že vloženie peňazí získava investor podiel vo firme a tým sa stáva jej spoluvlastníkom. Ako spoluvlastník sa podieľa na riadení firmy, na jej kontrole, ale taktiež sa podieľa na podstupovaných rizikách.

Investor má s podnikateľom predom dohodnutý podiel na majetku. Po tom, ako je podnik úspešný, môže investor predať svoje akcie na verejnom trhu, a tak dosiahnuť návratnosť investície so ziskom. V opačnom prípade, keby bol podnik neúspešný, má investor podiel na likvidačnom zostatku, ktorý predstavuje jeho vlastnícky podiel.

## 4.2 Typy rizikového a rozvojového kapitálu

V rámci rizikového a rozvojového kapitálu existuje niekoľko typov investícií, ktoré sa členia podľa rôznych hľadísk. Môže ísť buď o druh odvetvia, do ktorého sú tieto investície sústredované, alebo o spôsob, akým bola daná investícia ukončená. To znamená, akým spôsobom investor vystúpil z podniku, do ktorého sa predtým rozhodol investovať. V tejto časti sa zameriame na investície, ktoré sa delia podľa fázy vývoja podniku. Zároveň ide o najčastejšie používané členenie.

#### 4.2.1 Predštartovacie, zárodočné financovanie (Seed capital)

Ide o spôsob financovania, ktoré sa týka podnikov nachádzajúcich sa v raných štádiách. Sú to podniky, ktoré sú na trhu veľmi krátko a povedomie o nich je skutočne nízke, alebo sú to podniky, ktoré ešte len vznikajú. Finančné prostriedky sú vynaložené na výskum a vývoj (vývoj prototypu, nového výrobku a jeho patentovej ochrany, testovanie nového výrobku, prieskum trhu apod.) Doba investovania sa odvíja od dĺžky overovania, skúšania a testovania nového výrobku. Zárodočný kapitál je zo všetkých typov venture kapitálu najrizikovejší, očakávaná doba investovania je 7-12 rokov a očakáva sa zhodnotenie 100 % a viac. (Nývtová, Režňáková, 2007, s. 108)

#### 4.2.2 Štartovacie financovanie (Start-up capital)

Štartovacie financovanie, ako nám už samotný názov napovedá, je zamerané na podporu rozvoja tých podnikov, ktoré fungujú ešte len v malej miere, a teda že sa nachádzajú na samom začiatku. Investor sa rozhodne vložiť svoje voľné finančné prostriedky najmä na základe toho, že firma už disponuje výrobkom (službou), s ktorým budú chcieť vstúpiť na trh, zároveň bude mať firma zostavený manažérsky tím a uskutočnený prieskum trhu. Okrem financií budú pre podnik kľúčové aj skúsenosti, s ktorými môže investor častokrát prispieť. Aj v tejto fázi vývoja je riziko značné. Je tomu tak aj z toho dôvodu, že ešte neexistujú žiadne výsledky hospodárenia, ktoré by vypovedali o ziskovosti danej firmy. Očakávaný výnos investície je 35–50 % a doba návratnosti je v intervale 5–10 rokov.

#### 4.2.3 Financovanie začiatočného rozvoja (Early stage development capital)

V tomto prípade ide o financovanie podniku, ktorý už funguje v určitom obmedzenom rozsahu. Podnik nedosahuje zisk, ale má potenciál ďalšieho rozvoja. Nie je však schopný zaistiť financovanie tohto rozvoja úverom, spravidla preto, že podnik nedisponuje dostatočným hmotným majetkom. Vzhľadom na lepšiu predikciu výsledkov investície ide o investíciu venture (rizikového) kapitálu s menším rizikom. (Freňáková, 2011, s.26) Dĺžka investovania je väčšinou 4–7 rokov a očakávaný výnos predstavuje 30 %.

#### 4.2.4 Rozvojové financovanie (Later stage development)

Later stage development je najčastejšie používaný typ rizikového kapitálu, ktorý sa vyskytuje hlavne v Európe. Charakteristické črty tohto financovania sú:

- ide o zabehnutý podnik, ktorý už môže vykazovať zisk,
- podnik sa nachádza vo fáze rastu,
- skúsení zamestnanci a manažment,
- existuje potenciál významnej expanzie – zavedenie nového výrobku, rozšírenie výrobných kapacít či vstup na nový trh.



Riziko je podstatne menšie než v predchádzajúcich prípadoch. Investorom požadovaná návratnosť je 25 % a doba návratnosti je 2–5 rokov.

#### 4.2.5 Záchranné financovanie (Rescue capital)

Táto forma financovania sa vyskytuje zriedka a často sa spája práve s financovaním pomocou manažerských odkupov. Kapitál smeruje do tých podnikov, ktorým hrozí bankrot. Podľa Freňáková (2011, s.26) je podmienkou na poskytnutie záchranného financovania spojenie investícií s rastovým programom, ktorý by po ukončení záchranu podniku nasmeroval jeho vývoj na rastovú dráhu a umožnil mu tak expanziu. Riziko tejto investície je pomerne nízke. Očakávaný výnos predstavuje 25 %.

#### 4.2.6 Náhradné financovanie (Debt replacement capital)

Náhradné financovanie sa využíva v tých prípadoch, kedy má podnik extrémne vysoký podiel cudzích zdrojov a výrazné úrokové zaťaženie spôsobí kolaps cash-flow. V takom prípade je vhodným riešením nahradenie cudzích zdrojov vlastným imáním, a teda navýšením základného imania. Riziko investície je opäť pomerne vyššie.

#### 4.2.7 Financovanie akvizícií (Acquisition capital)

Predstavuje aktivitu súkromných firiem, kedy je investovaný kapitál určený na financovanie nákupu inej spoločnosti, prípadne jej časti. Spočíva vo vzájomnom skupovaní a preberaní vlastnických podielov pasívnych akcionárov aktívnymi. (Arca Capital, 2012)

#### 4.2.8 Manažérske odkupy

Predstavujú špeciálny typ financovania akvizícií. Ide o odkup podniku, ktorý je už zabehnutý, v prospech manažmentu. Podnik odkupuje buď súčasný (vlastný), alebo budúci (cudzí) manažment. K odkupu dochádza, keď podnik nemá dostatočné prostriedky na financovanie svojich podnikateľských aktivít. Podľa Majková, Sobeková (2011, s.84) takýto odkup nie je možné istiť majetkom takto nakupovaného podniku, a preto sa obracajú záujemcovia odkupu na investorov rizikového kapitálu. Pre investora takáto investícia značí pomerne nízke riziko, pretože podnik sa nachádza vo fáze zrelosti. Taktiež doba návratnosti je relatívne krátka, dva – tri roky.

V rámci manažerských odkupov možno hovoriť o určitých špecifických prípadoch, a to:

- **management buy-out (MBO)** – ide o transakciu, pri ktorej existujúci manažment podniku kupuje od majiteľov podniku všetky alebo väčšinu ich akcií či podielov,

- **management buy-in (MBI)** – znamená transakciu, keď skupina vonkajších manažérov kupuje od majiteľov podniku všetky alebo väčšinu ich akcií či podielov, aby sa potom ujala riadenia tohto podniku,
- **management buy-in-buy-out (BIMBO)** – ide o kombináciu oboch predchádzajúcich operácií, tzn. transakciu, keď skupina manažérov podniku spoločne s ďalšími vonkajšími manažérmi kupuje od majiteľov podniku všetky alebo väčšinu ich akcií či podielov, aby sa potom ujala riadenia podniku,
- **leveraged buy-out (LBO)** – znamená MBO transakciu, ktorá je do vysokej miery financovaná prostredníctvom úveru,
- **large MBO (LMBO)** – označuje MBO transakciu vo veľkej spoločnosti, spravidla obchodovateľnej na verejnom trhu cenných papierov. (Freňáková. 2011, s. 27)

#### 4.2.9 Transakčné financovanie – Transaction capital

Používa sa pri financovaní takých transakcií, ktoré môžu viesť ku zmene vlastníckej štruktúry v podniku a zároveň môžu prispieť ku ďalšiemu rozvoju podniku. Tento typ financovania zahŕňa fúzie, akvizície či manažérske odkupy. Ide o najmenej rizikový a najvýnosnejší typ investície rizikového a rozvojového kapitálu.

#### 4.2.10 Preklenovacie financovanie – Mezzanine financing

Dvořák, Procházka (1998, s.23) uvádzajú, že preklenovacie financovanie znamená poskytovanie „kvázi kapitálu“, ktorý stojí na rozhraní medzi vstupom do základného imania a úverom. Využíva sa pri dočasnom financovaní akvizícií a iných špeciálnych operácií pred tým, ako je transakcia dlhodobo prefinancovaná iným spôsobom.

Predošlé typy investícií majú určité spoločné znaky:

- investície smerujú priamo do základného imania, bez verejnej obchodovateľnosti,
- ide o niekoľko ročný proces – obmedzený čas,
- investor získava vlastnícky podiel,
- snaha o zhodnotenie investície a rast hodnoty podniku,
- po uplynutí času predá investor svoj nadobudnutý podiel vlastníčkovi podniku.

### 4.3 Subjekty trhu venture kapitálu

V nasledujúcej kapitole si popíšeme účastníkov trhu venture kapitálu, ktorých môžeme rozdeliť do piatich základných skupín:

- investori – zaoberajú sa investovaním finančných prostriedkov,

- fondy rizikového a rozvojového kapitálu – špecializované spoločnosti, ktoré spájajú investorov s klientami,
- manažérske spoločnosti – správa fondov,
- katalyzátory – spoločnosti, ktoré spájajú manažérske spoločnosti s klientami,
- cieľové podniky – príjemcovia investícií.

Investovanie na trhu rizikového a rozvojového kapitálu predstavuje sofistikovaný a dlhodobý proces, ktorý funguje na princípoch kapitálového trhu. Na jednej strane trhu venture kapitálu sú investori, ktorí chcú zhodnotiť svoje voľné finančné prostriedky, a preto sa rozhodnú pre ich alokáciu na trhu. Na strane druhej sa nachádzajú podniky, ktoré majú naopak nedostatok finančných prostriedkov a často majú problém získať úver od banky. Sú to podniky s inovatívnymi myšlienkami, ktoré majú v sebe veľký potenciál, ale aj riziko.

Medzi týmito dvomi subjektami stoja fondy rizikového a rozvojového kapitálu, ktoré plnia rolu tzv. sprostredkovateľov. Podobne sú na tom aj manažérske spoločnosti, avšak tie spájajú fondy a cieľové podniky.

V nasledujúcich riadkoch si popíšeme jednotlivé subjekty a ich úlohy na trhu venture kapitálu, pričom sa zameriame predovšetkým na investorov a fondy rizikového a rozvojového kapitálu.

#### 4.3.1 Investori venture kapitálu

Investori venture kapitálu predstavujú najdôležitejší článok, pretože sú to práve oni, ktorí disponujú nadbytočným kapitálom. Freňáková (2011, s.32) uvádza, že investorov venture kapitálu možno členiť podľa niekoľkých kritérií, napr. podľa vlastníkov, podľa štruktúry ich manažmentu či podľa formy poskytovaného kapitálu (niektorí investori investujú priamo do cieľových spoločností, iní svoj kapitál umiestňujú prostredníctvom fondov).

Najčastejšie uvádzané typy investorov sú:

- **Inštitucionálni investori**

Do tejto kategórie radíme penzijné spoločnosti, banky, poisťovacie spoločnosti, štátne inštitúcie, agentúry. Tieto spoločnosti investujú prostriedky, ktoré im boli zverené od iných subjektov. Využívajú pritom existujúce fondy venture kapitálu, alebo ich samy vytvárajú. Vystupujú aj pod pojmom ako tzv. *formálny rizikový kapitál*.

- **Korporátni investori**

Korporátni investori, narozdiel od tých inštitucionálnych, investujú svoje vlastné finančné prostriedky na kapitálovom trhu. Svoje prostriedky pritom zverujú do špecializovaných fondov.

- **Business angels**

Obchodní anjeli sú označovaní ako tzv. *neformálny venture kapitál*. Ide o fyzické osoby, ktoré sa rozhodnú investovať svoj nadbytočný kapitál. Môžeme si tu predstaviť rôznych podnikateľov či bývalých investičných bankérov. Okrem zhodnotenia investície majú aj iné motívy. Častokrát ide práve o bývalých podnikateľov, ktorí sa chcú aj naďalej realizovať v podnikateľskom prostredí, ale zároveň už nechcú samy aktívne podnikáť. Takouto formou sa podielajú na rozvoji inej firmy a okrem financií môžu prispieť aj svojimi niekoľko ročnými skúsenosťami.

V mnohých prípadoch investori vytvárajú tzv. investičné združenia. To im umožňuje investovať väčšie sumy a do viacerých projektov, vďaka čomu dochádza ku diverzifikácii rizika.

Investovaním do cieľového podniku obchodní anjeli získavajú podiel vo firme a taktiež účasť v statutárnych orgánoch. Takáto forma financovania zohráva dôležitú úlohu hlavne pri začínajúcich podnikoch, kedy investor prispieva okrem financií aj svojimi strategickými radami či nadobudnutými kontaktmi.

- **Vládou podporované organizácie**

Títo investori podporujú hlavne malé a stredné podniky, pričom kapitál na investovanie získavajú zo štátnych zdrojov.

- **Nezávislí investori**

Nezávislí (independent) investori sú tí, ktorí vytvorili svoj kapitál z rôznych zdrojov – od bánk, poisťovní, penzijných spoločností, ale aj od súkromných osôb. Ich hlavným znakom je fakt, že s týmito subjektami nie sú žiadno právne spojenie. Na trhu vystupujú pod vlastným menom.

- **Závislí investori**

Medzi závislých (dependent) investorov radíme tie subjekty, ktoré sú samostatnými pobočkami alebo divíziami bánk, poisťovní či penzijných spoločností. Na trhu vystupujú pod menom svojej materskej spoločnosti a v jej prospech.

- **Čiastočne závislí investori**

Radíme sem závislých investorov, ktorí okrem závislej činnosti spravujú aj fondy, ktoré vznikli nezávisle na ich materskej spoločnosti.

#### 4.3.2 Fondy rizikového a rozvojového kapitálu

Fondy venture kapitálu tvoria špecializované spoločnosti, ktoré môžu mať rôzny charakter. Najzákladnejším typom je tzv. *Limited partnership*, kde rozlišujeme dva druhy partnerov:

- pasívni investori – ktorí sa nepodieľajú na riadení fondu a majú nárok na podiel na výnosoch fondu v pomere podľa výšky investovaných prostriedkov, majú status komandistov v komanditnej spoločnosti,

- aktívni investori – ktorí sa zúčastňujú na riadení fondu, majú status komplementárov v komanditnej spoločnosti, a môžu byť zakladajúci investori fondu, manažérska spoločnosť, prípadne i ďalší investori. (Freňáková, 2011, s. 35)

Okrem komanditnej spoločnosti môžu fondy venture kapitálu nadobúdať charakter akciovej spoločnosti, spoločnosti s ručením obmedzeným, investičnej spoločnosti, investičného fondu apod. (Dvořák, Procházka, 1998, s.35)

Fondy rizikového kapitálu tvoria tzv. medzičlánok medzi investormi a podnikmi, ktoré vyhľadávajú zdroje financovania. Ide o spôsob podpory MSP, ktorý predstavuje alternatívu ku rôznym podnikateľským úverom, pôžičkám či dotáciám.

Prvý fond rizikového kapitálu v ČR vznikol v roku 1995 pod názvom Fond rizikového kapitálu (FRK). Bola to spoločnosť s ručením obmedzeným a okrem kapitálu v začiatkových fázach rozvoja podniku poskytoval tento fond rôzne poradenské služby. V roku 2000 podal FRK žiadosť na likvidáciu, čo viedlo ku zníženiu hodnoty investičného portfólia. Aj napriek nepriaznivému koncu priniesol FRK niekoľko výhod na trh. Jednou z nich bol fakt, že okrem samotných investícií sa začal klásť veľký dôraz na podporné poradenské služby, a v neposlednom rade sa v ČR zvýšilo povedomie o fondoch rizikového kapitálu.

Fondy rizikového kapitálu plnia niekoľko funkcií a úloh. Na strane jednej poskytujú svoje služby investorom, a na strane druhej vystupujú ako dodávatelia pre cieľové podniky. Ich primárnou úlohou je zhromažďovanie finančných prostriedkov od investorov, väčšinou od súkromných alebo inštitucionálnych. Investori vyhľadávajú služby fondov z toho dôvodu, že chcú si byť istí svojimi investíciami. To znamená, že fondy rizikového kapitálu majú za úlohu obmedziť riziko danej investície a dosiahnuť jej nadpriemerné zhodnotenie. Dosiahnú to takým spôsobom, že starostlivo vyberajú MSP, ktorým bude kapitál poskytnutý. Rozhodujú sa na základe ich podnikateľského plánu, ktorý by mal mať v sebe vysoký potenciál. Vysoký potenciál totižto značí nadpriemernú návratnosť investície a zároveň kompenzuje vysoké riziko.

Po tom, ako sa fond rozhodne vložiť finančné prostriedky do vybraného podniku, stáva sa jeho spoluvlastníkom. Manažéri fondov sa spolu s manažérmi podniku podielajú na jeho vedení a spravovaní. Neustálym vedením a poskytovaním mentoringu napomáhajú tomu, aby sa ich investícia zhodnocovala.

Vlastnú investičnú činnosť fondov rizikového kapitálu spravidla zabezpečujú za odmenu manažérske spoločnosti zastupujúce investorov, ktorí vložili svoje prostriedky do fondu. Investori majú zároveň konečné slovo pri rozhodovaní o realizácii investícií, a to prostredníctvom svojich zástupcov v investičnom výbore fondu (investor committee) (Dvořák, Procházka, 1998, s.30).

- **Manažérske spoločnosti na trhu venture kapitálu**

Manažérske spoločnosti sú reprezentované investičnými manažérmi. Podľa Dvořák, Procházka (1998, s.28) patrí medzi ich hlavné činnosti vlastné vyhľadávanie, vyhodnocovanie, realizácia, monitorovanie a uzatváranie investícií.

Tieto spoločnosti sprostredkujú investície od investorov ku cieľovým podnikom. Fungujú ako poradenské spoločnosti a za svoje služby získavajú odmenu, ktorá je zmluvne stanovená.

- **Katalyzátory na trhu venture kapitálu**

Ide o špecializované spoločnosti, ktoré na trhu venture kapitálu spájajú buď manažérske spoločnosti a cieľové podniky, alebo investorov a cieľové podniky.

Klientmi katalyzátorov sú buď investori snažiaci sa o umiestnenie investície, alebo podniky hľadajúce investorov, pričom katalyzátory v ich mene oslovujú manažérske spoločnosti, prípadne samotných investorov. (Freňáková, 2011, s. 40)

- **Cieľové podniky**

Medzi tieto podniky patria hlavne malé a stredné podniky, ktoré sa dynamicky vyvíjajú. Väčšinou majú nedostatok vlastného kapitálu a je pre ne obtiažne, ba až nemožné, získať bankový úver. Je tomu tak aj z toho dôvodu, že predstavujú vysoké riziko, keďže väčšinou ide o začínajúce inovatívne podniky. Firmy tak nemusia byť schopné ponúknuť banke dostatočné záruky a naopak banka nie je ešte schopná posúdiť rizikovosť daného podnikateľského plánu.

A práve v takých prípadoch je pre ne riešením využitie venture kapitálu, kedy okrem finančných prostriedkov môžu získať aj iné benefity – mentoring, kontakty a iné.

#### **4.4 Výhody a nevýhody venture kapitálu**

Existuje niekoľko možností, ako môže podnik financovať svoje podnikateľské aktivity. Okrem využitia venture kapitálu môže podnik čerpať rôzne štátne dotácie, požičať si peniaze od bohatých známych či rodinných príslušníkov a v neposlednom rade je tu možnosť čerpania bankového úveru. Práve bankový úver je najčastejšie využívaný externý zdroj financovania, avšak nie vždy musí ísť o najoptimálnejšie riešenie. Predtým, ako sa daný manažment rozhodne, ako získa potrebné financie, je vhodné sa zamyslieť nad výhodami a nevýhodami jednotlivých zdrojov.

V nasledujúcej tabuľke si uvedieme základné rozdiely medzi úverom a venture kapitálom.

Tab. 1 Rozdiely vo financovaní

ÚVERY	VENTURE (RIZIKOVÝ) A ROZVOJOVÝ KAPITÁL
(-) vo fin. štruktúre pôsobia ako cudzí zdroj	(+) vstupuje do vlastného kapitálu podniku
(+) nedochádza ku zmene vlastníckej štruktúry	(-) investor sa stáva spoluvlastníkom – zmena vlastníckej štruktúry
(-) platenie úrokov	(+) investor realizuje zisk až po odpredaji svojho podielu
(+) banka väčšinou nezasahajú do riadenia podniku	(+/-) investor sa podieľa na riadení a kontrole podniku
(-) banka okrem peňazí neposkytne žiadne prínosné služby	(+) investor okrem peňazí prispieva aj svojimi skúsenosťami, radami, know-how
(-) potrebné zaistenie úveru/ručenie	(+) nie je potrebné zaistenie aktívami podniku

Zdroj: Dvořák, Procházka (1998, s. 113)

Autori Dvořák, Procházka (1998, s.111) uvádzajú, že vhodnosť jednotlivých foriem financovania je daná takými faktormi ako napr. stupeň informovanosti podnikateľa o jej výhodách a nevýhodách, ekonomická situácia podniku či jeho vlastnícka štruktúra, plánované využitie investície apod.

V nasledujúcich riadkoch sa zameriame práve na výhody a nevýhody rizikového a rozvojového kapitálu.

Výhody, ktoré plynú z využitia venture kapitálu sú nasledovné:

- dochádza ku dlhodobému partnerstvu medzi investorom a podnikateľom,
- investor prispieva svojimi skúsenosťami, napomáha firme napredovať a stať sa konkurencieschopnou, dopomáha manažmentu získať poznatky z rôznych odvetví – účtovníctvo, výroba, dane apod.,
- investor sa okrem zisku podieľa aj na riziku, pričom značná časť rizika je práve na jeho strane,
- rizikový kapitál vstupuje do základného kapitálu firmy, čím značne zvyšuje jej kapitálovú základňu, a tým napomáha firme realizovať svoje inovatívne myšlienky,
- rizikový kapitál zvyšuje hodnotu aktív a podnik sa tak stáva atraktívnejším pre verejnosť a banky,
- rastie reputácia podniku v očiach verejnosti a potenciálnych investorov,
- podnik nemusí investorovi platiť žiadne úroky ani splátky, taktiež nie je zo strany investora požadovaná žiadna zástava či osobné záruky,
- firma nie je povinná vrátiť získané prostriedky počas doby ich čerpania,

- vzhľadom k tomu, že existuje mnoho zdrojov a typov organizácií, ktoré poskytujú rizikový kapitál, nie je problém uspokojiť najrôznejšie podnikateľské plány.

Na druhej strane existujú aj nevýhody, s ktorými sa v praxi môžeme stretnúť:

- dochádza ku zmene vlastníckej štruktúry, pretože investor sa stáva spoluvlastníkom, častokrát to vedie k tomu, že podnikatelia sa obávajú, že podnik stratí svoju samostatnosť,
- nedostatočné povedomie o tejto forme financovania,
- vyhľadávanie podpory spoločnosti si vyžaduje veľa času a námahy,
- existuje riziko, že firma nebude zisková, a tak investor nedosiahne zhodnotenie svojej investície.

#### 4.5 Makroekonomické dopady venture kapitálu

V roku 1996 The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) zrealizovala prvú nezávislú štúdiu o ekonomickom vplyve venture kapitálu, s cieľom zvýšiť povedomie verejnosti o tejto problematike. Po spracovaní výsledkov bol dokázaný pozitívny vplyv venture kapitálu na rast podnikov, predaju, zamestnanosti, investícií a exportov. V nasledujúcich rokoch sa štúdie niekoľkokrát zopakovali, pričom bola použitá podobná metodika prieskumu. EVCA sa snaží prostredníctvom týchto štúdií motivovať vládu a verejnosť k tomu, aby posilnili podporu venture kapitálu, a to najmä zjednodušením regulačného prostredia. V tejto kapitole bude prevedená analýza troch štúdií z rokov 2002, 2009 a 2013, na základe ktorých budú demonštrované makroekonomické dopady venture kapitálu.

- **Survey of the economic and social impact of the venture capital in europe - 2002**

Ide o štúdiu z roku 2002, ktorú vypracovala Nottinghamská univerzita pod záštitou EVCA v spolupráci s Centrom pre výskum management buy-out v Nottinghamu (CMBOR – Centre for Management Buy-Out Research). Cieľom tejto štúdie bolo priblížiť funkciu a hodnotu venture kapitálových investícií vo fáze early stage a expansion stage. Údaje boli získané prostredníctvom dotazníkového šetrenia v období január až marec v roku 2002. Z 2908 opýtaných odpovedalo na dotazník len 364 firiem, čo predstavuje 12,5 % návratnosť dotazníku. Jednalo sa o podniky, ktoré v rokoch 1995–2001 boli financované venture kapitálom, väčšina zamestnávala menej ako 50 zamestnancov, podniky boli orientované na high-tech priemysel a nachádzali sa v zárodočnej fáze (22,5%), v začiatkovej fáze (44,8%) alebo vo fáze rozvoja (32,7%).

Z výsledkov dotazníka vyplynulo, že venture kapitálové financovanie má zásadný význam pre existenciu podniku. 94,5 % respondentov uviedlo, že práve venture kapitál tvoril zásadný prvok pre ich vznik, prežitie a rast, 4,7 % podnikov by sa vyvíjalo rovnako aj bez využitia venture kapitálu a len 0,8 % podnikov uviedlo, že by sa vyvíjali rýchlejšie bez využitia venture kapitálu.



Pozorovaný bol aj vplyv venture kapitálu na zamestnanosť. 90 % firiem zaznamenalo nárast celkového počtu zamestnancov. V rámci 351 firiem, ktoré odpovedali na tento dotazník, bolo vytvorených celkom 16 143 nových pracovných miest, čo v priemere predstavuje 46 nových pracovných pozícií na 1 spoločnosť.

Venture kapitál bol prevažne použitý na výskum a vývoj, marketing a rôzne školenia, čo prispelo ku významnému zvýšeniu obratu a celkovej ziskovosti. Z výskumu taktiež vyplynulo, že okrem finančnej podpory, podniku prospeli aj strategické rady investora a zároveň investor prispieval ku zvýšeniu kredibility daného podniku.

Podniky v zárodočnej a začiatkovej fáze zaznamenali až 120 % ročný nárast obratu počas prvých štyroch rokov využívania venture kapitálu. Okrem nárastu tržieb bol zaznamenaný aj nárast exportu. Z pôvodných 37,2 % spoločností, ktoré sa v týchto fázach zapájali do exportu počas prvého roku investície, sa počas posledného roku investície (rok 2001) zvýšil počet na 60 % firiem. Tieto spoločnosti zaznamenali až 78 % nárast exportu ich vlastných výrobkov. Počet firiem, ktoré exportovali v rastovej fáze, sa zvýšil o 17 % a export ich výrobkov narástol o 38 %.

Väčšina podnikov uviedla, že práve vďaka venture kapitálu zaznamenali nárast zamestnanosti (74 %), vedy a výskumu (69 %) a investícií (72 %). V polovici prípadov bol zaznamenaný aj nárast exportu.

- **The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings 2009**

Z nasledujúcej štúdie bol zistený priamy pozitívny vzťah medzi venture kapitálovými investíciami a ekonomickým rastom. Z výsledkov boli vyvodené závery, že venture kapitál má vplyv na rast produktivity a inováčných stratégií.

Je tomu tak aj z toho dôvodu, že podniky, ktoré boli podporované venture kapitálom začali viac využívať inováčne manažérske postupy a snažili sa ich neustále zlepšovať. K rozvoju prispeli aj manažérski investori, ktorí sa aktívne podieľali na chode spoločnosti. Svojimi znalosťami tak mohli prispieť napríklad ku tvorbe marketingových plánov, informačných systémov alebo ku zefektívneniu náborov nových zamestnancov.

Avšak názory, ktoré sa týkajú vplyvu venture kapitálu na rast inovácií, sa rôznia. Jedna skupina autorov uvádza, že venture kapitál vedie ku značnému nárastu nových patentových prihlášok, a tým stimuluje inováčne projekty. Príkladom sú štúdie od Popova a Roosenbooma (rok 2008) alebo Mollica a Zingalesa (rok 2007), ktoré uvádzajú, že venture kapitál vedie ku vzniku nových inováčných firiem. Na druhej strane sú tu štúdie, ktoré argumentujú tým, že hoci venture kapitálové investície môžu podnecovať rast patentov, nevedie to automaticky ku rastu produktivity, a teda nemusia nevyhnutne podnecovať priemyselné inovácie. Sú toho názoru, že venture kapitálové investície by mali nasledovať inovácie, a nie naopak.

Okrem iného bol taktiež zaznamenaný nárast zamestnanosti a nárast plátov zamestnancov. Štúdie v USA zistili, že podniky podporované venture kapitálom mali tendenciu byť väčšie v porovnaní s inými podnikmi, a to v ktoromkoľvek životnom

cykle podniku. To viedlo k záveru, že venture kapitál prispieva ku tvorbe nových pracovných miest.

Zo štúdie vyplynulo, že venture kapitálové investície, ktoré boli realizované počas ekonomického poklesu podniku, boli výnosnejšie než investície realizované počas výkonného obdobia podniku. Tieto investície tak viedli ku zvýšeniu produktivity, zamestnanosti a ekonomického rastu. Preto boli formulované odporúčenia, na základe ktorých je výhodnejšie investovať do podniku počas jeho útlmu, a tak je možné vyplniť kritickú medzeru namiesto slabého trhu.

- **Exploring the Impact of Private Equity on Economic Growth in Europe - 2013**

Cieľom tejto štúdie bolo demonštrovať vplyv venture kapitálu na ekonomický rast. Dôraz bol kladený na tri faktory – inovácie, produktivita a konkurencieschopnosť. Tieto faktory zároveň tvoria hlavné piliere rastovej stratégie pre Európu v roku 2020 a existujú medzi nimi jasné väzby: inovácie podporujú zlepšenie produktivity, čo zase zlepšuje konkurencieschopnosť. Všetky tieto vplyvy sú hlavným kľúčom ekonomického rastu. Inovácie totižto vedú ku novým produktom a procesom, čo umožňuje prostredníctvom produktivity lepšie využívanie dostupných zdrojov a lepšia konkurencieschopnosť umožňuje európskym podnikom prosperovať v globálnej ekonomike.

Z výsledkov štúdie vyplynulo, že existuje silná korelácia medzi venture kapitálovými investíciami a inováciami. Okrem toho, že tieto investície podporujú vedu a výskum, pomáhajú firmám sústrediť sa na ich silné inovatívne stránky. Vďaka tomu sa manažment môže zamerať na inovatívne procesy, eliminujú sa finančné riziká a zvyšuje sa význam inovácií – napríklad tým, že nový výrobok je umiestnený na relevantný trh. Taktiež patenty, ktoré boli udelené venture kapitálovým podnikom, boli cennejšie než tie, ktoré boli poskytnuté ostatným firmám. Tento aspekt skúmali autori Popov a Roosenboom (2009), ktorí zistili, že 1€ venture kapitálových investícií môže byť v niektorých sektoroch až deväťnásobne efektívnejšie vo financovaní patentov, než 1€ iných foriem financovania. Ďalšie odhady uvádzajú, že cena jedného patentu predstavuje zhruba 3 mil. EUR a firmy podporované venture kapitálom majú 12 % patentov z celkového počtu patentov v 12 krajinách.

Ďalším skúmaným faktorom bola produktivita. Ako uvádza táto štúdia, produktivita je efektivita, vďaka ktorej sa vstupy (kapitál, práca, pôda a materiál) môžu premeniť na výstupy. V globálnom a konkurenčnom prostredí je pre podnik dôležité, aby dosahoval čo najväčšiu možnú produktivitu. A práve venture kapitál ovplyvňuje produktivitu prostredníctvom toho, že napomáha podnikom chopiť sa nových obchodných príležitostí a zároveň napomáha efektívnejšie využívať tie existujúce. Niektoré výsledky štúdie:

- rozdiel v raste produktivity medzi VC podporovanými firmami a tými, ktoré VC nevyužívali, je 5,2 % za prvé dva roky financovania,
- priemyslené odvetvia podporované VC rástli za posledných 5 rokov (2005–2010) oveľa rýchlejšie než ostatné sektory, pričom bola skúma-

ná produktivita, pridaná hodnota odvetvia, celkové mzdy či zamestanosť (Bernstein et al. 2010),

- venture kapitáloví investori prispievajú ku zlepšeniu manažmentu a to vedie ku zefektívneniu procesov,
- VC investície bývajú investované do fyzického kapitálu, a to vedie ku ekonomickému rastu spoločnosti.

Posledná oblasť bola zameraná na konkurencieschopnosť firiem. Dostupné dôkazy uvádzajú, že venture kapitál podporuje nevyhnutné predpoklady, ktoré umožňujú firmám sa internacionalizovať – rozvoj schopností a vedomostí, chuť riskovať a efektívne riadenie zdrojov. Podľa tejto štúdie venture kapitál prispieva ku tvorbe až 5600 nových podnikov ročne v Európe. Práve podnecovanie konkurencieschopnosti, či už na domácom alebo zahraničnom trhu, predstavuje podmienku ekonomického rastu podniku. Venture kapitáloví investori v mnohých prípadoch poskytujú poradenstvo vedeniu firmy, ako preniknúť na zahraničné trhy. Zvýšenie konkurencieschopnosti ide ruka v ruke so zvýšením produktivity podniku.

Na základe analýzy predchádzajúcich štúdií môžeme zhrnúť makroekonomické dopady venture kapitálu nasledovne: venture kapitál prispieva ku ekonomickému rastu, zvyšuje sa export, má vplyv na tvorbu nových pracovných miest a rast miezd, pretože vďaka investíciám sa firmy môžu rozširovať a realizovať, podporuje vznik a rozvoj nových inovatívnych firiem, ktoré sa aj vďaka radám investora stávajú konkurencieschopnými, a tak majú príležitosť obstať aj na globálnom trhu. Podnik generuje väčšie obraty a zisky, čo zároveň znamená aj väčší prísun daní do štátnej pokladne. Na základe zistených výsledkov môžeme konštatovať, že existuje opodstatnenie, aby štát podporoval rozvoj venture kapitálu. Z toho dôvodu sa v práci budeme zaoberať štátnou podporou venture kapitálu. Avšak predtým si predstavíme nástroj štátnej podpory JEREMIE, ktorý bol vytvorený Európskou úniou.

## 4.6 Štátna podpora Venture kapitálu

Ako vyplynulo z predchádzajúcich štúdií, podniky podporované venture kapitálom dosahujú lepšie výsledky v porovnaní s podnikmi, ktoré sú financované inými spôsobmi. Kľúčovú úlohu zohrávajú inovácie a prienik inovatívnych podnikov na medzinárodné trhy. Avšak mnohé MSP majú obmedzený prístup k finančným prostriedkom, a to znamená prekážku pre rozvoj inovácií. Preto v mnohých štátoch bola zavedená štátna podpora venture kapitálu, ktorej cieľom bolo uľahčiť MSP prístup k finančným zdrojom na rozvoj inovácií a na vedu a výskum. Úlohou štátnej podpory je taktiež zatriktívniť niektoré venture kapitálové investície pre investora. Ide predovšetkým o tie, ktoré sú buď príliš rizikové alebo nesľubujú vysokú návratnosť investície. Podľa Freňáková (2011, s.120) pomoc z verejných prostriedkov by mala byť poskytnutá v takom prípade, ak je efekt pre ekonomiku a spoločnosť krajiny výrazne pozitívny, ale zároveň musí byť splnená podmienka, že táto forma verejnej pomoci nenaruší podmienky hospodárskej súťaže.

Na riešenie tohto problému bol v USA prijatý program SBIC a v niektorých štátoch Európy bola zas prijatá iniciatíva JEREMIE, ktorou sa budeme zaoberať v nasledujúcej časti.

#### 4.6.1 JEREMIE

JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises – Spoločné európske zdroje pre mikropodniky až stredné podniky) je spoločná iniciatíva, ktorá bola založená v roku 2007 Európskou komisiou (EK), Európskou investičnou bankou (EIB) a Európskym investičným fondom (EIF) na posilnenie súdržnosti naprieč Európou. (European Investment Fund, 2016)

Ako uvádza Úrad vlády SR (2010), cieľom JEREMIE je podpora prístupu MSP ku kapitálu v regiónoch EU, najmä v oblasti výskumu a vývoja a podpory napĺňania cieľov Lisabonskej stratégie a jej nasledovníčky stratégie Európa 2020 prostredníctvom štrukturálnych fondov. V spolupráci s riadiacimi orgánmi a inými participujúcimi finančnými inštitúciami sa má prostredníctvom tejto iniciatívy dosiahnuť:

- zlepšenie podmienok financovania nových a začínajúcich podnikov formou úverov (vrátane mikropôžičiek), majetkovej účasti, rizikového kapitálu a záruk, ako aj formou adekvátnej organizačnej a technickej asistencie;
- zlepšenie koordinácie tejto oblasti tak na národnej ako aj na regionálnej úrovni a zlepšenie prenosu najlepších postupov a skúseností v tejto oblasti (good practices a transfer of knowledge);
- prispieť k efektívnejšiemu využívaniu verejných zdrojov v rámci programov financovaných zo štrukturálnych fondov EÚ a verejných rozpočtov členských štátov.

Vďaka JEREMIE môžu MSP členských štátov EU alokovať finančné prostriedky zo štrukturálnych fondov alebo národných zdrojov do revolvingových holdingových fondov. MSP tak môžu flexibilnejšie financovať svoje podnikateľské aktivity, môžu zakladať nové podniky alebo rozširovať už existujúce, a tak zároveň vytvárať nové pracovné miesta. Taktiež prostredníctvom diverzifikácie a modernizácie ich podnikateľských aktivít môžu rozšíriť ich prístup na trh.

JEREMIE funguje na základe príspevku z Európskeho fondu regionálneho rozvoja. Výnosy z investícií sú reinvestované v podnikoch. Takto môžu byť finančné prostriedky použité niekoľkokrát. JEREMIE sa nezameriava priamo na podniky, ale sústreďuje sa na finančných sprostredkovateľov, ktorým dokáže poskytnúť finančné nástroje ako sú záruky, proti záruky, záruky s vlastným kapitálom, pôžičky, sekuritizácie rizikového kapitálu a fondov spájajúcich podnikateľských anjelov. Finanční sprostredkovatelia poskytujú koncovým príjemcom pôžičky a majetkovú účasť. Podmienkou partnerského fungovania je použitie finančných prostriedkov, ktoré budú mať inštitúcie k dispozícii na financovanie vzniku a rozvoja podniku. (Pisár, Sanigová, Inovatívne financovanie podnikov v českej republike, 2014)

Dôležitú úlohu v tomto procese zohráva holdingový fond (HF), ktorý taktiež prerozdeľuje financie do jednotlivých fondov. HF je financovaný zo štrukturálnych fondov a spravuje ho buď EIF alebo iná finančná inštitúcia. Riadiace orgány môžu

riadením priamo poveriť buď EIF alebo ktorúkoľvek vnútroštátnu inštitúciu, alebo môžu nepriamo formou tendra vybrať finančnú inštitúciu na základe zmluvy o poskytovaní služieb. Holdingový fond pôsobiaci ako zastrešujúci fond bude fungovať v partnerstve so širokým spektrom miestnych finančných inštitúcií pre MSP, ako napríklad s finančnými operátormi pre MSP, fondmi rizikového kapitálu, pôžičkovými fondmi, mechanizmami na prenos technológií, poskytovateľmi mikrofinancií, bankami a záručnými fondmi. Prostriedky, ktoré budú mať tieto finančné inštitúcie k dispozícii z holdingového fondu, sa použijú na financovanie vzniku a rozvoja MSP. (European Investment Fund, 2012)

Z využívania nástroja JEREMIE plynú nasledujúce výhody:

**Udržateľnosť** – nástroje finančného inžinierstva sú založené na poskytovaní návratnej pomoci zo štrukturálnych fondov na investície, ktoré majú vytvoriť výnosy, a tým zabezpečiť splatnosť investorom. Týmto spôsobom sa vytvára udržateľnejšia alternatíva pomoci obvykle poskytovanej prostredníctvom dotácií.

**Finančné prostriedky** – kombinácia štrukturálnych fondov s doplňujúcimi zdrojmi investícií posilní zdroje a zabezpečí podporu väčšiemu počtu podnikov.

**Flexibilita** – JEREMIE ponúka flexibilitu z hľadiska štruktúry i využitia zdrojov formou vlastného majetku, dlhu alebo garantovanej investície, vďaka čomu ho možno prispôsobiť špecifickým potrebám konkrétnych krajín a regiónov.

**Odbornosť** – JEREMIE umožňuje riadiacim orgánom štrukturálnych fondov využívať odborné vedomosti v bankovom i súkromnom sektore a zvyšovať tak efektívnosť ich investícií v oblasti podnikania.

**Partnerstvo** - partnerstvo vytvorené medzi Komisiou, EIF a EIB v rámci nástroja JEREMIE môže slúžiť aj ako účinný katalyzátor pri spolupráci medzi krajinami, regiónmi, EIF, EIB, inými bankami a investormi na riešenie prístupu k finančným prostriedkom pre podniky, najmä MSP. (ec.europa.eu, 2014)

Existujú tri typy inštitucionálneho usporiadania iniciatívy JEREMIE:

1. tzv. **Európsky model**, u ktorého sa počíta s priamou investíciou od EIF, ktorý je poverený správou príspevkov z operačných programov,
2. tzv. **Modifikovaný európsky model**, ktorý zahŕňa vytvorenie zvláštneho subjektu (SPV<sup>1</sup>) za účelom čerpania prostriedkov v rámci nástrojov finančného inžinierstva a úloha EIB/EIF bude spočívať v majetkovej účasti a vo výkone funkcie správcu SPV,
3. tzv. **Národný model**, ktorý môže byť uplatnený v troch variantách podľa toho, ktorý subjekt bude mať na starosti správu príspevkov z operačných programov.

- a) Štátny fond, v rámci ktorého sa počíta s priamou investíciou a bude poverený spravovaním príspevkov z operačných programov.

---

<sup>1</sup> SPV – Special Purpose Vehicle, osoba so zvláštnou právnou subjektivitou

- b) Banka, ktorá je vyberaná na základe výberového konania.
- c) Investičná spoločnosť, ktorá je tiež vyberaná na základe výberového konania. (Ministerstvo pre miestny rozvoj, 2009)

O tom, ako bola využívaná štátna podpora venture kapitálu v jednotlivých členských štátoch budeme pojednávať v ďalšej časti práce. Zameriame sa na krajiny V4 – Česko, Maďarsko, Poľsko a Slovensko, pričom zvýšenú pozornosť budeme venovať práve Českej republike. Avšak predtým, než budeme skúmať štátnu podporu venture kapitálu je potrebné, aby sme zhodnotili celkový stav trhu venture kapitálu v týchto krajinách. Na základe našich zistení budú nakoniec formulované doporučenia pre rozvoj štátnej podpory v Českej republike, čím dosiahnenie splnenie nášho hlavného cieľa.

## 5 Analýza trhu venture kapitálu v krajinách V4

Cieľom tejto časti bude zhodnotenie súčasného stavu trhu venture kapitálu v komparatívnej analýze vo vybraných krajinách Európy. Konkrétne sa zameriame na štáty Vyšehradskej štvorky – Slovensko, Poľsko, Maďarsko a Česko.

Výber krajín nie je náhodný. Okrem toho, že tvoria Vyšehradskú skupinu, majú tieto štáty veľa spoločného. Ministerstvo zahraničných vecí a európskych záležitostí Slovenskej republiky charakterizuje V4 ako regionálnu štruktúru 4 členských krajín EÚ a NATO, ktoré sa hlásia k rovnakým hodnotám, majú spoločnú históriu, kultúru a geografické postavenie. Ide o dynamické regionálne zoskupenie členských krajín EÚ, ktoré vytvára priestor pre posilňovanie koordinačného a konzultačného mechanizmu s cieľom nachádzať spoločné pozície a stanoviská v aktuálnych otázkach zahraničnej a európskej politiky, regionálneho rozvoja, hospodárskej a kultúrnej spolupráce. (MZVaEZ SR, 2014)

Ide o postkomunistické štáty, ktoré si v 90. rokoch 20. storočia prešli mnohými zmenami a začali sa posúvať vpred. Počas ich vývoja si kládli za cieľ odstránenie prvkov komunistického režimu a vybudovanie demokratického štátu, orientáciu na trhové hospodárstvo a začlenenie sa do európskeho systému.

Zameriame sa na obdobie 2012 až 2015, pričom primárne bude naša pozornosť upriamená na roky 2014 a 2015. Pri jednotlivých štátoch bude skúmaný vývoj ich investičnej aktivity, počet podnikov, ktoré boli podporené rizikovým a rozvojovým kapitálom, taktiež nás budú zaujímať investície podľa typu vývoja a podľa odvetvia a v neposlednom rade bude skúmaný vývoj realizovaných exitov. Súčasťou analýzy jednotlivých krajín bude taktiež zhodnotenie ich atraktívnosti z hľadiska investícií rizikového a rozvojového kapitálu.

Vzhľadom k tomu, že skúmané krajiny sú súčasťou strednej a východnej Európy (CEE Región – Central and Eastern Europe), budú dáta čerpané z CEE štatistík, ktoré od roku 2003 vydáva Európska asociácia venture kapitálu – EVCA. EVCA realizuje výskum trhu a zhotovuje potrebné dáta. Vznikla v roku 1983 a jej sídlo nájdeme v Bruseli. V súčasnosti má 650 členských spoločností a 500 pridružených členov. Členovia majú investičný prístup do súkromných spoločností, či už ide o začínajúce alebo zabehnuté podniky. Cieľom EVCA je konštruktívne prispieť do politiky, a tak ovplyvniť súkromné kapitálové investície v Európe. Okrem toho informujú verejnosť o trendoch a vývoji trhu venture kapitálu prostredníctvom rôznych štatistík a správ.

CEE štatistiky spracúvajú dáta, ktoré sa týkajú krajín strednej a východnej Európy – Bosna a Hercegovina, Bulharsko, Chorvátsko, Česká republika, Estónsko, Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Macedónia, Moldávsko, Montenegro, Poľsko, Rumunsko, Srbsko, Slovensko, Slovinsko a Ukrajina.

## 5.1 Trh venture kapitálu v Slovenskej republike

Využívanie rizikového a rozvojového kapitálu na Slovensku nie je veľmi rozvinuté. Chýbajúce finančné prostriedky riešia slovenské podniky najmä využívaním bankových úverov či rôznych grantov. Má to za následok aj fakt, že podnikatelia častokrát nie sú ochotní deliť sa o podiel vo firme s investorom a za negatívum taktiež pokladajú zmenu vlastníckej štruktúry. Tento problém majú predovšetkým takí podnikatelia, ktorí daný podnik vybudovali sami z ničoho. Rizikový a rozvojový kapitál je na Slovensku pokladaný skôr za alternatívnu možnosť financovania. V mnohých prípadoch sa podniky rozhodnú osloviť venture kapitálových investorov až vo chvíli, kedy všetky ostatné možnosti zlyhali. Stáva sa tak najmä vtedy, keď banka odmietne firme poskytnúť úver, pretože firma buď nemá dostatočný majetok, ktorý by mohol byť použitý ako zástava, alebo keď firma nemá za sebou žiadnu finančnú históriu.

Pritom podľa predstaviteľov SLOVCA je Slovensko pre investorov zaujímavá lokalita a fondy rizikového kapitálu ho považujú za atraktívne, čo súvisí s ozdravovaním ekonomiky, zlepšovaním infraštruktúry a podmienok podnikateľského prostredia. V odbornej verejnosti prevláda názor, že štrukturálne reformy na Slovensku vytvorili vhodné makroekonomické prostredie podporujúce rozvoj rizikového a rozvojového kapitálu. (Finančné trhy, 2015)

Najstaršou a zároveň kľúčovou inštitúciou na Slovensku, ktorá sa špecializuje na podporu MSP prostredníctvom poskytovania rizikového a rozvojového kapitálu je Slovak Business Agency (pôvodne Národná agentúra pre rozvoj malého a stredného podnikania). Agentúra vznikla už v roku 1993 v spolupráci s EU a vládou SR. Jej činnosti sú zamerané na komplexnú pomoc pre podnikateľov a podporu podnikania, a to na národnej, regionálnej a miestnej úrovni. Zároveň sa sústreďuje na posilnenie konkurencieschopnosti slovenských podnikov v EU a na trhoch tretích krajín.

V roku 1995 vznikla Slovenská asociácia private equity a rozvojového kapitálu (SLOVCA) ako záujmové združenie právnických osôb. Hlavným zámerom vzniku asociácie bolo zvýšenie povedomia o prístupnosti rizikového a rozvojového kapitálu u podnikateľov, investičných a bankových inštitúcií, politických orgánov a ostatnej verejnosti na Slovensku. V súvislosti s tým SLOVCA každoročne organizuje odbornú konferenciu, ktorá je zameraná na predstavenie rizikového a rozvojového kapitálu, s doplnením konkrétnych príkladov z praxe. Medzi jej hlavné ciele patrí:

- zvyšovanie povedomia o možnostiach alternatívneho financovania pomocou poskytovania rozvojového kapitálu na Slovensku,
- presadzovanie záujmov členov asociácie SLOVCA,
- networking - výmena podnikových plánov a investičných príležitostí medzi členmi asociácie, sprostredkovanie kontaktov a prístup ku členom združenia pre tretie strany,
- pomoc malým podnikateľom získať financovanie pre rozvoj svojho podnikateľského plánu. (SLOVCA, 2015)



### Atraktivnosť Slovenska pre PE/VC investície

The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index je štúdiá, ktorú od roku 2006 vypracováva Navarrská univerzita. Štúdiá meria atraktivnosť PE/VC investícií pre investorov v rámci skúmaných krajín. Pôvodne boli skúmané len európske krajiny, avšak postupom rokov boli do štúdie zaradené krajiny v rámci celého sveta. Najnovšia štúdiá z roku 2016 predstavuje šieste vydanie a porovnáva celkovo 125 krajín. Cieľom správy je pomôcť investorom pri rozhodovaní, kam alokovať voľný kapitál.

Index atraktivity skúmaných krajín pozostáva z nasledujúcich faktorov:

- **Ekonomická aktivita:** veľkosť ekonomiky (HDP), očakávaný rast HDP, miera nezamestnanosti,
- **Hĺbka kapitálového trhu:** veľkosť a likvidita kapitálového trhu, IPO, úverový trh, výkonnosť finančného trhu,
- **Dane:** daňové stimuly a administratívne zaťaženie,
- **Ochrana investorov a korporačné riadenie:** bezpečnosť vlastníckych práv, kvalita právneho presadzovania,
- **Humanitné a sociálne prostredie:** ľudský kapitál, vzdelanie, regulácie pracovného trhu, korupcia,
- **Kultúra a podnikateľské príležitosti:** inovácie, veda a výskum (Biesinger, Groh, Liechtenstein, Lieser, 2016).

Slovenská republika sa umiestnila na 61. mieste z celkového počtu 125 krajín. Z našich skúmaných krajín má Slovensko najhoršie skóre, 54,2. Aj v roku 2015 Slovensko zaostávalo za krajinami Poľsko, Maďarsko a Česko s hodnotením 51,3. Z celkového počtu 120 krajín bola SR na 58. mieste.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje umiestnenie a skóre v jednotlivých častiach v roku 2016:

Tab. 2 Zhodnotenie atraktivity Slovenska pre PE/VC investície v roku 2016

Index	Umiestnenie	Skóre
Celkové umiestnenie	61	54,2
Ekonomická aktivita	75	81,4
Hĺbka kapitálového trhu	66	39,7
Dane	44	102,2
Ochrana investorov, korporačné riadenie	67	60,7
Humanitné a sociálne prostredie	69	44,8
Kultúra a podnikateľské príležitosti	43	60,5

Zdroj: Biesinger, Groh, Liechtenstein, Lieser (2016)

Najlepšie umiestnenie získalo Slovensko v kategórii kultúra a podnikateľské príležitosti, 43. miesto so skóre 60,5. V rámci tejto kategórie získala vysoké ohodnotenie podsekcia podmienky pre začatie a vykonávanie podnikania (98,5). Druhé najvyššie umiestnenie má sekcia dane (44. miesto), za ktorou nasleduje hĺbka kapi-

tálového trhu. Táto kategória má síce najnižšie skóre v rámci Slovenska, ale najnižšie umiestnenie získalo Slovensko na základe sekcie ekonomická aktivita, ktorá umiestnila Slovensko až na 75. miesto. Na to mala veľký vplyv podkategória miera nezamestnanosti, ktorá je až na 92. mieste. Štyri kategórie z dvoch boli umiestnené už v druhej polovici rebríčka.

### Štatistické zhodnotenie trhu rizikového a rozvojového kapitálu na Slovensku

Slovenská republika spolu s Poľskom, Maďarskom a tromi Baltskými štátmi tvorili v roku 2015 až 91 % z celkových firiem, ktoré boli v roku 2015 financované rizikovým a rozvojovým kapitálom. V nasledujúcej tabuľke sú zobrazené hodnoty celkových investícií PE/VC realizovaných na Slovensku v období 2012 až 2015. Investície sú uvedené v mil. € a boli zaokrúhľované na celé milióny smerom hore. Súčasne je tabuľka doplnená o počty firiem, ktoré boli financované rizikovým a rozvojovým kapitálom.

Tab. 3 Investičná aktivita Slovenska 2012-2015

	Investície (mil €)	Počet firiem
2012	98	6
2013	2	2
2014	12	10
2015	12	19

Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Ako môžeme vidieť, najsilnejším rokom pre Slovensko z hľadiska realizovaných investícií bol rok 2012, kedy v rámci PE/VC bolo investovaných 98 mil. €. Celkovo bolo v tom roku podporených 6 firiem. Rok 2013 bol pre SR za posledné obdobie najslabší, pretože investície boli realizované len v hodnote 2 mil. €, a to do 2 podnikov. Avšak rok na to si SR polepšila o 10 mil. €, kedy dosiahla hodnotu investícií 12 mil. €. V roku 2015 nedošlo ku žiadnej zmene z hľadiska realizovaných investícií, avšak z hľadiska podporených firiem došlo ku zlepšeniu v porovnaní s rokom 2014. V hodnote realizovaných PE/VC investícií sa SR umiestnila na 11. mieste v rámci krajín CEE regiónu. Za Slovenskom sa umiestnili už len krajiny Slovinsko, Chorvátsko a ďalšie<sup>2</sup>. Rovnaké 11. miesto obsadilo Slovensko aj v počte krajín financovaných PE/VC investíciami. V rámci skúmaných krajín V4 Slovensko značne zaostáva. Len na porovnanie, Poľsko v roku 2015 dosiahlo hodnotu realizovaných PE/VC investícií až 887 mil. €, Maďarsko 144 mil. €. Na druhú stranu ČR, ktorá je veľkosťou podobná slovenskému trhu, predbehla SR len o 2 mil. €. Podiel investícií PE/VC na HDP v roku 2015 tvoril na Slovensku 0,02 %, čo je druhý najnižší podiel v CEE regióne.

V tabuľke číslo 4 sú zobrazené investície v tisícoch € podľa typu. Údaje sú uvedené na porovnanie medzi rokmi 2014 a 2015.

<sup>2</sup> Ďalšie krajiny predstavujú Bosna a Hercegovina, Macedónsko, Moldavsko a Montenegro.

Tab. 4 Investície v SR v období 2014 a 2015 (tisíc €)

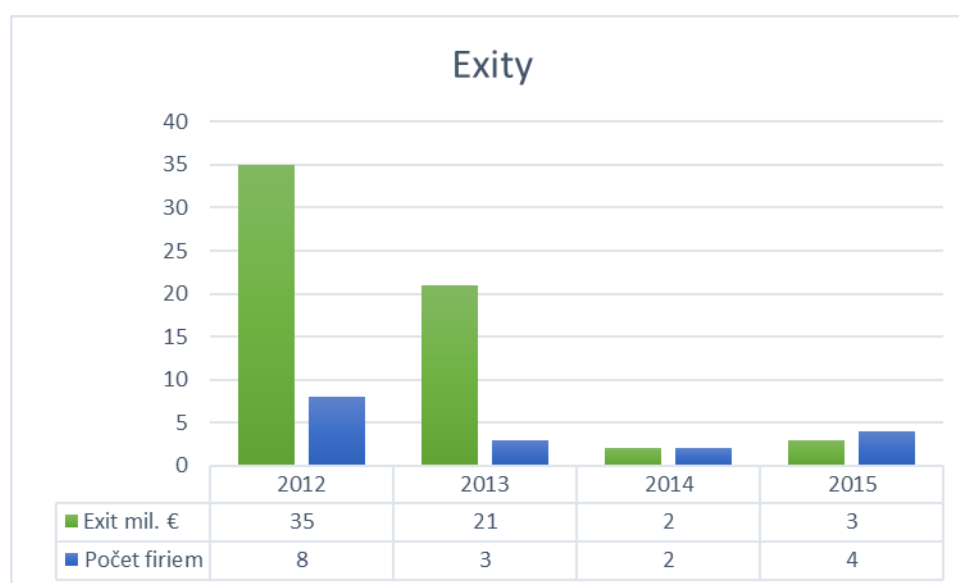
Typ investície	2014	2015
Seed	800	1,740
Start-up	900	4,444
Later stage venture	3,000	2,750
Growth	800	3,000
Replacement capital	0,00	0,00
Buy-out	6,000	0,00
Total	11,500	11,934

Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Vidíme, že v rámci celkového objemu investícií nedošlo k výraznej zmene, ale zmeny nastali v jednotlivých typoch investícií. V roku 2014 najväčšiu hodnotu získali manažérske odkupy (buy-out), ktoré dosiahli hodnotu 6 mil. €, čo predstavuje 52 % podiel na celkovej investičnej aktivite. Za nimi nasledovalo rozvojové financovanie, ktoré dosiahlo hodnotu 3 mil. €. V roku 2015 bolo najviac investícií realizovaných v rámci štartovacieho (start-up) financovania. V porovnaní s predchádzajúcim rokom neboli v roku 2015 realizované žiadne manažérske odkupy.

Nasledujúci graf zobrazuje hodnoty realizovaných exitov počas rokov 2012 až 2015 a zároveň uvádza počet firiem, v ktorých bol prevedený exit. Prvý stĺpec znázorňuje exity v miliónoch € a druhý stĺpec zobrazuje počet firiem.

Obr. 1 Vývoj exitov v SR 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Z grafu je zrejmé, že najúspešnejším rokom z hľadiska exitov bol rok 2012, kedy exity dosiahli celkovú hodnotu 35 mil. € v rámci 8 firiem. Do roku 2015 došlo k značnému poklesu exitov, čo môže byť spôsobené práve tým, že kým sa investície zhodnotia a investori budú môcť vystúpiť z podniku tak, aby boli ziskoví, trvá to približne 10 rokov. V roku 2015 sa Slovensko umiestnilo opäť na 11. mieste z krajín CEE regiónu ako v hodnote realizovaných exitov, tak aj v počte podnikov.

Aj napriek tomu, že slovenská ekonomika napreduje, trh rizikového a rozvojového kapitálu nie je dostatočne rozvinutý. Slovensko značne zaostáva za krajinami V4, hlavne za Poľskom a Maďarskom. Vzhľadom k tomu, že objemy realizovaných investícií na Slovensku sú pomerne nízke, Invest Europe uvádza podrobné štatistiky o Slovensku len spolu s bývalou Juhosláviou. Dostupné samostatné údaje o Slovensku sú v určitej miere obsiahnuté v CEE Private Equity Statistics 2015, odkiaľ aj boli dáta čerpané.

Veľkosť slovenskej ekonomiky a nedostatočne rozvinutý kapitálový trh patria medzi hlavné príčiny zaostávania SR za skúmanými krajinami. Medzi ďalšie dôvody môžeme zaradiť taktiež nedostatočný prenos skúseností a poznatkov do praxe, častokrát neskúsený manažment, absenciu výskumu a vývoja v sfére podnikania a taktiež neochotu slovenských investorov či podnikateľov podstupovať vyššie riziká.

## 5.2 Trh venture kapitálu v Poľsku

Trh rizikového a rozvojového kapitálu v Poľsku je považovaný za jeden z najsilnejších a najatraktívnejších trhov v CEE regióne a naďalej sa očakáva jeho rast. Podľa CEE štatistík za rok 2015 je poľský podiel na celkovom HDP v rámci celého CEE regiónu 35 % a zároveň je poľský trh najväčší v porovnaní s krajinami CEE regiónu. (CEE Private Equity Statistics 2015)

V Poľsku pôsobí Polish Private Equity and Venture Capital Association (ďalej PPEA), čo je asociácia, ktorá zhromažďuje aktívnych PE/VC investorov pôsobiacich v krajine. Cieľom PPEA je zvýšiť povedomie o PE/VC, prezentovať PE/VC investície ako jeden z kľúčových faktorov pre rozvoj a rast firmy, zdieľať skúsenosti medzi členmi asociácie, a tak prispievať ku vzdelávaniu ďalších PE/VC expertov a v neposlednom rade sa PPEA zameriava na zber a prezentovanie informácií a štatistík týkajúcich sa trhu PE/VC v Poľsku. V súčasnosti PPEA pozostáva z 52 riadny členov a 65 pridružených členov. (PPEA, 2017)

### Atraktivnosť Poľska pre PE/VC investície

Podľa Navarrskej štúdie sa Poľsko za rok 2016 umiestnilo v rámci hodnotenia atraktívnosti 125 krajín na 25. mieste s celkovým hodnotením 73,7, čím sa tesne umiestnilo za Čínou, Rakúskom či Tajvanom. V rámci krajín V4 má Poľsko veľký náskok, napríklad také Maďarsko predbehlo až o 22 miest. V roku 2015 bolo Poľsko na 28. mieste zo 120 krajín s ohodnotením 69,4.

V nasledujúcej tabuľke je zobrazené hodnotenie krajiny podľa jednotlivých zložiek indexu.

Tab. 5 Zhodnotenie atraktívnosti Poľska pre PE/VC investície v roku 2016

Index	Umiestnenie	Skóre
Celkové umiestnenie	25	73,7
Ekonomická aktivita	31	90,4
Hĺbka kapitálového trhu	27	74,4
Dane	21	108,1
Ochrana investorov, korporáčne riadenie	43	68,6
Humanitné a sociálne prostredie	28	64,8
Kultúra a podnikateľské príležitosti	35	67,3

Zdroj: Biesinger, Groh, Liechtenstein, Lieser (2016)

Najlepšie ohodnotené bolo zdanenie (108,1), v rámci ktorého je Poľsko na 21. mieste. Druhé najlepšie ohodnotenie bolo v rámci ekonomickej aktivity, v ktorej mala vysoké skóre práve podkategória očakávaný rast HDP (105,9). Na základe kategórie hĺbky kapitálového trhu sa Poľsko umiestnilo na 27. mieste, pričom najlepšie umiestnenie získalo v rámci podkategórie veľkosť a likvidita kapitálového trhu, konkrétne 14. miesto. Na 28. mieste v rámci Poľska je humanitné a sociálne prostredie so skóre 64,8, v rámci ktorého bola vysoko umiestnená podsekcia regulácia pracovného trhu, 23. miesto. Ako môžeme vidieť, všetky hodnotené kategórie boli umiestnené pomerne vysoko, o čom svedčí aj konečný výsledok, 25. miesto.

### Štatistické zhodnotenie trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Poľsku

Podľa CEE štatistík je Poľsko významným hráčom na trhu rizikového a rozvojového kapitálu. Celková investičná aktivita CEE regiónu za rok 2015 predstavovala 1,6 biliónov €, z toho 54 % tvoril podiel Poľska. Celkový objem realizovaných PE/VC investícií za rok 2015 bol 887 mil. €, ktoré boli investované v rámci 105 podnikov. Tým sa Poľsko umiestnilo na 1. miesto z krajín Strednej a Východnej Európy. (CEE Private Equity Statistics 2015)

Graf číslo 2 znázorňuje vývoj investícií za rok 2012 až 2015 a súčasne pri každom roku uvádza počet firiem, do ktorých boli investície PE/VC realizované.

Obr. 2 Investičná aktivita Poľska 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Od roku 2012, kedy boli investície realizované v hodnote 473 mil. €, došlo postupne k poklesu investičnej aktivity. V roku 2013 poklesli investície o 93 mil. €, avšak celkovo bolo podporených 89 firiem, čo je v porovnaní s rokom 2012 o 17 firiem viac. Aj napriek poklesu bolo Poľsko v rokoch 2012 a 2013 na 1. mieste v rámci krajín CEE regiónu. Najmenej investícií bolo realizovaných v roku 2014, 251 mil. € a taktiež klesol počet firiem financovaných PE/VC na 78. Poľsko sa v tomto roku prepadlo z 1. miesta na tretie, pričom pred ním boli v tej dobe štáty Srbsko a Česko. Avšak v roku 2015 došlo ku výraznému zvýšeniu investičnej aktivity na poli PE/VC investícií a Poľsko sa opäť dostalo na 1. miesto. Z grafu vyplýva, že rok 2015 bol najsilnejším rokom pre krajinu z hľadiska investičnej aktivity a zároveň bolo podporených najviac firiem, celkovo 105. Celkový podiel PE/VC investícií na HDP v Poľsku predstavuje za rok 2015 0,21 %, čím sa krajina umiestnila na 16. mieste z 32 európskych štátov. Európskymi lídrami sú v tomto smere Luxembursko (1,25 %), Srbsko (0,70 %), Dánsko (0,63 %) a Fínsko (0,50 %).

V nasledujúcej tabuľke je porovnaná investičná aktivita Poľska v rokoch 2014 a 2015 podľa jednotlivých typov investícií. Hodnoty sú uvedené v tisícoch €.

Tab. 6 Investície Poľska v období 2014 a 2015 (tisíc €)

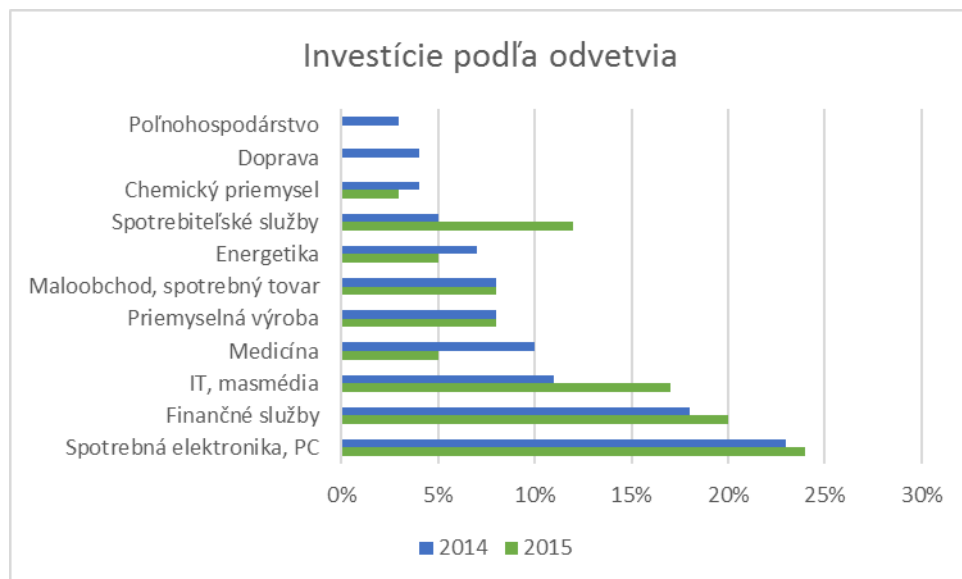
Typ investície	2014	2015
Seed	1,820	2,924
Start-up	8,764	10,251
Later stage venture	11,910	6,411
Growth	65,410	79,289
Replacement capital	2,107	40,225
Buy-out	161,388	748,307
Total	251,400	887,407

Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Ako môžeme vidieť, v oboch rokoch mali najväčší podiel na investičnej aktivite práve manažérske odkupy, ktoré v roku 2014 tvorili 64 % z celkových investícií a v roku 2015 tvorili manažérske odkupy až 84 %, teda 748 307 000 €. V Roku 2015 sa zvýšili investície manažérskych odkupov o takmer 590 mil. €. Významnú časť investícií tvoril aj tzv. rastový kapitál (growth), ktorý sa používa na financovanie firiem, ktoré už majú za sebou určitú históriu a ktoré potrebujú kapitál na uskutočnenie expanzie, reštrukturalizácie alebo plánujú vstup na nový trh. V roku 2014 tvoril rastový kapitál 26 % podiel na investíciách a v roku 2015 to bol 8,9 % podiel. Manažérske odkupy spolu s rastovým kapitálom tvorili v roku 2015 väčšinu uskutočnených investícií, spolu až 827 mil. €, čo tvorí dokopy 93 %. V roku 2014 bolo v rámci rozvojového kapitálu (later stage) uskutočnených necelých 12 mil. € a v roku 2015 došlo k poklesu, kedy bolo realizovaných 6,5 mil. € rozvojového kapitálu. V oboch rokoch predstavovalo zárodočné financovanie (seed) najmenšiu položku, čo môže byť spôsobené aj tým, že ide o najrizikovejší typ financovania.

Najviac investícií smerovalo do odvetvia so spotrebnou elektronikou a počítačmi, celkovo 23 %, za nimi nasledovali finančné služby (16 %), ďalej IT spolu s masmédiami (11 %). 12 % investícií bolo uskutočnených v odvetví medicíny, do priemyselnej výroby smerovalo 8 % investícií a rovnako tak aj do maloobchodu a spotrebného tovaru. Všetky odvetvia zobrazuje nasledujúci graf, ktorý porovnáva roky 2014 a 2015.

Obr. 3 Rozdelenie investícií podľa odvetvia v rokoch 2014 a 2015



Zdroj: KPMG in Poland, (2016)

Významný podiel zaznamenalo Poľsko taktiež v oblasti exitov. V rámci CEE regiónu boli uskutočnené exity v celkovej hodnote 1,2 biliónov €, čo je doposiaľ tretia najväčšia nameraná hodnota v rámci exitov. V roku 2015 boli exity realizované v 97 podnikoch, zatiaľčo v roku 2014 to bolo 74. Najviac exitov zo všetkých krajín bolo uskutočnených práve v Poľsku. Exity v Poľsku predstavujú 65 % z celkovej hodnoty exitov v CEE regióne a počet poľských firiem, v ktorých došlo ku exitu investora predstavuje 45 % z celkového počtu podnikov krajín CEE. (CEE Private Equity Statistics 2015)

Poľsko tak opäť obsadilo prvé miesto zo všetkých krajín CEE regiónu. Tabuľka číslo 7 zobrazuje exity v období 2012 až 2015.

Tab. 7 Vývoj exitov v Poľsku 2012-2015

	Hodnota exitov	Počet firiem
2012	53 mil. €	21
2013	285 mil. €	36
2014	530 mil. €	35
2015	800 mil. €	44

Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Vidíme, že oproti roku 2012 došlo ku značnému zvýšeniu exitov. Zatiaľčo v roku 2012 bola hodnota exitov 53 mil €, v roku 2015 to bolo už 800 mil. €. Taktiež hodnota v roku 2014 nie je zanedbateľná. V roku 2012 bolo Poľsko z hľadiska exitov v CEE regióne na 4. mieste (pred ním bolo Česko, Rumunsko a Bulharsko)



a v roku 2013 sa Poľsko posunulo na 2. priečku, pričom pred ním bola Česká republika (388 mil. €). Za posledné roky 2014 a 2015 si Poľsko drží 1. miesto a vzhľadom k tomu, že počet firiem využívajúcich PE/VC sa neustále zvyšuje, očakáva sa ďalší nárast exitov v nasledujúcich rokoch.

### 5.3 Trh venture kapitálu v Maďarsku

Maďarsko patrí medzi jedny z najaktívnejších krajín v oblasti PE/VC priemyslu. Od roku 1991 reprezentuje trh rizikového a rozvojového kapitálu v Maďarsku The Hungarian Venture Capital and Private Equity Association (HVCA). V súčasnosti je HVCA považovaná za jednu z najdynamickejších a najaktívnejších organizácií v CEE regióne. Zameriava sa na propagáciu PE/VC priemyslu z pohľadu fondov, sprostredkovateľov, venture kapitálových profesionálov a ekonomiky ako celku. Jej cieľom je podporovať rozvoj PE/VC priemyslu, komunikáciu medzi členmi, vytvoriť súbor striktných profesionálnych a etických noriem pre jej členov, aby tak mohli prostredníctvom rôznych kanálov informovať potencionálne firmy o možnostiach využitia rizikového a rozvojového kapitálu. Na dosiahnutie tohto cieľa HVCA organizuje každoročne konferencie, mesačné sieťové podujatia a vydáva pravidelné publikácie.

HVCA je členom EVCA a taktiež Britskej asociácie pre rizikový a rozvojový kapitál, vďaka čomu môže zdieľať svoje skúsenosti s podobnými organizáciami z odlišných častí Európy. (HVCA)

#### Atraktivnosť Maďarska pre PE/VC investície

Z hľadiska atraktivnosti trhu rizikového a rozvojového kapitálu sa Maďarsko umiestnilo na 47. mieste zo 125 krajín sveta, ktoré hodnotila Navarrská univerzita. Celkové ohodnotenie Maďarska za rok 2016 je 60,1, čím sa krajina dostala pred Českú a Slovenskú republiku. V roku 2015 sa Maďarsko umiestnilo na 45. miesto zo 120 krajín sveta so skóre 57,3. Krajina sa tak udržala v prvej polovici rebríčka. Aj v tomto prípade uvádzame umiestnenia podľa jednotlivých hodnotiacich kategórií.

Tab. 8 Zhodnotenie atraktivnosti Maďarska pre PE/VC investície v roku 2016

Index	Umiestnenie	Skóre
Celkové umiestnenie	47	60,1
Ekonomická aktivita	57	85,7
Hĺbka kapitálového trhu	57	49,3
Dane	65	96,8
Ochrana investorov, korporáčne riadenie	65	60,9
Humanitné a sociálne prostredie	42	56
Kultúra a podnikateľské príležitosti	45	60,4

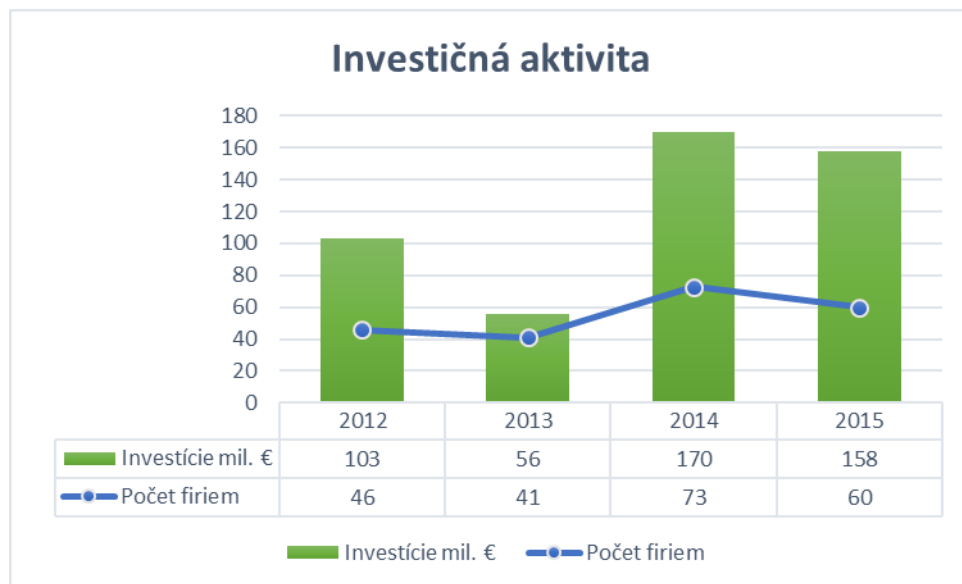
Zdroj: Biesinger, Groh, Liechtenstein, Lieser (2016)

Tak ako aj predchádzajúce skúmané krajiny, tak aj Maďarsko získalo najlepšie skóre v kategórii dane (96,8), čím si zaslúžilo 65. miesto. Rovnaké miesto obsadila krajina aj v kategórii ochrana investorov a korporáčn é riadenie s hodnotením 60,9. Avšak najlepšie umiestnenie v rámci kategórií získalo Maďarsko na základe humanitného a sociálneho prostredia, kde sa umiestnilo na 42. mieste. Kultúrne a podnikateľské príležitosti sú na 45. mieste, v rámci čoho boli veľmi dobre hodnotené podmienky pre začatie a vykonávanie podnikania. Ďalej nasleduje sekcia ekonomická aktivita krajiny, čím sa Maďarsko dostalo na 57. miesto. V rámci tejto kategórie sa Maďarsko dostalo na 77. miesto z hľadiska očakávaného rastu HDP (skóre 100) a na 60. miesto z hľadiska miery nezamestnanosti (skóre 95). Na 57. mieste je taktiež hĺbka kapitálového trhu. V tejto časti boli najslabšie ohodnotené podkategórie IPO (18,9) a fúzie a akvizície (39,3).

### Štatistické zhodnotenie trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Maďarsku

Podľa CEE štatistík za rok 2015 Maďarsko spolu s Poľskom, Srbskom a Rumunskom tvorilo 87 % z celkových investícií uskutočnených v rámci CEE regiónu. Podiel Maďarska predstavoval 10 %, čím sa štát dostal na 3. miesto v rebríčku 17 krajín strednej a východnej Európy. Pred Maďarskom je na 1. mieste Poľsko s podielom 54 %, na 2. mieste je Srbsko s podielom 14 % a za Maďarskom na 4. mieste sa nachádza Rumunsko s 9 % podielom. Vývoj PE/VC investícií spolu s financovanými firmami zobrazuje nasledujúci graf, pričom hodnoty investícií sú opäť uvádzané v mil. €.

Obr. 4 Investičná aktivita Maďarska v období 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

V roku 2012 bola investičná aktivita na úrovni 103 mil. €, ktoré smerovali do 46 podnikov a Maďarsko v tej dobe bolo na 3. mieste za Poľskom a Českom. Nasle-

dujúci rok 2013 bol za posledné štyri roky najslabší, kedy sa hodnota uskutočnených investícií prepadla na 56 mil. €, čiže o 54 % a taktiež počet financovaných spoločností klesol, avšak žiadno výrazne. V roku 2013 bolo Maďarsko na 4. mieste v rámci CEE regiónu. Rok 2014 bol za posledné obdobie najsilnejší. Celková hodnota realizovaných PE/VC investícií bola 170 mil. € a počet podporených firiem sa takmer zdvojnásobil. V roku 2015 došlo opäť k poklesu investičnej aktivity, kedy sa investície znížili o 12 mil. €. Aj napriek tomu je súčasná investičná aktivita Maďarska jednou z najlepších v rámci krajín strednej a východnej Európy.

Rozdelenie investícií podľa typu znázorňuje tabuľka 9, ktorá porovnáva roky 2014 a 2015.

Tab. 9 Investície Maďarska v období 2014 a 2015

Typ investície	2014	2015
Seed	1,496	3,001
Start-up	22,174	18,729
Later stage venture	8,477	3,223
Growth	27,412	38,348
Replacement capital	0	0
Buy-out	110,375	95,000
Total	169,933	158,301

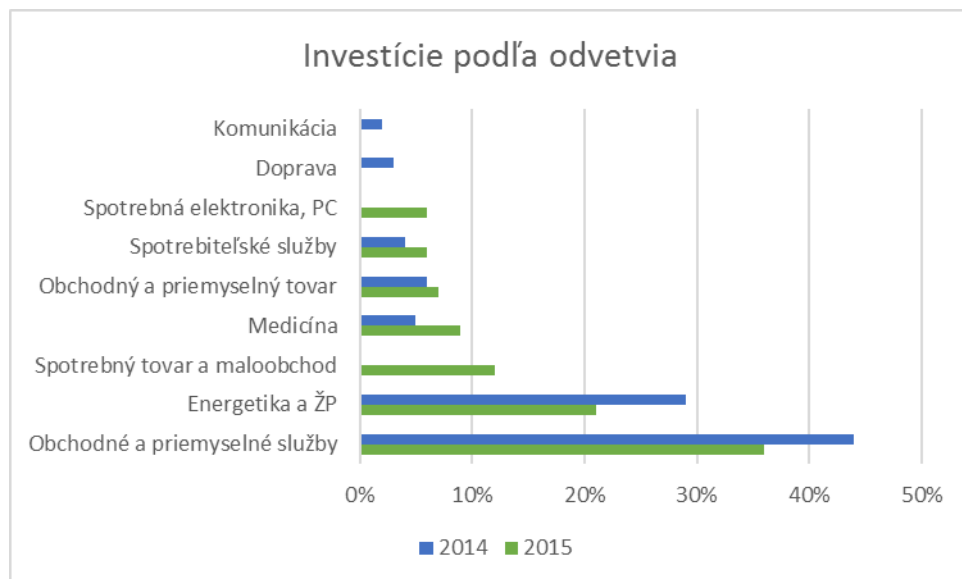
Zdroj: CEE Statistics, (2015)

V roku 2014 mali najväčší podiel na investičnej aktivite práve manažérske odkupy (buy-out), ktoré s hodnotou 110 mil. € tvorili 65 % z celkových PE/VC investícií. Za nimi nasledoval rastový kapitál (growth), ktorý tvoril 16 % investícií a za ním nasledoval štartovací kapitál s hodnotou investícií 22 mil. €. Ako môžeme vidieť, zárodočné financovanie s podielom 0,8 % sa opäť nijako výrazne nepodielalo na celkových realizovaných investíciách.

Taktiež v roku 2015 tvorili manažérske odkupy najväčšiu časť uskutočnených investícií, konkrétne ide o 95 mil. €, čo predstavuje 60 % podiel, avšak v porovnaní s rokom 2014 došlo k poklesu o 15 mil. €. Rastový kapitál v tomto roku opäť predstavoval druhý najväčší podiel na investičnej aktivite, a to 24 % a v tomto prípade došlo naopak k navýšeniu oproti roku 2014, konkrétne o necelých 11 mil. €. Manažérske odkupy spolu s rastovým kapitálom dosiahli hodnotu 133 mil. €, čím spolu so Srbskom, Poľskom a Rumunskom tvoria 90 % z celkového objemu manažérskych odkupov a rastového kapitálu v krajinách strednej a východnej Európy. Ani v jednom roku neboli realizované investície náhradného financovania. Celkový podiel PE/VC investícií na HDP v Maďarsku predstavuje za rok 2015 0,15 %, čím sa krajina umiestnila na 19. mieste z 32 európskych štátov.

Nasledujúci graf zobrazuje rozdelenie investícií podľa typu odvetvia, do ktorého smerovali v rokoch 2014 a 2015.

Obr. 5 Rozdelenie investícií podľa odvetvia v rokoch 2014 a 2015



Zdroj: HVCA Statistics, (2015, 2014)

V oboch rokoch bolo najviac investícií uskutočnených v oblasti obchodných a priemyselných služieb, energetiky a životného prostredia a medicíny. V roku 2014 smerovali investície aj do dopravy (3 %) a komunikácie (2 %), avšak v roku 2015 už neboli uskutočnené žiadne investície tohto typu. Do obchodných a priemyselných služieb v roku 2014 smerovalo 44 % investícií, do energetiky a ŽP 29 %, ďalej nasledoval obchodný a priemyselný tovar so 6 %, medicína 5 % a spotrebiteľské služby 4 %.

V roku 2015 bolo investovaných 39 % do obchodných a priemyselných služieb, 21 % do energetiky a ŽP, 12 % smerovali do spotrebného tovaru a maloobchodu, ďalších 9 % do medicíny a 7 % do obchodného a priemyselného tovaru. Najmenej investícií bolo realizovaných v oblasti spotrebiteľských služieb (6 %) a spotrebnej elektroniky (6 %).

Z hľadiska počtu firiem, v ktorých došlo ku výstupu investora v rámci krajín CEE regiónu sa Maďarsko umiestnilo na 2. mieste s počtom firiem 15, čo predstavuje 16 % z celkového počtu 97 podnikov. V roku 2015 Maďarsko realizovalo exity v hodnote 70 mil. €, čím sa umiestnilo na 3. mieste. Pred Maďarskom je už len Poľsko a Bulharsko. Vývoj exitov za obdobie 2012-2015 zobrazuje nasledujúca tabuľka.

Tab. 10 Vývoj exitov v Maďarsku 2012-2015

	Hodnota exitov	Počet firiem
2012	3 mil. €	5
2013	22 mil. €	10
2014	163 mil. €	9
2015	70 mil. €	15

Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Najmenej exitov bolo realizovaných v roku 2012, v hodnote 3 mil. €. V roku 2013 sa hodnota exitov zvýšila o 19 mil. € a počet firiem sa zdvojnásobil. Rok 2014 bol z hľadiska výstupov investora z podniku najsilnejší, kedy exity dosiahli úroveň 163 mil. € a boli uskutočnené v 9 podnikoch. Zároveň bolo Maďarko na 3. mieste v rámci krajín strednej a východnej Európy. Pred ním boli štáty Poľsko (530 mil. €) a Česko (235 mil. €). V roku 2015 došlo k poklesu hodnoty exitov o 93 mil. €, ale na druhej strane sa zvýšil počet firiem na 15.

#### 5.4 Trh venture kapitálu v Českej republike

V ČR zastupuje spoločnosti pôsobiace v oblasti venture kapitálu asociácia CVCA (Czech Private Equity and Venture Capital Association). Medzi jej členov patria firmy investujúce venture kapitál (riadni členovia) a spoločnosti, ktoré v tejto oblasti vykonávajú poradenské služby (pridružení členovia). CVCA je členom EVCA. Riadni členovia CVCA reprezentujú hlavný zdroj venture kapitálu v ČR.

Jej hlavným cieľom je propagácia rizikového a rozvojového kapitálu v Českej republike. CVCA chce zvýšiť povedomie o možnostiach využívania private equity a venture kapitálu, a to nasledujúcimi spôsobmi:

- poskytovaním informácií o jej členoch tým, ktorí hľadajú súkromný kapitál,
- prezentovaním názorov a záujmov jej členov pri jednaniach s vládou a ostatnými orgánmi,
- poskytovaním priestoru pre výmenu názorov medzi členmi asociácie,
- pôsobením ako zdroj vzdelávania a školenia pre zamestnancov členských firiem a ďalšie subjekty,
- rozvojom a podporou profesionálnej praxe na vysokej úrovni. (CVCA, 2010)

Trh venture kapitálu v ČR sa neustále vyvíja, avšak investície venture kapitálu stále zaostávajú za inými krajinami. Ako uvádza CVCA na svojej stránke, v ČR sú do fondov venture kapitálu alokované zdroje z penzijných fondov, poisťovní, bánk, z fondu fondov a štátnej agentúry. Avšak účasť penzijných fondov a poisťovní je v ČR značne legislatívne obmedzená. Veľké regionálne fondy nemajú problém získať zahraničnú inštitúciu na financovanie, ale menšie fondy v ČR pôsobiace na trhu venture kapitálu sú pre zahraničných investorov neatraktívne a vzhľadom

k obmedzeniam sú domáce zdroje nedostatečné. Na posilnenie trhu venture kapitálu je potrebné tieto obmedzenia odstrániť. Ďalším dôvodom malého rozšírenia investícií formou VK je neochota českých podnikateľov zdieľať podiel vo firme s iným investorom.

### Atraktivnosť Českej republiky pre PE/VC investície

Atraktivnosť ČR z hľadiska trhu rizikového a rozvojového kapitálu bola Navarrskou štúdiou z roku 2016 ohodnotená na skóre 57,6, čím sa ČR umiestnila na 56. mieste zo 125 krajín. ČR tak predbehla SR o 5 miest. Na porovnanie v roku 2015 bolo Česko umiestnené na 33. mieste so získaným skóre 65,9. Môžeme pozorovať značný prepád Českej republiky v rebríčku atraktívnosti. Jednotlivé umiestnenia zobrazuje nasledujúca tabuľka.

Tab. 11 Zhodnotenie atraktívnosti ČR pre PE/VC investície v roku 2016

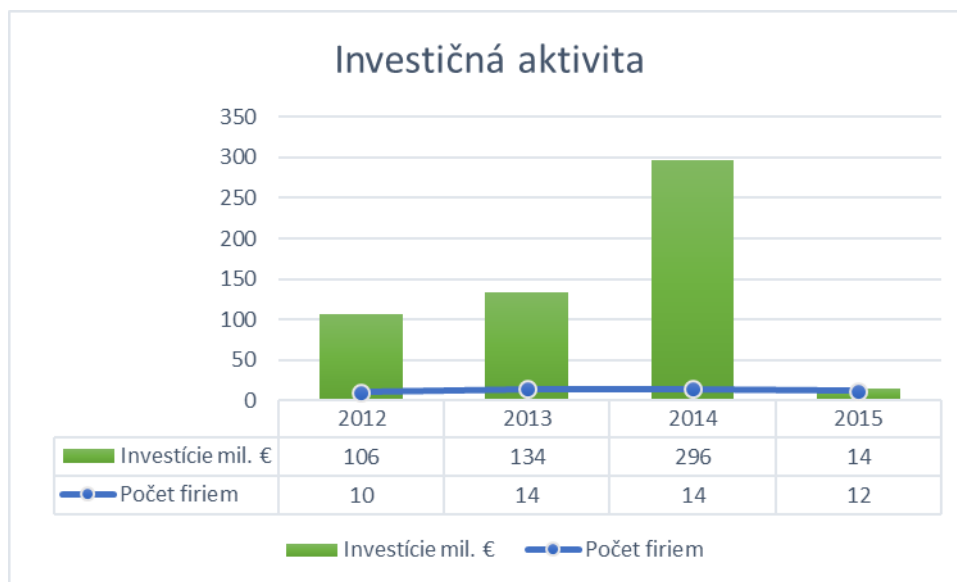
Index	Umiestnenie	Skóre
Celkové umiestnenie	56	57,6
Ekonomická aktivita	21	91,8
Hĺbka kapitálového trhu	80	30,4
Dane	51	100,1
Ochrana investorov, korporáčne riadenie	38	71,3
Humanitné a sociálne prostredie	20	72
Kultúra a podnikateľské príležitosti	27	73,5

Zdroj: Biesinger, Groh, Liechtenstein, Lieser (2016)

V jednotlivých kategóriách mala ČR najlepšie umiestnenie v rámci humanitného a sociálneho prostredia, kde sa umiestnila na 20. mieste. V rámci tejto kategórie bola vysoko ohodnotená podkategória týkajúca sa regulácie pracovného trhu, ktorá posunula ČR na 8. miesto. Na 21. mieste je ekonomická aktivita so skóre 91,8, v rámci ktorej boli vysoko hodnotené podsekcie miera nezamestnanosti (35. miesto) a očakávaný rast HDP (32. miesto). Taktiež kultúra a podnikateľské príležitosti získali dobré umiestnenie, 27. miesto. V tejto kategórii boli vysoko umiestnené podsekcie inovácie, vedecko technické články a veda a výskum. Okrem kategórie hĺbka kapitálového trhu sa ČR zakaždým umiestnila v prvej polovici rebríčka. Spomínaná hĺbka kapitálového trhu je na 80. mieste, veľmi nízko bola ohodnotená podkategória celkový objem obchodu, ktorá so skóre 1,00 bola na 88. mieste, naopak podkategória hypotekárny trh bola umiestnená na 29. mieste. ČR získala najvyššie skóre v kategórii dane, kde sa dostala na 51. miesto.

## Štatistické zhodnotenie trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Českej republike

Obr. 6 Investičná aktivita ČR v období 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Z grafu môžeme pozorovať vzrastajúcu investičnú aktivitu do roku 2014. V roku 2012 boli realizované PE/VC investície v celkovej hodnote 106 mil. € a 10 podnikov bolo podporených. V roku 2013 vzrástli investície o 28 mil. € a taktiež počet firiem sa zvýšil na 14. Rok 2014 bol z hľadiska investičnej aktivity Česka za posledné obdobie najsilnejší. Hodnota realizovaných investícií sa viac ako zdvojnásobila a dosiahla hodnotu takmer 300 mil. €. Počet podnikov, ktoré boli financované PE/VC ostal nezmenený. Avšak v roku 2015 došlo k dramatickému zníženiu investičnej aktivity, kedy sa hodnota investícií prepadla na 14 mil. €, čím sa Česká republika v rámci krajín CEE regiónu umiestnila na 10. mieste. Za ňou sa nachádza už len Slovensko, Slovinsko, Chorvátske a ostatné. Počet firiem sa znížil na 12, ale celkovo môžeme pozorovať stabilitu v počte podporovaných podnikov.

Vývoj investičnej aktivity ČR je zaujímavý aj z hľadiska umiestnenia v rebríčku v rámci CEE regiónu. V roku 2012 a 2013 bola ČR na 2. mieste, pričom na 1. mieste bolo Poľsko. V roku 2014 sa Česko nachádzalo taktiež na 2. mieste, ale tentokrát na 1. mieste bolo Srbsko. A ako sme už spomínali, v roku 2015 sa ČR prepadla z 2. miesta tri roky po sebe na 6. miesto.

Celkový podiel PE/VC investícií na HDP v Česku predstavuje za rok 2015 0,01 %, čím sa krajina umiestnila na poslednom mieste z 32 krajín.

Rozdelenie investícií podľa typu je uvedené v nasledujúcej tabuľke.

Tab. 12 Investície v ČR v období 2014 a 2015

Typ investície	2014	2015
Seed	0	300
Start-up	2,933	1,263
Later stage venture	2,634	105
Growth	29,386	8,750
Replacement capital	0	0
Buy-out	261,001	3,407
Total	295,954	13,825

Zdroj: CEE Statistics, (2015)

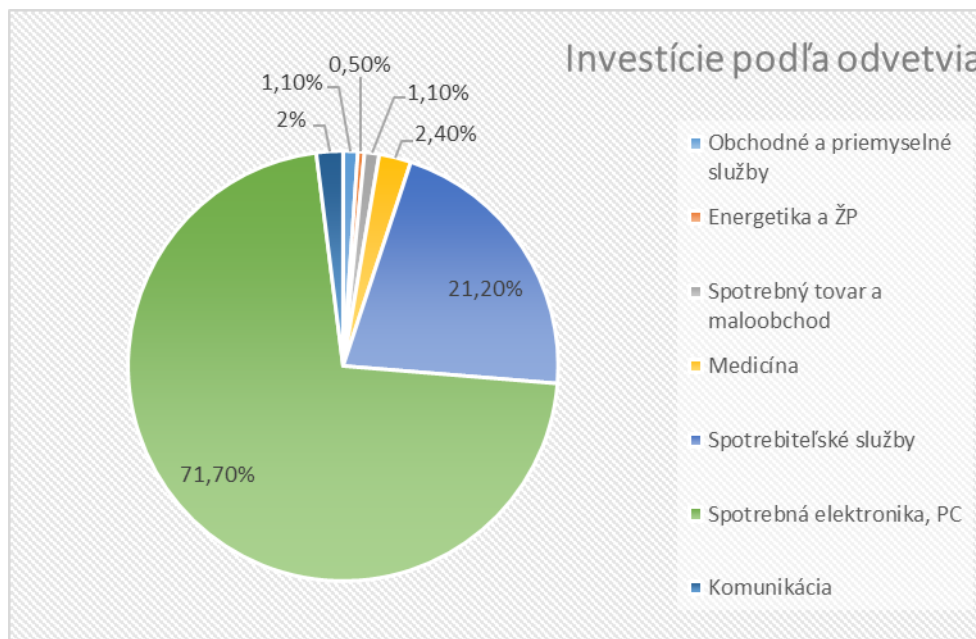
V roku 2014 neboli realizované žiadne investície náhradného (replacement) ani zárodočného (seed) kapitálu. Najväčší podiel na investičnej aktivite mali manažérske odkupy (buy-out), ktoré tvorili až 88 %. Za nimi nasledoval tzv. rastový kapitál (growth), ktorý s hodnotou 29 mil. € tvoril necelých 10 % z celkových PE/VC investícií. Štartovacie a rozvojové financovanie dosiahli podobných hodnôt, necelých 3 mil. €.

V roku 2015 už boli realizované investície zárodočného kapitálu, a to v hodnote 300 tisíc €. Ide o jediný typ, v ktorom došlo ku zvýšeniu hodnoty v porovnaní s rokom 2014. Vo všetkých ostatných prípadoch došlo ku značnému zníženiu. V roku 2015 mali najväčší podiel na investičnej aktivite investície rastového kapitálu, ktoré predstavovali 63 % podiel. Avšak oproti minulému roku došlo ku zníženiu o 20 mil. €. Hodnota manažérskych odkupov sa znížila o 257 mil. €. V tomto prípade došlo k najväčšiemu prepadu. Ich podiel na investičnej aktivite bol v roku 2015 25 %. Najnižší podiel mali investície rozvojového kapitálu, ich hodnota 105 tisíc € predstavovala 0,8 %.

Rozdelenie investícií podľa odvetví za roky 2014 a 2015 znázorňujú nasledujúce grafy.



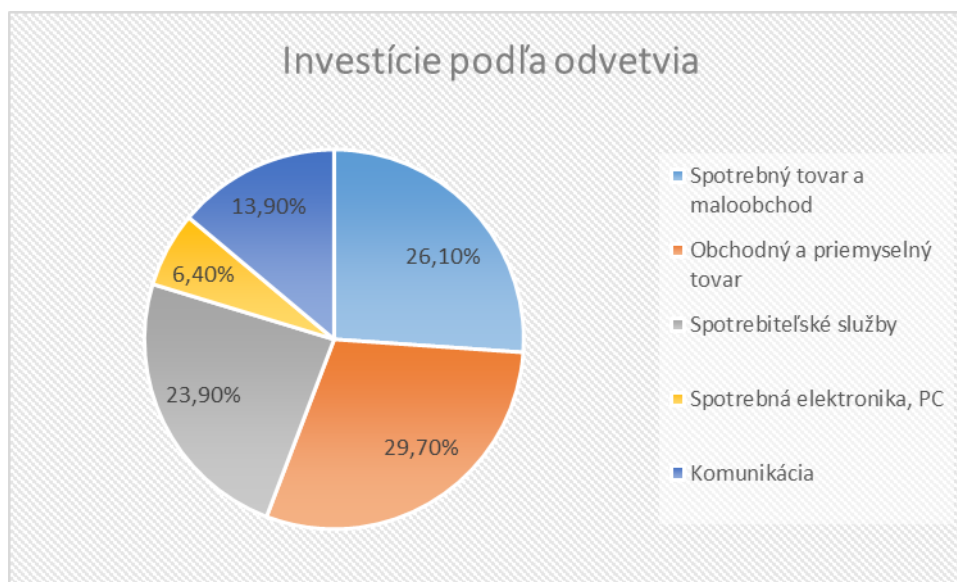
Obr. 7 Rozdelení investícií podľa odvetvia v roku 2014



Zdroj: Invest Europe, (2007-2015)

V roku 2014 bola podstatná časť investícií alokovaná do odvetvia so spotrebnou elektronikou a počítačmi, až 71,7 %. Druhý najväčší podiel na investíciách mali spotrebiteľské služby, ktoré tvorili 21,2 %. Podiel zvyšných odvetví sa pohyboval v priemere okolo 1 %, ako môžeme vidieť v grafe číslo 7.

Obr. 8 Rozdelenie investícií podľa odvetvia v roku 2015



Zdroj: Invest Europe, (2007-2015)

Graf číslo 8 zobrazuje rozdelenie investícií podľa odvetvia v roku 2015, kedy investície neboli tak veľmi rozptýlené do odvetví, ako tomu bolo v roku 2014. V roku 2015 mali najväčší podiel investície, ktoré smerovali do oblasti obchodného a spotrebného tovaru (29,7 %), ďalej nasledoval spotrebný tovar a maloobchod (26,1 %) a na podobnej úrovni boli spotrebiteľské služby (23,9 %). Do oblasti komunikácie smerovali investície s podielom 13,9 % a nakoniec 6,4 % investícií bolo realizovaných v rámci odvetvia so spotrebnou elektronikou a počítačmi.

Taktiež v prípade exitov došlo ku zníženiu. Ich vývoj zobrazuje nasledujúci graf.

Obr. 9 Vývoj exitov v ČR v období 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

V roku 2012 boli za posledné štyri roky realizované exity v najväčšej hodnote, a to 736 mil. €. Zároveň išlo o najväčšiu dosiahnutú hodnotu exitov v rámci krajín strednej a východnej Európy. V roku 2013 došlo k poklesu o 348 mil. €, avšak ČR aj naďalej ostávala na 1. mieste v rámci krajín CEE regiónu. V roku 2014 sa situácia zmenila. Hodnota exitov klesla na 235 mil. € a pred Českú republiku sa v rebríčku dostalo Poľsko, ktoré v tom roku realizovalo exity v hodnote 530 mil. €. V tomto roku zároveň v ČR realizovalo exit najmenej podnikov za posledné štyri roky. V roku 2015 došlo ku značnému poklesu, exity sa prepadli o 214 mil. € a ČR sa tak umiestnila na 6. mieste. Pred ňou sa nachádzajú štáty Poľsko (800 mil. €), Bulharsko (179 mil. €), Maďarsko (70 mil. €), Rumunsko (65 mil. €) a Srbsko (36 mil. €).

## 5.5 Porovnanie trhov venture kapitálu

### Porovnanie atraktívnosti krajín V4

Navarrská univerzita pravidelne vydáva štúdiu, ktorá pojednáva o atraktívnosti jednotlivých krajín z hľadiska PE/VC investícií pre investorov. Najnovšia štúdia je z roku 2016 a porovnáva celkovo 125 krajín z celého sveta. Cieľom správy je pomôcť investorom pri rozhodovaní, kam alokovať voľný kapitál. Index pozostáva zo 6 kategórií, ktoré sú ešte jednotlivo hodnotené v rámci ich podkategórií.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje umiestnenie krajín V4 v rokoch 2015 a 2016, pričom v roku 2015 bolo v štúdií zahrnutých 120 krajín a v roku 2016 125 krajín.

Tab. 13 Porovnanie atraktívnosti krajín V4

	2015	2016
	Poradie	Poradie
Slovensko	58.	61.
Poľsko	28.	25.
Maďarsko	45.	47.
Česko	33.	56.

Zdroj: Biesinger, Groh, Liechtenstein, Lieser (2016)

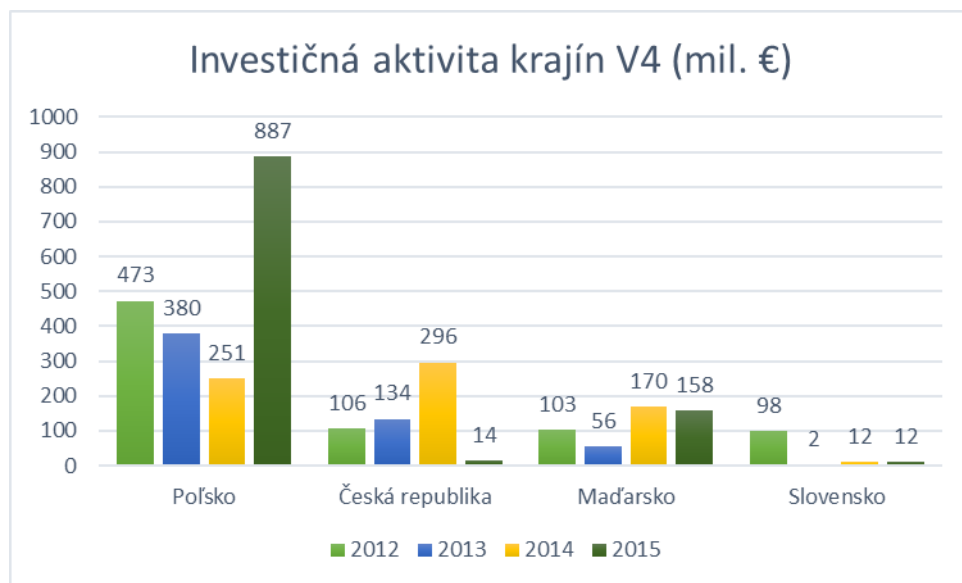
V oboch rokoch sa zo skúmaných krajín najlepšie umiestnilo Poľsko, ktoré v roku 2015 obsadilo 28. miesto a v roku 2016 25. miesto. V roku 2015 Česká republika, ktorá bola na 33. mieste, predbehla Maďarsko aj Slovensko. Avšak v roku 2016 sa situácia zmenila, pretože Česká republika v rebríčku atraktívnosti klesla na 56. miesto. Zo skúmaných krajín je to jediná výrazná zmena v hodnotení atraktívnosti. Pozícia Maďarska ani Slovenska sa nijak dramaticky nezmenila, pričom Slovensko v oboch prípadoch zaostáva za ostatnými skúmanými krajinami. Všetky štáty majú spoločné to, že aj v roku 2015, a aj v roku 2016 sa umiestnili v prvej polovici rebríčka.

### Porovnanie investičnej aktivity krajín V4

Celková investičná aktivita CEE regiónu dosiahla v roku 2015 hodnotu 1,6 biliónov €, čo je o 25 % viac ako v roku 2014 a zároveň je to najväčšia nameraná hodnota od roku 2009. Počet firiem, ktoré v roku 2015 boli financované rizikovým a rozvojovým kapitálom bol 312. (CEE Private Equity Statistics 2015)

Vývoj investičnej aktivity v mil. € krajín V4 za obdobie 2012 až 2014 znázorňuje nasledujúci graf.

Obr. 10 Vývoj investičnej aktivity krajín V4 v období 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

Ako môžeme vidieť, Poľsko zaznamenalo najväčšiu hodnotu realizovaných investícií zo skúmaných krajín v rokoch 2012, 2013 a 2015, pričom v poslednom roku došlo k značnému zvýšeniu investičnej aktivity Poľska. Dosiadnutá hodnota 887 mil. € predstavovala až 54 % z celkového objemu investícií v rámci CEE regiónu. V roku 2014 Poľsko zaznamenalo pokles investičnej aktivity, kedy hodnota realizovaných investícií klesla o 129 mil. €. Poľský trh rizikového a rozvojového kapitálu patrí medzi najsilnejšie a najatraktívnejšie trhy v CEE regióne. Ako uvádzajú CEE štatistiky za rok 2015, poľský podiel na celkovom HDP v rámci celého CEE regiónu je 35 % a zároveň je poľský trh najväčší v porovnaní s krajinami CEE regiónu.

Česká republika v rokoch 2012 a 2013 bola z našich skúmaných krajín druhou najaktívnejšou krajinou v rámci PE/VC investícií a v roku 2014 dokonca predbehla aj Poľsko, kedy jej investície dosiahli hodnotu takmer 300 mil. €. Avšak v roku 2015 došlo ku dramatickému prepadu investičnej aktivity. Hodnota investícií klesla až o 282 mil. € a dosiahla hodnotu 14 mil. €.

Vývoj investícií v Maďarsku bol pomerne stabilný, okrem roku 2013 kedy sa investície znížili o 54 %. V súčasnosti má Maďarsko z krajín V4 druhú najväčšiu investičnú aktivitu. Slovenská republika zaostáva za skúmanými krajinami počas celého skúmaného obdobia. Pri Slovensku v roku 2013 môžeme taktiež pozorovať značný pokles investičnej aktivity, kedy hodnota investícií klesla z 98 mil. € na 2 mil. €. V roku 2015 dosiahli investície PE/VC hodnotu 12 mil. €.

Pre bližšie porovnanie skúmaných krajín s ostatnými krajinami strednej a východnej Európy slúži nasledujúci graf. Graf zobrazuje vývoj investičnej aktivity

jednotlivých štátov v rokoch 2012 až 2015. Z grafu môžeme vidieť jednoznačné vedenie zo strany Poľska.

Obr. 11 Investičná aktivita CEE regiónu v období 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

#### Porovnanie investícií podľa typu v rámci krajín V4

Najväčší podiel na uskutočnených investíciách za rok 2015 mali manažérske odkupy, ktoré dosiahli hodnotu 1,3 miliárd €, čo je v porovnaní s rokom 2014 o 340 mil. € viac. (CEE Private Equity Statistics 2015)

Najväčší podiel na manažérskych odkupoch malo Poľsko a Srbsko. Poľsko realizovalo v roku 2015 manažérske odkupy v hodnote 748 mil. € (v roku 2014 to bolo 162 mil. €), čo bol zároveň v Poľsku najčastejší typ investícií. Ostatné skúmané štáty v roku 2015 nezaznamenali výrazný podiel manažérskych odkupov. Výnimkou bola Česká republika v roku 2014, kedy manažérske odkupy v ČR tvorili až 88 % z celkových investícií. Naopak na Slovensku neboli v roku 2015 realizované žiadne manažérske odkupy.

Taktiež veľmi častým typom bol tzv. rastový kapitál (growth), ktorý sa výrazne podieľal na investíciách vo všetkých skúmaných krajinách. Naopak najmenej investícií bolo realizovaných v rámci zárodočného financovania, kedy priemerná hodnota tohto typu za rok 2015 dosiahla v skúmaných krajinách necelé 2 mil. €.

#### Porovnanie investícií podľa odvetvia v rámci krajín V4

Vzhľadom k tomu, že údaje o Slovenskej republike sú zverejňované len spolu s bývalou Juhosláviou, nebolo možné zistiť typ investícií podľa odvetvia samostatne pre Slovensko. Z toho dôvodu Slovensko nebolo porovnávané na základe odvetví, do ktorých boli PE/VC alokované.

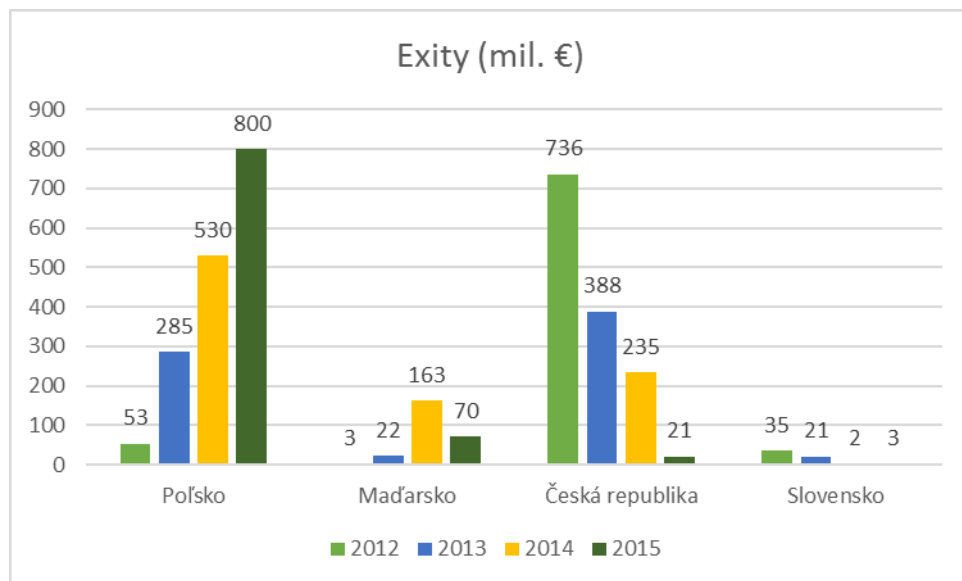
Jednotlivé štáty sa od seba líšili v tom, aké odvetvia a v akom percentuálnom zastúpení boli zvolené. V poľsku najviac investícií smerovalo do odvetvia spotrebnej elektroniky a počítačov, obchodných služieb a IT odvetvia. V Maďarsku mali najväčšie zastúpenie obchodné a priemyselné služby, energetika a ŽP a taktiež spotrebný tovar a maloobchod. V ČR smerovali investície najviac do odvetvia s obchodným a priemyselným tovarom a značné zastúpenie mali taktiež spotrebný tovar a maloobchod či spotrebiteľské služby.

#### Porovnanie exitov krajín V4

Celková hodnota exitov CEE regiónu za rok 2015 bola 1,2 biliónov € a boli realizované v 58 podnikoch. (CEE Private Equity Statistics 2015)

Najviac exitov realizovalo za rok 2015 práve Poľsko, ich hodnota (800 mil. €) predstavuje až 65 % z celkovej hodnoty exitov CEE regiónu. Zo skúmaných krajín je na 2. mieste z hľadiska hodnoty Maďarsko, ktoré v roku 2015 dosiahlo hodnotu 70 mil. €. Avšak v rámci Maďarska bol najsilnejším rokom rok 2014, kedy exity dosiahli hodnotu 163 mil. €. Rok 2012 bol pre ČR najsilnejším z hľadiska exitov, pretože vtedy ČR realizovala exity v celkovej hodnote 736 mil. €, čo bola v tej dobe najväčšia hodnota zo všetkých krajín CEE regiónu. Za posledný rok dosiahli exity v ČR 21 mil. € a na Slovensku len 3 mil. €.

Obr. 12 Vývoj exitov krajín V4 v období 2012-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)

## 6 Vývoj štátnej podpory venture kapitálu v krajinách V4

V nasledujúcej kapitole bude prevedená analýza štátnej podpory venture kapitálu v krajinách V4. Cieľom bude zhodnotiť, ako prebiehala implementácia a využívanie štátnej podpory venture kapitálu s využitím iniciatívy JEREMIE a prípadne popísať iné formy štátnej podpory. Na základe týchto zistení budeme na záver formulovať doporučenia, ktoré sa budú týkať ďalšieho rozvoja štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike.

### 6.1 Štátna podpora v Slovenskej republike

Slovenská republika po prvýkrát čerpala finančné prostriedky z fondov EÚ v oblasti politiky súdržnosti (kohéznej politiky) na základe dokumentu **Rámec podpory Spoločenstva** v rokoch 2004 - 2006, t. j. v skrátanom programovom období, ktoré sa pre pôvodné členské štáty EÚ 15 začalo už v roku 2000. Programové obdobie 2007 - 2013 bolo teda pre Slovenskú republiku prvým programovým obdobím, v ktorom mala možnosť využívať zdroje z fondov EÚ v priebehu celého jeho trvania, a to na základe dokumentu **Národný strategický referenčný rámec** (NSRR, 2007). Tento dokument bol schválený 6. decembra 2006 vládou SR a Európskou komisiou bol schválený 17. augusta 2007.

V roku 2007 Európsky investičný fond (ďalej EIF) na podnet Európskej komisie vykonal na Slovensku Analýzu nedostatkov trhu (tzv. Gap analýzu), ktorá sa týkala financovania MSP. Táto analýza tvorila podmienku pre implementáciu iniciatívy JEREMIE a týkala sa členských a prístupových štátov EU. Pre Slovenskú republiku boli zistené nasledovné zlyhania trhu:

- málo mikropôžičiek pre živnostníkov a začínajúcich podnikateľov,
- nízky podiel domácich pôžičiek a záručných aktivít pre MSP na HDP,
- nízky podiel faktoringu na HDP v porovnaní s priemerom EU-25,
- nízky podiel aktivít v oblasti rizikových fondov vo vzťahu k HDP a ostatným stredoeurópskym členským krajinám,
- nízky podiel výskumu a vývoja na HDP, slabý transfer technológií do praxe,
- neexistujúca sieť Business Angels. (Rokovanie, 2007)

Gap analýza identifikovala potrebu zlepšenia prístupu ku kapitálu pre malé a stredné podniky v objeme 510 miliónov €. (Rokovanie, 2008) Riešením tohto problému bolo prijatie revolvingových nástrojov v rámci iniciatívy JEREMIE v období 2007–2013. Na základe výsledkov Gap analýzy bolo vypracované investičné portfólio ako optimálne riešenie nedostatkov trhu. Investičné portfólio navrhovalo v rámci štruktúry JEREMIE použitie revolvingových nástrojov v hodnote cca 500 mil. €. Najväčší podiel v portfóliu mali práve chýbajúce záruky (záruky mikrofinancovania, úvery pre MSP, faktoring), portfólio ďalej obsahovalo sociálne mikroúvery, fond duševného vlastníctva, ďalej fondy rizikového kapitálu, fond na

stimulovanie pripravenosti investícií a napokon budovanie siete Obchodných anjelov.

23. decembra 2008 Slovenská republika podpísala Rámcovú dohodu s EIF, ktorá sa týkala implementácie iniciatívy JEREMIE na Slovensku. Slovenská republika sa rozhodla implementovať iniciatívu JEREMIE prostredníctvom štruktúry holdingového fondu. Holdingovým fondom na Slovensku sa stala spoločnosť s osobitným účelom (SPV) s vlastnou právnou subjektivitou na základe článku 44 nariadenia Rady č. 1083/2006. SPV bol Slovenský záručný a rozvojový fond, s.r.o. (ďalej SZRF), ktorý vznikol 21. marca 2009 na podporu financovania MSP, a to formou návratnej finančnej pomoci na revolvingovom princípe, ktorý umožňuje opätovné použitie finančných prostriedkov v holdingovom fonde. (Freňáková, 2011, s.122) Správcom HF bol EIF a Slovenská republika bola vlastníkom financií fondu v podobe zriadenej SPV. Spoločníkmi SPV sa po podpísaní zmluvy stali EIF a Slovenská záručná rozvojová banka (ďalej už len Spoločníci).

EIF v mene SZRF vykonával na základe plnomocenstva funkciu manažéra fondu, ktorý bol zodpovedný za vyhlásenie výziev pre finančných sprostredkovateľov, ich vyhodnotenie, výber a podpis zmluvy s vhodným kandidátom. Fond poskytoval sprostredkovateľom finančné záruky či protizáruky. Ďalej bol EIF v mene SZRF takisto zodpovedný za realizáciu operácií, finančný dozor, súlad operácií s vnútroštátnymi predpismi, podmienkami operačných programov, ako aj legislatívou EÚ a v neposlednom rade za celkové fungovanie a riadenie SZRF vo všetkých operačných aspektoch implementácie. EIF ako správca fondu mal hlavnú zodpovednosť voči riadiacim orgánom. V roku 2016 kompetencie EIF prešli na SZRB Asset Management, a.s.

Dohľad nad činnosťou JEREMIE na Slovensku vykonával práve Slovenský záručný a rozvojový fond, s.r.o., ktorý zároveň konal aj ako investičná rada. Jeho úlohou bolo dohliadať na správnu alokáciu finančných prostriedkov v súlade s cieľmi operačných programov. Investičná, resp. dozorná rada pozostávala zo zástupcov riadiacich orgánov na Slovensku (Úrad vlády SR a jednotlivé ministerstvá), ktoré alokovali financie do HF z daných operačných programov.

Ďalším dôležitým bodom zavedenia JEREMIE v SR bolo podpísanie Zmluvy o financovaní 28. októbra 2009. Dohodu podpísali: riaditeľ (EIF), pán Richard Pelly a minister školstva SR Ján Mikolaj, minister výstavby a regionálneho rozvoja SR Igor Štefanov a štátny tajomník ministerstva hospodárstva SR Peter Žiga. Boli podpísané tri zo štyroch zmlúv, pričom alokácie z podpísaných zmlúv predstavovali celkom 68 mil. €. Posledná zmluva mala byť podpísaná s ministrom životného prostredia a mala znížiť na sumu 32 mil. €. To znamená, že holdingový fond mal predstavovať 100 mil. €. Avšak posledná zmluva nakoniec nebola podpísaná, pretože, ako neskôr vyplynulo, implementácia JEREMIE nie je celkom realizovateľná prostredníctvom operačného programu Životné prostredie. Ako dôvod bol uvedený veľmi nízky záujem zo strany MSP o environmentálne aktivity. Zostávajúcich 32 mil. € bolo neskôr vyčlenených v rámci operačného programu Konkurencieschopnosť a hospodársky rast a peniaze boli prevedené na EIF na iniciatívu JEREMIE (Rokovanie, 2010).



11. marca 2011 bola schválená investičná stratégia, ktorá vychádzala z Gap analýzy z roku 2007. Avšak prvá verejná súťaž na nástroje rizikového kapitálu bola vyhlásená až začiatkom roku 2012.

Nakoniec bol holdingový fond JEREMIE na Slovensku financovaný zo štrukturálnych fondov EÚ v objeme 140 mil. € v programovom období 2007-2013 z troch operačných programov-Operačný program Konkurencieschopnosť a hospodársky rast, Operačný program Výskum a vývoj, Operačný program Bratislavský kraj. (SZRF, 2016) V rámci iniciatívy JEREMIE boli implementované tri finančné produkty, ktoré si stručne popíšeme.

#### **Nástroje rizikového kapitálu**

Na nástroje rizikového kapitálu bolo z OP Výskum a vývoj a z OP Bratislavský kraj vyčlenených 31 mil. EUR. Ich cieľom bolo okrem poskytnutia financií aj poskytnutie poradenstva, a zároveň mali pôsobiť ako katalyzátor pri financovaní začínajúcich aktivít MSP. Tieto nástroje môžu tvoriť kombináciu Seed fondov, Fondov rizikového kapitálu alebo Ko-investičného fondu. Európska komisia definuje, ktoré MSP sú oprávnené na prijímanie týchto investícií. Medzi hlavné podmienky patria tieto faktory: maximálny obrat 50 mil. €/rok, maximálny počet 250 zamestnancov, maximálna finančná bilancia podniku 43 mil. €.

Nástroje rizikového kapitálu poskytujú dvaja vybraní manažéri, a to Neology Ventures a Limerock Fund Managers.

#### **Portfóliové záruky**

Ide o záručný nástroj, ktorý umožňuje bankám poskytnúť MSP zvýhodnené úvery, a to prostredníctvom zníženia úrokových sadzieb. Tým sa docieli zlepšenie prístupu MSP k financovaniu. Kľúčovým pre úspech záručných schém je zvýšenie záujmu komerčných bánk poskytnúť podporu aj tým subjektom MSP, ktoré v súčasnej situácii nespĺňajú nastavené kritéria. Poskytovateľom pomoci vo forme záruk je Ministerstvo hospodárstva Slovenskej republiky (MH SR). Portfóliové záruky upravuje dokument **Schéma pomoci de minimis pre iniciatívu JEREMIE v Slovenskej republike - Portfóliová záruka prvej straty** z roku 2011. Nástroj bol financovaný z OP KaHR vo výške 49,7 mil. €. Finančnými sprostredkovateľmi finančných záruk v SR sú: Slovenská sporiteľňa, a.s, Tatra banka, a.s., UniCredit Bank Slovakia, a.s. a SZRB.

#### **Portfóliový úverový finančný nástroj zdieľaného rizika**

Daný nástroj bol zameraný na podporu poskytovania bankových úverov malým a stredným podnikom, a to poskytovaním finančných prostriedkov finančným sprostredkovateľom vo forme úveru, ktorý predstavuje 70 % výšky z úveru poskytnutého MSP. Následne sa môže komplex finančných prostriedkov naďalej požičiavať oprávneným MSP **v preferenčných úrokových sadzbách**. Úverové riziko pôžičky každého oprávneného MSP, ktoré je zahrnuté do portfólia, sa zdieľa na základe Finančného nástroja (SZRF, 2016).

Úver je poskytnutý z Holdingového fondu a finančný sprostredkovateľ vystupuje v pozícii dlžníka. Na nástroj bolo vyčlenených 20,2 mil. €. Nástroj je implementovaný prostredníctvom SberBank Slovensko, a.s. a OTP Banka Slovenska.

Cieľom tohto finančného nástroja je zlepšiť prístup MSP k finančným prostriedkom, a to najmä:

- a) poskytovaním finančných prostriedkov a zabezpečením efektívneho zdieľania úverového rizika Finančným sprostredkovateľom na zvýšenie dostupnosti financovania pre MSP;
- b) motivovaním finančných sprostredkovateľov, aby ponúkli MSP lepšie finančné podmienky, a to najmä za účelom zníženia úrokových sadzieb, ktoré sa MSP účtujú. (SZRF, schéma PRSL, 2014)

Prostredníctvom týchto 3 nástrojov mohli MSP na Slovensku získavať finančné prostriedky ešte v priebehu rokov 2014 a 2015. Po roku 2015 zostanú predmetné finančné zdroje naďalej k dispozícii SR a bude ich možné opätovne využívať na podporu MSP.

### **Pokračovanie iniciatívy JEREMIE po 31. 12. 2015**

V súčasnosti prebieha programové obdobie 2014–2020. V tomto programovom období môže SR získať z EŠIF<sup>3</sup> v rámci politiky súdržnosti EÚ alokáciu približne vo výške 14 mld. €.

Ministerstvo financií Slovenskej republiky navrhlo vybudovanie integrovaného a dlhodobého systému návratnej podpory národných investičných priorít SR a rozšírenie využitia finančných nástrojov pri čerpaní prostriedkov z EŠIF. Takýto systém bude predstavovať fond fondov – **Slovenský investičný holding, s.r.o.** (Slovak Investment Holding-SIH), ktorý bude návratným spôsobom implementovať prostriedky prostredníctvom viacerých finančných nástrojov cez finančných sprostredkovateľov. Bol založený v rámci SZRB a do fondu boli alokované prostriedky zo zdrojov Európskeho fondu regionálneho rozvoja (EFRR) vrátane spolufinancovania zo štátneho rozpočtu v súlade s Operačným programom Výskum a inovácie (OP VaI). Celkovo bolo do SIH vymedzených cca 450 mil. EUR, ktoré budú použité na podporu MSP, podporu start-upov alebo inovácií. Jeho správcou je SZRB Asset Management, a.s. (ďalej SZRBAM), na ktorú boli prevedené kompetencie EIF v roku 2016.

Správca fondu je zodpovedný za vyhlásenie výziev na výber finančných sprostredkovateľov, ich vyhodnotenie, výber a podpis zmlúv. Ďalej je SZRBAM v mene SIH zodpovedná za realizáciu operácií, finančný dozor, súlad operácií s vnútroštátnymi predpismi, podmienkami operačných programov, ako aj legislatívou Európskej únie a v neposlednom rade za celkové fungovanie a riadenie SIH v súvislosti s implementáciou finančných nástrojov. (Schéma štátnej pomoci, 2016)

Pomoc MSP je poskytovaná prostredníctvom finančných sprostredkovateľov z finančných príspevkov z OP VaI prostredníctvom SIH. Po ich výbere je u každého

---

<sup>3</sup> EŠIF (Európske štrukturálne a investičné fondy): Európsky fond regionálneho rozvoja – EFRR, Európsky sociálny fond – ESF, Kohézny fond – KF, Európsky námorný a rybársky fond – ENRF a Európsky poľnohospodársky fond rozvoja vidieka – EPFRV.

finančného sprostredkovateľa zriadený samostatný fond rizikového kapitálu. Vybraní finanční sprostredkovatelia sú zodpovední za správu zriadených fondov, do ktorých budú alokované prostriedky zo SIH a za získanie nezávislých súkromných investorov do fondu rizikového kapitálu a následne musia vytvoriť investičnú stratégiu, na základe ktorej budú prostriedky investované do cieľového podniku. Vláda tým chce docieľiť, aby rozhodnutia o tom, kam budú peniaze alokované neboli politické, ale čisto profesionálne. Jednotliví investori by mali zároveň do fondov prispieť aj svoje finančné prostriedky. V prípade pozitívneho vývoja by mohol byť celkový odhadovaný vplyv SIH na konci investičného horizontu (2014 – 2020) až na úrovni 3 % HDP a zvýšil by tak zamestnanosť o 9 tisíc zamestnaných osôb.

Podľa uznesenia vlády SR č. 736/2013 boli predbežne vyčlenené 3 % z prostriedkov predbežne alokovaných pre každý operačný program na úrovni prioritných osí z Kohézneho fondu, z Európskeho fondu regionálneho rozvoja a z Európskeho sociálneho fondu na alokáciu do Slovak Investment Holding, a. s., pre obdobie 2014–2020. Spomínané 3 % predstavujú zhruba 450 mil. €. Na porovnanie, v predchádzajúcom období bolo z EŠIF vyčlenených do HF 0,7 %. Tento dokument ďalej splnomocnil ministra financií a podpredsedu vlády k prevodu správy SZRF s.r.o na SZRB a.s. resp. na jej dcérsku spoločnosť SZRB Asset Management, a.s.

Minister financií mal za úlohu spolu s riadiacimi orgánmi SR vypracovať materiál o tom, ako budú použité navrátené prostriedky. Podľa platných zmluvných dokumentov s účinnosťou k 31. decembru 2015 bol EIF povinný bezodplatne previesť obchodný podiel EIF v SZRF na osobu ovládanú SR.

V tejto súvislosti sa navrhlo, aby boli v rámci dcérskych štruktúr SZRB vybudované dostatočné odborné kapacity na prevzatie riadenia holdingového fondu JEREMIE od 1.1.2016. Tieto odborné kapacity mali zabezpečovať okrem iného aj transfer know-how od EIF podľa koncepcie transferu know-how dohodnutej medzi EIF, SZRB, MF SR a MH SR.

Prevod know-how znamená taký prevod informácií zo strany EIF so SR, ktorý umožní správu Holdingového fondu JEREMIE najneskôr v roku 2016 Slovenskej republike. Súčasťou transferu know-how má byť aj budovanie samotnej spomínanej dcérskej spoločnosti. V súlade s vyššie spomenutými skutočnosťami vznikli v rámci dcérskych štruktúr SZRB Slovenský investičný holding, s.r.o. ako fond fondov a SZRB Asset Management, a.s. ako správca fondu.

**Dielči záver:** Celkový proces implementácie iniciatívy JEREMIE na Slovensku bol veľmi zdĺhavý a komplikovaný. Prvé záručné zmluvy v rámci JEREMIE boli podpísané až v roku 2013, a to napriek tomu, že Rámcová dohoda o implementácii bola prijatá už v roku 2008. Je tomu tak aj z toho dôvodu, že samotný proces prípravy strategických dokumentov je pomerne zdĺhavý. Tento proces komplikujú aj zložité pravidlá jednotlivých OP vo vzťahu k dodržiavaniu pravidiel štrukturálnych fondov EU.

K efektívnemu využívaniu JEREMIE na Slovensku bráni taktiež množstvo obmedzení na národnej úrovni. Príkladom je Bratislavský kraj, v ktorom môže byť čerpaná len časť príspevkov, a pritom sa tam nachádza takmer tretina MSP a polovica výskumného potenciálu SR. Ako konkrétny príklad môžeme uviesť práve spomínané prvé záručné zmluvy z roku 2013. Tieto zmluvy podpísali SZRB, UniCredit Bank Slovakia a Tatra banka. Banky tak mohli v nasledujúcich dvoch rokoch poskytnúť zvýhodnené úvery MSP v objeme 170 mil. €, s výnimkou Bratislavského kraja.

Počas programového obdobia 2007-2013 bola iniciatíva JEREMIE implementovaná na základe tzv. Modifikovaného európskeho modelu. Bol zriadený HF ako spoločnosť s vlastnou právnou subjektivitou (SPV), ktorého správcom sa stal EIF. Aj napriek zapojeniu európskeho orgánu do implementácie, Slovenská republika vystupovala ako vlastník finančných prostriedkov. Podpora MSP bola poskytovaná nepriamo, a to prostredníctvom finančných sprostredkovateľov, za ktorých výber bol zodpovedný práve EIF.

V ďalšom programovom období SR zaviedla odlišný inštitucionálny model. Bol zriadený Slovenský investičný holding, s.r.o. ako fond fondov a jeho správcom sa stala dcérska spoločnosť Slovenskej záručnej rozvojovej banky-SZRB Asset Management, a.s., ktorá prebrala kompetencie EIF od 1.1.2016. Na podporu MSP sú opäť vyberaní finanční sprostredkovatelia, od ktorých sa očakáva prilákanie ďalších súkromných investorov do fondu.

Zatiaľčo v období 2007-2013 bolo na podporu MSP vyčlenených 140 mil. €, v súčasnosti to je takmer 450 mil. €, pričom ide o predbežné vyčlenenie, a teda sa očakáva ďalšie navýšenie sumy. Pre docielenie rozvoja MSP na Slovensku je potrebné okrem finančnej pomoci taktiež vytvorenie priaznivého a transparentného podnikateľského prostredia. Súčasná vláda sa potýka so značnou korupciou, čo neprispieva ku transparentnosti podnikateľského prostredia a zároveň môže u investoroch a podnikoch vzbudzovať nedôveru voči akýmkoľvek štátnym fondom. Vláda SR si dlhodobo uvedomuje dôležitosť MSP a ich vplyv na rast ekonomiky. Aj z toho dôvodu sa rozhodla pre implementáciu JEREMIE a pre podporu ich rozvoja. Je dôležité, aby fondy boli čerpané efektívne a aby alokácia prostriedkov smerovala do správnych rúk. Zmienaná implementácia umožní využiť odborné kapacity SZRB získané počas uplynulých rokov. SZRB sa dlhodobo zaoberá finančnými nástrojmi a v nadväznosti na transfer know-how pri implementácii iniciatívy JEREMIE získa skúsenosti s implementáciou finančných nástrojov v plnom cykle ich implementácie.

## 6.2 Štátna podpora v Poľsku

Taktiež v Poľsku sa MSP potýkajú s nedostatkom vlastného kapitálu. Financovanie týchto podnikov znamená pre krajinu značnú výzvu. Preto sa vláda rozhodla v spolupráci s Európskym investičným fondom implementovať nástroj JEREMIE.

Opatrenia v rámci iniciatívy JEREMIE boli získavané prostredníctvom regionálnych operačných programov na obdobie 2007–2013. Poľsko je jediným členským štátom, ktoré sa rozhodlo realizovať túto iniciatívu na **regionálnej úrovni**. To znamená, že finančné prostriedky z EU boli rozdelené do regionálnych operačných programov podľa jednotlivých vojvodstiev.

V rámci JEREMIE boli pridelené finančné prostriedky do piatich provincií (vojvodstiev): Dolnosliezka (Dolnośląskie), Lodžská (Łódzkie), Pomoranská (Pomorskie), Veľkopol'ská (Wielkopolskie), a Západo-pomoranská (Zachodniopomorskie). Európsky fond pre regionálny rozvoj prideliť Poľsku 320 mil. € na realizáciu JEREMIE. Najviac prostriedkov bolo vyčlenených pre Dolnosliezske vojvodstvo (99,3 mil. €), nasleduje Veľkopol'ské vojvodstvo (90 mil. €), 50 mil. € bolo prideľovaných do Pomoranského a taktiež Západo-pomoranského vojvodstva, a nakoniec Lodžské vojvodstvo obdržalo najmenej prostriedok, 28,8 mil. €. (European funds portal, 2010)

V rámci každého vojvodstva boli vyčlenené programy, do ktorých boli alokované finančné prostriedky:

- Dolnosliezske – Podpora návratných finančných nástrojov určených pre MSP,
- Lodžské – Rozvoj podnikateľského prostredia,
- Pomoranské – Finančné nástroje pre MSP (okrem dotácií),
- Veľkopol'ské – Vývoj systému finančných nástrojov pre podporu MSP,
- Západo-pomoranské – Moderné služby pre podporu podnikov.

MSP v Poľsku majú jasne definované, na čo môžu použiť finančné prostriedky. Sú to procesy, ktoré zavádzajú nové technické a technologické riešenia, na výpočtovú techniku, modernizáciu dlhodobého majetku, konštrukciu nových zariadení či tvorbu nových, udržateľných pracovných miest. Naopak vylúčené z financovania sú: splátky pôžičiek a úverov, splatenie záväzkov verejného sektoru, financovanie sporebných účel'ov alebo krytie priebežných nákladov na podnikanie.

V rámci JEREMIE boli ponúkané nasledujúce produkty:

- **pôžičky** poskytované prostredníctvom fondov alebo iných finančných inštitúcií,
- **bankové záruky**, ktoré poskytujú záručné fondy – ich cieľom je uľahčiť podnikateľovi prístup ku externému financovaniu v podobe bankových úverov; fondy zaručujú finančný záväzok voči podnikateľovi, pričom záruka je poskytovaná až na 80 % z výšky úveru. Ďalšou výhodou takýchto úverov sú nižšie úrokové sadzby. Úver je poskytovaný na max. 60 mesiacov,
- **kapitálové nástroje** – podpora technológií apod.

Iniciatíva JEREMIE v Poľsku bola implementovaná na základe tzv. Národného modelu, kedy správcom holdingového fondu sa stala národná inštitúcia, konkrétne **Národnohospodárska banka (Bank Gospodarstwa Krajowego – BGK)**. Prostriedky z EU boli pridelené do regionálnych programov jednotlivých vojvodstiev, tzn. že JEREMIE bolo realizované na regionálnej úrovni. BGK má za úlohu

správu jednotlivých vojvodstiev, dôležitú úlohu zohráva pri výbere finančného sprostredkovateľa, jeho následnej kontrole, monitoruje priebeh implementácie a podáva správu Riadiacemu orgánu a Európskej komisii. Sprostredkovatelia sú vyberaní na základe tzv. Verejných výziev, ktoré organizuje BGK. V kompetencii BGK je taktiež určovanie parametrov a podmienok jednotlivých finančných nástrojov. Finančné prostriedky sú MSP pridelené prostredníctvom sprostredkovateľov, ktorými môžu byť banky, fondy rizikového kapitálu či záručné fondy atď.

Z výsledkov dostupných štatistík je zrejmé, že implementácia JEREMIE splnila svoj účel. Výsledky štatistiky BGK ku 31. augustu 2016 sú nasledovné:

- celkovo bolo podpísaných **317** dohôd s finančnými sprostredkovateľmi,
- za obdobie 2007–2013 bolo podporených z regionálnych operačných programov celkom **30 154** MSP,
- počet sprostredkovateľov je **74** (s 1 sprostredkovateľom môžu byť podpísané viaceré dohody),
- celkový pákový efekt bol 1,27 bln. €, z toho vďaka JEREMIE 410 mil. €.

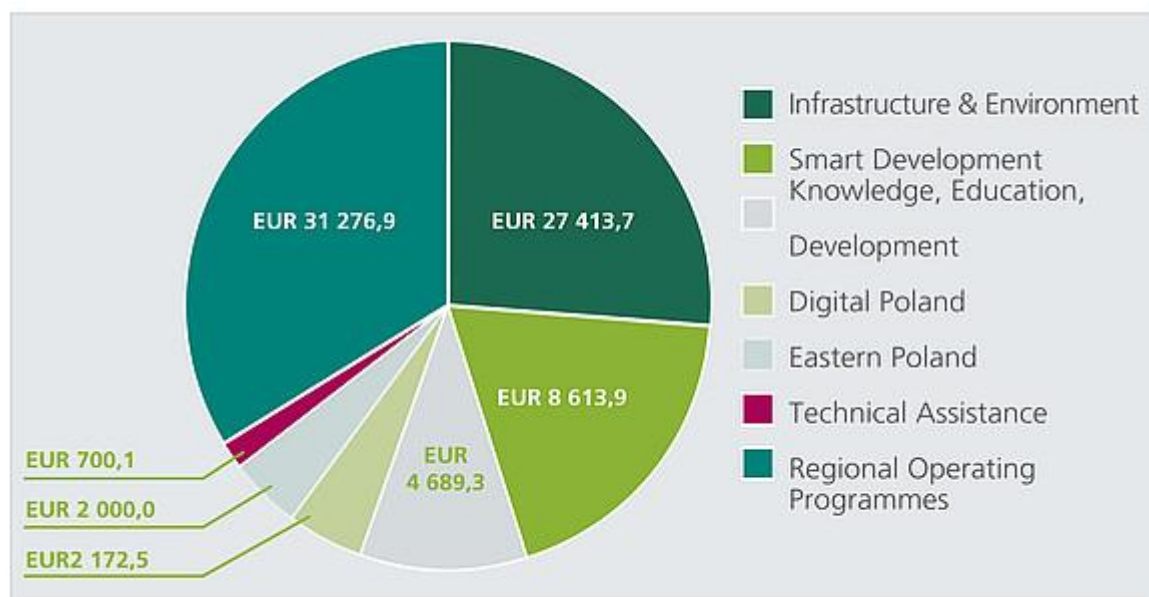
Podľa štatistiky Ministerstva ekonomického rozvoja z dňa 31.12.2015 bolo v období 2007 - 2013 v rámci ROPs vďaka JEREMIE poskytnutých 30 278 pôžičiek a 14 714 záruk.

### Programové obdobie 2014–2020

Z fondov EU bolo pre Poľsko na programové obdobie 2014–2020 vyčlenených až 86 miliónov €, ktoré majú pokrývať niekoľko oblastí vývoja. Poľsko v tomto smere obdrží najviac finančných prostriedkov v porovnaní s ostatnými členskými štátmi EU. Spolu s národným príspevkom 18,8 miliónov € je celkový rozpočet krajiny až 104,8 miliónov €, ktoré budú použité do rôznych oblastí, vrátane podpory konkurencieschopnosti MSP či podpory rozvoja vedy a výskumu. Podľa štatistík European structural and investment funds bolo k 15.3.2017 minutých 4,3 miliónov € z celkového rozpočtu.

V rámci Regionálnych operačných programov je podľa Ministerstva ekonomického rozvoja vyčlenených 31,3 miliónov €. Tieto OP predstavujú zdroje pre MSP a zároveň podporujú rozvoj revolvingových finančných nástrojov. Na podporu MSP z ROPs bolo vyčlenených **14,3 miliónov** €. Nasledujúci graf zobrazuje rozdelenie finančných prostriedkov z EU fondov. Nás zaujíma položka Regional Operating Programmes (ROPs), ktorá ako vidíme, má najviac pridelených prostriedkov. Je to z toho dôvodu, že Poľsko sa rozhodlo klásť dôraz na rozvoj MSP v krajine. Prostredníctvom ROPs môže tak podporovať inovácie a zavádzanie nových technológií podľa potrieb jednotlivých regiónov. Zatiaľčo v období 2007–2013 bolo pre ROPs vyčlenených 25 % z celkových EU fondov, pre obdobie 2014–2020 je to až 40 %. Pre jednotlivé oblasti to znamená väčšia sloboda vo výbere cieľa, kde budú financie alokované.

Obr. 13 Rozdelenie finančných prostriedkov z fondov EU pre programové obdobie 2014-2020



Zdroj: Rödl & Partner (2015)

Aj naďalej BGK zastáva pozíciu správcu fondu, pričom medzi jej priority patrí posilnenie role pri implementácii finančných nástrojov vo všetkých oblastiach. 30. septembra 2016 BGK podpísala zmluvu s Pomoranským vojvodstvom, pričom v súčasnosti prebieha vyjednávanie s ostatnými oblasťami. Podľa odhadov ministerstva ekonomického rozvoja sa predpokladá, že v tomto období bude podporených ďalších 12 000 MSP, čo by mohlo znamenať 20 500 nových pracovných miest do roku 2023.

V súčasnosti je Poľsko na 2. mieste zo všetkých krajín EU v objeme vyčlenených prostriedkov na podporu rozvoja MSP. Na 1 mieste je Taliansko a za Poľskom sa drží Španielsko. Avšak tak veľká podpora zo strany štátu môže so sebou priniesť aj negatívne aspekty. Poľský portál Startupyard.com uviedol, že za posledné obdobie sa poľské MSP stávajú viac a viac pohodlnejšie a menej „dravé“ v dôsledku toho, že sa spoliehajú na získanie financií od štátu. Podniky dajú prednosť financovaniu od štátu, než by sa obrátili na súkromných VC investorov. Lenže treba si uvedomiť, že úspech podniku nezávisí len od peňazí. Súkromní investori okrem finančnej pomoci poskytujú aj mentoring a pomáhajú podnikom správne alokovať získané peniaze. Častokrát tlačia podniky do riskantnejších, ale za to výnosnejších projektov. Nie je to len o tom, čo môžu firmy získať, ale kam sa môžu vďaka tomu dostať. Pomoc od štátu je v podobe finančných prostriedkov, a to, ako s nimi firma naloží, je čisto na podniku, respektíve na jeho manažmente. Vtedy je dôležité, aby peniaze boli použité efektívne a aby to pomohlo podniku obstáť na konkurenčom trhu.

### Národný kapitálový fond

Rozvoj venture kapitálu je v Poľsku zo strany štátu podporovaný taktiež **Národným kapitálovým fondom (Krajowy fundusz kapitalowy – KFK)**. Ide o vôbec prvý poľský fond venture kapitálu. Fond vznikol v roku 2005 a jeho hlavným akcionárom je BGK. Do fondu bolo zverených zhruba 200 mil. €, a to od Európskej únie, z poľského rozpočtu a štrukturálnych fondov a švajčiarskej vlády (Švajčiarsko pomáha financovať Poľsku rozvoj súkromného sektoru a zlepšenie životného prostredia, ide o nenávratnú formu pomoci).

KFK vystupuje ako fond fondov a investuje do fondov rizikového a rozvojového kapitálu. Peniaze sú určené na podporu inovatívnych MSP, ktoré podnikajú najmä v oblasti vedy a výskumu a majú v sebe vysoký potenciál rastu. Fond fondov vyberá na základe výberového konania fondy, do ktorých sa rozhodne investovať.

Na to, aby fond mohol spolupracovať s KFK je potrebná účasť súkromných investorov. Tí musia do fondu platiť aspoň 50 % svojej celkovej kapitalizácie. Doba trvania fondu je 10–12 rokov, pričom investičné obdobia trvajú 4 roky a môžu byť o 1 rok predĺžené.

KFK vystupuje ako pasívny investor, ktorý realizuje dohľad nad činnosťou fondov. Počas trvania investície KFK sleduje portfólio jednotlivých fondov a investíciu ukončuje v najziskovejšej chvíli pre daný fond. Podiel KFK na financovaní v jednotlivých fondoch je maximálne 50 %. Fond uprednostňuje zloženie 85 % vlastný kapitál a 15 % dlh vo forme dlhopisov. Fondy rizikového a rozvojového kapitálu musia mať buď formu akciovej spoločnosti, alebo uzavretého investičného fondu so sídlom v Poľsku. (KFK, 2011)

**Dielči záver:** Poľsko sa rozhodlo rozdeliť prostriedky z EU do regionálnych operačných programov a prostredníctvom nich implementovať JEREMIE. To znamená, že implementácia je realizovaná na regionálnej úrovni. Pre dané regióny to znamená väčšiu slobodu pri výbere MSP, do ktorých budú prostriedky alokované. Inštitucionálne usporiadanie v rámci JEREMIE je tzv. národný model, pretože správcom HF je národná inštitúcia, a to Národnohospodárska banka, ktorá okrem iného má za úlohu aj výber vhodného sprostredkovateľa.

V súčasnosti má Poľsko prvenstvo v objeme získaných peňazí z EU fondov v rámci členských štátov EU. Až 40 % z nich bolo vyčlenených práve do ROPs, prostredníctvom ktorých sú podporované MSP. Na podporu MSP bolo vyčlenených až 14,3 miliárd €, čo je zo skúmaných krajín najväčší obnos peňazí a zároveň v rámci krajín EU je Poľsko na 2. mieste. Štát má dostatok prostriedkov na rozvoj a zlepšenie konkurenčného prostredia, preto je dôležité, aby prostriedky boli investované efektívne.

Okrem JEREMIE podporuje štát venture kapitál aj prostredníctvom Národného kapitálového fondu, ktorý funguje ako fond fondov a investuje prostredníctvom súkromných fondov rizikového a rozvojového kapitálu do inovatívnych MSP orientovaných najmä na vedu a výskum.



### 6.3 Štátna podpora v Maďarsku

V roku 2006 bola v Maďarsku prevedená prvá Gap analýza, ktorá odhalila medzeru na trhu investícií vo výške 1-4 miliónov €. Analýza sa zamerala na to, aký majú MSP prístup k financiám, aké finančné nástroje sú používané a aký rozvoj zaznamenávajú MSP v krajine. Maďarsko patrí medzi prvé krajiny, ktoré začali využívať finančné nástroje s podporou Štrukturálnych fondov EU.

Rozvoj MSP sa stal jedným z prioritných cieľov štátu. Pre implementáciu finančných nástrojov zriadila v roku 2007 **Hungarian Development Bank Group** (ďalej MFB) **Venture Finance Hungary** (ďalej VFH) ako správcu HF, zodpovedného za sprístupnenie zdrojov pre MSP prostredníctvom finančných sprostredkovateľov. Finanční sprostredkovatelia sú v Maďarsku vyberaní na základe verejných súťaží. Celkový počet sprostredkovateľov za programové obdobie 2007–2013 bol 161, pričom konkrétne rozdelenie bolo nasledovné:

- 59 saving cooperatives
- 36 poskytovateľov finančných služieb
- 25 komerčných bánk
- 25 manažérov fondov
- 16 poskytovateľov mikropôžičiek (Jeremie in Hungary, 2015)

Riadiacim a kontrolným orgánom HF bola Národná rozvojová agentúra, ktorá zároveň stanovovala povinnosti pre VFH. Zdroje HF tvorili 85 % zdroje EU a zvyšných 15 % tvorili zdroje národné. Po výbere finančných sprostredkovateľov, HF alokoval prostriedky do fondov venture kapitálu, prostredníctvom ktorých boli podporované MSP. V rámci rizikového a rozvojového kapitálu boli v Maďarsku zriadené dva fondy: Fond spoločných investícií (CO-Investment Fund) a Spoločný fond (Joint fund).

Do Spoločného fondu VFH prispievala max. 70 % finančných prostriedkov a min. 30 % prispieval súkromný investor. Peniaze boli následne použité na podporu MSP. V Maďarsku bolo zriadených 7 Spoločných fondov. Na druhej strane do Fondu spoločných investícií, ktorý bol zriadený len jeden, VFH vložil 100 % finančných prostriedkov. Avšak na podporu MSP fond alokoval max. 70 % a súkromný investor min. 30 % financií. Podmienkou bolo, aby vybraní súkromní investori nemali žiadne spojenie s cieľovými podnikmi, do ktorých fond investoval.

Úlohou VFH bolo vybrať finančných sprostredkovateľov (manažérov) všetkých fondov rizikového kapitálu.

Pre implementáciu iniciatívy JEREMIE boli v Maďarsku zriadené dva operačné programy pre obdobie 2007–2013:

- Operačný program hospodárskeho rozvoja (the Economic Development Operative Programme – EDOP) – 727 mil. €
- Centrálny maďarský operačný program (Central Hungary OP – CHOP) – 140 mil. €

EDOP sa sústredil na všetky regióny Maďarska okrem Centrálného regiónu, pretože na ten bol zameraný práve CHOP, ako aj vyplýva zo samotného názvu. Ich

spoločným cieľom bolo dosiahnuť dlhodobý ekonomický rozvoj štátu. Pre dosiahnutie cieľa boli vytýčené štyri prioritné osi:

- veda a výskum,
- komplexný rozvoj korporácií,
- rozvoj podnikateľského prostredia,
- finančné nástroje. (Case study, Hungary, 2015)

V rámci týchto operačných programov boli poskytované na rozvoj MSP tri finančné nástroje, ktoré si následne popíšeme.

### 1. Úvery

*Mikro pôžičky* – určené pre mikro podniky, prvá transakcia prebehla v roku 2008, čím sa Maďarsko stalo prvou krajinou, ktorá využila tento inštrument. Max. výška úveru mohla činiť 35 000 € na max. 10 ročné úverové obdobie. Priemerná výška úveru bola 17 000 €.

*Úvery pre MSP* – úvery určené na rozvoj mikro, malých a stredných podnikov, úver mohol byť poskytovaný na min. 35 000 € a max. 350 000 €, max. úverové obdobie bolo taktiež 10 rokov.

*Investičný úver* – spoločný program MFB a VFH, určený na financovanie expanzie MSP. Nástroj je používaný od roku 2009 a úver mohol byť poskytovaný v rozmedzí 35 000 – 690 000 € na maximálne 12 mesiacov.

V roku 2011 bol vypracovaný nový rozvojový plán - **The New Széchenyi Loan Programme** – ktorý pozmenil schému poskytovania úverov. Išlo o produkt **kombinovaných mikroúverov**, ktorý sa stal zároveň najpredávanejším produktom v rámci iniciatívy JEREMIE. Produkt v sebe kombinoval poskytnutie úveru a záruky. Schéma poskytovala podporu, ktorú zo 45 % tvoril grant, ďalších 45 % tvoril úver a zvyšných 10 % mali tvoriť vlastné zdroje. Max. možná výška úveru bola 66 000 € a max. možný grant bol 33 000 €, pričom nástroj bol určený pre mikro podniky.

Na poskytovanie tohto produktu bolo vyčlenených 200 mil. €, ktoré sa aj vďaka veľkému dopytu po úveroch vyčerpali v roku 2013. Nástroj bol poskytovaný od marca 2011 do februára 2013. Viac ako 140 finančných inštitúcií poskytovalo tento produkt a bolo podporených celkovo 9389 mikro podnikov. (Case study, 2015)

### 2. Záruky

V rámci záruk boli poskytované protizáruky a portfóliové záruky. Záruky boli poskytované na investičné úvery pre mikro, malé a stredné podniky na max. 80 % (max. 345 000 €). Prvá záruka bola poskytnutá v roku 2008. Protizáruky boli určené pre MSP na max. 85 % investičného úveru.

### 3. Venture kapitál

Prostredníctvom rizikového a rozvojového kapitálu boli podporované inovatívne mikro podniky a MSP, a to buď v počiatočnej fáze rozvoja alebo už počas expanzie. V roku 2010 bol založený prvý venture kapitálový fond na podporu MSP. Venture kapitál bol určený pre podniky staré maximálne 5 rokov s obratom menším než 1,5 miliárd HUF. Maximálna výška poskytnutých financií bola stanovená na 1,5 mil. € na maximálne 12 mesiacov. Podmienkou bol taktiež min. 30 % podiel

súkromného investora. Pravidlá upravuje Európska komisia v dokumente „Pokyn spoločenstiev pre štátnu podporu investícií rizikového kapitálu do malých a stredných podnikov (2006/C 194/2)“.

Kvantitatívny popis finančných nástrojov nám zobrazuje nasledujúca tabuľka:

Tab. 14 Poskytnuté finančné nástroje v programovom období 2007-2013

	Počet uzavretých kontraktov			Hodnota kontraktov		
	EDOP	CHOP	Spolu	EDOP	CHOP	Spolu
Úvery	12 300	3 113	15 413	117,5	32,4	149,9
Záruky	830	385	1 215	26,15	17,3	43,45
Venture kapitál	76	14	90	30	4,9	34,9
Spolu (bn HUF) <sup>4</sup>	<b>13 206</b>	<b>3 512</b>	<b>16 718</b>	<b>174</b>	<b>55</b>	<b>228</b>
Spolu (milión EUR)				578,8	182	760,8

Zdroj: MFB, (31.12.2015)

V tabuľke je znázornený počet a hodnota jednotlivých finančných nástrojov, ktoré boli poskytnuté počas obdobia 2007–2013, pričom hodnoty sú rozdelené ešte do dvoch operačných programov, prostredníctvom ktorých boli poskytované. Ako môžeme vidieť, najväčšie zastúpenie majú práve úvery (15 413) v celkovej hodnote 149,9 bn HUF. Po nich nasledujú záruky (1 215) a nakoniec venture kapitál (90). Väčšina finančných nástrojov bola poskytnutá prostredníctvom operačného programu EDOP, ale to je z toho dôvodu, že operačný program CHOP je zameraný len na Centrálny región, a teda jeho pôsobenie je obmedzené.

JEREMIE v Maďarsku môžeme zhrnúť do nasledujúcich bodov:

- 761 mil. € poskytnutých financií,
- 16 718 podporených podnikov,
- 161 finančných sprostredkovateľov,
- 412 podpísaných zmlúv so sprostredkovateľmi. (MFB, 2015)

V súčasnosti prebieha programové obdobie 2014–2020, v ktorom bude iniciatíva JEREMIE implemetovaná prostredníctvom operačného programu Economic Development and Innovation (EDIOP), do ktorého bolo celkovo vyčlenených 7 684,2 mil. €, z toho 2 400 mil. € na poskytovanie finančných nástrojov, ktorými budú podporované MSP. Iniciatíva JEREMIE je naďalej implementovaná na základe tzv. Národného modelu, avšak došlo ku zmene inštitucionálneho prostredia. VFH už nie je naďalej správcom HF, ale je ním práve MFB, pretože v roku 2015 došlo ku zlúčeniu týchto dvoch spoločností. Program je zameraný na podporu vedy a výskumu, informačných a telekomunikačných technológií, na podporu MSP, na nízkouhlíkové zdroje energie a na podporu udržateľných pracovných miest.

<sup>4</sup> 1EURO = 300 HUF

Aj v tomto programovom období budú implementované hlavne úvery pre mikro, malé a stredné podniky, záruky a venture kapitál, pričom sa očakáva rozšírenie ponuky kombinovaných produktov, ktoré zaznamenali v predchádzajúcom období značný úspech. Spustenie nových finančných nástrojov bolo naplánované na rok 2016. Maďarsko očakáva, že v nasledujúcom období bude podporených vďaka finančným nástrojom 19 580 podnikov a 1 650 startupov.

#### **Dielči záver:**

Ako môžeme vidieť, iniciatíva JEREMIE v predchádzajúcom programovom období splnila svoj účel, a preto v súčasnosti existujú veľké očakávania.

Správcom HF v rámci implementácie JEREMIE bola spoločnosť Venture Finance Hungary, s.r.o., ktorá na základe verejných výziev vyberala manažerov venture fondov, ktorí vystupovali ako finanční sprostredkovatelia. Na podporu VK pre MSP bolo zriadených 8 fondov – 1 Fond spoločných investícií a 7 Spoločných fondov.

V Maďarsku sa podarilo implementovať celkom 7 finančných nástrojov. Najväčším prínosom sa stali kombinované produkty, ktoré sa stretli s veľkým dopytom. Išlo najmä o kombináciu úveru a záruky, ktorá sprístupnila finančné prostriedky hlavne pre mikro podniky a zároveň tento produkt zmenil mentalitu maďarských podnikov. Krajine sa podarilo vyvinúť nové metódy mikro financovania a zvýšiť dostupné zdroje pre podniky. Finančné nástroje poskytovalo celkovo 161 finančných sprostredkovateľov. Vďaka tomu mohla byť medzera na trhu efektívne zredukovaná.

V súčasnom období bude JEREMIE implementované prostredníctvom operačného programu EDIOP, pričom došlo k zmene správcu HF, ktorým sa stala MFB. Na podporu MSP bolo vyčlenených takmer 2400 mil. €, čo je značný rozdiel oproti obdobiu 2007–2013.

## **6.4 Štátna podpora v Českej republike**

V nasledujúcej kapitole bude prevedená analýza vývoja štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike. ČR je v tomto smere špecifická, pretože implementácia nástroju JEREMIE nemala vôbec hladký priebeh. Ako sme si ukázali v predchádzajúcich kapitolách, implementácia tohto nástroju je pomerne zdĺhavý proces, ktorý je náročný časovo, administratívne a aj finančne. No aj napriek tomu sa mnohé štáty rozhodli JEREMIE zaviesť, a tak podporiť rozvoj podnikov. MSP tvoria v ČR 99,8 % z celkovej počtu podnikov. Zamestnávajú zhruba 70 % ľudí, a teda môžeme konštatovať, že sú pilierom českého hospodárstva. Preto je dôležité, aby tieto podniky mali prístup k potrebným finančným prostriedkom a aby dokázali obstáť na silnom globálnom konkurenčnom trhu.

V ČR sa stretla implementácia JEREMIE s legislatívnymi a ekonomickými prekážkami a počas programového obdobia 2007–2013 sa vláde nepodarilo funkčne implementovať tento nástroj. V roku 2011 sa vláda pokúsila zaviesť Seed/VC fond, ktorý však nebol spustený a v roku 2014 bol zrušený.

V tejto časti sa najskôr zameriame na programové obdobie 2007–2013, kde si opíšeme, ako mal Seed/VC fond fungovať a taktiež zhodnotíme, prečo bola implementácia JEREMIE v tomto období neúspešná. Na záver sa budeme venovať súčasnému programovému obdobiu 2014–2020 a zmenám, ktoré nastali.

### **Seed/VC fond**

Štátna podpora venture kapitálu v ČR mala začať fungovať od roku 2011, kedy sa vláda pokúšala zaviesť prvý program s využívaním revolvingových nástrojov na podporu MSP. Išlo o program nazvaný Seed/VC fond, ktorý bol vytvorený v rámci operačného programu Podnikání a inovace (ďalej OPPI).

Hlavným cieľom projektu bolo rozvíjať trh rizikového kapitálu v oblasti investícií do začínajúcich a rozvíjajúcich sa firiem s inovačným potenciálom. (BusinessInfo, 2013)

Zdrojom financovania Seed fondu mal byť OPPI, ktorý predstavuje významný nástroj realizácie Koncepcie rozvoja malého a stredného podnikania. Jeho cieľom bolo zvýšenie konkurencieschopnosti sektoru priemyslu a služieb, rozvoj podnikania, podpora inovácií, vedy a výskumu. Do OPPI mali byť alokované financie z 85 % Európskou Úniou a zvyšných 15 % by prispievala Česká republika. Na základe uznesenia vlády č. 817 z roku 2010 malo byť do fondu celkovo vyčlenených 52 986 708 €. Tento obnos mal byť rozdelený do dvoch finančných nástrojov. Seed/VC fond bol totižto jeden fond, ktorý sa skladal z dvoch nástrojov:

- SEED – nástroj mal podporovať začínajúce podniky v raných štádiách rozvoja, ktoré by boli mladšie ako 5 rokov; vyčlenených 31 792 025 €
- VENTURE – nástroj mal byť zameraný na podporu podnikov v neskorších fázach (v expanzii), ktoré by naopak boli staršie ako 5 rokov; vyčlenených 21 194 683 €

Fond nemal poskytovať prostriedky samostatne, ale v spolupráci so súkromnými investormi, a vďaka tomu by boli disponibilné prostriedky ešte zvýšené o ich podiel.

Projekt bol zameraný na tri ciele:

1. podporiť podnikateľov s inovatívnou myšlienkou, ktorí nemajú dostatok financií na rozbeh podnikania, seed fond spolu so súkromným investorom mal poskytovať potrebný kapitál,
2. motivovať súkromných investorov, aby podporovali začínajúce podniky, pričom fond mal asistovať pri investovaní 10–70 %,
3. získať skúsenosti s investíciami rizikového kapitálu.

Ministerstvo priemyslu a obchodu (ďalej už len MPO) vypracovalo vlastnú schému podpory MSP na základe koinvestičnej zmluvy. Seed/VC fond bol špecifický v tom, že by mal vlastné inštitucionálne usporiadanie a v ČR by fungoval podľa zákona o kolektívnom investovaní. Podľa pravidiel Európskej komisie by museli byť do investovania formou kapitálových vstupov do začínajúcich inovatívnych podnikov zapojení aj súkromní investori. To znamená, že fond by neinvestoval samostatne. Podiel súkromných investorov v začiatkovej fázi podniku mal byť minimálne 30 % z celkovej investície a vo venture fázi minimálne 50 %. Finančné

prostriedky do fondu by boli alokované výhradne z verejných zdrojov – 85 % EFRR a 15 % ČR – a so súkromnými prostriedkami by sa miešali až pri investovaní do cieľového podniku, nie na úrovni fondu. Cieľovými podnikmi boli malé a stredné podniky, ktoré zamestnávajú menej než 250 ľudí, ich ročný obrat nepresahuje 50 mil. € alebo bilančná suma ročnej rozvahy je menšia než 43 mil. €. Zaujímavosťou je, že Seed fond bol určený pre MSP v celej ČR okrem mesta Praha, a to preto, lebo EFRR je zameraný na podporu menej rozvinutých regiónov a ním mesto Praha nie je. V praxi to znamená, že sídlo firmy by mohlo byť prakticky kdekoľvek (aj v Prahe), avšak rozhodujúce by bolo až miesto vykonávania ekonomickej aktivity, ktoré nesmie byť v Prahe.

### **Inštitucionálne usporiadanie Seed/VC fondu**

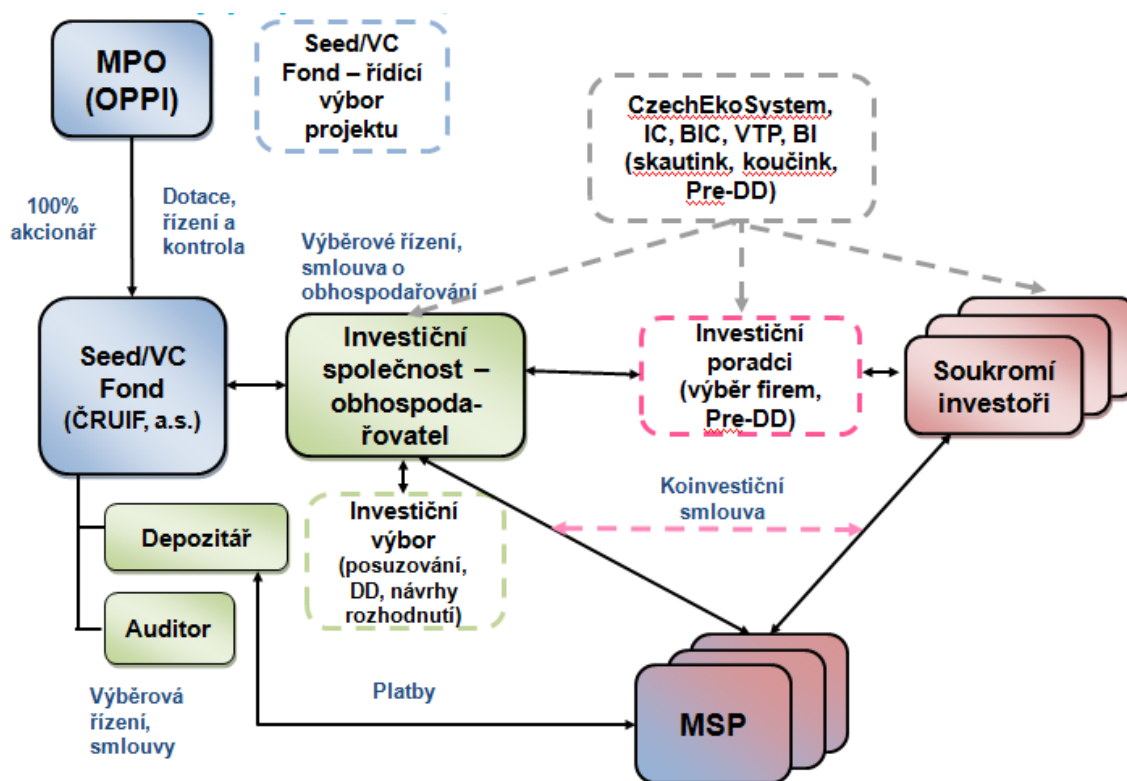
V rámci projektu Seed fond mala byť založená akciová spoločnosť **Český rozvojový uzavřený investiční fond, a.s.** (ďalej ČRUIF), ktorá mala poskytovať venture kapitál malým a stredným podnikom v spolupráci so súkromnými investormi. Práve do tohto fondu mali byť alokované prostriedky z EFRR a ČR. Zakladateľom a zároveň jediným akcionárom ČRUIF bolo Ministerstvo priemyslu a obchodu (MPO), ktoré bolo riadiacim orgánom OPPI. MPO malo vykonávať predovšetkým kontrolnú činnosť nad realizovanými investíciami.

Dohľad nad fungovaním fondu mala realizovať Česká národná banka, ktorá v súlade so zákonom 189/2004 Sb. o kolektívnom investovaní udeľuje povolenie k činnosti investičného fondu. Správcom, resp. obhospodarovateľom fondu mala byť investičná spoločnosť, ktorá na svoju činnosť potrebuje povolenie od ČNB. Jej úlohou by bolo hodnotenie cieľových spoločností, hľadanie súkromných investorov, realizácia investičného procesu a zaistenie jeho efektívnosti a odbornosti. Investičný výbor (min. 5 členov) by plnil poradnú funkciu. Posudzoval by návrhy na investičné transakcie a vydával doporučenia. Avšak konečné rozhodnutie by bolo na správcovi. Auditor by vykonával audit účtovnej uzávierky a výročnej správy akciovej spoločnosti a depozitár by viedol účty fondu a realizoval všetky finančné transakcie. Jeho úlohou by bolo kontrolovať, či sú investície realizované v súlade so statutom fondu. Dozor nad depozitárom by vykonávala ČNB. Depozitárom ČRUIF sa v januári 2013 stala UniCreditBank Czech republic, a.s. Rozhodla o tom hodnotiaca komisia v súlade so zákonom č.137/2006 o verejných zákazkách. Základným hodnotiacim kritériom bola výhodná ekonomická ponuka, teda cena za poskytovanie služieb depozitára.

Dôležitým článkom fondu boli súkromní investori. Mohlo ísť buď o fyzickú, alebo právnicku osobu, ktorá disponovala voľnými financiami a rozhodla by sa ich investovať za účelom zhodnotenia. V rámci Seed fondu by sa investovalo formou nákupu obchodného podielu vo firme a po zvýšení tržnej hodnoty firmy by došlo ku tzv. exitu, kedy investor investíciu ukončí - napr. tým, že uvedie firmu na burzu alebo ju odpredá pôvodným vlastníkom či manažmentu. Cieľovými podnikmi boli MSP, ktoré boli inovačne a technologicky orientované, realizovali výsledky výskumu a vývoja a mohli by prispieť ku zvýšeniu konkurencieschopnosti ekonomiky. (BusinessInfo.cz, 2013)

Prehľad inštitúcií, ktoré mali byť zapojené do Seed fondu znázorňuje nasledujúci obrázok:

Obr. 14 Zamýšľané inštitucionálne usporiadanie Seed/VC fondu



Zdroj: BusinessInfo.cz, (2013)

Okrem Seed/VC fondu bol taktiež vytvorený druhý projekt – **CzechEkoSystem**, na ktorý vláda vyčlenila 206 mil. českých korún. Realizátorom projektu bol CzechInvest v súlade s OPPI 2007-2013. Projekt bol zameraný na efektívny rozvoj aktivít žiadateľov, a to prostredníctvom zvýhodneného poradenstva za účasti Kouča. Úlohou projektu malo byť vyhľadávanie potenciálnych MSP, do ktorých by neskrát Seed fond mohol investovať.

Avšak koncom apríla 2014 vydalo MPO rozhodnutie o zrušení zadávacieho konania na poskytovanie služieb správcu Seed fondu. Ako dôvod MPO uviedlo nedostatok času na realizáciu projektu v rámci OPPI, ktorý mal byť otvorený do konca roku 2015. K ukončeniu fondu prispeli najmä dlhé prietahy, ktoré vznikli dlhým správny konaním antimonopolného úradu a taktiež zmeny v súvisiacej legislatíve<sup>5</sup>. Problém nastal v tom, že jeden z vylúčených uchádzačov o zákazku, AVANT investičná spoločnosť, a.s., podal sťažnosť na ÚOHS. Správne konanie ÚOHS bolo zahájené v apríli 2013 a ani po roku antimonopolný úrad nevydal prá-

<sup>5</sup> V roku 2013 bol zrušený pôvodný zákon o kolektívnom investovaní, na základe ktorého mal fond fungovať. Podľa tohto zákona malo MPO zveriť prostriedky z EFRR a ČR do ČRUIF, a.s.

vomocné rozhodnutie. Tým sa dostal projekt do štádia, kedy nebolo možné splniť jeho účel. Tomáš Loskor z tlačového oddelenia MPO uviedol, že nová legislatíva kolektívneho investovania prinesie nové zmeny do budúcnosti, a preto MPO radšej pripraví projekt do nového operačného programu. Vláda sa tak začala pripravovať na implementáciu Operačného programu Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost (OP PIK).

Implementácií nástroja JEREMIE bránili legislatívne a rozpočtové prekážky, ktoré JEREMIE neustále oddialovali.

Legislatívne obmedzenia sa vzťahovali na fungovanie samotného fondu. Jedným z nich boli v tej dobe regulačné opatrenia, ktoré nepovoľovali, aby do fondu investovali domáce poisťovne a penzijné fondy. Preto sa mnohé fondy obracali na zahraničných investorov. V dôsledku toho existovali v ČR prevažne zahraničné fondy, pretože pre fondy domáce neboli vytvorené dostatočné podmienky. Avšak fondy, ktoré v ČR existovali sa orientovali skôr na investície nad 3 mil. €, kedy išlo prevažne už o zabehnuté podniky a investície nepredstavovali tak vysoké riziko. Z toho dôvodu podniky v raných štádiách vývoja sa nemohli uchádzať o investície rizikového kapitálu, pretože tieto podniky realizovali investície do 1 mil. €.

Svoju úlohu zohral aj odmietavý postoj podnikateľov, ktorí sa tejto forme financovania bránili a považovali ju skôr za alternatívnu. Prevládal názor, že štát by nemal zasahovať do súkromného podnikateľského sektoru, ale za to by mal vytvoriť priaznivé podnikateľské prostredie, napríklad znížením daňového zaťaženia podnikateľov. MSP vyjadrili taktiež nedôveru voči takýmto fondom, pretože nesúhlasili s tým, aby bol fond spravovaný štátnymi úradníkmi, ale preferovali skôr odborníkov z praxe, manažérov, ktorým by na danej investícii záležalo. Podobný názor vyjadril taktiež Ondrej Krátky, zo start-upového projektu Liftago: „Nie som zastánca štátneho fondu. Nemyslím si, že by bol štát dobrý vo vyhodnocovaní efektívnych investícií. Mal by skôr vytvárať dobré podmienky pre podnikanie.“

### **Programové obdobie 2014–2020**

V súčasnom programovom období sa vláda aj napriek neúspechu z predchádzajúceho obdobia naďalej drží myšlienky podpory nových inovatívnych podnikov. Budú použité revolvingové finančné nástroje na podporu MSP v rámci **Operačného programu Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost (OP PIK)**. Pre tento operačný program je vyčlenených celkom 4 331 mil. € (cca 117 mld. Kč). Riadiacim orgánom je naďalej MPO. Sprostredkujúcim subjektom je po novom Agentura pro podnikání a inovace (API), ktorej činnosťou je monitorovanie a hodnotenie projektov, podpora žiadateľov a informačný servis o možnostiach získania finančnej podpory a poradenstva pre príjemcov.

Nástupcom predchádzajúceho Seed fondu je **Národní inovační fond** (ďalej NIF), ktorý by mal podľa MPO začať fungovať od roku 2017. Do fondu bolo vyčlenených **53 mil. €**, ktoré majú byť vyčerpané do konca roku 2023. Zároveň cieľom vlády je do roku 2023 podporiť minimálne 90 projektov, realizovať aspoň jeden exit a taktiež dosiahnuť 90 % návratnosť prostriedkov. Podľa mnohých je tento



cieľ nereálny vzhľadom k tomu, že v ČR je stále nedostatok seed investorov a taktiež málo pripravených potenciálnych projektov. Pozitívom je, že tentokrát nie sú úradníci tlačení časom, ako tomu bolo v minulosti. Cieľom zamýšľaného fondu je aktivácia domáceho trhu s rizikovým kapitálom, a to hlavne vo fázach seed, start up a early stage. Fond podporí vybrané projekty poskytnutím potrebného kapitálu, avšak časť investície musí byť vždy pokrytá súkromným investorom. Podľa Petra Očka, ktorý od roku 2015 vedie na MPO odbor finančných nástrojov a riadenie projektov, bude NIF zameraný na inovatívne startupy vo veľmi raných a aj v neskorších fázach vývoja. Dôraz sa bude klásť na podniky z high-tech sektora s exportným potenciálom a taktiež na aktuálne podfinancované oblasti, ktoré nie sú pre mnohých investorov atraktívne, napríklad aj z dôvodu dlhej doby návratnosti. Okrem toho bude časť prostriedkov vyčlenená aj na podporu projektov výskumných organizácií, ktoré sú vo fáze prípravy komercializácie a hľadania investorov. Investičná platforma NIF má ambície priniesť koncepciu riešenia k vytvoreniu dlhodobej štruktúry, v rámci ktorej môžu byť spravované fondy s rôzne zameranými stratégiami. To by malo prilákať nových investorov do ČR. (Startupisti, 2015)

Dohľad nad NIF bude vykonávať ČNB. NIF bude vystupovať ako fond fondov a bude zakladať jednotlivé investičné fondy, ktoré budú realizovať samostatné investície. NIF je reprezentovaný ako komplexná investičná platforma, ktorá ČR umožní investovať prostriedky z EU v spolupráci so súkromnými investormi, ale aj medzinárodnými finančnými inštitúciami, akými sú Európska investičná banka (EIB) a Európsky investičný fond. Okrem finančnej pomoci bude skupina EIB poskytovať hlavne v začiatkoch aj ich know-how. NIF je platforma, ktorá bude investovať len v spolupráci so súkromnými investormi alebo investičnými fondami. Projekty budú podporované na základe kapitálových vstupov, pričom riadenie investície bude na samotnom investorovi. Štát je len v pozícii sprostredkovateľa, ktorý prispeje financie do vybraného investičného fondu. Štátny fond nemá vystupovať ako konkurent súkromných spoločností, ale naopak prostredníctvom vzájomných koinvestícií, prípadne kapitálovými vstupmi do súkromných fondov rizikového kapitálu, má vhodne podporiť ich zapojenie do schémy najmä prostredníctvom zdieľaného rizika. Štát by sa mal stať katalyzátorom tvorby podnikateľského ekosystému, ktorý podporí súkromnú iniciatívu.

Nasledujúca tabuľka zobrazuje, v akom pomere investuje štát a súkromný investor do podniku v jednotlivých štádiách. V prípade štátu sú uvedené maximálne limity. Výnimku tvoria projekty verejných výskumných organizácií (tzn. vysokých škôl apod.) v tzv. pre-seed fázi, kedy NIF môže poskytnúť až 100 % kapitál. Na túto činnosť má fond predbežne vyhradených 108–216 mil. Kč, ktoré majú byť použité na projekty výskumu a vývoja.

Tab. 15 Podiel štátu a súkromného investora na investíciach

Fáza vývoja	Podiel štátu	Podiel investora
Seed stage	max. 90 %	10 %
Start up stage	max. 60 %	40 %
Early stage	max. 40 %	60 %

Vlastné spracovanie

Celý systém bude založený na dvoch pilieroch. Prvým je tzv. fond fondov, ktorý bude zastrešovať Európsky investičný fond. To je oproti minulému programovému obdobiu zásadná zmena, pretože vtedy EIF vystupoval len ako poradca a ČR poskytoval konzultácie a skúsenosti. Zákon č. 218/2000 o rozpočtových pravidlách totižto nedovoľoval, aby správa vtedajšieho ČRUIF a.s. bola zverená zahraničnej inštitúcii. Úlohou EIF bude najmä v začiatkoch poskytovanie poradenstva a know-how a zároveň bude vyberať fondy, ktoré budú následne koinvestovať do inovatívnych podnikov. EIF vyberie dva až tri manažérske tímy, ktorých výber by mal byť známy do konca roka 2017 a prvé investície fondu sú odhadované na prelome rokov 2017/2018. Tímy budú zodpovedné za získanie ďalšieho investičného kapitálu od súkromných spoluinvestorov a za investície smerom ku konečným podnikom.

Druhým pilierom je **NIF investičná spoločnosť, a.s. (NIF IS)**, štátna firma, ktorá naviaže na aktivity EIF v druhej polovici roku 2017. Táto spoločnosť bude pilotne spravovať koinvestičný fond zameraný na podniky v raných štádiách a zároveň bude podporovať univerzity k podnikaniu a komercializácii výskumu. Dozor nad touto spoločnosťou bude vykonávať ČNB.

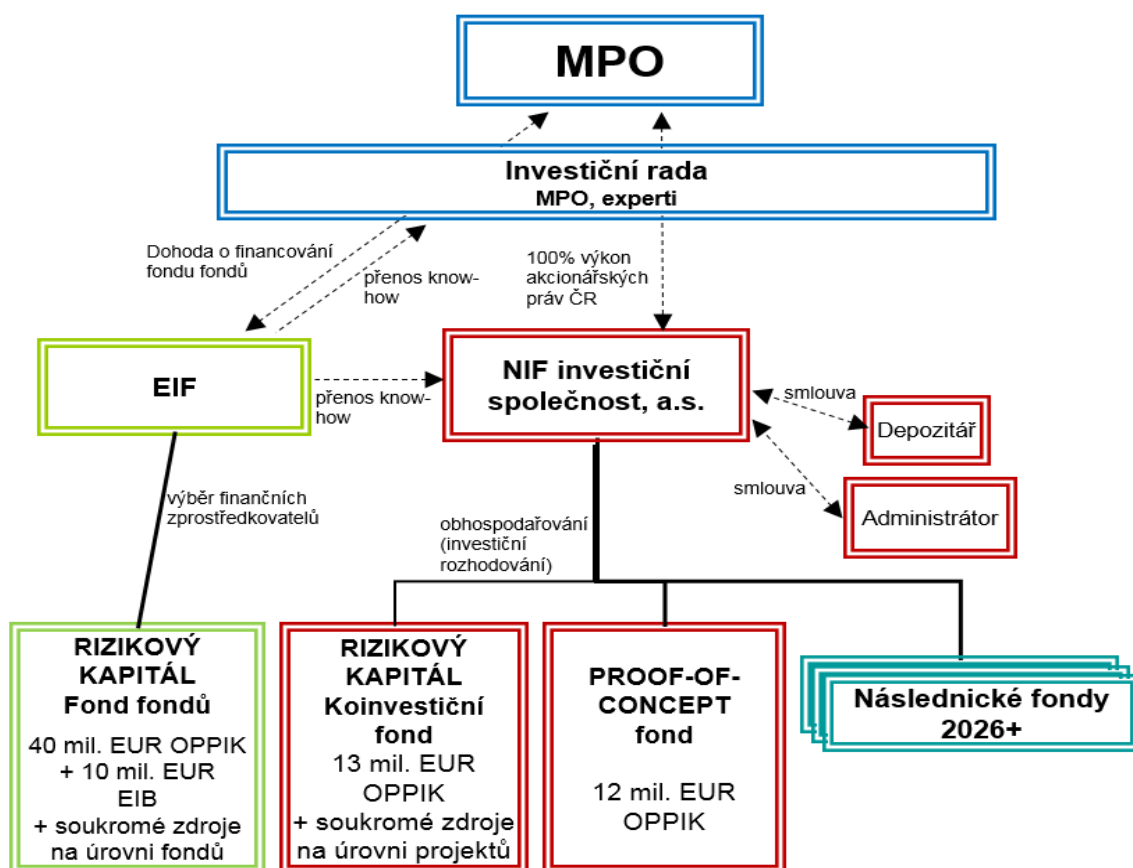
V rámci programového obdobia 2014-2020 budú v OP PIK realizované dva oddelené finančné nástroje kapitálových vstupov:

- **PROOF OF CONCEPT** – pôjde o kapitálové vstupy do podnikov, ktoré sa nachádzajú v pre-seed fáze a taktiež pôjde o podporu komercializácie výskumu a vývoja, kapitálovými vstupmi budú podporované aktivity firiem a výskumné inštitúcie (univerzity, výskumné ústavy Akadémie vied ČR). V rámci komercializácie výskumu pôjde o projekty, ktorých vedecký zámer nachádza uplatnenie v praxi. Dôraz sa bude klásť najmä na tzv. spinoffy, čo sú spoločnosti, ktoré vznikli oddelením sa napríklad od univerzity alebo výskumnej inštitúcie, ktorá realizuje komercializáciu výsledkov výskumu a vývoja a vyžaduje špeciálnu podporu. Obhospodárom bude NIF IS.
- **RIZIKOVÝ KAPITÁL** – jedná sa o kapitálové vstupy do založených firiem vo fázach zárodočného a štartového kapitálu a kapitálu na rozšírenie, pričom MPO bude využívať práve služby EIF. EIF bude dočasne poverený správou fondu nástroja rizikového kapitálu, a to po dobu min. troch rokov. Po uplynutí doby predá EIF správu portfíliu do rúk NIF IF, ktorá fond založila. Práve

prenos know-how je hlavným cieľom spolupráce s EIF a EIB. (Národní inovační fond, 2015)

Nasledujúci obrázok zobrazuje štruktúru NIF, kde NIF IS je manažérskou zložkou. MPO je 100 % vlastníkom NIF investičnej spoločnosti, a.s., a teda jej činnosti riadi štát. Zároveň podlieha kontrole ČNB. Investičná spoločnosť obhospodaruje investičné fondy NIF v súlade so zákonom č. 240/2013 Sb., o investičných spoločnostiach a investičných fondoch. NIF IS zohráva v schéme úlohu zastrešujúcej spoločnosti, prostredníctvom ktorej štát ako vlastník riadi a kontroluje ďalšie zložky štruktúry NIF. Investičná spoločnosť zakladá investičné fondy, do ktorých štát vstupuje ako investor. Zároveň NIF IS tieto fondy obhospodaruje a môže tiež vykonávať činnosti administrátora. Prostriedky do fondu budú zo štátneho rozpočtu alokované v súlade so zákonom č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlách, konkrétne vo forme dotácií, prípadne výdajov do finančného nástroju alebo fondu fondov. (Národní inovační fond, 2015)

Obr. 15 Inštitucionálne usporiadanie NIF



Zdroj: MPO, (2016)

Na výbere cieľového podniku sa budú podieľať všetci zúčastnení investori – EIF, NIF a súkromní investori. Bude sa hodnotiť obchodný plán, produkt a právne a účtovnícke pomery.

Vzhľadom k tomu, že počas písania tejto práce neboli ešte realizované investície prostredníctvom NIF, nemôžeme kvantitatívne kvalifikovať účinnosť fondu. Pripravovaný projekt má byť viac komplexnejší, pretože okrem podporovania inovatívnych firiem si vláda dala za cieľ podporiť taktiež univerzitný výskum. Pôjde o vôbec prvý fond fondov spravovaný EIF, ktorý je orientovaný výhradne na územie ČR a z toho pohľadu je jedinečný.

**Dielči záver:** Česká republika sa líši v porovnaní s predchádzajúcimi krajinami v tom, že nástroj JEREMIE nebol implementovaný tak, ako ho poznáme. Štátna podpora VK mala začať fungovať od roku 2011, kedy bol zriadený program Seed/VC fond. Program bol realizovaný prostredníctvom Operačného programu Podnikání a inovace, ktorý predstavoval zdroj financovania pre Seed fond. Prostriedky mali byť alokované z 85 % z EFRR a 15 % mala prispievať ČR. Prostriedky z fondu nemali byť investované samostatne, ale v spolupráci so súkromným investorom. Tým sa malo dospieť k tomu, aby investície boli realizované efektívne a aby na trh venture kapitálu boli prilákaní noví investori. Fond mal vlastné národné inštitucionálne usporiadanie a fungoval by na základe zmluvy o kolektívnom investovaní. V spolupráci so Seed fondom bol zriadený aj druhý projekt – ChecEkoSystem – ktorý mal pomôcť Seed fondu nájsť potenciálne projekty, do ktorých by fond mohol investovať. Avšak v roku 2014 bol Seed fond zrušený kvôli prieťahom s antimonopolným úradom a Česko sa tak ocitlo v situácii, kedy vláda nemala dostatok času na realizáciu projektu v rámci OPPI. K zrušeniu prispela aj zmena súvisiacej legislatívy.

Na prelome rokov 2017/2018 má začať fungovať Národní inovační fond, ktorý sa chce zamerať aj na okrajovo pokryté oblasti, akými sú financovanie prototypových fáz pre-seed a high-tech odbory mimo informačno-komunikatívne technológie, ktoré majú dlhšiu dobu návratnosti. Novinkou je aj zameranie fondu na podporu univerzít a ich výskumných činností. Vďaka NIF majú v ČR vzniknúť aspoň štyri nové fondy VK a zároveň sa počíta s významným zapojením súkromných investorov. Zmenou je aj aktívne zapojenie EIF, ktorý okrem poradenstva bude dočasne poverený správou fondu rizikového kapitálu a výberom manažérskych tímov. Po uplynutí troch rokov predá EIF portfólio fondu rizikového kapitálu do správy NIF IS a zároveň dôjde ku transferu know-how. NIF IS bude zriaďovať a obhospodarovat' investičné fondy, prostredníctvom ktorých bude štát podporovať MSP vo veľmi raných štádiách a taktiež univerzitné výskumy.

## 6.5 Záverečná komparácia vývoja štátnej podpory VK v krajinách V4

Podmienkou pre implementáciu iniciatívy JEREMIE bolo prevedenie Gap analýzy v členských a pridružených štátoch EU. V rámci krajín V4 Gap analýza odhalila v jednotlivých štátoch medzeru na trhu investícií a taktiež nedostatočnú podporu MSP zo strany štátu. Štáty si uvedomujú dôležitosť malých a stredných podnikov a ich pozitívny vplyv na rast ekonomiky, a preto práve MSP sa stali jedným z hlavných cieľov programových období. Vstupom do EU získali tieto krajiny možnosť podieľať sa na čerpaní zdrojov EU a využívaní štrukturálnych fondov.

Proces implementácie JEREMIE bol v skúmaných štátoch častokrát zdĺhavý a komplikovaný. V SR bola zmluva o implementácii podpísaná už v roku 2008, avšak prvá verejná súťaž na nástroje rizikového kapitálu bola vyhlásená až v roku 2012 a prvé záručné zmluvy boli podpísané v roku 2013. Ďalším príkladom je Česká republika, v ktorej mala byť štátna podpora VK zavedená v roku 2011 založením Seed/VC fondu, avšak projekt bol v roku 2014 zrušený kvôli prietahom s antimonopolným úradom. Opačným príkladom je Maďarsko, v ktorom už v roku 2008 boli zrealizované prvé transakcie na nástroje VK a tým Maďarsko získalo v tomto smere prvenstvo.

SR implementovala tento nástroj prostredníctvom tzv. „Modifikovaného európskeho modelu“, kedy správcom HF bol Európsky investičný fond, ktorý mal vyberať finančných sprostredkovateľov, realizovať finančné operácie a taktiež bol zodpovedný za riadenie SZRF. Avšak v novom programovom období v roku 2016 prešli kompetencie EIF na SRZB Asset Management, a.s. To znamená, že Slovensko prešlo na národný model, kedy správa HF bola v kompetencii národnej inštitúcie. Zvyšné štáty zvolili „národný model“ inštitucionálneho usporiadania iniciatívy JEREMIE od začiatku obdobia 2007–2013, avšak aj v týchto štátoch došlo k zmenám. V období 2007–2013 v Maďarsku bol správca HF Venture Finance Hungary, a.s. a v období 2014–2020 došlo k zmene, pretože správcom HF sa stala Hungarian Development Bank Group (MFB). Stalo sa tak po tom, ako v roku 2015 došlo ku zlúčeniu VFH s MFB. V ČR práve výberové konanie na správcu fondu viedlo k udalostiam, ktoré spôsobili zrušenie Seed fondu. Správca fondu nebol nikdy vybraný, pretože jeden z neúspešných uchádzačov na správcu fondu podal návrh na správne konanie ÚOHS. Avšak antimonopolný úrad ani po roku nevydal rozhodnutie, a to viedlo ku zrušeniu Seed/VC fondu. V novom programovom období bol zriadený nový fond – Národní inovační fond, ktorý bude dočasne spravovať EIF a po troch rokoch prejde správa do kompetencie NIF investičná spoločnosť, a.s. V Poľsku ako v jedinom štáte nedošlo k zmene, správcom HF ostala aj v druhom programovom období Národná hospodárska banka (BGK). Poľsko je zároveň jedinou krajinou, ktorá sa rozhodla implementovať JEREMIE na regionálnej úrovni, to znamená, že finančné prostriedky z EU boli rozdelené medzi Regionálne operačné programy podľa jednotlivých vojvodstiev. Ďalšia jedinečnosť Poľska je v tom, že v tejto krajine existuje aj druhá štátna podpora VK okrem JEREMIE. V štáte bol zri-

adený Národný kapitálový fond, prostredníctvom ktorého štát investuje do súkromných fondov VK.

Najviac vymedzených prostriedkov na podporu MSP prostredníctvom JEREMIE malo v prvom programovom období Maďarsko, 867 mil. €. Za Maďarskom bolo Poľsko, ktoré vyčlenilo v období 2007-2013 25 % z fondov EU do regionálnych operačných programov, z toho 320 mil. € na podporu MSP. Ďalej nasledovalo Slovensko, ktoré disponovalo so 100 mil. € a nakoniec Česko, ktoré síce vyčlenilo 53 mil. €, ale investície neboli nikdy realizované.

V druhom programovom období Poľsko získalo z EU až 86 miliónov € a tým sa Poľsko stalo krajinou, ktorá v rámci krajín EU obdrží najviac finančných prostriedkov z EU. Z fondov EU Poľsko vymedzilo až 40 % do regionálnych operačných programov, prostredníctvom ktorých sú podporované MSP. Konkrétne ide o sumu 31,3 miliónov €. Z toho bolo 14,3 miliónov € vyčlenených výhradne na podporu MSP, čím sa Poľsko v rámci krajín EU dostalo na 2. miesto v objeme peňazí vyčlenených na podporu MSP.

Za Poľskom sa nachádza v rámci krajín V4 Maďarsko. Maďarsko v tomto období podporuje MSP prostredníctvom operačného programu EDIOP, do ktorého bolo alokovaných 7684,2 mil. €, z toho 2400 mil. € bude použitých na poskytovanie finančných nástrojov pre MSP, akými sú úvery, záruky a venture kapitál.

Slovensko v druhom programovom období má vyčlenených na iniciatívu JEREMIE 450 mil. € a Česká republika 53 mil. €.

Okrem ČR všetky skúmané krajiny zvýšili objem peňazí, ktorý má byť použitý na podporu a rozvoj MSP, pričom najdramatickejšie zvýšenie môžeme pozorovať práve v Poľsku.

ČR pôvodne zvolila atypický model štátnej podpory venture kapitálu, avšak projekt sa nikdy nepodarilo spustiť. V novom programovom období sa ČR nevzdala myšlienky podpory MSP. Vytvorila Národní inovační fond, ktorý má začať fungovať na prelome rokov 2017/2018. **Dá sa povedať, že z pôvodného Seed fondu ČR prevzala koinvestičné mechnizmy, ale zároveň pristúpila na zapojenie EIF do celého procesu.** To predstavuje značný rozdiel, pretože v minulom programovom období mohol EIF vystupovať len ako poradca a v súčasnosti bude pôsobiť ako správca fondu nástroja rizikového kapitálu. Tento fond bude pôsobiť ako fond fondov. **Vďaka tomu sa ČR vyhne výberovému konaniu na správcu, čo v prípade Seed fondu viedlo ku jeho zrušeniu.**

Vznikajúci NIF je oproti Seed fondu viac **komplexnejší**, pretože okrem klasických start-upov bude podporovať taktiež podniky nachádzajúce sa v tzv. pre-seed fáze. Ide o veľmi rizikové investície ešte len vznikajúcich firiem, do ktorých fondy veľmi nechcú investovať. V prípade zapojenia štátu by sa trend mohol zmeniť. Ďalšou oblasťou podpory budú univerzity a výskumné inštitúcie, pričom sa štát zameria na tzv. spinoffy. Štát v tomto prípade môže zohrať kľúčovú úlohu súvisiacu s investíciami do vedy a výskumu. Podľa mnohých investorov sú práve projekty z univerzít tie životaschopnejšie a posúvajú inovácie na iný level.

Pozitívny je taktiež fakt, že bremeno rozhodovania o investíciách nesú súkromní investori, a to môže viesť ku efektívnej alokácii peňažných prostriedkov.

Štátni úradníci nebudú vyberať konkrétne projekty a ani nebudú obhospodárať samotné fondy.

Okrem EIF bude NIF pôsobiť prostredníctvom NIF investičnej spoločnosti, ktorá bude mať na starosti práve komercializáciu výsledkov vedy a výskumu a tak tiež bude spravovať koinvestičné fondy zamerané na podniky v raných štádiách.

## 7 Formulácia doporučení

V nasledujúcej časti budú formulované doporučená pre ďalší rozvoj štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike.

V súčasnom programovom období 2014-2020 vláda ČR bude podporovať MSP prostredníctvom Národného inovačného fondu v rámci operačného programu Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost (OPPIK). Ide o komplexnú investičnú platformu, ktorá má v ČR fungovať po prvýkrát a vláda by preto nemala podceňovať jej prípravu.

Podniky v ČR využívajú skôr štátne dotácie, poskytované z Eurofondov prostredníctvom jednotlivých operačných programov. Ide o nenávratnú finančnú pomoc, ktorá je neustále propagovaná zo strany štátu a podniky o ne stále javia záujem. Projekty sú financované zo štátneho rozpočtu a až po skončení projektu má štát nárok na refundáciu zo strany Európskej komisie. Štátne dotácie sú častokrát neefektívne a môžu deformovať trh, pretože negenerujú dodatočný výnos, ktorý by mohol byť opäť použitý. So štátnymi dotáciami je spojená značná byrokracia, ktorá súvisí s vyhlasovaním výziev, s vyhodnocovaním predložených projektov a následným uzavieraním zmlúv. O poskytovaní dotácií rozhodujú štátni úradníci a v dôsledku toho môže častokrát dôjsť ku korupcii. Naopak iniciatíva JEREMIE predstavuje revolvingový nástroj, ktorý umožňuje tvorbu a následné použitie dodatočného výnosu. Ide o efektívnu formu štátnej podpory, ktorá nedeformuje trh. Zároveň je možné kvantitatívne zhodnotiť úspešnosť daných investícií z hľadiska štátnej podpory v porovnaní s dotáciami. V prípade dotácií sa dá usúdiť ich efektívnosť z hľadiska novo vzniknutých pracovných miest. V prípade návratnej štátnej podpory je možné matematicky vypočítať výnosnosť danej investície po exite. **V dôsledku toho, že ide o transparentnejšiu formu štátnej podpory MSP, ďalším doporučením je, aby vláda preferovala v budúcnosti návratnú formu štátnej podpory MSP, a to aj na úkor adresnej štátnej podpory.** Iniciatíva JEREMIE je viac prehľadnejšia a menej byrokratická. Navyše v sebe zahŕňa odborný aspekt v podobe súkromných investorov, naopak o dotáciách rozhodujú štátni úradníci.

**Ďalším doporučením je, aby pri spustení investícií prostredníctvom NIF boli jasne formulované rozhodovacie mechanizmy.** Je dôležité, aby cieľové podniky a taktiež súkromní investori poznali podmienky, za akých sa bude štát podieľať na danej investícii.

Pre rozvoj štátnej podpory venture kapitálu je dôležité, aby boli odstránené bariéry nedôvery zo strany cieľových spoločností voči štátnym fondom. Podniky môžu mať pochybnosti o tom, ako je zaobchádzané s poskytnutými patentovými informáciami. V prípade, kedy daný podnik jedná len so súkromným investorom, je podpísaná dohoda o mlčanlivosti. Podnik následne predstaví svoj podnikateľský nápad, svoje know-how, môže poskytnúť investorovi technologickú koncepciu



fungovania a investor sa na základe toho rozhodne, či podnik podporí. Avšak v prípade zapojenia štátu sú do celého procesu zainteresované aj štátne úrady. **Preto je potrebné, aby štát právne ošetril ochranu duševného vlastníctva, a tak docielil vytvorenie dôvery zo strany podnikov.** Mohlo by sa tak predísť prípadnému zneužitiu poskytovaných informácií napríklad vo forme ich predaja konkurencii.

**Ďalším navrhovaným doporučením je, aby Ministerstvo priemyslu a obchodu (MPO) ako riadiaci orgán OPPIK začalo vypisovať prostredníctvom OPPIK v súčasnom programovom období 2014-2020 odborné školenia, semináre, konferencie či workshopy, ktoré by sa zaoberali problematikou venture kapitálu.** Konkrétne by cieľové skupiny boli informované o celom procese financovania, o výhodách a rizikách, ktoré sú spojené s týmto typom financovania, a hlavne by bola verejnosť oboznámená o fungovaní a využívaní iniciatívy JEREMIE, respektíve NIF. **Návrh by bolo možné realizovať v rámci prioritnej osy 5 Technická pomoc, na základe strategického cieľa 5.2 Zaistenie informovanosti, publicity a absorpčnej kapacity operačného programu.** Podľa MPO je predpokladom pre naplnenie špecifického cieľa presné zacielenie komunikačnej stratégie programu, nastavenie informatívnych väzieb a kanálov smerom ku verejnosti a cieľovým skupinám. To by malo viesť ku zvýšeniu povedomia o venture kapitály, ku posilneniu absorpčnej kapacity iniciatívy JEREMIE, k efektívnemu využívaniu finančných prostriedkov a väčšej úspešnosti projektových žiadostí.

**Zároveň je potrebné, aby došlo ku zlepšeniu všeobecného prostredia pre venture kapitál.** Ako bolo uvedené v časti 5.4, Česká republika sa v roku 2016 prepadla z 33. miesta na 56. miesto v hodnotení atraktívnosti krajín pre PE/VC investície. Najhoršie ohodnotenie získala ČR v rámci hĺbky kapitálového trhu, konkrétne v podkategórií celkový objem obchodu. Dá sa teda hovoriť o nedostatočne rozvinutom kapitálovom trhu. Rozvoju venture kapitálu bránia taktiež legislatívne prekážky. Neexistuje špeciálna legislatíva, ktorá by upravovala využívanie venture kapitálu. Existujúca legislatíva sa môže javiť ako neprehľadná a môže spôsobovať zbytočné administratívne zaťaženie pre podniky. V neposlednom rade by ku zlepšeniu prostredia prispeli taktiež daňové stimuly týkajúce sa podpory MSP.

## 8 Diskusia

Ideálnym spôsobom pre posúdenie úspešnosti jednotlivých krajín by bolo, keby boli sprístupnené informácie vypovedajúce o úspešnosti daných investícií, respektíve fondov. Na základe týchto výsledkov by následne mohli byť formulované odporúčenia. Avšak v práci musela byť zvolená iná cesta formulácii odporúčaní, pretože potrebné dáta nie sú veľmi zverejňované.

Počas písania práce som prostredníctvom emailu oslovila českú aj slovenskú asociáciu rizikového a rozvojového kapitálu, pretože som chcela zistiť priebežné výsledky investícií a prípadných exitov. Z CVCA nebolo na moje dotazy odpísané a zo Slovenskej asociácie mi pán Andrej Petrus odpísal len toľko, že nie všetky slovenské fondy poskytujú informácie o ich investíciách. Avšak na moje dodatočné otázky prečo to tak je, mi už nebolo odpísané. Fondy vo všeobecnosti nechcú tieto informácie veľmi zverejňovať, pretože ide o citlivú politickú tému z hľadiska úspešnosti. Dá sa polemizovať o tom, že keby fondy dosahovali nadpriemerné výsledky a realizovali by úspešné investície, informácie by boli zverejňované a prispievali by ku budovaniu dobrého mena. Avšak keďže informácie veľmi nie sú zverejňované, je otázne, do akej miery dochádza ku zhodnoteniu realizovaných investícií. Z toho dôvodu nemôžeme formulovať odporúčenia na základe finančných výsledkov zainvestovaných spoločností.

V prípade novo vznikajúceho Národného inovačného fondu v Českej republike bude dôležité pre jeho efektívne fungovanie transparentne a vhodne nastaviť mechanizmy investičného rozhodovania. NIF môže byť prínosný pre české MSP a ekonomiku ako takú, ak sa mu podarí angažovať v celom procese schopných ľudí z praxe, ktorí zabezpečia efektívnu alokáciu peňazí. Samotný štát by mohol pomôcť znížením administratívnej záťaže ako pre podnikateľov, tak aj pre výskumníkov, aby mali ľudia z výskumu vôbec čas sa zaoberať sledovaním, čo je pre trh atraktívne, a aby ich od založenia start-upu neodradzovala zložitá procedúra.

Otázny je aj objem vyčlenených peňazí. Nikola Rafaj zo StartupYardu prirovnal 53 mil. € (cca 1,4 mld. Kč) k vybudovaniu 1,5 km českej diaľnice. Preto je otázne, či taký obnos peňazí postačí. Naopak Miloš Sochor, z Y Soft Ventures uviedol, že z jeho pohľadu ide o veľké množstvo peňazí, a to môže potenciálne ohroziť trh.

Môže sa stať, že samotné peniaze nebudú vôbec problémom, že ich bude dostatok, ale na druhej strane môže nastať situácia, kedy by chýbali kvalitné projekty. Môže sa stať, že bude nastavený funkčný mechanizmus, ale bude chýbať záujem zo strany cieľových podnikov a súkromných investorov. Investorov môžu odrádzať byrokratické prekážky a administratívne zaťaženie, a z toho dôvodu sa môžu rozhodnúť investovať do daného podniku samy, bez využitia štátnej pomoci. Štát by mohol byť využívaný na podporu menej kvalitných, a o to viac rizikových projektov. Z toho dôvodu by sa mal štát zamerať na elimináciu byrokratického zaťaženia celého investičného procesu.

## 9 Záver

Hlavným cieľom práce bolo formulovať doporučenia pre ďalší rozvoj štátnej podpory venture kapitálu v Českej republike, a to na základe analýzy trhu venture kapitálu a na základe vývoja štátnych podpor venture kapitálu v krajinách Slovensko, Poľsko, Maďarsko a Česko. Na dosiahnutie hlavného cieľa boli stanovené ciele dielčie.

Prvým dielčím cieľom bolo identifikovať výhody a nevýhody vyplývajúce z venture kapitálového financovania. V rámci toho boli charakterizované pojmy rizikový a rozvojový kapitál, následne sme sa zaoberali typmi rizikového a rozvojového kapitálu a subjektami pôsobiacimi na danom trhu. Na záver literárnej rešerše boli na základe troch štúdií z rokov 2002, 2009 a 2013 demonštrované makroekonomické dopady venture kapitálu na ekonomiku a taktiež sme sa zaoberali teoretickým objasnením iniciatívy JEREMIE. Druhým dielčím cieľom bolo na základe komparatívnej analýzy zhodnotiť súčasný stav trhu venture kapitálu v krajinách V4 a tretím dielčím cieľom bolo zhodnotiť, ako prebiehalo využívanie štátnej podpory venture kapitálu s využitím iniciatívy JEREMIE v skúmaných štátoch.

V práci boli dokázané pozitívne makroekonomické dopady venture kapitálu na ekonomiku. **Na základe troch štúdií sme zistili, že venture kapitál prispieva ku ekonomickému rastu, zvyšuje sa export, dochádza ku tvorbe nových pracovných miest, podporuje vznik a rozvoj nových inovatívnych firiem, ktoré sa aj vďaka radám investora stávajú konkurencieschopnými, a tak majú príležitosť obstať aj na globálnom trhu. Podnik generuje väčšie obraty a zisky, čo zároveň znamená aj väčší prísun daní do štátnej pokladne.**

Piata kapitola sa zaoberala analýzou trhu venture kapitálu v krajinách V4 v období 2012-2015. Celková investičná aktivita CEE regiónu predstavovala v roku 2015 1,6 biliónov €, čo je najväčšia nameraná hodnota od roku 2009. Najväčší podiel na tomto výsledku malo Poľsko, ktorého investičná aktivita tvorila až 54 % z celkového objemu investícií v rámci CEE regiónu. Práve Poľsko je považované za jeden z najsilnejších trhov v CEE regióne, o čom svedčí aj jeho 35 % podiel na celkovom HDP v rámci celého CEE regiónu. **Celkový vývoj venture kapitálových investícií CEE regiónu mal od roku 2013 stúpajúcu tendenciu, avšak v rámci našich skúmaných krajín môžeme pozorovať kolísavý až opačný vývoj, čo zobrazuje graf číslo 10. Dôvodom stúpajúcej tendencie môže byť Poľsko, ktoré zaznamenalo v roku 2015 zvýšenie investícií až o 636 mil. € a to ovplyvnilo celkový výsledok CEE krajín v poslednom roku. Opačným príkladom je Slovensko, v ktorom hodnota investícií klesla z 98 mil. € v roku 2013 na 12 mil. € v roku 2015. Bolo zistené, že Slovenská republika značne zaostáva za zvyšnými krajinami V4 zo všetkých skúmaných hľadísk.** Najväčší podiel na uskutočnených investíciách za rok 2015 mali manažérske odkupy, pričom výnimku tvorí opäť Slovensko, ktoré v tej dobe neuskutočnilo žiadne manažérske odkupy. Naopak najmenej investícií bolo realizovaných v rámci zárodového kapitálu. Ide o vysoko rizikové investície, ktoré fondy neradi podstupujú a preferujú financovanie už existuj-

úcich podnikov. Tento trend je spoločný pre všetky skúmané štáty. Pokiaľ by sme sa mali zamerať na Českú republiku, tak v jej prípade v roku 2015 došlo ku dramatickému poklesu investičnej aktivity. Investície klesli až o 282 mil. € a dosiahli hodnotu 14 mil. €. Pritom v roku 2014 bola ČR druhou najaktívnejšou krajinou v rámci PE/VC investícií, kedy jej hodnota investícií dosahovalo 300 mil. €. Najviac investícií smerovalo do odvetvia s obchodným a priemyselným tovarom, veľký podiel mal spotrebný tovar a maloobchod a taktiež spotrebiteľské služby. V roku 2015 mal najväčší podiel na investičnej aktivite rastový kapitál a v roku 2014 to boli manažérske odkupy. **Na českom trhu venture kapitálu došlo k poklesu, avšak existuje tu potenciál pre ďalší rozvoj. Je potrebné, aby boli zmiernené regulačné opatrenia týkajúce sa právneho prostredia a zapojenia poisťovní a penzijných fondov do financovania. K podpore rozvoja venture kapitálu by taktiež prispeli daňové zvýhodnenia pre podporu MSP. Dôkazom toho, že ČR má medzery, ktoré musia byť odstránené je aj fakt, že v roku 2016 sa ČR prepadla z 33. miesta na 56. miesto v hodnotení atraktívnosti krajín pre PE/VC investície.**

V ďalšej časti sme sa zamerali na skúmanie vývoja implementačného procesu iniciatívy JEREMIE vo vybraných štátoch. Všetky skúmané štáty zvolili v súčasnom programovom období národný model inštitucionálneho usporiadania iniciatívy JEREMIE. Slovensko pôvodne zvolilo modifikovaný európsky model, kedy správcom HF bol EIF, ale od roku 2016 prešli kompetencie EIF na národnú inštitúciu, konkrétne na SZRB Asset Management, a.s. Taktiež v Maďarsku došlo ku zmene správcu Holdingového fondu, kompetencie z Venture Finance Hungary, a.s. prešli na Hungarian Development Bank Group. V Českej republike dokonca výber správcu spôsobil zrušenie pôvodne zamýšľaného Seed fondu. Jedine Poľsko ostalo bez zmeny a zároveň Poľsko ako jediná krajina implementovala iniciatívu JEREMIE na regionálnej úrovni. **Poľsko hodnotím ako krajinu, v ktorej sa JEREMIE najviac ujalo. Svedčí o tom aj fakt, že v súčasnom programovom období vláda vyčlenila na podporu MSP až 14,3 miliónov €, čo je neporovnateľný rozdiel oproti ostatným skúmaným krajinám.** Zároveň je Poľsko na 2. mieste v rámci krajín EU z hľadiska objemu poskytovaných financií na podporu MSP. Avšak tu vzniká otázka, či tak veľký obnos peňazí v pomere s poľským trhom nespôsobí, že MSP v krajine budú pohodlnejšie a menej dravé, pretože sa budú spoliehať na získanie peňazí od štátu. O tom, že trh venture kapitálu je v Poľsku rozvinutý svedčí aj umiestnenie krajiny na 25. mieste zo 125 krajín v hodnotení atraktívnosti PE/VC investícií. Za Poľskom sa nachádza Maďarsko, ktoré na podporu MSP vyčlenilo v novom programovom období 2400 mil. €. **V rámci Maďarska pozitívne hodnotím ponúkané kombinované produkty, ktoré sa v predchádzajúcom programovom období stretli s vysokým dopytom a boli do konca roku 2013 plne vyčerpané. V tomto trende by Maďarsko malo pokračovať aj naďalej.** Českej republike sa doteraz nepodarilo funkčne implementovať iniciatívu JEREMIE. Pôvodne zamýšľaný Seed fond bol ukončený v roku 2014, kvôli preťahom s antimonopolným úradom, ktoré vznikli v dôsledku výberového konania na správcu fondu. V súčasnosti sa spúšťa nový projekt, ide o Národný inovačný fond,

ktorý má začať fungovať na prelome rokov 2017/2018. NIF je komplexná investičná platforma, ktorá má podporovať podniky vo veľmi skorom štádiu vývoja, taktiež má poskytovať štartovací kapitál a má podporovať komercializáciu výsledkov výskumu a vývoja. **Česká republika sa tentokrát rozhodla zapojiť do celého procesu Európsky investičný fond, ktorý okrem poskytovania know-how bude zo začiatku obhospodávať Fond rizikového kapitálu ako fond fondov.** Tým by sa malo predísť výberovému konaniu na správcu. Súčasťou NIF bude taktiež 100 % štátna spoločnosť, NIF investičná spoločnosť, ktorá bude zastrešovať investície smerujúce do podnikov v pre-seed fáze a taktiež bude podporovať výskumné inštitúcie a univerzity. Po asi troch rokoch prejdú kompetencie EIF na NIF IS.

**Hlavným cieľom práce bolo formulovať doporučená pre ďalší rozvoj štátnej podpory venture kapitálu v ČR. Mojm doporučením je, aby MPO začalo prostredníctvom OPPIK v súčasnom programovom období 2014 -2020 organizovať semináre, konferencie, workshopy, ktoré by boli zamerané na zvýšenie povedomia o venture kapitály a na propagáciu začínajúceho Národného inovačného fondu. Návrh by bolo možné realizovať v rámci prioritnej osy 5 Technická pomoc, na základe strategického cieľa 5.2 Zaistenie informovanosti, publicity a absorpčnej kapacity operačného programu. Druhým doporučením je, aby vláda preferovala v budúcnosti návratnú formu štátnej podpory MSP, a to aj na úkor adresnej štátnej podpory. Návratná forma je totižto transparentnejšia, menej byrokratická a zahrňa v sebe odborný aspekt v podobe súkromných investorov. Ďalším doporučením je, aby pri spustení investícií prostredníctvom NIF boli jasne formulované rozhodovacie mechanizmy. Následne doporučujem právne ošetrenie ochrany duševného vlastníctva, čím sa odstráni bariéra nedôvery zo strany cieľových podnikov a mohli by sa tak predísť zneužitiu poskytovaných informácií napríklad vo forme ich predaja konkurencii. Nakoniec je doporučované zlepšenie všeobecného venture kapitálového prostredia napríklad odstránením legislatívnych prekážok a zavedením daňových stimulov na podporu MSP.**

## 10 Literatúra

ARCA CAPITAL. *Private equity* [online]. [cit.2017-05-07]. Dostupné z: <<http://www.arcacapital.com/sk/investicie/private-equity#venture>>.

BUSINESSINFO.CZ. *Základní informace o Seed fondu* [online]. 2013 [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <[http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/zakladni-informace-o-seed-fondu28226.html?utm\\_source=portal&utm\\_medium=web&utm\\_campaign=clanky\\_souvisejici](http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/zakladni-informace-o-seed-fondu28226.html?utm_source=portal&utm_medium=web&utm_campaign=clanky_souvisejici)>.

BUSINESSINFO.CZ. *Institucionální uspořádání*. [online]. 2013 [cit. 2017-04-21]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/institucionalni-usporadani-28234.html>>.

CASE STUDY HUNGARY. *OP economic development 2015* [online]. 2015 [cit. 2017-04-17]. Dostupné z: <[http://www.budapestinstitute.eu/uploads/BI\\_DGREGIO\\_CaseStudy\\_HU\\_2015\\_FINAL.pdf](http://www.budapestinstitute.eu/uploads/BI_DGREGIO_CaseStudy_HU_2015_FINAL.pdf)>.

CEE. *CEE Private Equity Statistics 2015* [online]. 2016 [cit. 2017-05-07]. Dostupné z: <<https://www.investeurope.eu/media/504370/invest-europe-cee-statistics-2015.pdf>>.

COMBINED MICRO CREDIT AND GRANT SCHEME. *Case study* [online]. 2015 [cit.2017-04-29]. Dostupné z: <<https://www.ficom-pass.eu/sites/default/files/publications/Case%20Study%20Combined%20Micro%20Credit%20and%20Grant%20scheme.pdf>>.

CVCA. *O nás* [online]. 2010 [cit. 2017-04-23]. Dostupné z: <<http://www.cvca.cz/cs/o-nas/>>.

DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3.

EC.EUROPA.EU. *JEREMIE: spoločné európske zdroje pre veľmi malé až stredné*

podniky [online]. 2014 [cit. 2017-04-03]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/regional\\_policy/sk/funding/special-support-instruments/jeremie/#4](http://ec.europa.eu/regional_policy/sk/funding/special-support-instruments/jeremie/#4)>.

EUROPEAN FUNDS PORTAL. *Jeremie* [online]. 2010 [cit.2017-04-28]. Dostupné z: <<http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/English/RPO/Strony/Jeremie.asp>>.

EUROPEAN INVESTMENT FUND. *JEREMIE – Joint European Resources for Micro to Medium enterprises* [online]. 2016 [cit. 2017-04-03] Dostupné z: <[http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/jeremie/index.htm?lang=-en](http://www.eif.org/what_we_do/resources/jeremie/index.htm?lang=-en)>.

EUROPEAN INVESTMENT FUND. *Jeremie: Nový spôsob využitia štrukturálnych fondov EU na podporu prístupu MSP k financiam prostredníctvom holdingových fondov* [online]. 20.2.2012 [cit. 2017-04-03]. Dostupné z: <[http://www.eif.org/news\\_centre/publications/Jeremie\\_leaflet\\_files/jeremie\\_leaflet\\_sk.pdf](http://www.eif.org/news_centre/publications/Jeremie_leaflet_files/jeremie_leaflet_sk.pdf)>.

EVCA. *Survey of Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe* [online]. 2002 [cit. 2017-03-28] Dostupné z: <[http://www.investeurope.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVC\\_A\\_Research/Economical\\_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf](http://www.investeurope.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVC_A_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf)>.

EVCA. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary Research Findings*. [online]. 2009 [cit. 2017-03-29] Dostupné z: <[http://www.fvca.fi/files/30/EVCA\\_DOC\\_RP\\_ECONIMPACT\\_0909.pdf](http://www.fvca.fi/files/30/EVCA_DOC_RP_ECONIMPACT_0909.pdf)>.

FINANČNÉ TRHY. *Rizikový a rozvojový kapitál na Slovensku* [online]. 2015 [cit.2017-05-03]. Dostupné z: <<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=183>>.

FREŇÁKOVÁ, M. *Venture kapitál a rozvojový kapitál pre váš biznis*. Bratislava: TREND, 2011. 150 s. ISBN 978-80-89357-06-2.

FRONTIER ECONOMICS. *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe* [online]. 2013 [cit. 2017-03-29] Dostupné z: <[http://www.investeurope.eu/media/61219/Frontier\\_Economics\\_Report.pdf](http://www.investeurope.eu/media/61219/Frontier_Economics_Report.pdf)>.

HVCA. *Investment monitoring report FY 2014* [online]. 2015 [cit. 2017-05-07]. Dostupné z: <<http://www.hvca.hu/statistics/>>.

- HVCA. *Investment monitoring report FY 2015* [online]. 2015 [cit. 2017-05-07]. Dostupné z: <<http://www.hvca.hu/statistics/>>.
- IESE. *The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2016* [online]. 2016 [cit.2017-05-03]. Dostupné z: <<http://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2016/06/annual.pdf>>.
- INVEST EUROPE. *European Private Equity Activity Data 2007-2015* [online]. 2016 [cit. 2017-05-07]. Dostupné z: <<https://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>>.
- IS RRA. *Integrovaná sieť regionálnych rozvojových agentúr*. [online]. 2015 [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: <<http://www.isrra.sk/informacie/aktuality/1630-revizia-op-kahr-verzia-7-1.html>>.
- KPMG. *Private equity in Poland 2016* [online]. 2016. [cit.2017-05-04]. Dostupné z: <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/08/pl-Private-Equity-in-Poland-2016-Trends-and-Opportunities-EN.pdf>>.
- KRAJOWY FUNDUSZ KAPITALOWY. *Investment policy* [online]. 2011 [cit.2017-04-28]. Dostupné z: <<http://www.kfk.org.pl/en/how-we-invest/investment-policy>>.
- MAJKOVÁ, M. *Ako financovať malé a stredné podniky*. 1. vyd. Bratislava : IURA EDITION. 2011. 228 s. ISBN 978-80-8078-413-3.
- MFB. *Jeremie in hungary* [online]. 2015 [cit. 2017-04-18]. Dostupné z: <<https://prezi.com/gyitake7rlwh/jeremie-in-hungary/>>.
- MFB. *New delivery model in Hungary for ESIF financial instruments*. [online]. 2015 [cit. 2017-04-18]. Dostupné z: <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:lsKvvstYXds:www.eapb.eu/component/attachments/attachments.html%3Ftask%3Dattachment%26id%3D217+%&cd=3&hl=sk&ct=clnk&gl=sk>>.
- MINISTERSTVO PRO MÍSTNÍ ROZVOJ. *Studie identifikující vhodné typy pro-jektů v rámci jednotlivých operačních programů pro aplikaci metody PPP na programové období 2007-2013* [online]. 2009 [cit. 2017-05-07]. Dostupné z: <<http://www.strukturalni-fondy.cz/CMSPages/GetFile.aspx?guid=6c740efc-c2a7-4193-a1e2-076361488bf5>>.



- MINISTERSTVO ZAHRANIČNÝCH VECÍ A EURÓPSKÝCH ZÁLEŽITOSTÍ SLOVENSKEJ REPUBLIKY. *Vyšehradská skupina* [online]. 2015 [cit. 2017-03-27]. Dostupné z: <[https://www.mzv.sk/zahranicna\\_politika/slovensko\\_a\\_v4-vysehradska\\_skupina](https://www.mzv.sk/zahranicna_politika/slovensko_a_v4-vysehradska_skupina)>.
- MPO. *Operační program Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost* [online]. 2015 [cit. 2017-05-10]. Dostupné z: <<https://www.mpo.cz/cz/podnikani/dotace-a-podpora-podnikani/oppik-2014-2020/operacni-program-podnikani-a-inovace-pro-konkurenceschopnost/operacni-program-podnikani-a-inovace-pro-konkurenceschopnost--157679/>>.
- MZVAEZ SR. *Vyšehradská skupina* [online]. 2014 [cit.2017-05-04]. Dostupné z: <[https://www.mzv.sk/zahranicna\\_politika/slovensko\\_a\\_v4-vysehradska\\_skupina](https://www.mzv.sk/zahranicna_politika/slovensko_a_v4-vysehradska_skupina)>.
- NÁRODNÍ INOVAČNÍ FOND. *Studie proveditelnosti 2015* [online]. 2015 [cit.2017-04-29]. Dostupné z: <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:dAg-MoIMW6cJ:i.info.cz/files/lupa/619/narodni-inovacni-fond-studie-proveditelnosti-1.doc+&cd=3&hl=sk&ct=clnk&gl=sk>>.
- NÝVLTOVÁ, R. REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.
- PISÁR, P., SANIGOVÁ, E. *INOVATÍVNE FINANCOVANIE PODNIKOV V ČESKEJ REPUBLIKE A NA SLOVENSKU* [online]. 2014 [cit.2017-04-03]. Dostupné z: <[https://www.tvp.zcu.cz/cd/2014/PDF\\_sbornik/pisar%20sanigova.pdf](https://www.tvp.zcu.cz/cd/2014/PDF_sbornik/pisar%20sanigova.pdf)>.
- PPEA. *About PPEA* [online]. [cit.2017-05-04]. Dostupné z: <<http://psik.org.pl/en/about-psik/association.html>>.
- RÖDL & PARTNER. *EU funds in Poland 2014–2020* [online]. 2015 [cit. 2017-04-11]. Dostupné z: <[http://www.roedl.com/pl/en/services/state\\_aid\\_advice/eu\\_funds\\_in\\_poland\\_20142020.html](http://www.roedl.com/pl/en/services/state_aid_advice/eu_funds_in_poland_20142020.html)>.
- ROKOVANIE VLÁDY SLOVENSKEJ REPUBLIKY. *Návrh postupu implementácie JEREMIE v Slovenskej republike v programovom období 2007-2013* [online]. 2007 [cit.2017-03-04]. Dostupné z:

<[http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Mater-Dokum-93605?prefixFile=m\\_](http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Mater-Dokum-93605?prefixFile=m_)>.

SLOVCA. *O nás* [online]. 2015 [cit.2017-05-03]. Dostupné z: <<http://www.slovca.sk/sk/stranky/o-nas>>.

SLOVENSKÝ ZÁRUČNÝ A ROZVOJOVÝ FOND. *O JEREMIE* [online]. 2016 [cit. 2017-04-04]. Dostupné z: <<http://www.szrf.sk/sk/jeremie>>.

SLOVENSKÝ ZÁRUČNÝ A ROZVOJOVÝ FOND. *Portfóliový úverový finančný nástroj zdieľaného rizika* [online]. 2016 [cit. 2017-04-04]. Dostupné z: <<http://www.szrf.sk/sk/prsl>>.

STARTUPISTI.CZ. *Vláda dala zelenou návrhu MPO na vznik fondu na podporu startupov.* [online]. 2015 [cit.2017-04-29]. Dostupné z: <<http://startupisti.cz/vlada-dala-zelenou-navrhu-mpo-na-vznik-fondu-na-podporu-startupu/>>.

STARTUPYARD. *Is the Polish Government drowning its innovators in money?* [online] 2016. [cit. 2017-05-07]. Dostupné z: <<http://startupyard.com/is-the-polish-government-drowning-its-innovators-in-money/>>.

ŠTÁTNA POMOC A INÉ PROGRAMY POMOCI. *Schéma pomoci de minimis pre iniciatívu JEREMIE v Slovenskej republike Portfóliová záruka prvej straty* [online]. 2011 [cit. 2017-04-04]. Dostupné z: <[http://szrf.sk/\\_img/Contents/Statna\\_pomoc\\_a\\_ine\\_programy\\_podpory.pdf](http://szrf.sk/_img/Contents/Statna_pomoc_a_ine_programy_podpory.pdf)>.

ŠTÁTNA POMOC A INÉ PROGRAMY POMOCI. *Schéma pomoci de minimis pre iniciatívu JEREMIE v Slovenskej republike Portfóliový úver zdieľaného rizika* [online]. 2014 [cit. 2017-04-07]. Dostupné z: <[http://www.szrf.sk/\\_img/Contents/Framework\\_Agreement\\_SK\\_for%20publication.pdf](http://www.szrf.sk/_img/Contents/Framework_Agreement_SK_for%20publication.pdf)>.

ÚRAD VLÁDY SR. *Rokovanie vlády SR.* [online]. 2010 [cit. 2017-04-03] Dostupné z: <[http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Mater-Dokum-93605?prefixFile=m\\_](http://www.rokovania.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Mater-Dokum-93605?prefixFile=m_)>.

## **11 Zoznam obrázkov**

<b>Obr. 1</b>	<b>Vývoj exitov v SR 2012-2015</b>	<b>35</b>
<b>Obr. 2</b>	<b>Investičná aktivita Poľska 2012-2015</b>	<b>38</b>
<b>Obr. 3</b>	<b>Rozdelenie investícií podľa odvetvia v rokoch 2014 a 2015</b>	<b>40</b>
<b>Obr. 4</b>	<b>Investičná aktivita Maďarska v období 2012-2015</b>	<b>42</b>
<b>Obr. 5</b>	<b>Rozdelenie investícií podľa odvetvia v rokoch 2014 a 2015</b>	<b>44</b>
<b>Obr. 6</b>	<b>Investičná aktivita ČR v období 2012-2015</b>	<b>47</b>
<b>Obr. 7</b>	<b>Rozdelení investícií podľa odvetvia v roku 2014</b>	<b>49</b>
<b>Obr. 8</b>	<b>Rozdelenie investícií podľa odvetvia v roku 2015</b>	<b>49</b>
<b>Obr. 9</b>	<b>Vývoj exitov v ČR v období 2012-2015</b>	<b>50</b>
<b>Obr. 10</b>	<b>Vývoj investičnej aktivity krajín V4 v období 2012-2015</b>	<b>52</b>
<b>Obr. 11</b>	<b>Investičná aktivita CEE regiónu v období 2012-2015</b>	<b>53</b>
<b>Obr. 12</b>	<b>Vývoj exitov krajín V4 v období 2012-2015</b>	<b>54</b>
<b>Obr. 13</b>	<b>Rozdelenie finančných prostriedkov z fondov EU pre programové obdobie 2014-2020</b>	<b>63</b>
<b>Obr. 14</b>	<b>Zamýšľané inštitucionálne usporiadanie Seed/VC fondu</b>	<b>71</b>
<b>Obr. 15</b>	<b>Inštitucionálne usporiadanie NIF</b>	<b>75</b>
<b>Obr. 16</b>	<b>Investičná aktivita CEE regiónu v období 2003-2015</b>	<b>94</b>

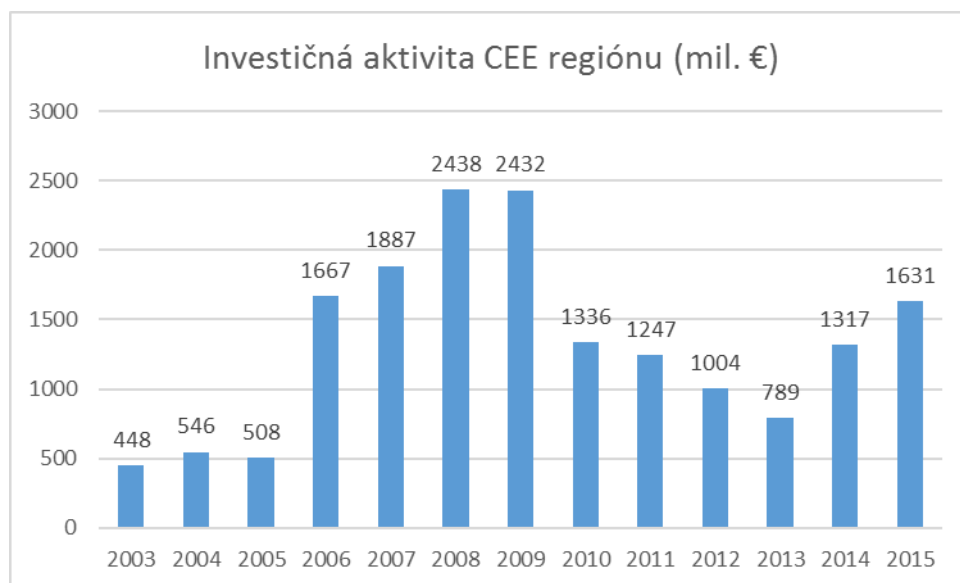
## 12 Zoznam tabuliek

<b>Tab. 1</b>	<b>Rozdiely vo financovaní</b>	<b>23</b>
<b>Tab. 2</b>	<b>Zhodnotenie atraktívnosti Slovenska pre PE/VC investície v roku 2016</b>	<b>33</b>
<b>Tab. 3</b>	<b>Investičná aktivita Slovenska 2012-2015</b>	<b>34</b>
<b>Tab. 4</b>	<b>Investície v SR v období 2014 a 2015 (tisíc €)</b>	<b>35</b>
<b>Tab. 5</b>	<b>Zhodnotenie atraktívnosti Poľska pre PE/VC investície v roku 2016</b>	<b>37</b>
<b>Tab. 6</b>	<b>Investície Poľska v období 2014 a 2015 (tisíc €)</b>	<b>39</b>
<b>Tab. 7</b>	<b>Vývoj exitov v Poľsku 2012-2015</b>	<b>40</b>
<b>Tab. 8</b>	<b>Zhodnotenie atraktívnosti Maďarska pre PE/VC investície v roku 2016</b>	<b>41</b>
<b>Tab. 9</b>	<b>Investície Maďarska v období 2014 a 2015</b>	<b>43</b>
<b>Tab. 10</b>	<b>Vývoj exitov v Maďarsku 2012-2015</b>	<b>45</b>
<b>Tab. 11</b>	<b>Zhodnotenie atraktívnosti ČR pre PE/VC investície v roku 2016</b>	<b>46</b>
<b>Tab. 12</b>	<b>Investície v ČR v období 2014 a 2015</b>	<b>48</b>
<b>Tab. 13</b>	<b>Porovnanie atraktívnosti krajín V4</b>	<b>51</b>
<b>Tab. 14</b>	<b>Poskytnuté finančné nástroje v programovom období 2007-2013</b>	<b>67</b>
<b>Tab. 15</b>	<b>Podiel štátu a súkromného investora na investíciach</b>	<b>74</b>

# Prílohy

## A Vývoj investičnej aktivity CEE regiónu

Obr. 16 Investičná aktivita CEE regiónu v období 2003-2015



Zdroj: CEE Statistics, (2015)