

# **Rizikový kapitál jako možnost rozvoje podniku v odvětví IT**

**Bakalářská práce**

**Vedoucí práce:**

**Ing. Martin Širůček, Ph.D.**

**Ondřej Čajka**

**Brno 2016**

## **Poděkování**

Na tomto místě bych rád poděkoval Ing. Martinu Širůčkovi, Ph.D. za vedení práce, cenné rady a připomínky, které mi ochotně poskytl v průběhu psaní této bakalářské práce. Dále bych chtěl poděkovat Ing. Radku Čajkovi Ph.D. za cenné připomínky pro psaní práce a Ing. Stanislavu Richterovi za odborné rady.

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Rizikový kapitál jako možnost rozvoje podniku v odvětví IT**

vypracoval 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 20. května 2016

---

## **Abstract**

Čajka, O. *Venture capital as a way of company funding in IT sector*. Bachelor thesis. Brno: Mendel University, 2016.

This bachelor thesis is dedicated to venture capital as a way of company funding in IT sector. The aim of the thesis is to analyze and evaluate an impact of using venture capital financing on selected businesses. Literature review focuses on the ways of company funding, description of the current venture capital trend and its history. The next part concerns with the influence of venture and development capital on company performance and its condition. In this part, the influence of this capital is examined by selected financial analysis indices, bankruptcy models, and alternative indicators recommended by investors themselves. The results of this thesis are stated in conclusion where they are also discussed and compared with other studies conducted on this topic.

## **Keywords**

Venture capital, small businesses, business, corporate financing, business financing, investments, investment funds, financial indicators.

## **Abstrakt**

Čajka, O. *Rizikový kapitál jako možnost rozvoje podniku v odvětví IT*. Bakalářská práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2016.

Bakalářská práce se zabývá rizikovým a rozvojovým kapitálem jako možností financování podniku v oblasti IT. Cílem této práce je analyzovat a vyhodnotit vliv financování pomocí tohoto kapitálu na vybrané podniky. Literární rešerše se zabývá možnostmi financování podniku a dále popisem současného stavu rizikového kapitálu, jeho historií a dělením. Vlastní práce se věnuje vlivu rizikového a rozvojového kapitálu na výkonnost a zdraví podniků. V této části bude vliv tohoto kapitálu zkoumán pomocí vybraných ukazatelů finanční analýzy, bankrotních modelů a také pomocí alternativních ukazatelů, doporučených samotnými investory. Výsledky této práce jsou v závěru práce diskutovány a srovnány se studii provedenými na toto téma

## **Klíčová slova**

Rizikový a rozvojový kapitál, venture capital, malé a střední podniky, podnik, financování podniků, investice, investiční fondy, finanční ukazatele.

# Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod a cíl práce</b>	<b>11</b>
1.1	Úvod práce .....	11
1.2	Cíl práce .....	12
<b>2</b>	<b>Současný stav řešené problematiky</b>	<b>13</b>
2.1	Možnosti financování rozvoje podniku .....	13
2.1.1	Druhy a členění financování podniku .....	13
2.1.2	Vlastní a cizí zdroje financování .....	14
2.1.3	Alternativní zdroje financování .....	14
2.2	Problematika rizikového kapitálu .....	16
2.2.1	Definice rizikového a rozvojového kapitálu .....	16
2.2.2	Historie rizikového kapitálu .....	17
2.3	Typy investic rizikového kapitálu .....	19
2.3.1	Manažerské odkupy .....	20
2.4	Subjekty na trhu rizikového kapitálu .....	22
2.4.1	Investoři rizikového a rozvojového kapitálu .....	24
2.4.2	Fondy rizikového a rozvojového kapitálu .....	25
2.4.3	Klienti rizikového a rozvojového kapitálu .....	28
2.5	Investiční proces rizikového kapitálu .....	29
2.6	Výhody a nevýhody financování rizikovým kapitálem .....	33
2.6.1	Výhody .....	33
2.6.2	Nevýhody .....	33
2.7	Rizikového kapitál v ČR, v regionu CEE a v USA .....	34
2.7.1	Rizikový kapitál v České republice .....	34
2.7.2	Rizikový kapitál v USA .....	38
<b>3</b>	<b>Metodika</b>	<b>39</b>
3.1	Ukazatele finanční analýzy .....	40
3.1.1	Ukazatele rentability .....	40
3.1.2	Ukazatele likvidity .....	41

---

3.1.3	Ukazatele zadluženosti.....	41
3.1.4	Bankrotní model.....	42
3.1.5	Alternativní ukazatele.....	43
<b>4</b>	<b>Vlastní práce</b>	<b>44</b>
4.1	Základní informace o vybraných podnicích.....	44
4.1.1	Socialbakers a.s. ....	44
4.1.2	Cognitive security s.r.o. ....	44
4.1.3	Slevomat.cz, s.r.o.....	45
4.1.4	AVG Technologies CZ, s.r.o.....	45
4.2	Ukazatele rentability.....	45
4.3	Běžná likvidita.....	48
4.4	Ukazatele zadluženosti .....	49
4.5	Bankrotní modely.....	52
4.5.1	Altmanův model.....	52
4.5.2	Taflerrův model .....	53
4.6	Alternativní ukazatele .....	53
4.6.1	Active users a tržby .....	54
4.6.2	Burn rate .....	61
4.6.3	Gross margin .....	62
<b>5</b>	<b>Diskuze a závěr</b>	<b>64</b>
<b>6</b>	<b>Literatura</b>	<b>67</b>
6.1	Literární zdroje.....	67
6.2	Elektronické zdroje.....	67

## Seznam obrázků

<b>Obr. 1</b>	<b>Historické etapy rizikového a rozvojového kapitálu</b>	<b>18</b>
<b>Obr. 2</b>	<b>Podíl investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě v letech 2007-2014</b>	<b>20</b>
<b>Obr. 3</b>	<b>Vliv stadia společnosti a její velikosti na typ rizikového a rozvojového kapitálu</b>	<b>22</b>
<b>Obr. 4</b>	<b>Základní struktura trhu rizikového a rozvojového kapitálu</b>	<b>23</b>
<b>Obr. 5</b>	<b>Vztah mezi investory, fondem, manažerskou společností a cílovou společností</b>	<b>26</b>
<b>Obr. 6</b>	<b>Průběh fází typického desetiletého fondu</b>	<b>28</b>
<b>Obr. 7</b>	<b>Co venture kapitálové fondy v souvislosti s realizací investice zajímá</b>	<b>29</b>
<b>Obr. 8</b>	<b>Investiční proces rizikového a rozvojového kapitálu</b>	<b>32</b>
<b>Obr. 9</b>	<b>Objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR v letech 1997-2014</b>	<b>35</b>
<b>Obr. 10</b>	<b>Počet investic rizikového kapitálu v ČR mezi lety 2007 a 2014</b>	<b>35</b>
<b>Obr. 11</b>	<b>Poměr typů investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR mezi lety 2007 - 2014</b>	<b>36</b>
<b>Obr. 12</b>	<b>Objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR mezi roky 2007 - 2014 v mil. eur</b>	<b>37</b>
<b>Obr. 13</b>	<b>Poměr investici rizikového a rozvojového kapitálu v ČR dle odvětví v letech 2007 - 2014</b>	<b>37</b>
<b>Obr. 14</b>	<b>Objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v letech 1995-2015</b>	<b>38</b>
<b>Obr. 15</b>	<b>Počet uživatelů produktů Socialbakers ve sledovaných obdobích</b>	<b>55</b>

---

<b>Obr. 16</b>	<b>Velikost tržeb společnosti Socialbakers za sledovaná období v tis. Kč.</b>	<b>55</b>
<b>Obr. 17</b>	<b>Velikost tržeb Cognitive security za sledovaná období v tis. Kč.</b>	<b>56</b>
<b>Obr. 18</b>	<b>Počet uživatelů Slevomatu za sledovaná období</b>	<b>57</b>
<b>Obr. 19</b>	<b>Tržby Slevomatu za sledovaná období v tis. Kč.</b>	<b>57</b>
<b>Obr. 20</b>	<b>Tržby společnosti AVG za sledovaná období v tis. Kč.</b>	<b>58</b>
<b>Obr. 21</b>	<b>EBIT společnosti Cognitive security za sledovaná období v tis. Kč.</b>	<b>59</b>
<b>Obr. 22</b>	<b>EBIT společnosti Slevomat za sledovaná období v tis. Kč</b>	<b>59</b>
<b>Obr. 23</b>	<b>EBIT společnosti AVG za sledovaná období v tis. Kč.</b>	<b>60</b>
<b>Obr. 24</b>	<b>EBIT společnosti Socialbakers za sledovaná období v tis. Kč.</b>	<b>60</b>



## Seznam tabulek

<b>Tab. 1</b>	<b>Typologie rizikového a rozvojového kapitálu</b>	<b>21</b>
<b>Tab. 2</b>	<b>Rentabilita celkových aktiv (ROA) u sledovaných podniků</b>	<b>46</b>
<b>Tab. 3</b>	<b>Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) u sledovaných podniků</b>	<b>46</b>
<b>Tab. 4</b>	<b>Rentabilita tržeb (ROS) u sledovaných podniků</b>	<b>47</b>
<b>Tab. 5</b>	<b>Běžná likvidita u sledovaných podniků</b>	<b>48</b>
<b>Tab. 6</b>	<b>Debt ratio u sledovaných podniků</b>	<b>50</b>
<b>Tab. 7</b>	<b>Equity ratio u sledovaných podniků</b>	<b>51</b>
<b>Tab. 8</b>	<b>Krátkodobá zadluženost u sledovaných podniků</b>	<b>51</b>
<b>Tab. 9</b>	<b>Hodnoty Altmanova bankrotního modelu</b>	<b>52</b>
<b>Tab. 10</b>	<b>Hodnoty Taflerova bankrotního modelu</b>	<b>53</b>
<b>Tab. 11</b>	<b>Hodnoty ukazatele burn rate v tis. Kč.</b>	<b>61</b>
<b>Tab. 12</b>	<b>Hodnoty ukazatele gross margin (hrubá marže) v mil. Kč.</b>	<b>62</b>

# 1 Úvod a cíl práce

## 1.1 Úvod práce

Malé a střední podniky hrají v ekonomikách důležitou roli a patří mezi jedny z jejích pilířů. Jsou to právě tyto podniky, které díky své velikosti a flexibilitě jsou nositelem inovací v ekonomice. Na rozdíl od velkých korporací jsou schopny pružně reagovat a přizpůsobovat se rychle měnícímu se světu. Tato vlastnost je pro ně mnohdy otázkou přežití.

Jedním z hlavních problémů, které nastávají při založení firmy, je otázka financování. Začínající podnik potřebuje investici, která mu bude sloužit na rozjezd podnikání. Tato investice slouží k vývoji a výrobě produktu, jeho marketingu nebo k ostatním činnostem podniku, jako je zaplacení provozu výroby a kanceláří. Sehnat tyto peníze je, obzvláště pro podnik tzv. na startovní čáře, velice obtížné. Pokud do podniku nevloží peníze FFF investoři (Friends, Family, Fools) musí se podnik pokusit získat úvěr v bance. Vzhledem k tomu, že tento podnik nemá většinou ani hotový produkt, je kvůli vysoké rizikovosti žádost o úvěr ve většině případů zamítnut. Přesně tuto mezeru na trhu zaplňuje alternativní financování podniků a to konkrétně rizikový a rozvojový kapitál, který již několik desítek let zaznamenává ve světě značný nárůst. Poskytuje peníze tam, kde se to standardní bance zdá příliš rizikové. Zaměřuje se převážně na mladé začínající podniky se skvělým nápadem, které mají velký potenciál růstu, tedy na tzv. start-upy. Pokud vezmeme popis start-upu z blogu slavného investora Paula Grahama, tak Graham (2012) definuje start-up jako podnik, jehož tržby rostou nejlépe o 5-7 % týdně. Ani dnešní největší IT firmy světa, kupříkladu Apple, Microsoft nebo Facebook, by nikdy nevnikly, nebýt investorů, kteří na začátku věřili mladým zakladatelům a poskytli jim peníze nutné pro rozjezd.

Jednou z dalších výhod, kterou skýtá rizikový a rozvojový kapitál je jeho nefinanční část investice. Tam, kde banka poskytne peníze a dále už se nestará, tyto investoři nekončí. Součástí této investice je totiž i mentoring a poradenství, které mladí podnikatelé a jejich podniky tolik potřebují. Investoři společně radí např. se stanovením strategií, marketingem apod. Dále jim mohou předat svoje kontakty, které za svoji dobu působení v podnikání získali. Toto, v kombinaci s poskytnutými penězi, tvoří značnou konkurenční výhodu nad ostatními podniky na trhu.

Rizikový a rozvojový kapitál zaznamenává v posledních značný nárůst i v ČR. Působí zde několik českých i zahraničních investičních fondů, které se zabývají financováním českých podniků se skvělým nápadem a potenciálem růstu. V předchozích letech zaznamenaly české firmy mnoho úspěchů, kdy díky tomuto kapitálu vyrostly firmy, které nyní nabývají světových rozměrů. V této práci budou proto zkoumány české IT podniky, které v určité své fázi obdrželi financování rizikovým a rozvojovým kapitálem.

## 1.2 Cíl práce

Cílem této bakalářské práce je vyhodnotit vliv financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu pro podniky v oblasti IT, jako vhodného způsobu financování. Tento vliv bude vyhodnocen pomocí ukazatelů finanční analýzy. Kvůli specifikům podniků financovaných právě tímto kapitálem budou dále použity i ukazatele doporučené pro tento typ společností. V závěru bude diskutován vliv tohoto financování na optimální kapitálovou strukturu. Pro dosažení toho cíle je nutné splnění těchto dílčích cílů:

- Studium odborné literatury, která souvisí s financováním podniků a s investicemi rizikového a rozvojového kapitálu. Tato literatura bude sloužit jako podklad pro popis současného stavu problematiky.
- Nalezení vhodných firem, které prošly financováním rizikovým a rozvojovým kapitálem a patří do oblasti IT.
- Posouzení finanční situace podniků pomocí vybraných ukazatelů finanční analýzy a také pomocí jiných, alternativních ukazatelů.
- Zhodnocení toho, jaký má financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu vliv na zdraví a výkonnost podniků.

## 2 Současný stav řešené problematiky

Tato část se věnuje možnostem financování podniku, uvedením několika běžných členění financování a jejich popisu. Dále jsou popsány i méně běžné, alternativní možnosti financování.

Nejvyšší pozornost je věnována tématu venture kapitálu, jeho definici a nejběžnějšímu rozdělení. Jsou popsány subjekty působící na trhu toho kapitálu, je zde podrobně ukázán investiční proces od výběru vhodné investice, průběhu, až po její ukončení. Zde jsou také vyjmenovány výhody a nevýhody rizikového kapitálu. V posledním oddílu je popsán trh rizikového kapitálu a jeho vývoj v České Republice a v USA.

### 2.1 Možnosti financování rozvoje podniku

Podniky a podnikatelé potřebují dostatečné množství finančních prostředků pro financování svých podnikatelských záměrů a investičních rozhodnutí. Základním zdrojem jsou peníze, které sám podnikatel vloží do podniku. Tím přidává podnikatelskému nápadu na důvěryhodnosti. Většinou se stane, že zakladatelem investované prostředky nestačí a pro další rozvoj firmy je nutné najít i jiné financování. Financovat podnik pouze vlastním kapitálem by nebylo, jak připomíná Baker (2011) zcela efektivní. Je proto nutné hledat zdroje financování nikde, další možnost financování skýtá cizí kapitál. Určitá existence cizího kapitálu v podniku je zdravá.

Předpokladem pro získání prostředků od investorů je kvalitně promyšlený nápad, nejlépe ve formě podnikatelského záměru. Tento záměr musí vzít v potaz plánované náklady pro vytvoření produktu, jeho propagaci na trhu, očekávané tržby a možnou konkurenci. Tento plán je představen potenciálnímu investorovi, ti posoudí jeho realizovatelnost a riziko jejich investice. Při poskytnutí finančních prostředků je očekáváno jejich zhodnocení nebo např. podíl na výnosu.

#### 2.1.1 Druhy a členění financování podniku

Financování podniku můžeme rozčlenit podle několika měřítek. Tichý (2012), Martinovičová (2006) a Reznáková (2012) se shodují na těchto členěních.

##### Vlastní a cizí kapitál.

Vlastní zdroje tvoří odpisy, zisk z minulých let, výnosy z prodeje dlouhodobého majetku a emise akcií. Cizí kapitál na druhé straně tvoří úvěry, obligace leasing apod. Vzhledem k tomu, že se jedná o nejběžnější rozdělení, tak se tomuto rozdělení se budeme v následující kapitole blíže věnovat.

##### Interní a externí zdroje financování

Toto dělení je vytvořeno dle postavení zdroje financování vůči podniku. Interní financování vzniká na základě vlastní činnosti podniku. Může jím být např. nerozdělený zisk rezervní fondy nebo odpisy. Externí zdroje jsou naopak zdroje zís-

kané mimo podnik. Mezi typická externí financování naopak patří úvěry, dotace, leasing, faktoring, forfaiting.

### **Trvalý a dočasný kapitál**

Zde se jedná o dobu použitelnosti kapitálu, kdy trvalý máme k dispozici po neomezenou dobu a dočasný, který se navíc ještě dělí na krátkodobý (k dispozici do 1 roku) a dlouhodobý (k dispozici více než 1 rok), jež má k dispozici po určitéu sjednanou dobu.

#### **2.1.2 Vlastní a cizí zdroje financování**

Jak již bylo zmíněno, jedná se o nejzákladnější a nejpoužívanější dělení, které navíc vychází z právního postavení toho, kdo finance poskytuje. Dalším důkazem může být to, že toto členění je používáno v účetních výkazech (např. rozvaha). Pro uvedení těchto pojmů použijeme definice Martinovičové (2006) a Reznákové (2012) a Rosse (1996):

- Do **vlastních zdrojů financování** (*equity capital*) můžeme zařadit jak externí typy financování, tak interní. Mezi externí patří např. vklad podnikatele, dary, vklady investorů (andělstí investoři, rizikový kapitál, private equity). Jako interní financování vlastního kapitálu lze uvést nerozdělený zisk z minulých let, rezervy, odpisy a rezervní fondy.
- Při druhém typu, a to financování podniku **cizími zdroji** (*debt financing*), mají poskytovatelé financování vůči podniku postavení věřitele a kapitál, který poskytují, má charakter dluhu. Tento typ je typickým příkladem externího financování, a pokud použijeme i poslední členění, jedná se o dočasný zdroj financování. Jako cizí zdroje financování můžeme uvést bankovní úvěry, dluhopisy, leasing, faktoring, forfaiting.

#### **2.1.3 Alternativní zdroje financování**

Vlastní skupinu zdrojů financování tvoří alternativní, méně obvyklé, možnosti financování. Tyto typy nelze striktně zařadit do výše uvedených členění:

**Leasing** definuje Tichý (2012, s. 68) jako: „*Pronájem konkrétního majetku pronajímatele za sjednané nájemné nájemci, který ho používá podle předem stanovených podmínek smlouvy.*“ Ross (1996) uvádí, že pro podniky je občas efektivnější si majetek pouze pronajímat a ne ho kupovat, ať už z důvodu finanční výhodnosti nebo kvůli zvýšení likvidity firmy. Hlavní výhodou je to, že podnik nemusí disponovat kupní částkou, ale je možné tuto sumu rozložit v čase. Určitou nevýhodou mohou být pro podnik úroky spojené s platbami leasingu a možné omezení v užívání majetku. Financování pomocí leasingu je nejvyužívanějším alternativním financováním.

Jinou možností, jak získat finanční prostředky, může být **faktoring**. Jedná se o prodej krátkodobé pohledávky faktoringovou společností, která je vykupuje, tímto článkem může být i banka. Toto může být pro podnik výhodné, když potřebuje zkrátit splatnost pohledávky, nevýhodou jsou jeho vyšší náklady.

**Forfaiting** funguje na podobném principu jako faktoring s tím rozdílem, že se týká odkupu střednědobých a dlouhodobých pohledávek, převážně v zahraničním obchodě. Výhody a nevýhody jsou stejné jako u faktoringu, a to rychlejší splatnost a vysoké náklady.

Další, opět velmi využívanou možností, je **emise akcií** (*Initial Public Offering*). Na veřejném trhu je provedena nabídka nově emitovaných akcií podniku. Akcií se dle zákona o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb. rozumí: „Cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.“ Kupující akcií se stávají také spolujatelé podniku. Dle Bakera (2011) může získané prostředky podnik použít pro investice a svůj další rozvoj, přičemž nezvyšuje zadlužení a nezmění se poměr cizího a vlastního kapitálu v kapitálové struktuře. Prostředky získané emisí akcií, by navíc v takovém objemu nemusel od banky získat. Jako nevýhody lze uvést značnou administrativní náročnost, snížení podílu pro původní majitele podniku a povinnost poskytovat veřejně přístupné informace o výsledcích a fungování podniku.

Dalším z nich může být smíšené, neboli **mezzaninové financování** (*mezzanine financing*). Silbernagel a Vaitkunas (2012), partneři americké investiční společnosti Bond capital a zároveň vyučující na New York University, ho popisují jako vyplnění mezery mezi standardním úvěrem a vstupem investora do majetkové struktury podniku. Mezzaninové financování má většinou povahu tzv. podřízeného dluhu (subordinated loan), kde existuje zástavní právo na podíl v podniku nebo na akcie. Toto dává investorům možnost, když podnik nemá likviditu a není schopen splácet dluh, umořit svůj dluh pomocí majetkového podílu a to navíc před nároky standardních akcionářů. Tento druh financování se dle definice Britské asociace rizikovým kapitálem (2010) nejčastěji používá pro objemy investic v řádech milionů eur a více, je tedy vhodný pro velké podniky. Jeho výhodou je jeho individualita a to, že lze poskytnout i v situacích, které se pro standardní úvěry jeví jako moc rizikové. Jako jednu z nevýhod lze uvést zdlouhavost a vyšší administrativní nároky včetně přísnějších požadavků investorů na investovaný kapitál než při poskytnutí klasického úvěru.

Dalším používaným zdrojem alternativního financování jsou **investice soukromého kapitálu** (*private equity*). Dle Britské asociace rizikového kapitálu (2010) a Bakera (2011) se jedná se o dlouhodobé investice do vlastního kapitálu firem, které jsou většinou veřejně obchodovány na burzách. Tyto investice nejčastěji slouží k další expanzi firmy, vývoji nového produktu nebo ke změně majetkové struktury podniku. Private equity investuje do podniků již zaběhnutých na trhu, často s vysokým tržním podílem, tudíž je zde relativně nízké riziko návratnosti vložené investice. Tomu odpovídají i objemy investic, které se pohybují od milionů eur výše. Investice tohoto typu přichází od specializovaných private equity fondů, do kterých vkládají prostředky např. penzijní fondy, banky nebo soukromí investoři.

Jako další zdroj alternativního financování lze uvést **rizikový kapitál** (*venture capital*). Tento kapitál slouží k rozvoji mladých a začínajících firem a jeho název je dán značnou rizikovostí z pohledu investora. Často je díky svým podobnostem spojován s private equity investicemi, těmi jsou druh investice (vstup do majetkové struktury) a délka investice (v řádech let). Jeho rozdílnost s private equity je však právě v zaměření na mladé a začínající podniky, které často existují jen na papíře nebo v myšlenkách zakladatelů.

## 2.2 Problematika rizikového kapitálu

Při zakládání podniku nebo jeho rozšiřování je nutné určit, z čeho bude podnikatelský plán financován. Je možné využít širokou paletu možností, ať už klasický bankovní úvěr, leasing, vlastní podnikové úspory anebo emise cenných papírů na finančních trzích. Přístup k těmto možnostem je pro podnik, obzvláště v jeho začátcích, velice obtížný. Je tomu dáno z jakési obezřetnosti bank při úvěrování a obavy účastníků finančních trhů z vysoké rizikovosti neúspěchu potencionální investice.

Ve vyspělých zemích tato raná stádia podniku nejsou většinou financována výše zmíněnými možnostmi, ale rizikovým a rozvojovým kapitálem, anglicky *venture capital*. Tato forma kapitálu dle Zidera (1998) právě vyplňuje prázdnou mezeru, kdy se podniky potřebují peníze, ale pro banky se zdají moc rizikové. Vzhledem k tomu, že tato oblast je velice dynamická a rychle se mění, je definování pojmu *venture capital* poněkud obtížné a z toho důvodů nemá stále přesné vymezení.

### 2.2.1 Definice rizikového a rozvojového kapitálu

Původní definice rizikového kapitálu vytvořená v 50. letech rozuměla, jak uvádí Dvořák (1998) a Fetisovová (2007), dlouhodobé investice do rizikových podniků, které nejsou obchodovány na burze s cílem získat vlastnický podíl v podniku. Jako typický příklad lze uvést investici do začínajícího podniku nebo do společnosti přicházející s inovativní myšlenkou. Kapitál není rizikový způsobem, že by investované peníze byly získány s různých pochybných zdrojů, ale rizikovost je myšlena tím, že financuje podniky, u nichž je vysoký stupeň rizika pro návratnost investice. Onu „rizikovost“ vyvažují na druhé straně vysoké výnosy, které v ideálním případě investice po několika letech přinesla. Dále je typickým znakem rizikového kapitálu úzká spolupráce investora a managementu cílového podniku po celou dobu trvání investice ve smyslu poradenství a poskytnutí kontaktů.

V průběhu let se chápání pojmu *venture capital* posunulo do volnější formy. Pod tento pojem se začaly zařazovat nejen investice do začínajících firem, ale i tzv. rozvojové investice, které slouží pro již existující společnosti a jejich další rozvoj. Takto vznikl český výraz **rizikový a rozvojový kapitál**, tzn. investice dvou typů. Dále např. Dvořák (1998), jediná česká kniha věnovaná tomuto druhu financování, zařazuje pod pojem **rizikový a rozvojový kapitál** do transakční operace typu *management buy-out*, *management buy-in* a další.

Současnou definicí rizikového kapitálu může být dle Landströma (2012) investice do základního jmění firmy, která není veřejně obchodovatelná. Toto jmění drží investor dlouhodobě, s cílem zvyšování jeho hodnoty a při této činnosti úzce spolupracuje s managementem firmy. Není tedy jednorázovou investicí, ale mnohaletou symbiózou investora s cílovým podnikem. Poskytnuté rady jsou mnohdy pro zvýšení hodnoty podniku důležitější než investovaný kapitál. Po prodeji tohoto podílu na jmění je právě rozdíl, mezi jeho současnou hodnotou a původní hodnotou, za kterou bylo nakoupeno, tím ziskem, který dělá investice do rizikového a rozvojového kapitálu tak lákavým. Metrick (2011) uvádí, že realizace zisku (tzv. exit) většinou proběhne uvedením podniku na burzu nebo prodejem např. private equity investorům.

Hlavním cílem investice je investice do podnikatelského plánu, který firmě dopomůže ke zvýšení hodnoty. Na rozdíl od bank, kde při poskytování bankovního úvěru je rozhodováno podle finančního zdraví firmy, je zde právě tento plán rozhodujícím bodem při rozhodování o investici. Fetisovová (2007) připomíná, že investice rizikovým kapitálem velice pomáhá podniku zlepšit cash-flow, mladý podnik má před uvedením produktu na trh většinou záporné cash flow (více nákladů jako výnosů) a potřebuje kapitál, který by ji s tímto problémem pomohl.

Rozvojový kapitál, jak ho definuje Fetisovová (2007), je investice, jejímž cílem jsou již existující a fungující podniky, které mají nedostatek kapitálu na financování svého růstu, expanzi na nové trhy nebo na tvorbu nových podnikatelských záměrů a produktů.

Rizikový a rozvojový kapitál bývá řazen do skupiny alternativních zdrojů financování, právě kvůli jeho specifikám.

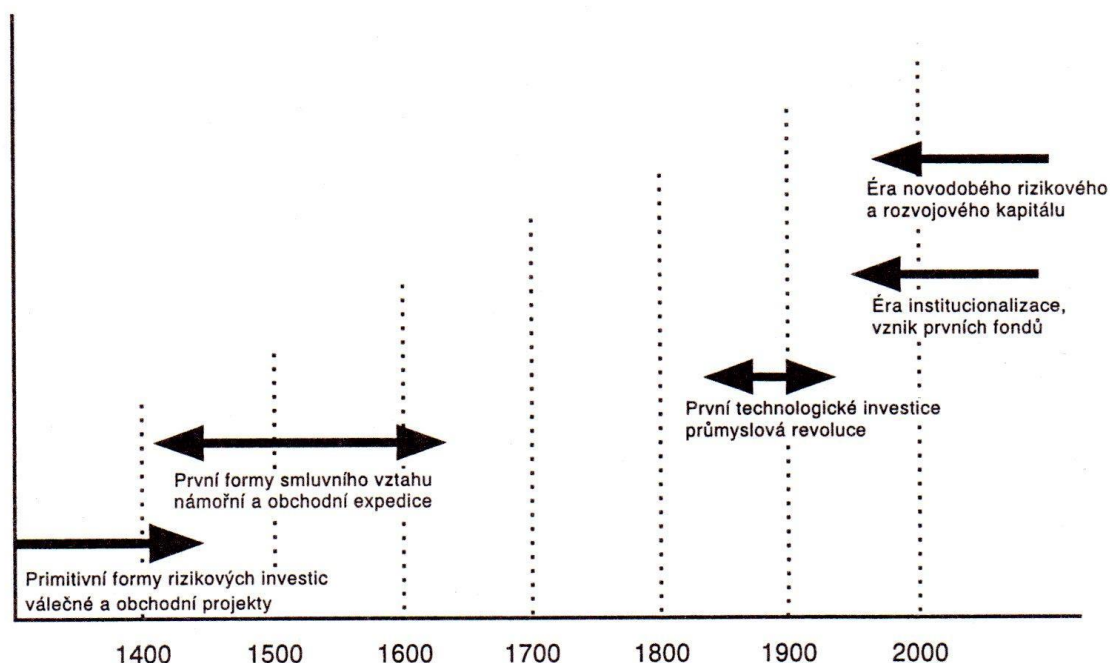
### **2.2.2 Historie rizikového kapitálu**

Přestože pojem rizikový kapitál je relativně nový, tak počátky tohoto oboru, nebo činnosti vykazující stejné znaky, se dají najít již v dávné minulosti. Dvořák (1998) jako typickou investici v dávných dobách uvádí poskytnutí finančních prostředků na válečné výpravy. Onou vrácenou investicí byly válečné kořisti apod., z pohledu investora se tedy nejedná o nic jiného než o investici do perspektivního podnikatelského plánu, který musel být náležitě manažersky veden (např. vhodným vojevodcem). Investice, které se takřka podobaly rizikovému kapitálu v dnešní podobě, začínáme nalézat v Evropě v 15. a 16. století. Typickým příkladem je financování námořních výprav. Poskytnuté prostředky byly náležitě zajištěny smluvní dokumentací a byl zde stanoven procentní podíl dělení zisku mezi investorem a cílovou společností, podnikající výpravu. Tento typ činnosti se rozvíjel zejména v Benátské republice a v Holandsku.

Rizikový a rozvojový kapitál, tak jak ho známe dnes, se začal rozvíjet po druhé světové válce převážně v USA. Metrick (2007) jako důvod uvádí nedostatečné financování nově vzniklých podniků nebo podniků ve stádiu růstu bankovním sektorem. Metrick (2007) dále uvádí, jako první známý fond rizikového kapitálu American Research Development Company (ARD). Tento a později vytvořené fondy braly peníze bohatých osob a investovaly je do perspektivních podniků. Největší



rozvoj fondů nastal ve druhé polovině 70. let. Dvořák (1998), Fetisovová (2007) a Landström (2012) uvádí, že hlavním impulsem bylo snížení daně z kapitálových výnosů a uvolnění legislativy týkající se penzijních fondů administrativou Geralda Forda. Toto období se považuje za začátek novodobé historie rizikového a rozvojového kapitálu. Tyto etapy jsou znázorněny na níže uvedeném obrázku.



Obr. 1 Historické etapy rizikového a rozvojového kapitálu

Zdroj: : Dvořák (1998)

Během první etapy (1776 – 1885) byly financovány především technologické společnosti. V této době vzniklo díky rizikovému kapitálu mnoho gigantů, které známe dodnes (např. Apple, Microsoft, Cisco, a další.)

Druhá etapa (v letech 1886 – 1990) byla ve znamení nástupu rozvojového kapitálu. Na konci 80. let se začaly rozvíjet finanční transakce typu management buy-out a management buy-in (termíny podrobněji vysvětleny v další podkapitole), převážně i s vysokou mírou finanční páky (leverage). V této době už neprobíhají investice rizikového a rozvojového kapitálu striktně do technologických společností a objevů, přestože obor IT stále převažuje.

Od 90. let až dodneška prochází rizikový a rozvojový kapitál díky globalizaci významným růstem a rozšiřováním oblasti jeho záběru. Masově jsou zakládány investiční fondy a manažerské společnosti, nejen v USA, ale i v Evropě nebo např. v Izraeli. Růstový trend rozvoje investic poznamenaly pouze tzv. internetová bublina v roce 2000 a finanční krize v roce 2008.

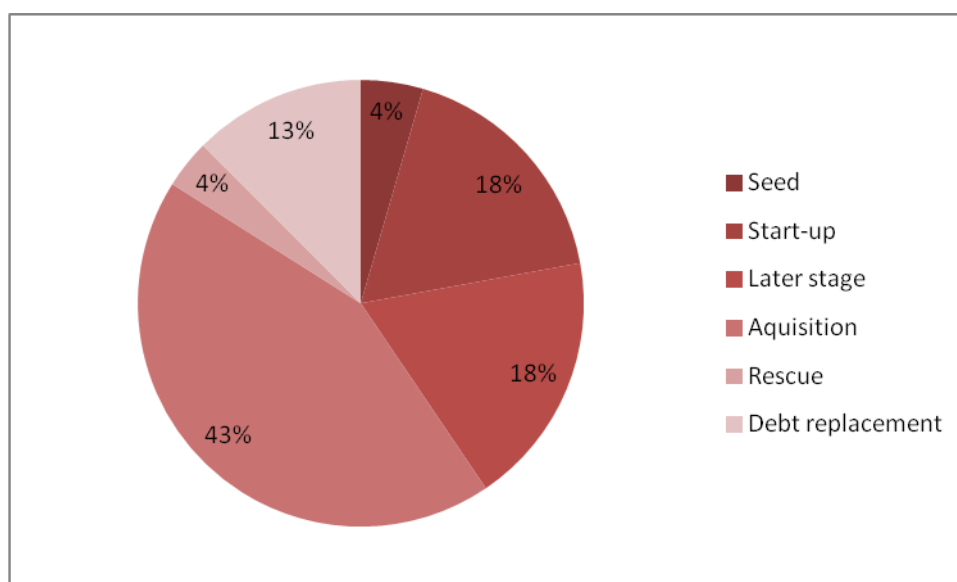
## 2.3 Typy investic rizikového kapitálu

Znakem rizikového kapitálu je to, že ho můžeme použít ve všech fázích životního cyklu podniku. Proto je nutné pro přehlednost uvést jeho typologii. Jako nejvíce používané členění se používá rozdělení dle fáze, ve které se firma přijímající investici nachází. Všichni autoři se v této definici prakticky shodují a uvádí stejnou typologii. Pro náš účel použijeme rozdělení dle publikace Britské asociace rizikového kapitálu (2012), Dvořáka (1998) a Tichého (2012). Investice rizikového a rozvoje kapitálu tedy dělíme na tyto typy:

- **Předstartovní (někdy zárodečné) financování** (*seed capital*) představuje financování podniků v naprostých začátcích, někdy i před samotným založením firmy. Dvořák (1998, s. 20) ve své publikaci uvádí: „Patří sem financování vývoje prototypu nového výrobku a jeho patentové ochrany, financování tržních průzkumů na nový produkt či službu, financování právního zajištění výhodných franšízingových nebo dodavatelských smluv nebo i financování zpracování podnikatelského plánu, výběru manažerského týmu a založení společnosti až do chvíle, kdy lze přejít ke startovacímu financování.“ Z pohledu investora je tento typ jedním z nejrizikovějších. Dle Dvořáka (1998) investorovi zřídka kdy přinese zisk dříve než za 7-12 let. Co se týče velikosti finančních prostředků investice do podniku, patří předstartovní financování mezi nejnižší. Typická investice pohybuje mezi 200 000 až 4 milióny Kč.
- **Startovní financování** (*start-up capital*). Jedná se o financování začátku činnosti firmy. Hlavním rozdílem od předstartovního kapitálu je již existující produkt a manažerský tým, stejně tak jsou k dispozici výsledky tržních průzkumů. Dle Tichého (2012) slouží startovní financování k nákupu prvních zásob či fixního majetku. Jako typický objem investice se uvádí 4-20 mil. Kč., návratnost v tomto případě nebývá menší než 5-10 let.
- **Financování počátečního rozvoje** (*early stage development capital*). V tomto případě se jedná o financování podniků, které jsou již nějaký čas na trhu, mají potenciál dalšího rozvoje, avšak nemají finance na svůj další rozvoj, pro poskytnutí úvěru od banky je tento podnik stále velmi rizikový. Předpokládaná návratnost je 4-7 let a objem investic se pohybuje mezi 10 a 40 mil. Kč.
- **Rozvojové financování** (*later stage development*). V tomto případě jde o investici do již zaběhnutého podniku. Důvodem investice může být např. vybudování nové linky nebo vstup na další trhy. (Dvořák, 1998) nebo uvedení dalšího výrobku Tichý (2012). Typická investice v této fázi je 20-80 mil. Kč a její návratnost nelze očekávat v průměru dříve jak za 2-5 let.
- **Záchranné financování** (*rescue capital*). Jedná se o poskytnutí finančních prostředků nutných k záchraně firmy, které by jinak hrozil krach. Záchranné financování je často spojeno s dalšími typy kapitálu (např. MBO/MBI) Podmínkou pro poskytnutí tohoto typu investice je spojení s růstovým programem, který by po provedení pomohl firmě k růstu.

- **Náhradní financování** (*debt replacement capital*). Tímto je myšleno financování společností, jejichž vysoký podíl cizích zdrojů způsobuje silné zatížení nákladovými úroky. Dle Tichého (2012) investor proplácením části dluhů firmy v ní získává majetkový podíl.
- **Financování akvizic** (*aquisition capital*). Dvořák (1998) popisuje jako financování nákupu jiné společnosti, nebo její části. Tichý (2012) uvádí jako příklady: skupování, přebírání vlastnických podílů, nákupy jiných společností, spojení podniků. Speciálním typem tohoto financování jsou různé druhy manažerských odkupů vlastními nebo cizími manažery.

Na obrázku je zobrazen graf podílu těchto typů investic v Evropě mezi lety 2007 a 2014:



Obr. 2 Podíl investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě v letech 2007-2014  
Zdroj: EVCA (2016)

První 2 typy investic, předstartovní a startovní, dle rozhovoru s členem vedení pražského akcelérátoru Stanislavem Richterem (2016) neprobíhají v praxi jednou transakcí, ale jsou provedeny v tzv. Series (investičních kolech). Nejčastěji se jedná o dvě kola, Series A a Series B. Smyslem toho, je stanovit podniku určité motivační cíle, po kterých obdrží další částku peněz. Tím může být výše tržeb, akvizice určitého počtu klientů nebo uvedení produktu na trh.

### 2.3.1 Manažerské odkupy

Zvláštním případem jsou **manažerské odkupy** (*MBO, MBI, BIMBO, LBO, LMBO*). Dvořák (1998, s. 22) je definuje jako: „*Financování odkupu již existujícího a zaběhnutého podniku ve prospěch jeho (současného či budoucího) managementu. Tento odkup není možno jistit aktivy prodávajícího podniku, a proto se zájemci obrací o*

*pomoc na investory rizikového a rozvojového kapitálu.*“ Odkup podniku je hrazen z budoucích výnosů kupovaného podniku. Pokud je schopen podnik splnit tuto podmínku, jedná se o investici s nižším rizikem než je rizikový a rozvojový kapitál. Doba návratnosti této investice je mezi 2 a 3 roky, typická velikost manažerského odkupu se pohybuje v rozpětí 200 mil. – 1 mld. Kč.

Manažerské odkupy se dělí na několik typů. Dvořák (1998) a poradenská společnost PrivCo (2016) je dělí a definují takto:

- **MBO – Management buy-out** – transakce, při které současný management kupuje podnik nebo nadpoloviční podíl od jejich stávajících majitelů a pokračuje v jeho řízení.
- **MBI – Management buy-in** – transakce, kde se jedná, na rozdíl od předchozího případu, o nákup podniku skupinou manažerů působících mimo podnik. Ti poté převzou řízení podniku.
- **BIMBO – Management buy-in-buy-out** – tento případ je kombinací předchozích dvou. Podnik je tedy převzat vlastními manažery společně s manažery, kteří přicházejí z externího prostředí. Stávající management reprezentuje buy-in část a externí management tvoří buy-out část.
- **LBO – leveraged buy-out** – transakce typu MBO, která je z velké míry financovaná úvěrem. Často jsou kupovaná aktiva použita jako ručení poskytnutého úvěru.
- **LMBO – large MBO** – jedná se o MBO, které proběhne u velké korporace kótované na burze

Tab. 1 Typologie rizikového a rozvojového kapitálu

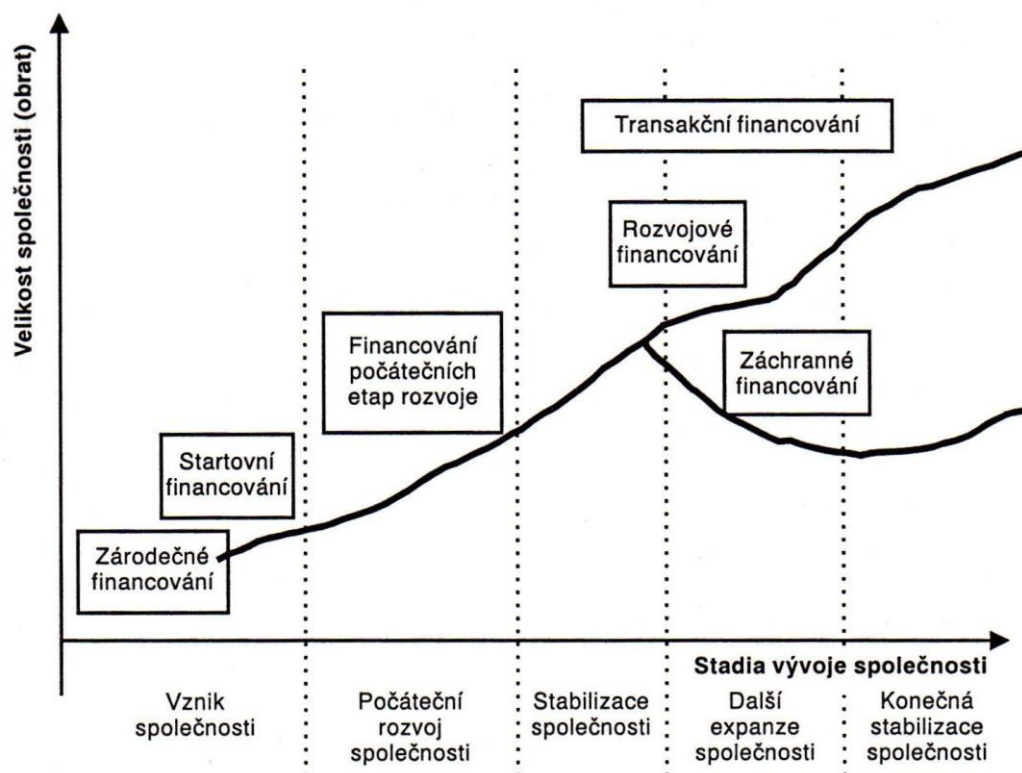
Typ investice	Doba trvání (roky)	Velikost investice (v přepočtu na mil. Kč.)	Očekávaný výnos (v % p.a.)	Procento společností nabízejících financování)
Předstartovní	7-12	0,2 – 4,0	Až 100 %	1 – 2 %
Startovní	5-10	4 – 20, ale až 200	35 – 50 %	5 %
Počáteční stádia rozvoje	4-7	10 – 40	30 %	10 %
Rozvojová	2-5	20 – 80	25 %	50 %
Transakční (manažerské odkupy)	2-4	200 – 1 000 (ale i 20 000)	20 – 25 %	Prakticky 100 %

Zdroj: Dvořák (1998)

Je nutné podotknout, že podnik může být v průběhu své životnosti financován více druhy investic rizikového a rozvojového kapitálu. V praxi je toto naprosto běžné, jak ukazuje příklad brněnské společnosti Safetica či americké společnosti Uber. Např. zmíněná společnost Uber od svého založení v roce 2009, prošla, dle webu

CruchBase (2016), během 5 let do roku 2016 15 koly financování, od prvotní seed investice, start-up investice, náhradní investice až po financování akvizic.

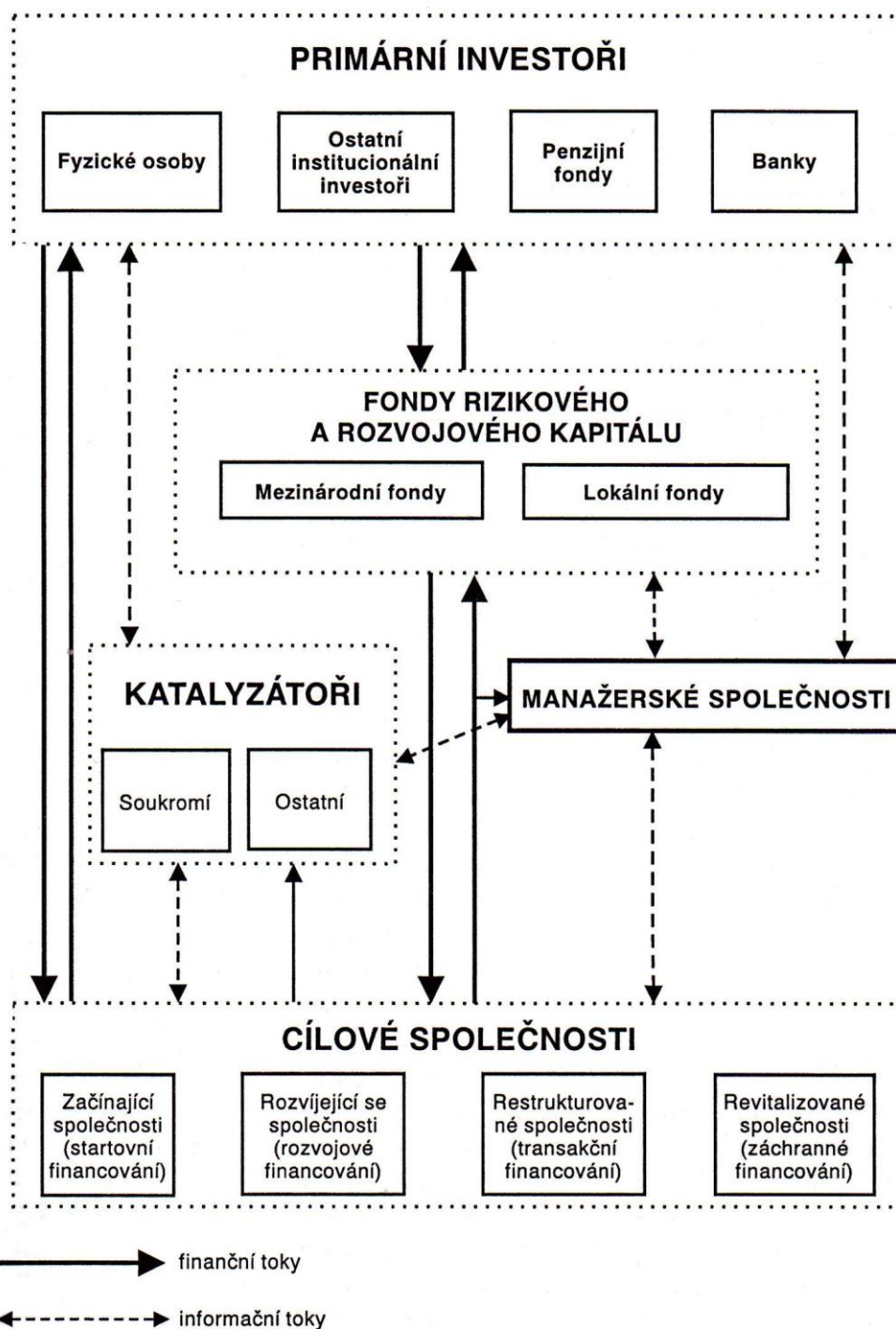
Na následujícím obrázku je vidět souvislost mezi typy rizikového a rozvojového kapitálu a stádiem rozvoje podniku.



Obr. 3 Vliv stadia společnosti a její velikosti na typ rizikového a rozvojového kapitálu  
Zdroj: Dvořák (1998)

## 2.4 Subjekty na trhu rizikového kapitálu

Na trhu rizikového kapitálu působí spousta subjektů, které se účastní celého investičního procesu. Účastníky lze rozdělit do 3 skupin. První skupinou jsou investoři, bez jejichž finančních prostředků by trh neexistoval, dále manažerské společnosti, které investice zprostředkovávají a třetí skupinou jsou příjemci těchto investic, tedy cílové společnosti. Tuto strukturu popisuje následující obrázek:



Obr. 4 Základní struktura trhu rizikového a rozvojového kapitálu  
Zdroj: Dvořák (1998)

Z obrázku vidíme, že na začátku stojí peníze od primárních investorů, které převážně tvoří banky, pojišťovny a bohatí individuální investoři. Ti svoje prostředky

poskytují investičním fondům rozvojového a rizikového kapitálu, které je distribuují dále cílovým společností a vytváří svoje investiční portfolio. Mezi fondy a cílovými společnostmi se ještě může vyskytnout vrstva manažerských společností, které fondům poskytují informační a poradenské služby. Vyhledávají vhodné podniky, provádějí jejich analýzy a monitorují trh. Na trhu se také mohou pohybovat tzv. katalyzátoři (facilitators). Ti dle Dvořáka (1998) působí opačným směrem jako manažerské společnosti, pracují pro společnosti, které hledají investora. Mohou pomáhat s vyhledáváním vhodných fondů, zajišťují jednání s investory, dávají rady ohledně podnikatelských plánů apod. Existují 2 druhy katalyzátorů, a to soukromé a státní.

V posledních letech byly vytvořeny místa, které sdružují začínající podniky na jednom místě, tzv. akcelerátory. Tyto prostory jsou provozovány buď nezávislou organizací, investičními fondy nebo státními organizacemi. Tyto akcelerátory poskytnou začínajícím firmám prostory, kde mohou působit. Dále mohou poskytovat poradenské a právní služby, a to za nízkou cenu nebo i zadarmo. Jako české příklady lze uvést brněnský akcelerátor Starcube nebo pražský xPORT, který provozuje Vysoká škola ekonomická.

#### 2.4.1 Investoři rizikového a rozvojového kapitálu

Jedním z hlavních článků, bez kterých by se tento trh neobešel, jsou investoři. Ti poskytují svoje finanční a nefinanční pomoc, mimo jiné hlavně svoje zkušenosti. Tyto subjekty nepůsobí na trhu v jednotné formě, proto je nutné zavést dělení. Ku příkladu můžeme dělit investory dle struktury jejich managementu, podle typu vlastníků a podle formy poskytovaného kapitálu.

Dvořák (1998) společně s Landströmem (2012) uvádí jako nejběžnější toto členění:

- **Obchodní andělé** (*business angels*). Tímto termínem jsou označovány fyzické osoby, které investují na trhu vlastní prostředky. Typicky se jedná o bývalé majitele či manažery společností, kteří se v minulosti sami prosadili. Tito lidé disponují velkými zkušenostmi, přehledem o trhu a kontakty. Tyto skutečnosti se mohou začínajícímu podniku hodit stejně nebo i více než peníze. Obchodní andělé investují ve většině případů do podniků v úplných začátcích v rané etapě rozvoje, nejčastěji jde tedy o seed investice.
- **Nezávislí investoři** (*independent investors*). Jsou to ty investiční subjekty, které svůj kapitál získali z více než jednoho zdroje. Těmito zdroji mohou být investiční společnosti, banky, penzijní fondy, firmy či soukromé osoby. S poskytovateli kapitálu nejsou nezávislí investoři nijak právně spojeni.
- **Závislí investoři** (*dependent investors*). Těmito investory jsou pobočky nebo divize velkých organizací (bank, penzijních fondů nebo jiných finančních institucí), které se specializují na rizikový a rozvojový kapitál. Závislost je dána tím, že tyto mateřské instituce poskytují kapitál a závislí investoři ho potom spravují jménem mateřské instituce.

- **Částečně závislí investoři** (*semidependent investors*). Dle Dvořáka (1998) tak označujeme investory, kteří navíc spravují fondy založené nezávisle na jejich mateřské organizaci.
- **Vládou podporované organizace** (*government supported organizations*). Takto jsou označováni organizace, jejichž hlavním zdrojem financování je přímá podpora od státu nebo mohou být jen nepřímo podporovány. V regionu Střední Evropy jsou v tomto nejdéle Polsko a Maďarsko. V Polsku podporuje podnikatele státem vlastněným fondem *Krajowy Fundusz Kapitalowy (KFK)*, jehož 100 % vlastníkem je Polská rozvojová banka. V Maďarsku stát zaštiťuje fond *Magyar Vállalkozásfinanszírozási*, ten je financován z peněz Evropské Unie a soukromníků. V České Republice jsou plány bohužel jen na papíru, projekt státního seed fondu byl dle informací z odborného portálu zrušen Lupa.cz (2014) v roce 2012. Na celoevropské rovině existuje projekt JEREMIE, který poskytuje státům EU prostředky na investice do revolvingových nástrojů, jako jsou fondy rizikového kapitálu, zápůjčkové či záruční fondy (JEREMIE 2014).

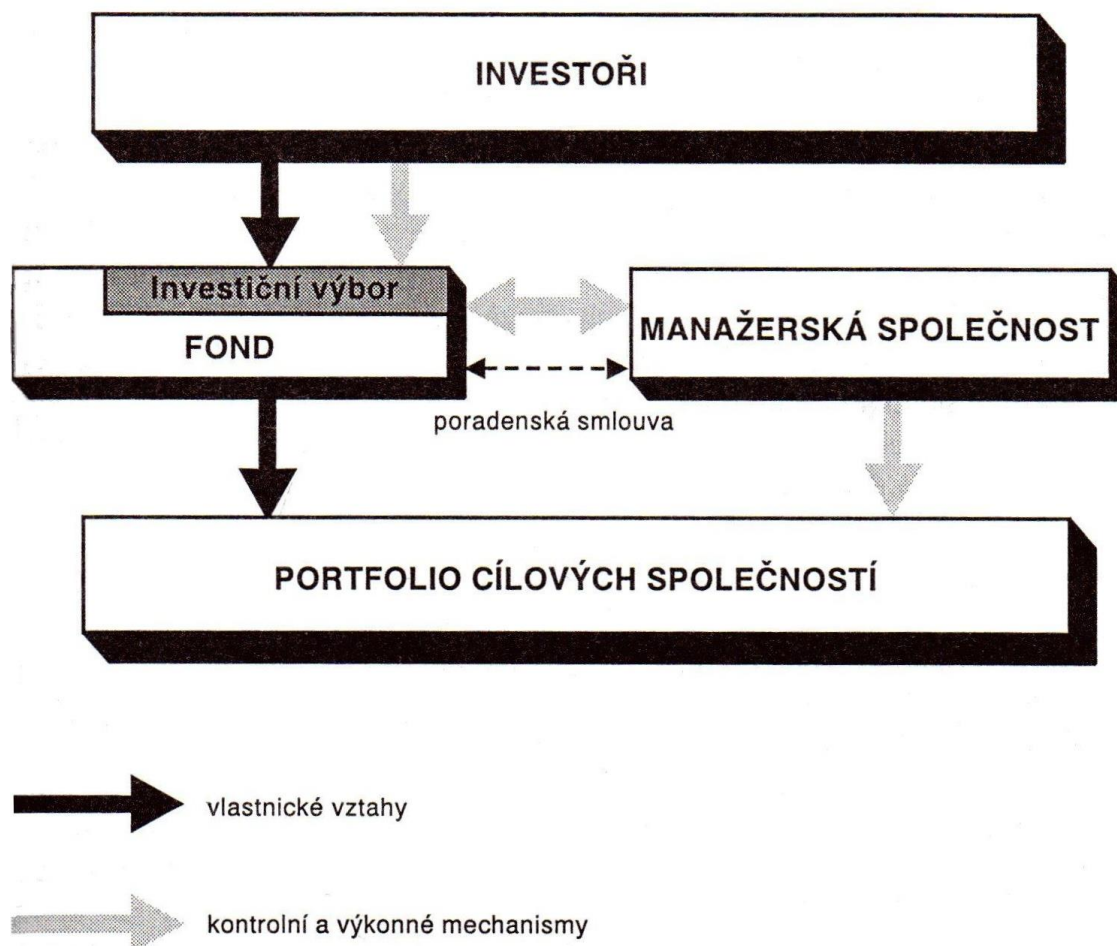
#### 2.4.2 Fondy rizikového a rozvojového kapitálu

Rizikový a rozvojový kapitál již dle svého názvu indikuje, že investice do něj se nemusí vyplatit, ani vrátit. Nestačí mít jen dostatečný kapitál pro investici a touha vydělat peníze. Opravdových úspěchů dosahují pouze vysoce kvalifikovaní investoři s pokročilým know-how a zkušenostmi.

Z těchto důvodů vznikly fondy rizikového a rozvojového kapitálu. Proces investování do těchto oblastí se vyvinulo v poměrně složitý investiční proces, kde jsou kladeny zvýšené požadavky na kontrolu rizika. To dělá investici vysoce strukturovaným a organizovaným procesem, který vyžaduje více pozornosti než jiné alternativní investiční možnosti.

Dle Dvořáka (1998) a Fetisovové (2007) je fond účelově založenou společností sloužící ke shromáždění finančních prostředků od investorů. Fond vyhledává investiční příležitosti, monitoruje trh, provádí nákupy, správu portfolia a také zabezpečuje prodeje podniků. Na to společnost si najímá vlastní investiční manažery anebo ve většině případů využívá služeb manažerské společnosti.





Obr. 5 Vztah mezi investory, fondem, manažerskou společností a cílovou společností  
Zdroj: Dvořák (1998)

Vztahy mezi subjekty zobrazuje výše uvedený obrázek. Je zde patrné, že vlastníkem podílů v cílové společnosti se nestává manažerská společnost, která investici zprostředkovává a provádí, ale fond. Ten je však pouze pasivním vlastníkem, faktickou správu portfolia provádí za vlastníka dále manažerská společnost, která je s fondem smluvně zavázána k poskytování těchto typů poradenských služeb.

Aktivní role fondu v investici je v rozhodování o konkrétní investici do fondu, má tedy poslední slovo, manažerská společnost má pouze roli zprostředkovatele, vyjednávače a poradce. Z toho důvodu je součástí fondu tzv. investiční výbor (investment committee), který při konečném rozhodování potvrdí či zamítne návrh připravené investice. Dvořák (1998) popisuje výbor jako sdružení investorů, kde zasedají zástupci investorů, často společně se zástupci manažerské společnosti. Tento výbor má povahu externího orgánu, který má pravidelné, většinou čtvrtletní zasedání. V případě mimořádné investice, která nemá odkladu, je možné samozřejmě svolat mimořádnou schůzi.

Z hlediska investora je tedy fond „bezpečným přístavem“, kam uložit svoje peníze, pokud má zájem o investice do rizikového a rozvojového kapitálu. Zbavuje ho rozhodování o směru a rizikovosti investice. Pro manažerské společnosti je poskytování poradenství fondu další možností pro výdělek a pro cílové společnosti je další možností financování svých aktivit.

Při zakládání fondu je důležité vybrat vhodný právní statut. Závisí na něm nejen proces a struktura rozdělování výnosů fondu, ale také to, kdo a s jakými právy bude disponovat. Dalším důležitým tématem pro rozhodování o právním statutu je i otázka daňového zatížení.

Přestože by název investiční fond rizikového kapitálu mohl evokovat, že subjekty jsou upraveny zákonem o investicích a fondech, není tomu tak. Dle Dvořáka (1998) je 85 % všech fondů rizikového a rozvojového kapitálu má formu tzv. Limited Partnership, v českém právním řádu je této formě nejbližší komanditní společnost. Zákon o obchodních korporacích č. 90/2012 Sb. ji definuje jako: „*Komanditní společnost je společnost, v níž jeden nebo více společníků ručí za závazky společnosti do výše svého nesplaceného vkladu zapsaného v obchodním rejstříku (komanditisté) a jeden nebo více společníků celým svým majetkem (komplementáři).*“ Hlavním výhodou pro použití této právní formy je to, že v mnoha zemích legislativa přesně nevymezuje oblasti fungování společnosti typu Limited Partnership, ale dává velký prostor vymezení ve společenské smlouvě. Tato velká volnost a variabilita je vhodná pro rozdílné zájmy mnoha zúčastněných v procesu, ať už investorům nebo manažerské společnosti. Tichý (2012) doplňuje, že převážně z daňových důvodů má většina fondů registrované sídlo v tzv. daňových rájích, kde se snaží placení daní snížit na minimum.

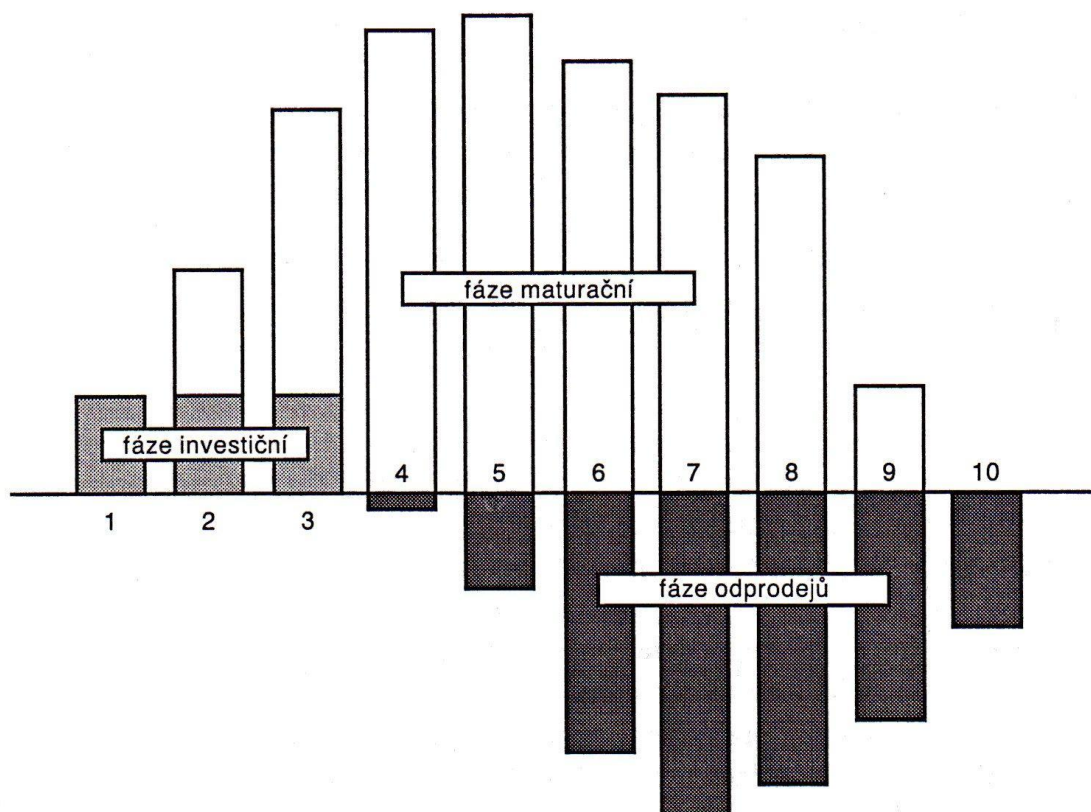
Většina fondů rizikového a rozvojového kapitálu je zakládána na dobu 8 až 10 let. Celková životnost fondu bývá rozdělena na tři fáze.

**Investiční fáze** trvá většinou 3 roky. V této době jsou vyhledávány vhodné investiční možnosti, které jsou v souladu s investičními požadavky a kritérii fondu. Dochází také k proinvestování většiny svěřených peněz do správy fondu.

**Maturační fáze** obvykle trvá mezi 4 a 7 roky. V této fázi dochází k růstu a expanzi investovaného kapitálu do cílových společností. Společnosti jsou investičními manažery monitorovány a v ideálním případě manažeři vykonávají pouze kontrolní a dozorovou činnost, a to díky jejich účasti ve statutárních orgánech. Hlavním smyslem je kontrola a řízení rizika, dohled na dodržování stanovené strategie, hospodaření s majetkem a cash flow. Tyto práva mohou být nad rámec člena ve statutárním orgánu rozšířeny pomocí smlouvy, kterou investiční fond uzavře s podnikem. Maturační fáze ukáže, který z podniku, do něhož investiční fond vstoupil, byl šťastnou volbou pro poskytnutí kapitálu, a který byl investiční chybou. Zároveň se v za tuto dobu prokáže kvalita managementu cílového podniku, v některých případech musí převzít investiční manažeři v podniku krizové řízení.

Fáze odprodeje (exitu) je posledním obdobím existence fondu. Zde dochází k prodeji podílů v cílových společnostech. Po prodeji se ukáže, zda li byl vstup do podniku pro fond výhodným a výnosným. Doba této fáze se liší v závislosti na

tom, kdy nastane vhodný okamžik pro prodej (kdy fond získá maximální zhodnocení).



Obr. 6 Průběh fází typického desetiletého fondu  
Zdroj: Dvořák (1998)

Obrázek č. 6 zobrazuje, jak probíhají fáze v průběhu času. Šedá barva ukazuje roční objemy investovaných prostředků a černá barva zobrazuje roční objemy divstvic (exitů).

### 2.4.3 Klienti rizikového a rozvojového kapitálu

Dalším důležitým členem tohoto trhu jsou společnosti, do nichž budou investice směřovat. Pokud manažer cílové společnosti zváží všechny alternativy financování a rozhodne se pro rizikový nebo rozvojový kapitál, tak typickým postupem je oslovení investora. Cílová společnost si ale musí být vědoma toho, že by měla splňovat určité předpoklady, Tichý (2012) a Fetisovová (2009) uvádí:

- Měla by existovat konkurenční výhoda podniku.
- Podnik by měl mít reálný marketingový a finanční plán.
- Musí existovat vysoký ziskový potenciál investice.

I přes tyto předpoklady je důležité si uvědomit, že obzvláště v raných fázích investic do podniku nehraje výše zmíněný výčet zas takovou roli. Nejdůležitější přida-

nou hodnotou podniku v této fázi je jeho management, se kterým může fond dále pracovat na jeho rozvoji.

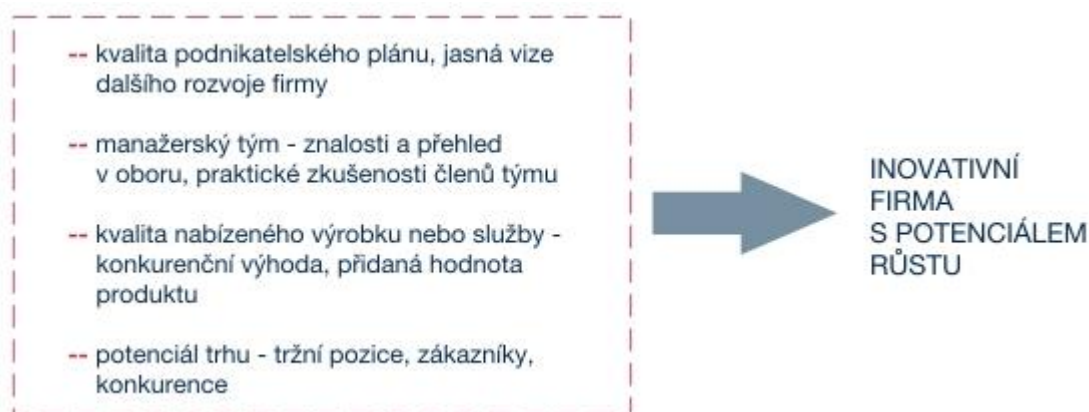
## 2.5 Investiční proces rizikového kapitálu

Investiční proces rizikového kapitálu je souvislý sled mnoha aktivit, je relativně časově náročný a administrativně složitý. V průběhu procesu do něj vstupují a vystupují různé subjekty, ať už manažerské společnosti radící s investicí nebo konkurenční investiční fondy.

Typický investiční proces rizikového kapitálu dělí Tichý (2012) stejně jako Dvořák (1998) na 4 části.

V **první fázi** dochází k hledání příležitosti, která je vhodná pro investici rizikového kapitálu. Toto hledání může proběhnout několika způsoby. Tím nejčastějším je situace, kdy potenciální cílová společnost přichází sama za investory. V klasických případech jedná s více investičními společnostmi. V některých případech zde vstupuje již zmíněná manažerská společnost, která plní funkci aktivního vyhledávače příležitostí. Cílem je vyjasnit si předpoklady a očekávání od investice, ať už ze strany investora nebo ze strany příjemce investice. Pokud se najde shoda v základních parametrech a požadavky obou stran jsou přijaty, je možné přistoupit k podrobnějšímu jednání. Pokud investiční manažer, jednající s potenciálními klienty rizikového kapitálu, usoudí, že by investice byla pro společnost vhodná, předloží investiční komisi ve společnosti krátkou zprávu z jednání (tzv. concept clearance). V této zprávě jsou shrnuty investiční požadavky klienta. Stejně tak je uzavřena s žadatelem o investici tzv. smlouva o ochraně důvěrných informací a mlčenlivosti (non disclosure agreement) V této fázi je odmítnuta naprostá většina žadatelů.

Diagram státní agentury CzechInvest (2016) ukazuje, co je pro investiční manažery při posuzování a rozhodování o žádosti nejdůležitější.



Obr. 7 Co venture kapitálové fondy v souvislosti s realizací investice zajímá  
Zdroj: CzechInvest (2016)

Pokud žadatel úspěšně prošel první fází, přesouvá se do **druhé fáze**. Hlavním smyslem této fáze je vypracování podnikatelského plánu a jeho prezentace před

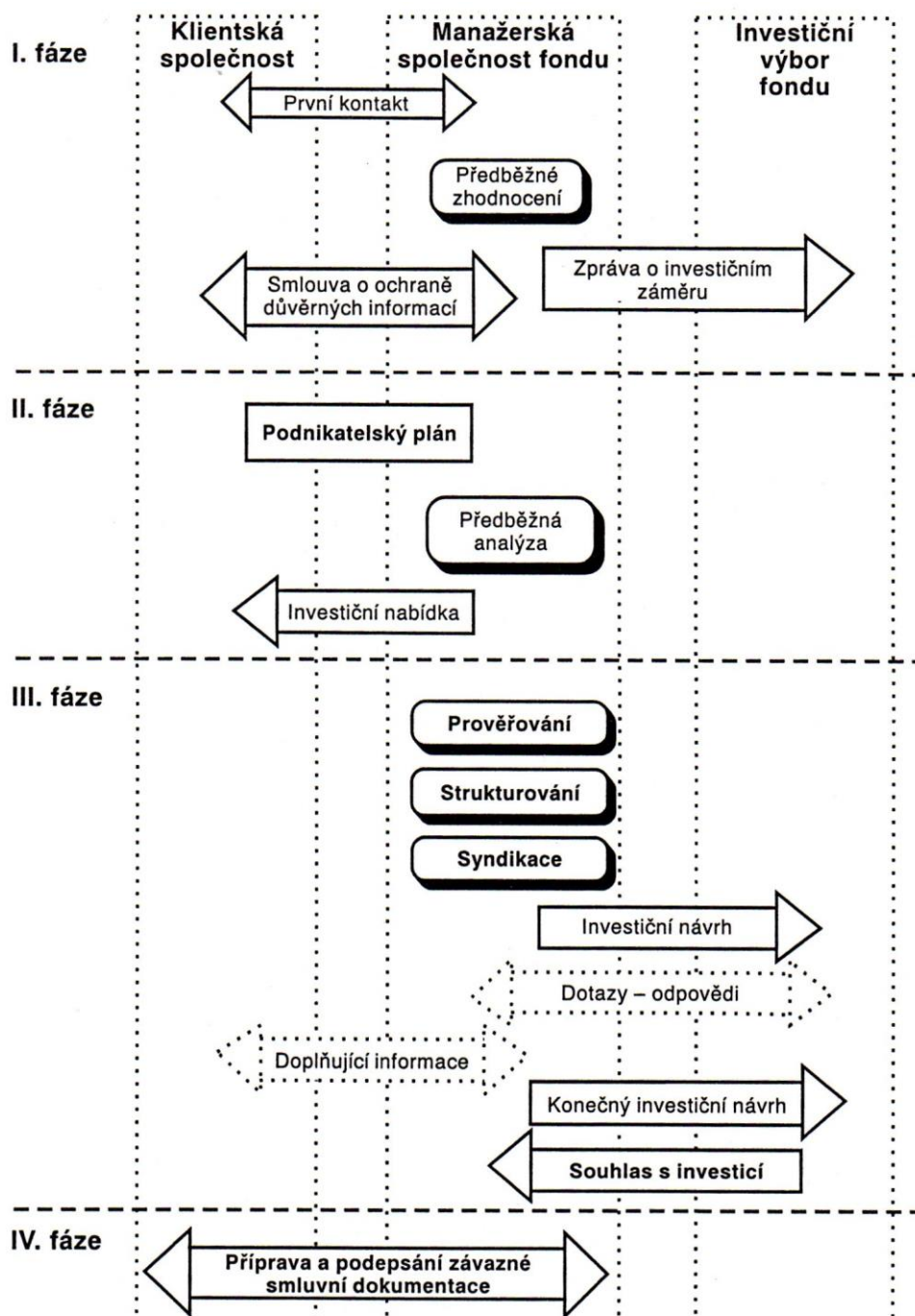
investory. Tento plán, který má zpravidla rozsah 20-30 stran, již zahrnuje všechny dokumenty, které jsou požadovány od investiční společnosti a připomínky diskutované v prvním kole. Tento vypracovaný plán je podroben prověřce investičním fondem, kde je prověřena jeho formální správnost a jeho reálná proveditelnost. Poté je plán s jeho cíly a hodnotami firmy postaven proti investiční strategii fondu a je posouzeno, zdali je vhodné zařadit žadatele o investici do svého portfolia. Tento plán má navíc ještě jednu funkci. To, jak je plán formálně a hlavně technicky zpracován, dává investičním manažerům obrázek o manažerských schopnostech jeho předkladatelů. Obzvláště v raných stádiích financování (např. seed capital) je kvalita lidí mnohem důležitější jako kvalita nápadu. V této fázi manažeri fondu intenzivně komunikují s investičním výborem fondu a snaží se získat předběžný souhlas o investici. Míra angažovanosti investičního výboru se liší fond od fondu. V některých případech výbor aktivně pracuje s manažery a vznáší řadu dotazů, připomínek, návrhů a požadují další doplňující investice. Pokud investiční výbor vysloví předběžný souhlas, je předložena zájemci o investici oficiální investiční nabídka (offer letter). Tato nabídka informuje žadatele o výši, struktuře a podmínkách, za kterých je investiční fond ochoten provést investici, většinou může být však podmíněna dalšími prověrkami, analýzami a jednáními. Tato nabídka však není ani pro jednu stranu právně závazná, ale ukazuje jen vážný zájem dále jednat o investici a tvoří rámec, nastavený pro další jednání.

Předposlední, **třetí fázi** tvoří podrobné zkoumání podnikatelského plánu a podniku, tzv. due diligence, tato část bývá časově nejnáročnější. Dále je zde zpracováván investiční návrh a strukturována investice. Cílem due diligence je podrobně a nezávisle ověřit údaje, které uvádí zájemce o investici ve svém plánu, prověřit finanční a technickou realizovatelnost. Dále se stanoví rizika, která by se teoreticky mohla vyskytnout v průběhu investice, název rizikový kapitál už sám o sobě dokládá důležitost této činnosti. V tento moment jsou často přizváni i externí odborníci, jako techničtí konzultanti nebo auditoři a účetní. Pokud investice probíhá již ve vyšším vývojovém stupni podniku, je na místě vytvořit valuaci podniku, čili jeho finanční ohodnocení. Jako další krok této fáze je stanovena struktura investice, tímto je myšleno rozložení investovaných prostředků v čase, jejich objemu. Často nastává, obzvláště při vysoké investici nebo rizikovosti, že se několik investičních fondů spojí a provedou do podniku společnou investici. Tento proces se nazývá syndikace (syndication). V tomto případě vystupuje většinou jeden hlavní investor, který proces organizuje, dále jsou součástí syndikátu ostatní fondy. V této fázi se také domlouvá statut finančních prostředků. Investované prostředky nemusí jít o čistě navýšení základního jmění, v mnoha případech je část prostředků poskytnuta jako tzv. podřízený úvěr (subordinated loan). Tento úvěr se zpravidla poskytuje kvůli dodržení dohodnuté majetkové struktury mezi původními vlastníky a investičním fondem, úvěr je pak nejjednodušší možností jak doručit zbylé peníze do podniku, aniž by se měnili podmínky. Dalším typem je tzv. convertible note, tento postup je kombinací vstupu do majetkové struktury a úvěru. Investiční fond poskytne úvěr, jehož součástí je doložka, která dovoluje fondu po splnění určité podmínky nebo stanoveného cílu přeměnit pohledávku vůči podniku na majetko-

vou účast (tento typ je takřka shodný s postupem mezzanine capital). Po projednání výše uvedených věcí je nutné dohodnout formální věci, jako účasti zástupců investorů v orgánech společnosti, jejich práv apod. Po proběhnutí předchozích činností je investičními manažery zpracován investiční návrh (investment proposal), ten shrnuje vše podstatné o dané investici, mohou zde však proběhnout určité úpravy. Posledním dokumentem je tzv. konečný investiční návrh (final investment proposal), který je předložen investičnímu výboru ke schválení či k zamítnutí. O tomto návrhu hlasuje výbor prostým ANO/NE (tzv. board approval)

Poslední **čtvrtou fází** jsou poslední drobné úpravy smlouvy, její podpis a následné převedení finančních prostředků na účet cílového podniku a vstupem fondu do jeho majetkové struktury. Nejedná se o pouhý podpis jedné investiční smlouvy, ale celý soubor dokumentů, které potvrzují souhlas s managementu se všemi detaily a náležitostmi v nich obsažených.

Tyto čtyři investiční fáze, jejich spojitost a návaznost přehledně popisuje obrázek na následující straně.



Obr. 8 Investiční proces rizikového a rozvojového kapitálu.  
Zdroj: Dvořák (1998)

## 2.6 Výhody a nevýhody financování rizikovým kapitálem

Podnik má mnoho možností jak získat peníze pro svůj další rozvoj, tím může být pouhé navýšení vlastního kapitálu, vstupem nových společníků, bankovním úvěrem, vydáním dluhopisů, leasingem, faktoringem či emisí akcií. Rizikový kapitál se tedy považuje v mnoha případech za jedinou možnost financování mladých podniků, protože tyto začínající firmy nemohou využít výše zmíněných možností, ať už z důvodu vysoké rizikovosti pro banky, nedostatku aktiv pro ručení anebo malého know-how pro provedení. Pro vyplnění této mezery na trhu existuje rizikový kapitál, je na zvážení pro každého začínajícího podnikatele, aby se rozhodl, jestli pro něj má smysl se zajímat o rizikový a rozvojový kapitál.

Pro rozhodování může posloužit výčet jeho výhod a nevýhod, jako nejtýpější Tichý (2012) a Bussgang (2015) uvádí:

### 2.6.1 Výhody

- Díky rizikovému a rozvojovému kapitálu je možná realizace nadějných a inovačních projektů, na které by podnik neměl dostatek vlastních zdrojů nebo by na ně nemohl získat úvěr v bance, protože by se pro ni jevil jako moc rizikový.
- Nedochozí k nárůstu cizích zdrojů, ale k posílení vlastního kapitálu, byť na úkor původní vlastnické struktury.
- Během investičního období není cílový podnik zatížen náklady na úroky a neplatí žádné splátky, rizikový kapitál tedy nemá negativní dopad na cash flow podniku. Ovšem pokud nejsou součástí financování prioritní akcie (nárok na dividendu) nebo pokud finanční balík investice nezahrnuje dluh.
- Investor nepřináší jen finanční prostředky, ale také svoje zkušenosti, cenné informace a kontakty, které mohou výrazně pomoci podniku. Mnohdy je toto know-how a poradenství cennější než finanční prostředky.
- Aktiva firmy nejsou pod žádnými retenčními právy a po podnikateli není vyžadováno, aby poskytoval nějaké osobní záruky (rizikový kapitál většinou jištění podniku nevyžaduje).

### 2.6.2 Nevýhody

- Vstupem do majetkové struktury dochází k nárůstu počtu vlastníků, což může negativně ovlivnit strategické rozhodování a kontrolu firmy.
- Před investicí musí cílová firma odhalit investorům všechny podrobnosti o svém podnikání, včetně know-how a obchodních praktik (provádí se tzv. due diligence, čili podrobná kontrola podniku).
- Od investorů je požadována vysoká výnosnost jejich investice, kterou chtějí krýt vysokou rizikovost této investice.

Výše zmíněný výčet dává každému potenciálnímu příjemci rizikového a rozvojového kapitálu na vybranou, zdali pro něj budou nevýhody tak zásadní, že bude raději hledat financování v klasičtějších vodách bankovních domů či u private equity partnerů. Mnohým začínajícím podnikům však, pokud chtějí rychlý rozvoj svého



nápadu, nic jiného nezbyvá, z již zmíněných důvodů velké rizikovosti a nízké rentability. Tudíž má rizikový a rozvojový kapitál ve světě finančních trhů svoje místo.

## 2.7 Rizikového kapitál v ČR, v regionu CEE a v USA

### 2.7.1 Rizikový kapitál v České republice

Přestože má rizikový kapitál ve světě delší tradici, tak do České Republiky se dostal až s přechodem na svobodné tržní prostředí na začátku 90. let. První fondy rizikového a rozvojového kapitálu dle Dvořáka (1998) vznikly s finanční pomocí USA a západních evropských zemí. Jako první se fond se uvádí *Českoamerický podnikatelský fond* (též uváděn jako Bushův fond), tento fond byl založen v roce 1991 a byl financován Spojenými státy americkými. V průběhu 90. let zřídila česká vláda 2 fondy, *Regionální podnikatelský fond* a *Fond rizikového kapitálu*. Prvním fondem financovaným z prostředků soukromých investorů byl v roce 1994 založený Renaissance. V druhé polovině 90. let do ČR začínají postupně přicházet další soukromé fondy.

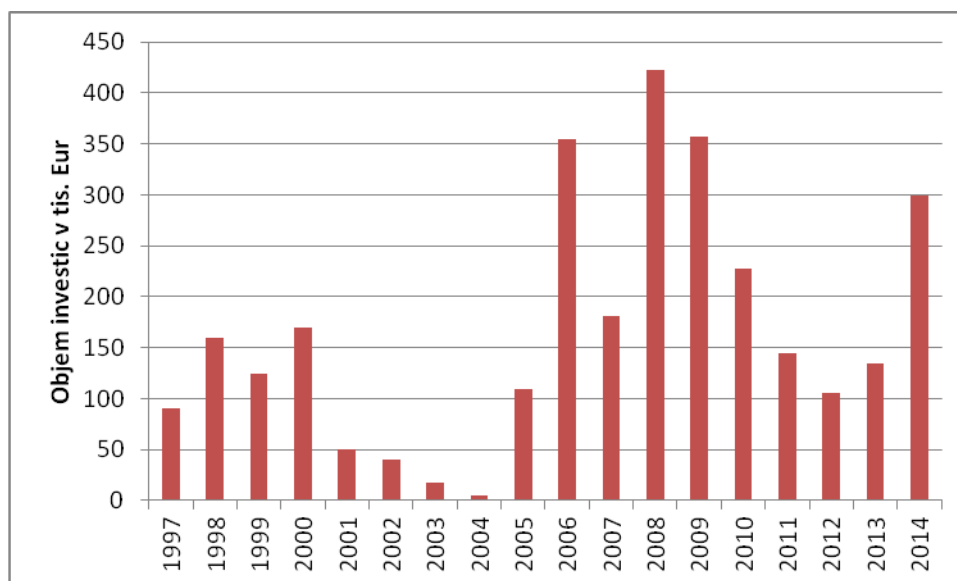
V roce 1995 zahájila svoji činnost asociace sdružující investiční fondy rizikového a rozvojového kapitálu, Czech Venture Capital Association (CVCA). Asociace o sobě na svých internetových stránkách (2016) tvrdí: „CVCA je asociace, která zastupuje zájmy společností působících v oblasti private equity a venture kapitálu v České republice. Jejími členy jsou firmy investující private equity a venture capital (řádní členové) a společnosti, které v oblasti private equity a venture kapitálu vykonávají poradenské služby (přidružení členové).“ CVCA je členem Evropské asociace private equity a venture kapitálu (EVCA), dále spolupracuje na individuální úrovni s dalšími zeměmi a sdruženími. V současné CVCA tvoří 13 řádných 29 přidružených členů.

V dalších letech, možná i díky této asociaci, dochází k rozšiřování vědomí o rizikovém a rozvojovém kapitálu a nárůstu jeho investic. Tento růst přerušila obezřetnost investorů po tzv. internetové bublině v roce 2000, v tomto a následujícím roce dochází k poklesu a stagnaci investic. Od roku 2005 vykazují již investice fondů opět nárůst, kterému pomohl i vstup České Republiky do Evropské Unie v roce 2004. Dalším problémem pro fondy, a to i na celosvětové úrovni, byla finanční a dluhová krize v roce 2009.

V České Republice jsou investice rizikového a rozvojového kapitálu stále především minoritní záležitostí. To může způsobovat jeden důvod, v zahraničí tvoří největší investory těchto fondů bankovní a penzijní instituce, v ČR mají však tento typ investic, banky a penzijní fondy, značně zákonem omezený. Naprostou většinu venture capital fondů tvoří tedy fondy soukromých investorů. Podpora ze strany státu pro venture capital je prakticky nulová. Jednou z prvních vlašťovek mělo být založení státního seed fondu, tento projekt, byl však v roce 2012 zastaven a o jeho nástupci se zatím nemluví.

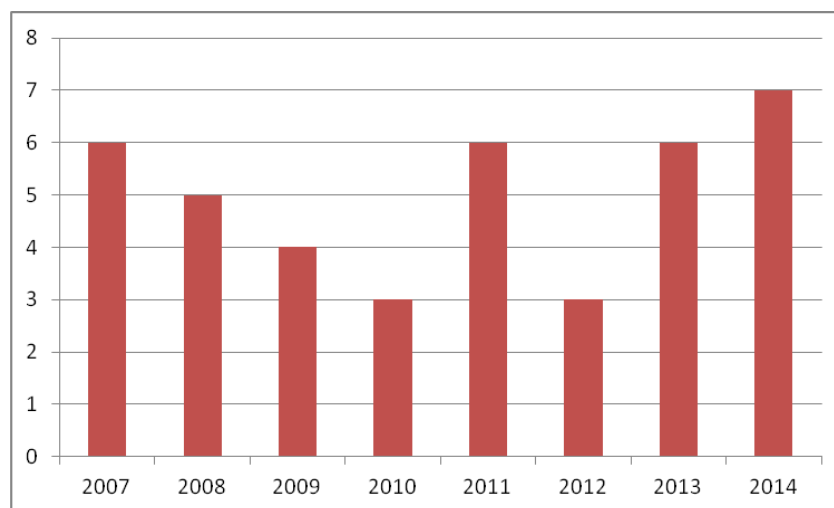
Graf na obr. 9, v němž jsou použita data z ročenky EVCA (2016), ukazuje objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR. Z něj je patrné, že se jedná o

cyklické odvětví, které roste v době konjunktury a klesá v době recese, toto lze ukázat na poklesech investovaných peněz po obou krizích v nultém desetiletí 21. století.



Obr. 9 Objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR v letech 1997-2014  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z EVCA (2016)

Z ročenky Evropské asociace rizikového kapitálu (2016) lze vyčíst i další údaje, například o počtu investic v České republice:

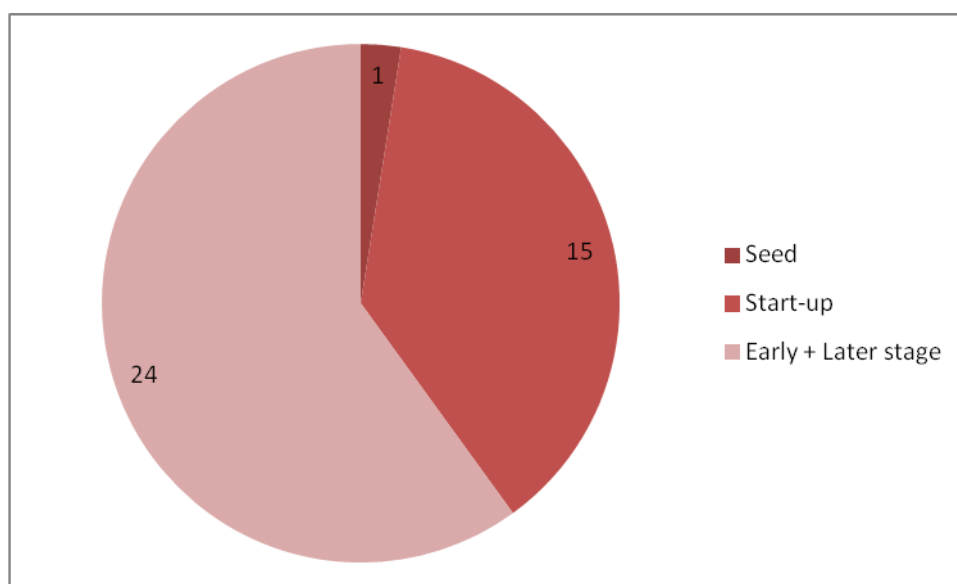


Obr. 10 Počet investic rizikového kapitálu v ČR mezi lety 2007 a 2014  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z EVCA (2016)

I na tomto grafu je vidět to, že v době dluhové krize byla obezřetnost investičních fondů vyšší a tím pádem proběhlo v ČR méně investic.

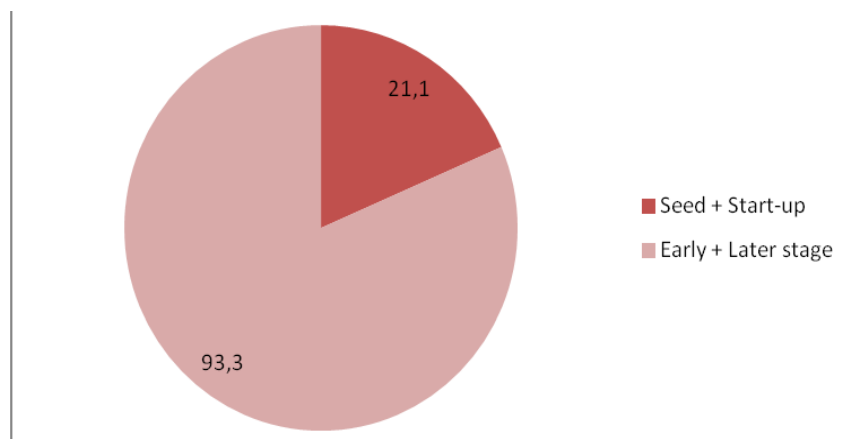
Dle ročenky CVCA (2014) patří mezi největší transakce na trhu rizikového a rozvojového kapitálu investice v roce 2014 do společnosti Socialbakers ve výši 26 milionu dolarů, kterou provedl fond Index ventures. Jako další poměrně velkou investici lze zmínit financování společnosti Visual Unity ve výši 7,3 milionu dolarů fondem 3TS Capital Partners.

Pokud se podíváme na investice dle typu rizikového kapitálu dle dělení v kapitole 2.3, na obrázku 11 vidíme, že nejméně zastoupený byla investice typu seed. Toto je dáno tím, že tento typ patří mezi nejrizikovější a v ČR se mu věnuje minimum investorů rizikového kapitálu. Mezi lety 2007 a 2014 byla provedena dle statistik pouze 1 taková investice. Dále bylo ve sledovaném období provedeno 15 investic typu start-up a 24 investic rozvojového kapitálu. Na tyto typy investic se fondy v ČR zaměřují nejvíce.



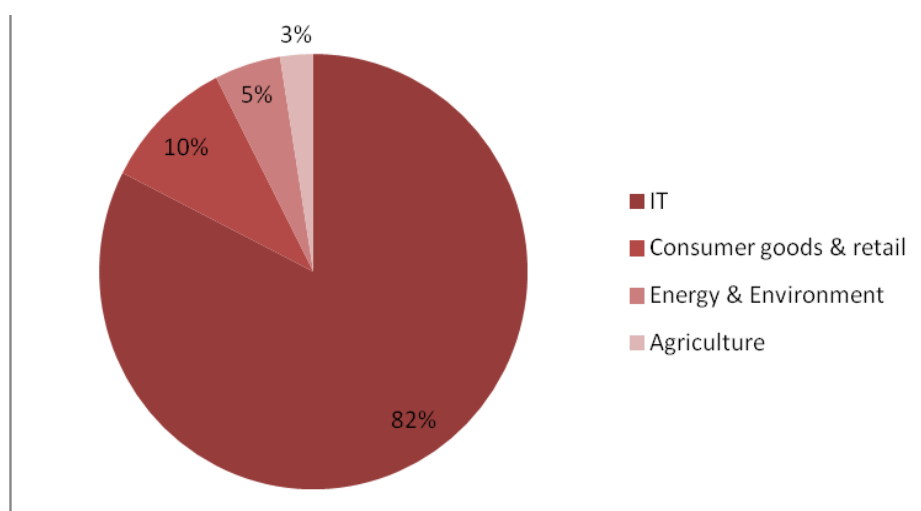
Obr. 11 Poměr typů investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR mezi lety 2007 – 2014  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z EVCA (2016)

Z obrázku č. 12 je vidět, že rozvojový kapitál tvoří většinu i v objemu investic, kdy bylo v tomto období investováno celkem 93,3 mil. eur. v rozvojovém financování a 21,1 mil. eur ve startovním.



Obr. 12 Objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR mezi roky 2007 – 2014 v mil. eur  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z EVCA (2016)

Jako naprosto převažující odvětví, do kterého investoři rizikového a rozvojového kapitálu investují svoje prostředky je odvětví IT. Toto je dáno hlavně historickým vývojem, kdy se rizikový a rozvojový kapitál nejvíce rozvinul v Mekce amerického IT. v Silicon Valley. Na grafu je vidět, že tato věc se týká i ČR, kdy 82 % všech investic bylo provedeno právě v podnicích v odvětví IT.



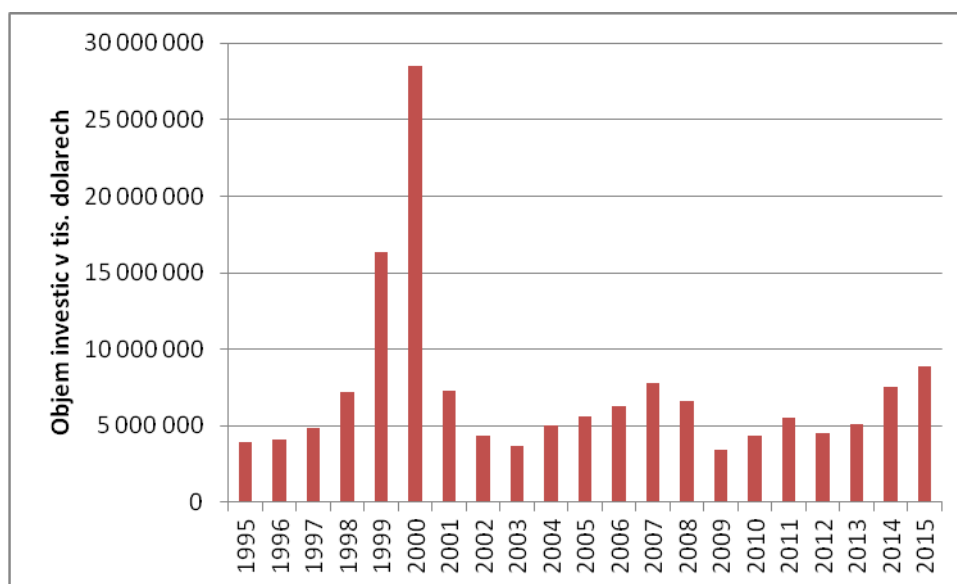
Obr. 13 Poměr investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR dle odvětví v letech 2007 – 2014  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z EVCA (2016)

## 2.7.2 Rizikový kapitál v USA

Je logické, že v rodišti rizikového a rozvojového kapitálu bude rozšíření a objem investic nejvyšší. Rizikový kapitál zde působí již od svého vzniku ve 40. a 50. letech, od té doby s menšími výkyvy neutěšeně roste. V USA a jeho volném tržním prostředí jsou nejlepší podmínky pro existenci těchto typů investic, které jsou navíc podporovány vládou.

Stejně jako v ČR zde existuje asociace sdružující firmy, které působí v odvětví venture capital, a to National Venture Capital Association (NVCA). Tato asociace má více jak 400 členů a zabývá se především zvyšováním povědomí o rizikovém a rozvojovém kapitálu, zprostředkovává spojení mezi investičními fondy, vydává roční a čtvrtletní statistiky o odvětví a aktivně působí jako prostředník mezi americkou vládou a investičními fondy.

Vysoký objem investic je v USA dán i tím, že do těchto typů rizikových investic mohou vkládat svoje prostředky banky a penzijní fondy, což mají v mnohých evropských státech včetně České Republiky značně ztížené nebo zakázané. Obrovský objem financování (rizikového a rozvojového kapitálu mnohonásobně vyšší než v ČR) dokládá tento graf:



Obr. 14 Objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v letech 1995-2015

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z NVCA (2016)

Z grafu je patrný velký nárůst investic před prasknutím tzv. internetové bubliny v roce 2000 a ještě větší pokles investic po prasknutí, kdy došlo ke ztrátě většiny investovaných prostředků. Od roku 2003 až do začátku dluhové krize investovaný objem prostředků vykazuje nárůst. Po stabilizaci finančních trhů dochází opět k růstu.

### 3 Metodika

Bakalářská práce pojednává o možnosti financování podniku v odvětví IT se zaměřením na rizikový a rozvojový kapitál. Tato práce je rozdělena na 2 části, na popis současného stavu řešené problematiky a praktickou část.

Hlavním smyslem praktické části je zjištění vlivu financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu na ekonomické výsledky podniku. Tyto výsledky jsou posouzeny pomocí ukazatelů finanční analýzy. Jsou sledovány především ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti. Dále jsou pro podniky vyčísleny bankrotní modely. Co se týče standartních ukazatelů finanční analýzy, a to především ukazatelů rentability, nejsou dle rozhovorů s investory příliš vhodné. Na základě rozhovorů se Stanislavem Richterem, deputy director akcelérátoru xPORT VŠE, a Martinem Kešnerem, investičním manažerem z J&T ventures, (2016) s autorem práce připomínají, že na rozdíl od standardního podniku není hlavním cílem firem tvorba zisku, ale především získání tržního podílu a akvizice klientů. To si mohou dovolit díky poskytnutým penězům, které v prvních letech fungování nahradí klasický zdroj rozvoje podniku, zisk. Z tohoto důvodu jsou v práci použity i alternativní ukazatele doporučené investičním fondem rizikového a rozvojového kapitálu, firmou Andreessen a Horowitz. Ukazatele jsou uvedeny na jejich webových stránkách<sup>1</sup>. Tyto ukazatele budou použity pro firmy, u nichž budou dostupná potřebná data.

Tyto ukazatele jsou sledovány za 4 období. Prvním obdobím (O-1) je rok před vstupem investice rizikového a rozvojového kapitálu do podniku. Druhým sledovaným obdobím (O) je rok vstupu kapitálu do podniku, třetím obdobím (O+1) je rok po investici rizikového a rozvojového kapitálu do daného podniku a posledním obdobím (O+2) je 2. rok po vstupu investice. V práci bude posouzena změna těchto ukazatelů a tato část skončí jasným výsledkem, zda rizikový a rozvojový kapitál ovlivňuje chod a výsledky sledovaných podniků. Dosažené výsledky budou diskutovány s výsledky či návrhy jiných autorů prací na obdobné téma.

Podniky analyzované v této práci náleží do odvětví IT (informačních technologií). Tato volba byla provedena z toho důvodu, že naprostá většina investic rizikového a rozvojového kapitálu míří právě do odvětví IT. To dokládá i obrázek 13 v kapitole 2.7.1., kde je patrné, že více než 80 % všech investic probíhá v odvětví IT. Výběr tohoto odvětví pro zkoumání vlivu rizikového a rozvojového kapitálu je tedy logický. Konkrétní podniky byly zvoleny z důvodů dostupných účetních závěrek. Většina mladých a začínajících podniků v tomto oboru nepatří mezi nejpečlivější v účetnictví a v účetních výkazech. Toto může být dáno vysoce konkurenčním prostředím, kterým obor IT bezpochyby je. Začínající firmy jsou ochotny podstoupit riziko pokuty za nezveřejňování účetních závěrek a raději si svoje finance nechají skryty před zraky médií, konkurenčních firem a ostatních investorů. I toto může znamenat konkurenční výhodu.

---

<sup>1</sup> Viz: <http://a16z.com/2015/08/21/16-metrics/> a <http://a16z.com/2015/09/23/16-more-metrics/>

Data využitá ve vlastní práci byla získána z účetních závěrek podniků a jsou uvedena v příloze bakalářské práce.

### 3.1 Ukazatele finanční analýzy

Tyto ukazatele definuje Růčková (2011) společně s Kislingerovou (2008) jako:

#### 3.1.1 Ukazatele rentability

Rentabilita vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku pomocí investovaného kapitálu. Principem tohoto ukazatele je výpočet poměru mezi určitým výsledkem hospodaření a určitým druhem kapitálu nebo tržeb. Tyto ukazatele by měli v čase růst, avšak nejsou stanoveny specifické hodnoty a jejich intervaly, určující jejich správnost.

##### ROE

Jedná se o rentabilitu vlastního kapitálu (return on equity), tímto ukazatelem sledujeme výnosnost kapitálu vloženého akcionáři nebo vlastníky podniku. Tento poměr by měl být vyšší než je výnosnost cenných papírů s nízkým rizikem. V tomto případě je investice do podniku pro investora zajímavá, protože výnosnost vyvažuje vyšší riziko.

$$\text{ROE} = \text{EAT}/\text{E}$$

EAT – zisk po odečtení daně z příjmu (earnings after taxes), tj. výsledek hospodaření za běžné účetní období

E – vlastní kapitál (equity)

##### ROA

Rentabilita celkových aktiv ukazuje, jakého efektu bylo z aktiv dosaženo.

$$\text{ROA} = \text{EBIT}/\text{A}$$

EBIT – zisk zvýšený o úroky a daň z příjmů (earnings before interest and tax), tj. provozní výsledek hospodaření

A – aktiva (assets)

##### ROS

Tento ukazatel počítá poměr mezi ziskem a tržbami podniku. Hlavním smyslem je ukázat, kolik podnik vyprodukuje zisku na 1 Kč tržeb. Tento ukazatel je někdy též nazýván jako ziskové rozpětí. Tento ukazatel by měl být vyšší jako oborový průměr. Pokud je nižší, znamená to, že cena výrobku je nízká a náklady jsou příliš vysoké.

$$\text{ROS} = \text{EAT}/\text{celkové tržby}$$

EAT – zisk po odečtení daně z příjmu (earnings after taxes), tj. výsledek hospodaření za běžné účetní období

### 3.1.2 Ukazatele likvidity

#### Běžná

Běžná likvidita ukazuje, kolikrát pokrývají běžná aktiva krátkodobé závazky v podniku. Jinými slovy ukazuje, jak rychle by podnik zvládl svá oběžná aktiva přeměnit na hotovost sloužící k uhrazení dluhu.

$$\text{Běžná likvidita} = \text{OA}/\text{KZ}$$

OA – oběžná aktiva

KZ – krátkodobé závazky

### 3.1.3 Ukazatele zadluženosti

Smyslem těchto ukazatelů je ukázat, jaká část aktiv je financovaná cizím kapitálem, ve většině případů tedy dluhem.

#### Debt ratio

Jedná se o základní ukazatel, kterým se vyjadřuje celková zadluženost. Ukazuje poměr celkových závazků a celkových aktiv. Čím vyšší je vypočtená hodnota, tím je vyšší riziko pro věřitele, zadlužení podniku je tedy na vysoké úrovni.

$$\text{Debt ratio} = \text{CZ}/\text{CA}$$

CZ – cizí zdroje

CA – celková aktiva

#### Equity ratio

Jedná se o tzv. koeficient samofinancování. Na stejném principu, jako debt ratio, zjišťuje, jaká část celkových aktiv v podniku je financována vlastním kapitálem. Stejně jako u předchozího ukazatele je nutné, aby byl použit ve spojení s ukazateli rentability.

$$\text{Equity ratio} = \text{VK}/\text{CA}$$

VK – vlastní kapitál

CA – celková aktiva

#### Krátkodobá zadluženost

Tento ukazatel zobrazuje zatíženost podniku krátkodobými úvěrovými závazky.

$$\text{Krátkodobá zadluženost} = \text{krátkodobé CZ}/\text{CA}$$

CZ – cizí zdroje

CA – celková aktiva



### 3.1.4 Bankrotní model

Tyto ukazatele informují o tom, zda hrozí, že u podniku nastane bankrot. Vychází z předpokladu, že podniky před bankrotem vykazují stejné symptomy. Těmito symptomy mohou být problémy s likviditou a rentabilitou vloženého kapitálu.

#### Altmanův model

Model vychází z propočtů globálních indexů. Jedná se o součet pěti běžných poměrových ukazatelů s různou váhou. Záměrem tohoto modelu je určit, zda podniku v blízké době hrozí riziko bankrotu. Pokud vypočtená hodnota vyjde vyšší než 2,99, znamená to, že finanční situace firmy je uspokojivá. Hodnoty mezi 1,18 – 2,98 ukazují stav podniku v tzv. šedé zóně. To znamená, že podnik nelze vyhodnotit jako finančně zdravý, ale též nejde označit jako problematický.

$$Z = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,42 \cdot X_4 + 0,988 \cdot X_5$$

$X_1$  – podíl pracovního kapitálu k čistým aktivům

$X_2$  – rentabilita čistých aktiv

$X_3$  – EBIT/celková aktiva

$X_4$  – vlastní kapitál / (dlouhodobé závazky + krátkodobé závazky + bankovní úvěry a výpomoci)

$X_5$  – Tržby/celková aktiva

#### Tafflerův model

Jedním z dalších modelů, který sleduje riziko bankrotu je Tafflerův model, poprvé představený v roce 1997. Je-li vypočtená hodnota pod 0,2, znamená to, že podnik s velkou pravděpodobností zbankrotuje. Pokud vypočtená hodnota převyšuje 0,3, podniku s nejvyšší pravděpodobností bankrot nehrozí.

$$ZT(z) = 0,53 \cdot EBT/KD + 0,13 \cdot OA/CZ + 0,18 \cdot KD/CA + 0,16 \cdot T/CA$$

EBT – zisk před zdaněním

KD – krátkodobé dluhy (krátkodobé závazky + běžné bank. úvěry + krát. finanční výpomoci)

EBIT – zisk zvýšený o úroky a daň z příjmů (earnings before interest and tax)

CZ – cizí zdroje

CA – celková aktiva

OA – oběžná aktiva

FM – finanční majetek

T – tržby

### 3.1.5 Alternativní ukazatele

Mezi alternativní ukazatele byly zařazeny ty, které nepatří mezi standardní ukazatele finanční analýzy. Protože firmy financované rizikovým kapitálem jsou specifické a díky investici mají jiné cíle než standardní podnik, je využití těchto ukazatelů na místě.

#### **Active users (aktivní uživatelé)**

Tento ukazatel uvádí počet uživatelů či klientů využívající služby a produkty zkoumané společnosti.

#### **Burn rate**

Burn rate zkoumá, zdali podniku ubývají volné finanční prostředky. Je zjišťován z přehledu o finančních tocích (cashflow) a je zjišťován v měsíční frekvenci. Ukazatel tedy zkoumá, kolik volných peněžních prostředků podnik utratí/získá za měsíc.

$$\text{Burn rate} = (\text{počáteční stav peněžních prostředků} - \text{konečný stav peněžních prostředků}) / 12$$

#### **Gross margin - hrubá marže**

Jedná se o rozdíl mezi tržbou a náklady prodaného zboží či služeb, v těchto nákladech nejsou započteny např. odbytové náklady, správní režie a jiné provozní náklady.

## 4 Vlastní práce

Praktická část je zaměřena na analýzu vlivu financování podniku rizikovým a rozvojovým kapitálem v odvětví IT. Práce vychází z účetních uzávěrek daných podniků a finanční ukazatele jsou sledovány nejméně za 4 období. Prvním je období před vstupem rizikového a rozvojového kapitálu, dalším obdobím je rok vstupu investice a následují 2 období po vstupu tohoto financování. Tam, kde je přístupných více závěrek, jsou sledovány 3 období po vstupu investorů. Z účetních závěrek podniků jsou vypočteny ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti. Dále je vyčíslen ukazatel přidané hodnoty pro podnikatele a 2 bankrotní modely. Z důvodu specifčnosti podniků (viz. metodika) jsou přidány další alternativní ukazatele. Výsledky těchto výpočtů jsou dále diskutovány a srovnány s pracemi, které vyšly na stejné téma.

### 4.1 Základní informace o vybraných podnicích

V této podkapitole jsou uvedeny základní informace o vybraných podnicích, které prošly financováním pomocí rizikového a rozvojového kapitálu a je s nimi dále pracováno v praktické části.

#### 4.1.1 Socialbakers a.s.

Jedná se o podnik, který v roce 2009 založil Jan Řežáb s dalšími společníky v Praze. Socialbakers se zabývá analýzami a monitoringem sociálních sítí (Facebook, Twitter, Instagram, Youtube, apod.) a problematikou zpracování velkého množství dat, tzv. big data. Firma se za dobu své existence stala lídrem v poskytování těchto služeb a mezi její klienty se řadí nadnárodní korporace jako Nestlé, Lenovo, Microsoft Disney a Henkel. Cílem firmy je, pomocí svých nástrojů, se stát standardem v oboru analýzy sociálních sítí. V současné době má více jak 300 zaměstnanců v 11 pobočkách po celém světě. Podle naposledy zveřejněných dat, měla společnost v roce 2014 tržby přes 390 mil Kč.

Socialbakers obdrželi dle webu CrunchBase (2016) zatím 3 investice od fondů rizikového a rozvojového kapitálu v celkové výši 34 milionů dolarů. Tato práce zpracovává první dvě investice v letech 2011, 2012 a 2014. Poslední investici nelze v některých ukazatelích zohlednit kvůli neexistenci účetní závěrky za rok 2015.

#### 4.1.2 Cognitive security s.r.o.

Tato firma byla založena v roce 2009 v Praze. Společnost se zaměřuje na vytvoření pokročilých nástrojů pro odhalování a prevenci kybernetických hrozeb pro podniky a vlády. Řešení Cognitive security využívá celou škálu sofistikovaných technologií, které posléze slouží k identifikaci a analýze potenciální hrozby. Služby této společnosti využívají nadnárodní korporace a také například americké ministerstvo obrany. Dle poslední účetní uzávěrky měla společnost v roce 2014 tržby přes 5 mil. Kč.

Dle webu CrunchBase (2016) Cognitive security obdržela jedinou investici rizikového a rozvojového kapitálu, v roce 2011 jí celkem 4 investiční fondy poskytly financování přibližně v hodnotě 1,4 miliónu dolarů. V roce 2013 byla tato společnost, o 28 zaměstnancích, koupena za bližší nespecifikovanou částku jednou z největších firem v oboru IT, Ciscem, a postupně je začleňována do korporátních struktur Cisca.

#### **4.1.3 Slevomat.cz, s.r.o.**

Slevomat byl založen v roce 2010 podnikatelem Tomášem Čuprem. Tato společnost byla první, kdo začal na českém trhu nabízet koncept tzv. hromadného nakupování (slevové kupony např. jídlo v restauraci nebo na pobyt v hotelu, nabízené velkému počtu osob). I přes velký nárůst konkurence si společnost do dneška udržela pozici lídra trhu. Toho je dosaženo díky kvalitnímu marketingu a prvotřídní zákaznické péči. V současné době využívá služeb Slevomatu přes milión zákazníků v celkem 7 zemích střední a východní Evropy. V roce 2013 měla společnost tržby přes 276 miliónu Kč.

Podnik obdržel v roce 2011 investici od Miton investment, jedná se o českou soukromou společnost, zabývající se investicemi do začínajících podniků.

#### **4.1.4 AVG Technologies CZ, s.r.o.**

Společnost vznikla v roce 2011 a zabývá se bezpečností v informačních technologiích. AVG, s více jak 1000 zaměstnanců v kancelářích na všech světových kontinentech, vyvíjí bezpečnostní software pro běžné uživatele a pro firmy. Hlavní produkt této společnosti, antivirový software AVG, je používán více jak 200 milióny uživatelé po celém světě. Úspěch této firmy byl dovršen v roce 2012, kdy se akcie podniku začaly obchodovat na americké burze cenných papírů Nasdaq. Jedná se o první český podnik v historii, jehož akcie se začaly obchodovat na amerických burzách. Společnost měla v roce 2014 tržby v celkové výši 1,8 miliardy Kč.

Web CruchBase (2016) uvádí, podnik obdržel celkem 2 investice od fondů rizikového a rozvojového kapitálu v celkové výši 252 miliónů dolarů. V práci je pracováno s první investicí v roce 2005

## **4.2 Ukazatele rentability**

Rentabilitu Růčková (2011) definuje jako měřítko schopnosti podniku pro dosažení zisku a vytváření nových zdrojů. Pro potřeby práce jsou využity ukazatele rentability aktiv, vlastního kapitálu a tržeb.

V rozhovorech s investory, Milanem Richterem a se Stanislavem Richterem (2016) oba relativizovali používání ukazatelů rentability pro podniky financované rizikovým a rozvojovým kapitálem. Dle jejich názoru, hlavním cílem těchto podniků totiž nebývá, jako u standardních, tvorba zisku a hodnoty pro podnikatele, ale něco jiného. Je tím nejčastěji získání co nejvíce klientů, největšího tržního podílu anebo maximalizace tržeb. Absenci zisku si mohou dovolit díky penězům, které

poskytnou investoři rizikového a rozvojového kapitálu. Tyto prostředky slouží k těm činnostem, které by byly v normálním podniku financovány ze zisku. Proto nejsou výpočty ukazatelů postavených na zisku dle jejich názoru moc vhodné.

Toto tvrzení si můžeme ověřit výpočty ukazatelů rentability.

## ROA

Tab. 2 Rentabilita celkových aktiv (ROA) u sledovaných podniků

Podniky	O-1	O	O+1	O+2	O+3
Socialbakers	32,13	-6,10	-61,96	-105,94	-63,94
Cognitive security	0,35	-15,41	-41,66	-84,02	24,65
Slevomat	-29,5	-7,42	-0,54	12,63	n/a
AVG	63,64	49,86	47,10	58,68	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Z tabulky je patrné, že zde není možné jasně říci, že financování rizikovým a rozvojovým kapitálem mělo vliv na rentabilitu aktiv. U podniku Socialbakers se rentabilita začala snižovat do záporných hodnot, ty jsou dány záporným výsledkem hospodaření. Ve 3. roce po financování vykazuje ukazatel lepší hodnotu jako ve 2., ale z tak krátkého úseku nelze říci, že by existovala tendence pro zlepšování. Rentabilita je dokonce ve všech letech po financování horší jako v roce před ním.

U Cognitive security se rentabilita v letech financování a po něm propadla také do záporných čísel. Ve 3. roce financování se rentabilita aktiv dostala do kladných čísel, kde její hodnota byla 3x vyšší než doporučená minimální hodnota ROA.

Ve společnosti Slevomat je vývoj rentability aktiv stejný příběh jako u předchozích dvou podniků. Ze záporných hodnot ukazatele se podnik dostal ve 2. roce po financování.

Vzhledem k tomu, že společnost AVG byla v době, kdy obdržela investici mnohem stabilnější a dospělejší firmou, než předchozí 3, tak se rentabilita aktiv pohybuje v dobrých hodnotách a nijak mimořádně nekolísá.

## ROE

Tab. 3 Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) u sledovaných podniků

Podniky	O-1	O	O+1	O+2	O+3
Socialbakers	84,36	-4,21	-134,25	230,89	-125,5
Cognitive security	0,08	-18,43	-54,81	-181,33	38,61
Slevomat	103,03	-97,97	228,25	667,84	n/a
AVG	99,86	99,89	99,90	99,95	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

U Socialbakers i u Cognitive security je vývoj ukazatele stejný jako u rentability aktiv. Z kladných hodnot před financování se stávají záporné, je to dáno záporným

výsledkem hospodaření podniků. ROE je u Cognitive Security zlepšeno do kladných hodnot, stejně jako ROA, až ve 3. roce po investici.

V druhém roce financování u Socialbakers není hodnota rentability relevantní, protože jmenovatel a čítec mají záporné hodnoty a tím pádem vyšel ukazatel kladně. Stejný problém nastal v prvním roce financování u společnosti Slevomat, zde byly vlastní kapitál i výsledek hospodaření záporný. Naopak ve druhém roce vykazuje rentabilita vlastního kapitálu u Slevomatu extrémní hodnoty 667 %. Ta je způsobena nižší hodnotou vlastního kapitálu a vysokým ziskem. Dle výroční zprávy byl hlavním cílem tohoto roku důraz na zlepšení finančního výsledku Slevomatu.

Společnost AVG opět vybočuje a udržuje si prakticky konstantní rentabilitu vlastního kapitálu. Přestože v roce financování byl razantně navýšen vlastní kapitál (jmenovatel ukazatele), zvýšil se i zisk a tím pádem se změna nijak neprojevila.

Dle Růčkové (2011) by hodnota tohoto ukazatele měla být dlouhodobě nižší, než je úroková míra cenných papírů s nízkým rizikem. V případě podniků financovaných rizikovým a rozvojovým kapitálem jsou investoři ochotni obecně vyčkat s návratností jejich investice, v klasických případech několik let. Z tabulky je vidět, že od 2. roku investice hodnota ROE nabývá kladných hodnot a vložený kapitál se začíná investorům vyplácet.

## ROS

Tab. 4 Rentabilita tržeb (ROS) u sledovaných podniků

<b>Podniky</b>	<b>0-1</b>	<b>0</b>	<b>0+1</b>	<b>0+2</b>	<b>0+3</b>
Socialbakers	11,63	-5,58	-95,19	-50,54	-59,30
Cognitive security	0,32	-37,39	-77,26	-430,02	59,43
Slevomat	-8,77	-10,87	-26,51	9,37	n/a
AVG	30,89	28,22	24,64	27,27	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

U společností Socialbakers a Cognitive security má vývoj rentability tržeb stejný trend jako u rentability aktiv a vlastního kapitálu. Společnost Slevomat opět vykazuje kladnou hodnotu druhý rok po financování. Dle výroční zprávy společnosti Slevomat (2013) to byl toto rok, kdy se zaměřili na zlepšení finančního stavu podniku a soustředili se na zisk. Co se týče společnosti AVG, tak opět vykazuje konstantní kladné hodnoty.

Z výpočtů rentability aktiv, vlastního kapitálu a tržeb je patrné, že financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu nemá vliv na zlepšení těchto ukazatelů. To může potvrzovat tvrzení, že cílem těchto firem není tvořit zisk, ale dosahovat alternativních cílů. V tom případě je používání ukazatelů založených za zisku irelevantní.

### 4.3 Běžná likvidita

Standardní finanční analýza nabízí výpočet 3 druhů likvidity: okamžitou, běžnou a pohotovou. Pro tuto práci je nevhodnější likvidita běžná z toho důvodu, že nejlépe zohledňuje rozložení prostředků v rozvaze začínajících firem v oblasti IT. Okamžitá likvidita je nevhodná proto, že zohledňuje stav zásob. Ani jedna zkoumaná firma nevytváří fyzické zboží, ale virtuální služby, tudíž je použití tohoto ukazatele nevhodné. Okamžitá likvidita není použita z důvodu, že ukazuje pouze poměr mezi volnými prostředky a dluhy s okamžitou platností. Běžná likvidita používá ve výpočtu krátkodobé závazky, které ve vybraných podnicích tvoří naprostou většinu závazků.

Lze očekávat, že financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu, zvýší likviditu firmy. Investice proběhne pomocí navýšení vlastního kapitálu nebo v kombinaci s tzv. podřízeným dluhem (subordinated loan). Obě možnosti financování zvýší oběžná aktiva, jmenovatel vzorce pro výpočet běžné likvidity. V případě částečného financování pomocí podřízeného dluhu se zvýší i jmenovatel vzorce, krátkodobé dluhy. Dle článku na webu tyinternety.cz (2014), partnera investiční společnosti Credo Ventures, Andreje Kisky, je podřízený dluh poskytnut právě formou krátkodobého dluhu s možností umořit pohledávku získáním podílu ve společnosti. Tato možnost je většinou využita v tzv. Serii A, kdy jsou podniky financovány pomocí seed a start-up kapitálu (předstartovní a startovní financování).

Tab. 5 Běžná likvidita u sledovaných podniků

Podniky	0-1	0	0+1	0+2	0+3
Socialbakers	1,46	8,63	5,96	1,84	5,18
Cognitive security	6,55	7,47	3,83	0,24	1,16
Slevomat	0,78	0,65	0,76	0,92	n/a
AVG	0,32	0,21	0,22	0,19	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Principem tohoto ukazatele je zjištění, jak by byl podnik schopný uspokojit své věřitele, kdyby proměnil svoje oběžná aktiva na finanční prostředky. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím je pro podnik snazší toto provést. Ideální hodnoty se pohybují mezi 1,5 – 2,5. Je však nutné tyto hodnoty sledovat v časové řadě a ne samostatně, tím lépe pochopíme situaci v podniku. Z hlediska věřitele je lepší vyšší hodnota a stálost tohoto ukazatel. Z pohledu vlastníků je nejlepší hodnota pohybující se na spodní hranici rozmezí. To může znamenat, že s finančními prostředky v podniku je nakládáno efektivně.

Nejlepších hodnot dosahují ukazatele u společnosti Socialbakers, kde jsou v doporučeném pásmu, anebo ho výrazně převyšují. Hodnoty v obdobích 0 a 0+1 jedna mohou být tak vysoké proto, že v těchto letech bylo poskytnuto finanční prostředky pomocí investice rizikovým a rozvojovým kapitálem. Tím pádem se výrazně zvýšil čitatel tohoto ukazatele, oběžná aktiva. Ve sledovaném období 0+3 je

hodnota vysoká proto, že byl razantně navýšen vlastní kapitál a oběžná aktiva podniku, konkrétně krátkodobý finanční majetek.

U Cognitive security vykazují hodnoty podobnou kolísavost jako u Socialbakers. V roce O-1 je vysoká hodnota dána velice nízkým zadlužením vůči oběžným aktivům. V letech O a O+1 je pak tato vysoká hodnota dána razantním navýšením oběžných aktiv pomocí investice rizikového a rozvojového kapitálu. Razantní pokles v roce O+2 je dán snížením oběžných aktiv a to především krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku. V tomto roce byla dokonce výše dluhů vyšší, než výše oběžných aktiv. V posledním sledovaném roce se hodnota tohoto ukazatele dostala do doporučeného rozpětí.

Ve společnosti AVG se hodnota ukazatele pohybovala pod doporučenými hodnotami, avšak tyto hodnoty vykazovaly neměnnost. To je dáno stálostí oběžných aktiv a krátkodobých závazků.

Vypočtené ukazatele pro společnost Slevomat jsou, stejně jako u AVG, pod doporučenými hodnotami, ale neukazují žádné extrémní výkyvy. Je to dáno také stálostí výše oběžných aktiv a krátkodobých závazků.

Z vypočtených hodnot lze vysledovat u prvních dvou podniků jakousi sinusoidu. V letech, kdy je provedeno financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu, nabývají tyto ukazatele vysokých hodnot, to je dáno výrazným navýšením oběžných aktiv. Poté dochází ke kolísání, což je způsobováno změnou čitatele i jmenovatele vzorce běžné likvidity. V posledním sledovaném roce ukazatele u prvních dvou podniků vykazují zlepšení. Z tak krátkého časového úseku však nelze vyzorovat stoupající nebo klesající trend. Výraznou změnu neukazují vypočtené hodnoty pro zbývající dva podniky. Nelze tedy říct, že by financování rizikovým a rozvojovým kapitálem mělo v delším časové řadě vliv na ukazatel likvidity. Nutno podotknout, že likvidita není hlavním ukazatelem, který sledují investoři tohoto kapitálu. Tím je spíše nárůst hodnoty firmy. V případě finančních problémů firmy by mohly, pokud by to pro ně mělo stále smysl, dále navýšit základní kapitál podniku a tím prodloužit platební schopnost podniku.

#### **4.4 Ukazatele zadluženosti**

Pro podnik je nutné, aby našel nejlepší rovnováhu mezi vlastním a cizím kapitálem. Financovat podnik jenom pomocí vlastního kapitálu je neefektivní a provází ho snížení celkové výnosnosti vloženého kapitálu. Na druhou stranu je financování podniku jenom pomocí cizích zdrojů prakticky nemožné. Hlavním problémem tedy je nalezení vhodného poměru mezi těmito možnostmi, tj. hledání optimální kapitálové struktury. Pro mladý a začínající podnik, často stále bez hotového produktu, může být velice těžké získat financování cizími zdroji kvůli vysoké rizikovitosti. Proto je možnost získání např. úvěru pro tyto podniky velice těžká. Toto místo zaplňuje financování rizikovým a rozvojovým kapitálem, kde jsou investoři ochotni podstoupit vyšší riziko, výměnou za vysoký zisk.

Jak již bylo v práci uvedeno, financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu probíhá pomocí navýšení vlastního kapitálu nebo pomocí podřízeného dlu-



hu. Obě možnosti zasáhnou do výpočtu ukazatelů zadluženosti, lze tedy očekávat změnu hodnot po investici.

### Debt ratio

Tab. 6 Debt ratio u sledovaných podniků

Podniky	O-1	O	O+1	O+2	O+3
Socialbakers	0,69	0,11	0,17	0,50	0,19
Cognitive security	0,03	0,11	0,14	0,47	0,36
Slevomat	1,28	0,89	1,11	0,99	n/a
AVG	0,29	0,19	0,19	0,17	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Tento ukazatel zobrazuje celkovou zadluženost, tedy poměr celkových závazků k celkovým aktivům. U debt ratio ukazatele platí, že čím vyšší je hodnota, tím vyšší je riziko pro věřitele.

U společnosti Socialbakers je nejvíce patrné, jak financování rizikového a rozvojového kapitálu ovlivnilo ukazatel. V období O, tedy v roce financování, hodnota výrazně poklesla ve srovnání s předchozím obdobím. To je dáno navýšením vlastního kapitálu, což mělo za následek zvýšení velikosti celkových aktiv. Zvýšením jmenovatele tedy hodnota výrazně poklesla. Navýšení hodnoty v období lze vysvětlit tím, že poklesla hodnota celkových aktiv a zvýšila se velikost cizích zdrojů. Hodnota celkových aktiv poklesla, protože v tomto období byl vlastní kapitál záporný d důsledku negativních výsledků hospodaření v předchozích obdobích. V období O+3 již vykazuje zlepšení, v tomto období vzrostla celková aktiva díky dalšímu financování rizikového a rozvojového kapitálu pomocí navýšení vlastního kapitálu.

U Cognitive security je z vypočtené hodnoty v období O-1 vidět, že podnik nebyl prakticky financován pomocí cizích zdrojů, ale pouze z prostředků vlastníků. Nárůst hodnot v dalších letech ukazuje navýšení vlastního kapitálu a tedy i celkových aktiv. Od období investice narůstá i velikost cizího kapitálu. To může být dáno financováním i pomocí podřízeného dluhu nebo tím, že po vstupu investorů rizikového a rozvojového kapitálu vzrostla důvěryhodnost podniku natolik, že mu poskytly úvěr i banky. V posledních dvou sledovaných obdobích hodnoty debt ratio vzrostly. To je dáno snížením vlastního kapitálu (pravděpodobně kvůli ztrátám z předchozích období) a zvýšením cizího kapitálu, byly poskytnuty další krátkodobé půjčky. Z rozvahy je patrné nárůst v části *Závazky – ovládaná nebo ovládající osoba*. Cizí kapitál byl tedy pravděpodobně navýšen pomocí podřízeného dluhu.

V důsledku záporných hodnot vlastního kapitálu, které byly způsobeny negativním výsledkem hospodaření, vyšly v letech O-1 a O+1 hodnoty ukazatele vyšší jak 1. V těchto letech byla pravděpodobně vyrovnávána ztráta z předchozích období pomocí snižování vlastního kapitálu.

U společnosti AVG ukazují výpočty poměrně nízké hodnoty. Společnost tedy byla převážně financována pomocí vlastních zdrojů. Jedinou změnou je snížení poměru v období financování O. Zde se snížila hodnota díky navýšení základního

kapitálu podniku při financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. Během sledovaného období nejsou, kromě výše zmíněného, patrné žádné větší výkyvy, celková aktiva a cizí zdroje rostly v přibližně stejném poměru.

### Equity ratio

Tab. 7 Equity ratio u sledovaných podniků

Podniky	O-1	O	O+1	O+2	O+3
Socialbakers	0,30	0,71	0,50	-0,47	0,51
Cognitive security	0,97	0,83	0,79	0,46	0,64
Slevomat	-0,36	0,10	-0,11	0,01	n/a
AVG	0,37	0,40	0,34	0,41	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Jedná se o poměr vlastního kapitálu k celkovým aktivům, tzv. koeficient samofinancování. Ukazuje, jaká část celkových aktiv je financována pomocí zdrojů vloženými vlastníky podniku. Součet tohoto ukazatele a ukazatele debt ratio by měl být přibližně 1, rozdíl může být dán nezapočtením některých pasiv do ukazatelů. Tento ukazatel zobrazuje lepší financování pomocí rizikové a rozvojového kapitálu, než debt ratio.

U Socialbakers a Slevomatu je vidět investice v období O, kdy velké navýšení vlastního kapitálu při řádově stejných dlužích razantně zvýší hodnotu ukazatele.

U společnosti Cognitive security není navýšení hodnoty ukazatele v období O vidět, protože předtím nebyl podnik financován prakticky žádnými cizími zdroji, tudíž se koeficient samofinancování blížil hodnotě 1 (vlastní kapitál = celková aktiva).

U společnosti AVG není vidět žádný růstový ani klesající trend. Přestože se v období O zvýšil vlastní kapitál, nebyl nárůst cizích zdrojů tak velký, aby se to projevilo na výraznější změně hodnoty ukazatele.

### Krátkodobá zadluženost

Tab. 8 Krátkodobá zadluženost u sledovaných podniků

Podniky	O-1	O	O+1	O+2	O+3
Socialbakers	0,69	0,11	0,16	0,47	0,17
Cognitive security	0,03	0,11	0,14	0,47	0,36
Slevomat	1,22	0,88	1,10	0,97	n/a
AVG	0,29	0,17	0,17	0,15	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Pokud srovnáme tabulku krátkodobé zadluženosti s hodnotami v tabulce debt ratio vidíme, že naprostou většinu cizích zdrojů, v podnicích financovaných rizikovým a rozvojovým kapitálem, tvoří krátkodobé zdroje. To je způsobeno tím, že cizí zdroje nejsou poskytnuty bankami, tak jak to bývá u většiny podniků. V těchto pří-

padech jsou poskytnuty investory rizikového a rozvojového kapitálu jako již několikrát zmíněný podřízený dluh.

Z vypočtených ukazatelů nelze říci, že by mělo financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu vliv na zlepšení či zadlužení společnosti. Toto je dána několika faktory. Jedním z nich je to, že v naprosté většině případů probíhá financování rizikovým a rozvojovým kapitálem pomocí zvýšení vlastního kapitálu v kombinaci s poskytnutím úvěru. Tento postup zvýší velikost vlastních zdrojů, cizích zdrojů a celkových aktiv. Ve vzorcích pro výpočty se tedy zvýší číselník i jmenovatel. Poskytnutí peněz od investorů, zvláště u firem financovaných předstartovními penězi, nemusí probíhat najednou, ale může být rozloženo do více období, kdy firma plní stanovené cíle. Tento předpoklad může vysvětlit kolísání ukazatelů v obdobích po investici.

## 4.5 Bankrotní modely

Tyto modely informují ukazatele o tom, zda podniku hrozí v dohledné době bankrot. Vychází z předpokladu, že podnik nacházející se v bankrotní situaci vykazuje podobné znaky, typické pro bankrot.

### 4.5.1 Altmanův model

Pro pořádek si připomeneme hodnoty sloužící pro interpretaci výsledků tohoto modelu. Pokud hodnota vyjde nižší jako 1,2, podnik s velkou pravděpodobností zkrachuje. Hodnota mezi 1,2 a 1,9 značí šedou zónu, kdy nelze rozhodnout o krachu nebo zdraví podniku. Při hodnotě nad 2,9 se jedná o prosperující podnik.

Tab. 9 Hodnoty Altmanova bankrotního modelu

	<b>0-1</b>	<b>0</b>	<b>0+1</b>	<b>0+2</b>	<b>0+3</b>
Socialbakers	4,32	1,27	-0,88	-1,63	-0,71
Cognitive security	0,81	0,74	-0,39	-2,85	1,95
Slevomat	3,64	1,06	1,48	1,97	n/a
AVG	4,49	4,14	3,91	4,57	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

U společnosti Socialbakers je vidět, že i přes financování rizikovým a rozvojovým kapitálem, hodnoty odpovídaly pásmu bankrotu. V posledním sledovaném roce však ukazatel vykazuje zlepšení oproti předchozímu období.

Hodnoty společnosti Cognitive security ukazují stejný trend jako u Socialbakers. V posledním sledovaném roce se navíc dostaly z pásma bankrotu do pásma šedé zóny.

Hodnoty ukazatelů u Slevomatu a AVG odpovídají zdravým podnikům. Společnost Slevomat i přes vykazovanou ztrátu, ve většině sledovaných období, nebyla na pokraji bankrotu. Horší hodnotu v období 0 pomohla pravděpodobně vylepšit

investice od fondů rizikového a rozvojového kapitálu. Společnost AVG vykazuje mimořádnou formu, co se týče ukazatelů Altmanova modelu.

#### 4.5.2 Taflerrův model

Pokud vyjde hodnota ukazatele Taflerova modelu nižší jak 0,2, znamená to, že podnik s největší pravděpodobností zbankrotuje. Při hodnotě vyšší jak 0,3 je podnik finančně zdravý a bankrot nehrozí.

Tab. 10 Hodnoty Taflerova bankrotního modelu

<b>Podniky</b>	<b>0-1</b>	<b>0</b>	<b>0+1</b>	<b>0+2</b>	<b>0+3</b>
Socialbakers	0,91	1,02	-1,43	-0,56	-1,19
Cognitive security	0,98	0,31	-1,08	-0,81	0,65
Slevomat	0,84	0,33	0,33	0,47	n/a
AVG	1,57	2,39	2,09	2,72	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Výsledky výpočtu jsou stejné jako u předchozího Altmanova modelu. Společnost Socialbakers a Cognitive security se od třetího sledovaného období propadly do pásma bankrotu.

Naopak společnosti Slevomat a AVG potvrzují své finanční zdraví a dokazují, že jim bankrot nehrozí.

Z výše vypočtených bankrotních modelů je vidět důležitost financování rizikovým a rozvojovým kapitálem pro mladé, začínající podniky. Pokud by společnosti Socialbakers a Cognitive security neobdržely peníze od investorů, tak by se jejich záporný výsledek hospodaření pravděpodobně dále prohluboval a hodnota bankrotních modelů by nabývala horších hodnot. Banky by pravděpodobně těmto podnikům, kvůli vysoké rizikovosti úvěr neposkytli. U společnosti Socialbakers se tento ukazatel začne zlepšovat až se zkvalitněním celkové situace podniku kolem roku 2016, jak předpokládá zakladatel společnosti Jan Řežáb v rozhovoru pro internetovou televizi DVTV (2016). Společnosti Slevomat a AVG vykazují hodnoty odpovídající zdravým podnikům. To je dáno tím, že na rozdíl od dvou předchozích podniků jsou ve vyšším stádiu rozvoje podniku.

## 4.6 Alternativní ukazatele

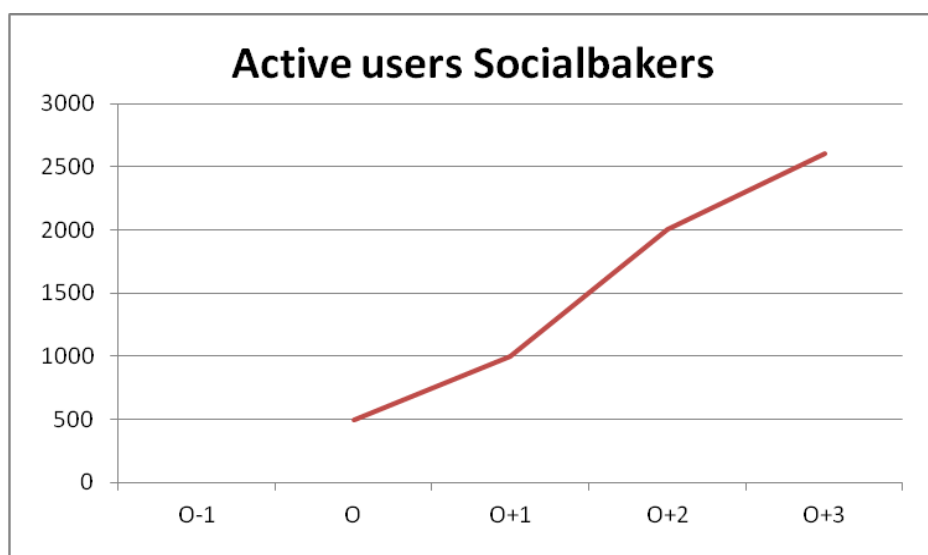
Z výše vypočtených ukazatelů je vidět, že standardní finanční analýza se nejeví jako nejvhodnější postup pro posouzení začínajícího podniku, který je financován rizikovým a rozvojovým kapitálem. Jsou si toho vědomi i samotní investoři. V této části budou na vybrané podniky použity metriky, které doporučuje na svých webových stránkách (2015) investiční fond Andreessen Horowitz. Firma, mezi jejíž největší investice patří Facebook, Airbnb, Lyft, Oculus, Skype, Slack a také např. Twit-

ter. Tato společnost má tedy k investicím do začínajících podniků v oblasti IT rozhodně co říct.

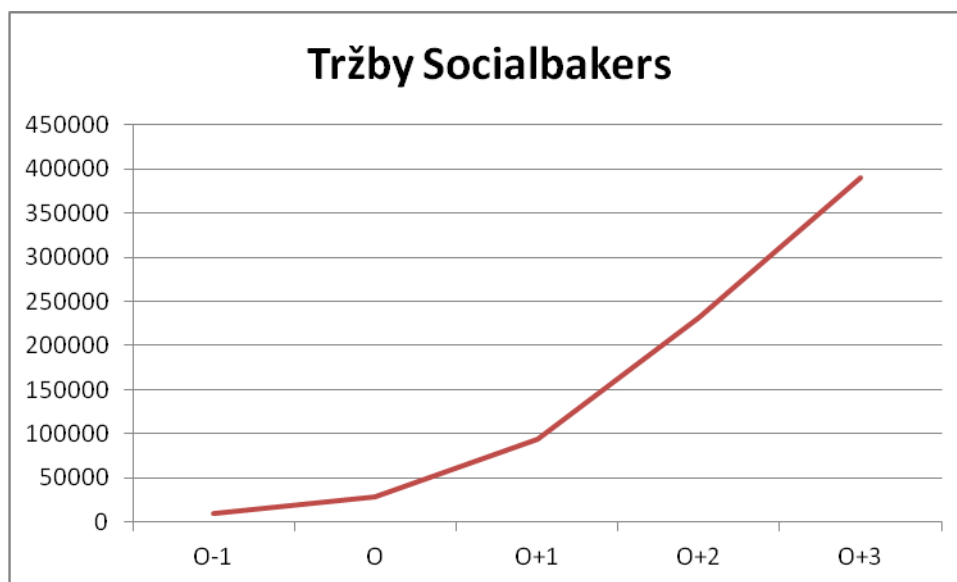
#### **4.6.1 Active users a tržby**

Tyto ukazatel patří, dle rozhovoru se Stanislavem Richterem (2016), k jedné nejdůležitějších hodnot, které je třeba sledovat u tohoto typu podniků. Jak již bylo výše řečeno, podnik financovaný rizikovým a rozvojovým kapitálem má jiné hlavní cíle, než standardní podnik. Díky přísunu peněz od investorů může vyčkat se ziskovostí svých aktivit a má možnost se zaměřit na jiné věci, mezi které nejčastěji patří rozšíření uživatelské základny a počtu klientů. Lze předpokládat, že nárůst klientů povede i k nárůstu tržeb.

Data o počtu uživatelů byla dostupná jen pro dvě vybrané společnosti, Socialbakers a Slevomat. U společnosti AVG nebylo možné ve sledovaných letech 2004 až 2007 najít historická data o počtu uživatelů. Společnost Cognitive security, vzhledem ke své činnosti v oblasti kybernetické bezpečnosti, z bezpečnostních důvodů jména ani počty klientů, využívajících produkt, nezveřejňuje. U těchto dvou společností budou pro srovnání použity pouze grafy tržeb.



Obr. 15 Počet uživatelů produktů Socialbakers ve sledovaných obdobích  
Zdroj: vlastní práce na základě DVTV (2016)

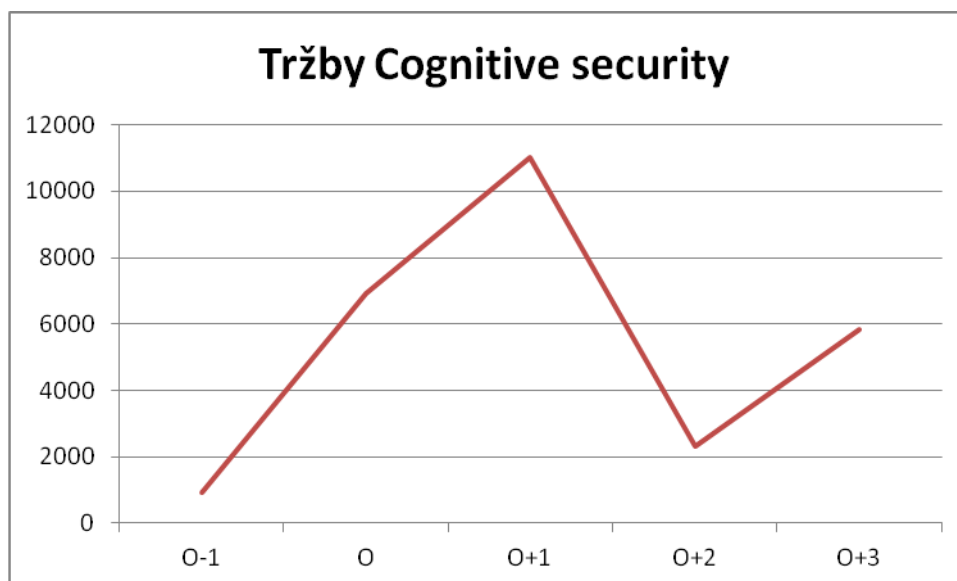


Obr. 16 Velikost tržeb společnosti Socialbakers za sledovaná období v tis. Kč.  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Pro účely pozorování nebyly bohužel dostupné informace o počtu uživatelů v období před investicí. Z trendu přímky lze ale říci, že s největší pravděpodobností se počet uživatelů pohyboval pod číslem 500. Tento předpoklad lze odvodit i z níže uvedeného grafu tržeb.

Z obou grafů je patrné, že v obdobích po investici rizikového a rozvojového kapitálu se rapidně navýšil počet uživatelů a velikost tržeb. U této společnosti je to dáno tím, že poskytnuté peníze sloužily k expanzi do zahraničí. Díky tomu Socialbakers získali nové klienty a navýšili tržby.

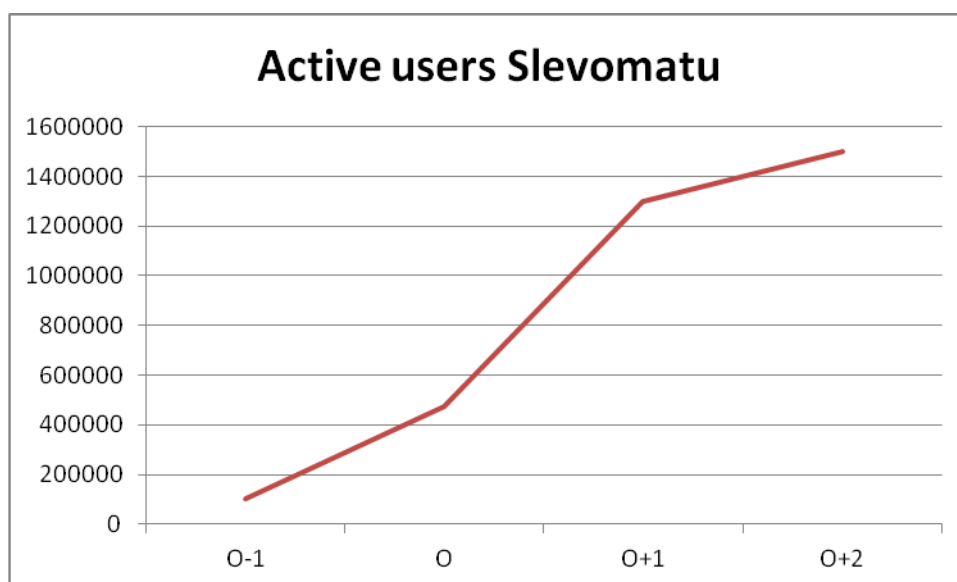
Vliv poskytnutých peněz od investorů lze tedy považovat za kladný.



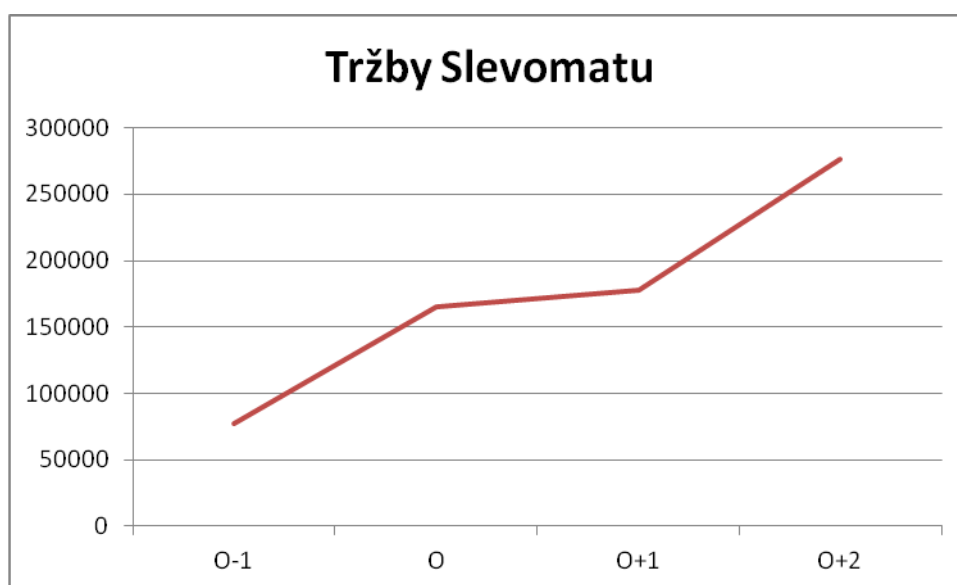
Obr. 17 Velikost tržeb Cognitive security za sledovaná období v tis. Kč.  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

U společnosti Cognitive security trendová přímka nevypadá podobně, jako u ostatních třech sledovaných společností. Po období investice je zaznamenán nárůst v tržbách, avšak poté následuje pokles, který je v posledním sledovaném období vystřídán nárůstem. Co se stalo v druhém roce investice, můžeme vytušit z účetních závěrek společnosti. V období O+2 je patrné výrazné snížení tržeb a prohlubující se hospodářský výsledek. V tomto roce byl i trojnásobně snížen vlastní kapitál oproti předchozímu sledovanému období, pravděpodobně kvůli kumulovaným ztrátám z předchozích období.

Kvůli tomu, že vedení společnosti neposkytovalo žádné rozhovory a v médiích nebylo informováno o stavu společnosti a jejich produktů, můžeme jen hádat, proč tento pokles tržeb nastal. Jednou z možností restrukturalizace společnosti a s tím spojené utlumení obchodní činnosti kvůli kumulaci ztrát z předchozích let. Další možností je vývoj nového produktu, kdy obchodní oddělení společnosti čekalo, až tento vývoj skončí a tím vznikla mezera v prodeji. Další možností poklesu mohla být změna vlastníka. V období O+2 byl podnik koupen společností Cisco. V posledním sledovaném období však tržby začínají opět růst.



Obr. 18 Počet uživatelů Slevomatu za sledovaná období  
Zdroj: vlastní práce na základě informací ze Slevomat.cz (2016)

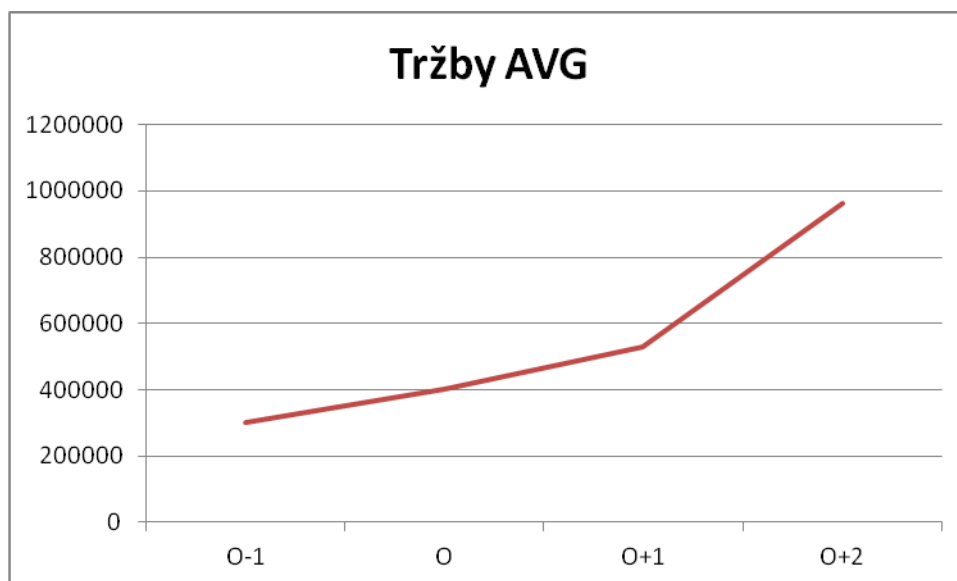


Obr. 19 Tržby Slevomatu za sledovaná období v tis. Kč.  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Stejně jako u společnosti Socialbakers znamenalo financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu navýšení obou sledovaných ukazatelů. Mnohem strmější nárůst byl u aktivních uživatelů. Těmito uživateli jsou myšleni vracející se zákazníci, kteří u společnosti udělali ve sledovaném roce více jak jeden nákup. Tito věrní zákazníci jsou pro společnost nejvýhodnější. Strmý nárůst aktivních uživatelů můžeme vysvětlit tím, že poskytnuté peníze pomohly podniku více investovat do marketingu a věrnostních programů.



I u společnosti Slevomat lze považovat financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu za pozitivní.



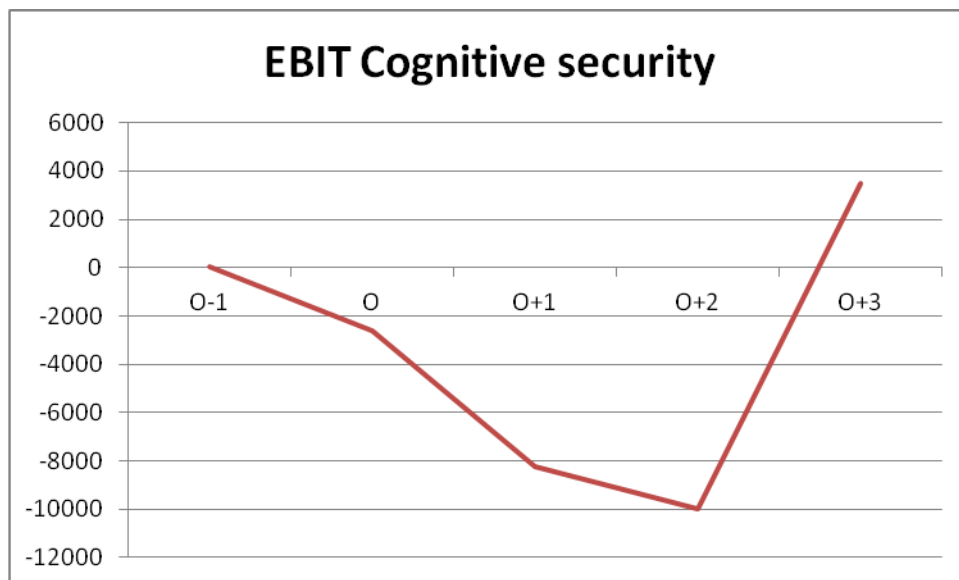
Obr. 20 Tržby společnosti AVG za sledovaná období v tis. Kč.

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

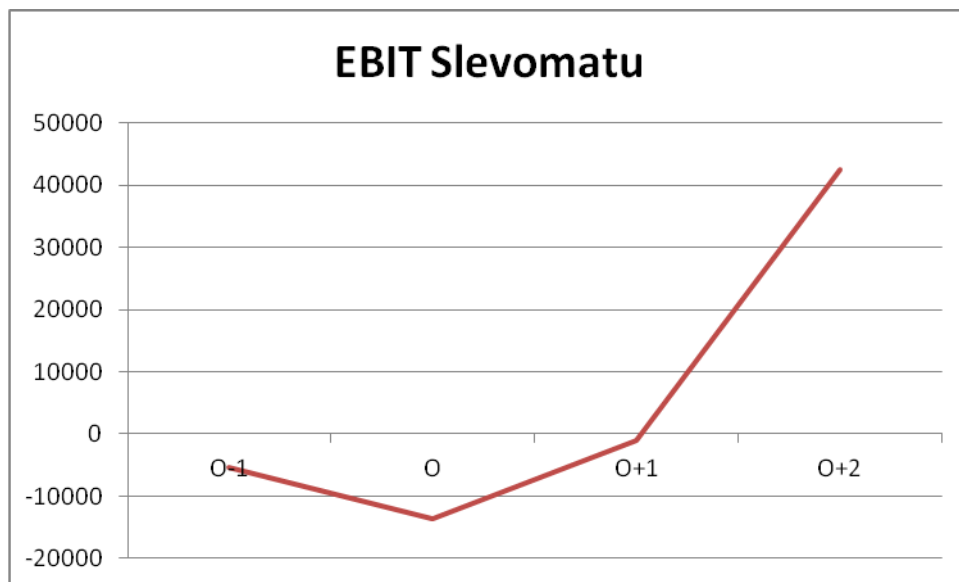
U společnosti AVG lze také vysledovat pozitivní vliv financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. Po investici v období O zaznamenaly tržby nárůst v dalších obdobích O+1 a O+2.

Z uvedených grafů lze vidět, že financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu má pozitivní vliv na akvizici nových uživatelů a výši tržeb. Z výše uvedených informací, poskytnutých investory rizikového a rozvojového kapitálu, vyplývá, že tyto dva ukazatele patří mezi nejvíc sledované v investičních firmách. Nárůst tržeb, získávání nových uživatelů a s tím spojený růst společnosti znamená nastavení správné trendové křivky, kdy se firma dříve nebo později dostane do zisku. Po tomto okamžiku se společnost stane víceméně samostatným a zdravým podnikem, který už nebude potřebovat externí financování pomocí peněz investorů a nastane správný okamžik pro exit investorů. Při tomto exitu investoři zhodnotí své peníze a jejich činnost se stane výdělečnou.

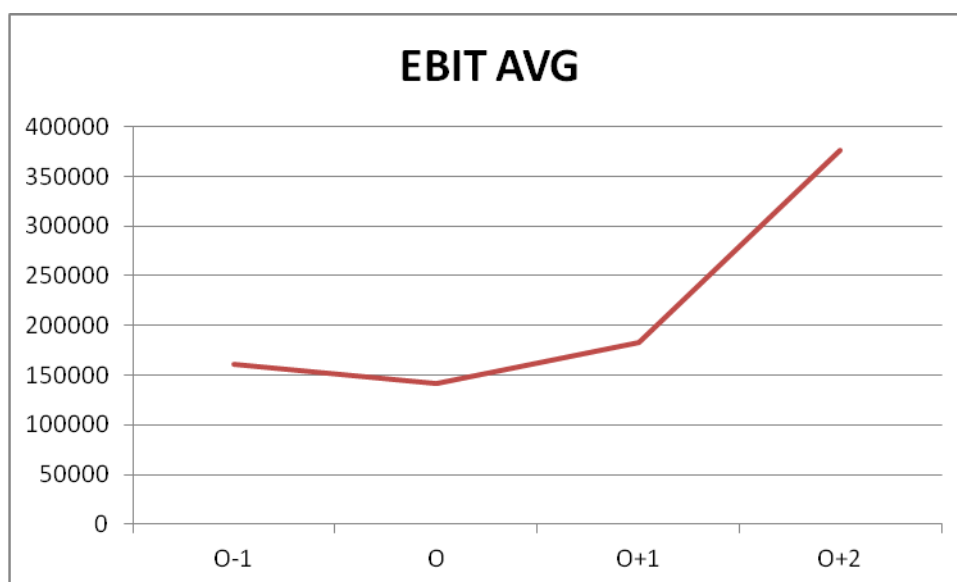
Výše uvedený předpoklad si můžeme ukázat na trendových přímkách ukazatele EBIT pro sledované podniky.



Obr. 21 EBIT společnosti Cognitive security za sledovaná období v tis. Kč.  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

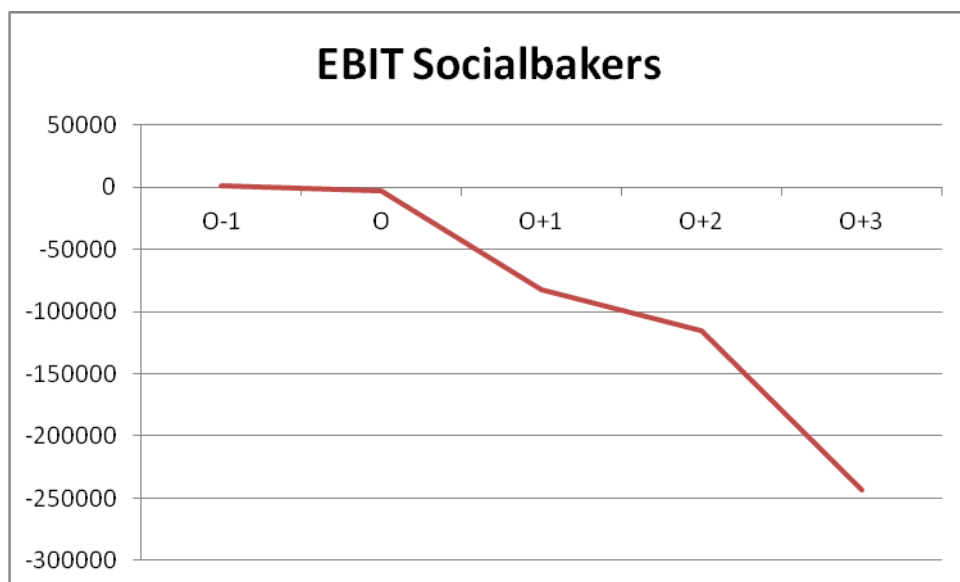


Obr. 22 EBIT společnosti Slevomat za sledovaná období v tis. Kč  
Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů



Obr. 23 EBIT společnosti AVG za sledovaná období v tis. Kč.

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů



Obr. 24 EBIT společnosti Socialbakers za sledovaná období v tis. Kč.

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Z prvních třech uvedených grafů je vidět, jak v pozdějších obdobích narůstá ukazatel EBIT. Je zde zachycena mezera, kdy hospodářský výsledek společnosti byl záporný, a přesto v těchto obdobích rostl počet uživatelů a výše tržeb. Díky čemuž se později hospodářský výsledek přehoupl do kladných hodnot. Tato skutečnost ukazuje vhodnost použití rizikového a rozvojového kapitálu pro financování začínajících podniků, kdy finance poskytnuté investory slouží právě k překlenutí těchto neziskových období.

Co se týče společnosti Socialbakers, kde ukazatel EBIT stále klesá, bude trvat delší dobu, než podnik začne být ziskový. Jan Řežáb, zakladatel společnosti Socialbakers, v rozhovoru pro internetovou televizi DVTV (2016) obhajuje stále prohlubující se ztrátu mohutnými investicemi do růstu. V jejich případě jsou si investoři vědomi delšího časového období, kdy bude velikost tržeb tak velká, aby pokrývala výnosy. Řežáb dále předpokládá, že společnost se stane ziskovou v roce 2017.

#### 4.6.2 Burn rate

Ukazatel burn rate zjišťuje, zda podniku dochází peníze. Zjišťuje se z cash flow, kde se vypočítá rozdíl mezi stavem peněžních prostředků na začátku roku a stavem peněžních prostředků na konci roku. Pokud tento ukazatel vyjde jako záporný, tak ukazuje, kolik peněz bylo v podniku v daném roce „propáleno“, tedy utraceno. Tento ukazatel se vypočítá na měsíční bázi a ukazuje, kolik peněžních prostředků podnik utratí, respektive získá v průměru za měsíc. Tento ukazatel je dobré sledovat obzvláště v podnicích, které jsou ve fázi vývoje produktu a nemají zatím prakticky žádné tržby. Žijí tedy z prostředků poskytnutými investory.

Tento ukazatel je hlavně určen pro zjištění toho, jak rychle v daném roce mizí investovaná částka, např. milion dolarů. Vzhledem k tomu, že tato práce dívá no podniky v delším časovém úseku, bude pro potřeby této práce ukazatel otočen. Od stavu peněžních prostředků na konci roku se tedy bude odečítat stav peněžních prostředků na začátku roku. Tato vypočtená hodnota ukáže, o kolik podnik průměrně za měsíc zlepšoval či zhoršoval stav svých peněžních prostředků.

Vzhledem k neexistenci výkazů peněžních prostředků u společnosti Cognitive security nebude společnost zkoumána.

Tab. 11 Hodnoty ukazatele burn rate v tis. Kč.

<b>Podniky</b>	<b>0-1</b>	<b>0</b>	<b>0+1</b>	<b>0+2</b>	<b>0+3</b>
Socialbakers	182,42	2470,08	4372,67	-5303,92	n/a
Slevomat	1070,17	5362,92	-711,17	5348,50	n/a
AVG		2700,92	-2843,17	4670,67	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Společnost Socialbakers vykazuje v prvních 3 obdobích přebytky stavu finančních prostředků. Od období 0+2 však peníze značně utrací, průměrně 53 mil Kč měsíčně, a to jak již byli výše zmíněno do růstu podniku. V posledním sledovaném období není v účetní závěrce uveden výkaz o peněžních tocích. Jde jen spekulovat o tom, zda byl tento výkaz vynechán úmyslně, aby nebylo vidět, že bilance peněžních prostředků v podniku se ještě více zhoršila. Tento ukazatel klesá společně s prohlubující se ztrátou společnosti. Je tedy jen na investorech, zda podniku věří a budou tyto informace ignorovat a poskytnou další finanční prostředky, které bude podnik v budoucnu jistě potřebovat.

Společnost Slevomat vykazuje hodnoty ukazatele burn rate povětšinou v kladných hodnotách. Záporná hodnota v období 0+1 je způsobena půjčkou

v hodnotě 40 mil. Kč, kterou Slevomat poskytnul své dceřiné společnosti SG Logistic, s.r.o., v níž má 100 % podíl. Tato částka sloužila pravděpodobně na rozvoj této společnosti. V dalším období však ukazatel dosahuje zase kladných hodnot, tudíž tato situace jinak neovlivnila zdraví podniku.

Společnost AVG v prvním sledovaném období ve své účetní uzávěrce neuvedla přehled o finančních tocích, tudíž nelze tento ukazatel vypočítat. V období 0 nabývá ukazatel burn rate kladných hodnot. Podniku tedy přibývají finanční prostředky. V období 0+1 je záporná hodnota způsobena výplatou dividendy ve výši 130 mil. Kč, kterou si podnik díky svým finančním výsledkům bezpochyby mohl dovolit. V dalším období burn rate již nabývá kladné hodnoty, která je navíc nejvyšší ze sledovaných období.

Z vypočtených hodnot se ukazuje, že kromě Socialbakers, nemají podniky závažné problémy s cash flow. To je způsobeno převážně díky přílivu finančních prostředků od investorů. Tím pádem si podniky nemusí dělat starosti likviditou a mohou se soustředit na rozvoj svých produktů, získávání nových zákazníků a vyšších tržních podílů. Díky tomu je pro podniky velice výhodné financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. Lze tedy uvést, že investice tímto kapitálem mají pozitivní vliv na stav zkoumaných podniků.

#### 4.6.3 Gross margin

Jedná se o rozdíl tržeb za prodané zboží a služby a náklady vynaloženými na výrobu či vytvoření. Tento ukazatel zobrazuje, kolik podnik utrží za prodej produktu a kolik potřebuje na pokrytí provozních nákladů, sloužících k jeho vytvoření.

Tab. 12 Hodnoty ukazatele gross margin (hrubá marže) v mil. Kč.

<b>Podniky</b>	<b>0-1</b>	<b>0</b>	<b>0+1</b>	<b>0+2</b>	<b>0+3</b>
Socialbakers	1,35	-3,00	-29,52	-107,56	-229,85
Cognitive security	0,08	-1,65	-9,77	-9,91	5,83
Slevomat	-5,99	-11,02	0,03	45,27	n/a
AVG	288,62	175,97	219,39	438,04	n/a

Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z účetních výkazů

Společnost Socialbakers nevychází v tomto srovnání moc dobře. Rozdíly mezi tržbami za produkty a náklady na jejich vytvoření se ve sledovaných obdobích značně prohlubují do záporných čísel. Znamená to, že podnik není schopen svůj produkt prodávat v dostatečné výši, aby pokryl náklady na jeho výrobu. Pro podnik je nutné, aby tento ukazatel v následujících letech zlepšila zvyšováním tržeb nebo snížením nákladů na výrobu.

U Cognitive security je stejný problém jako u Socialbakers, avšak v posledním sledovaném období je ukazatel gross margin kladný. Tato změna mohla nastat již po zmíněné restrukturalizaci nebo zavedení nového produktu.

Společnost Slevomat vykazuje postupné zlepšení tohoto ukazatele. V prvním období po investici rizikového a rozvojového kapitálu se gross margin dostává do kladných hodnot, výnosy z tržeb tedy pokrývají náklady na produkt. Pokud se podíváme do rozvahy a výkazu zisků a ztrát podniku vidíme, že je to dáno tržbami, které rostou rychleji než náklady. Podniku se tedy podařilo zefektivnit tvorbu produktu.

Společnost AVG u tohoto ukazatele vykazuje vysokou efektivitu. Adreesen Horowitz (2016) parafrázuje bývalého vysokého manažera ve společnostech Fedex a Netscape, Jima Berksdala, který říká, že fungující společnosti, zabývající se prodejem softwaru, mají hodnotu ukazatele gross margin zhruba ve výši 80 – 90 % nákladů na výrobu. Tento výrok společnost AVG splňuje lze říci, že společnost AVG je dle tohoto ukazatele vysoce efektivně fungujícím podnikem. Nelze však uvést, že by financování rizikovým a rozvojovým kapitálem mělo větší vliv na ukazatel společnosti AVG.

U třech ze čtyř sledovaných podniků dochází ke zlepšení ukazatele gross margin (hrubá marže). Zlepšení nenastává pouze u společnosti Socialbakers, kde je zlepšení tohoto ukazatele, stejně jako většiny ostatních, ještě během na dlouho trať. Jinak lze konstatovat, že investice tímto kapitálem pomůže podniku se zvýšením tržeb, např. expanzí na zahraniční trhy a navíc tyto finanční prostředky pomáhají pokrýt zvýšené náklady. Vliv rizikového a rozvojového kapitálu na tento ukazatel lze označit jako pozitivní.

## 5 Diskuze a závěr

Na téma vlivu financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu jako možnost rozvoje podniku byla v roce 2002 vypracována studie Evropskou asociací rizikového kapitálu (EVCA) s názvem „*Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*“. Tato práce dochází k velice podobným výsledkům jako tato práce.

Studie byla provedena pomocí dotazníkového průzkumu mezi investory rizikového a rozvojového kapitálu a také mezi podniky, které prošly investicí pomocí tohoto kapitálu. Více jak 90 % podniků uvádí, že díky tomuto financování si mohlo najmout více zaměstnanců. Studie dále ukazuje, že peníze poskytnuté investory šly nejčastěji do rozvoje výzkumu a marketingu. Díky tomu podniky zaznamenaly značné zlepšení v tržbách a později i v zisku. 80% procent podniků uvádí, že pokud by nebyly financovány investory, tak by jejich ukazatel EBIT rostl mnohem pomaleji. V této studii 95 % firem uvedlo, že bez financování rizikovým a rozvojovým kapitálem by pravděpodobně vůbec neexistovali nebo by jejich rozvoj probíhal mnohem pomaleji. Tento výsledek potvrzuje i rozhovor s Janem Řežábem, zakladatelem společnosti Socialbakers pro DVTV (2016). Připomíná, že díky investici rizikovým a rozvojovým kapitálem se nemusí soustředit na zlepšování negativního hospodářského výsledku a všechny dostupné prostředky jsou investovány do růstu společnosti a zvětšování tržeb.

Studie dále dokládá, stejně jako tato práce, že naprostá většina investic probíhá v oboru informačních technologií a komunikací. Investice probíhají nejvíce ve formě předstartovního (seed) a startovního (start-up) kapitálu a délka typické investice do podniku byla mezi 3 až 10 lety. Studie dále poukazuje na jiný vliv investorů, než je pouhé poskytnutí peněz. Jako nejčastější nefinanční pomoc investorů jsou uváděny formulace strategií podniku, pomoc managementu ve finančních analýzách nebo průzkumech trhů a networkingu. Mezi dalšími přidanými hodnotami kapitálu uvádí podniky to, že zaštitění známým investičním fondem dodává začínajícím podnikům kredibilitu a důvěryhodnost. V neposlední řadě lze uvést jako další pozitivními výsledky, financování rizikovým a rozvojovým kapitálem, zlepšení konkurenční pozice, a to jak ve smyslu vyššího tržního podílu, tak i ve smyslu vyššího zisku. Studie tedy uvádí, že financování zkoumaným kapitálem má velice pozitivní vliv na fungování podniků. Nárůst tržeb a později zisku byl potvrzen i u sledovaných podniků v této práci.

V průběhu této práce se potvrdil názor investičních manažerů, že použití standardních ukazatelů finanční analýzy se nejvíce jako nejlepší nástroj pro hodnocení podniků financovaných rizikovým a rozvojovým kapitálem. Hlavním problémem je to, že podniky, které jsou financovány tímto způsobem, se nacházejí ve většině případů na začátku svého životního cyklu. To znamená, že cíle v podniku nejsou nastaveny tak, jako jsou ve stabilizovaných podnicích, které na trhu působí již řadu let. U standardních podniků je dle Martinovičové (2006) právě tvorba zisku tím hlavním cílem. V začátcích podniku patří mezi ty nejdůležitější cíle růst podniku, růst tržeb a nárůst klientské základny, podnik se snaží o co největší tržní pene-

traci. Pokud má podnik dostatek finančních prostředků, může takto existovat až do bodu zvratu, kdy výnosy převýší náklady a podnik začne tvořit zisk. Tuto mezeru, kdy je podnik i několik let ztrátový si mohou podniky dovolit právě díky rizikovému a rozvojovému kapitálu. Investoři jsou ochotni podstoupit mnohem vyšší riziko než banky a jsou si vědomi toho, že realizace jejich vlastního zisku je otázkou několika let. Tento kapitál jim dovolí zaměřením právě na výše zmíněné cíle. S ohledem na tuto okolnost nepatří ukazatele založené na zisku k nejvhodnějším. V práci byly pro podniky vypočteny ukazatele rentability, jejichž čitateli jsou EBIT a EAT. Z vypočtených hodnot je vidět, že financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu nijak neovlivňuje hodnoty rentability aktiv, vlastního kapitálu a tržeb.

Mezi další vypočtené hodnoty pro vybrané podniky patřil ukazatel běžné likvidity. Ze získaných hodnot je vidět, že rizikový a rozvojový kapitál patrně nijak neovlivňuje likviditu. Tento kapitál pomáhá podniku spíše v oblasti cash flow.

Jako další byly vypočítány ukazatele zadluženosti, a to konkrétně debt ratio, equity ratio a krátkodobá zadluženost. Základním problémem je to, že financování rizikovým a rozvojovým kapitálem většinou probíhá navýšením základního kapitálu ve spojení s úvěrem. Dle Kisky (2014) se jedná o podřízený dluh (subordinated loan), jedná se o krátkodobý úvěr s možností umoření dluhu pomocí podílu v podniku. U ukazatelů zadluženosti se tedy zvýší jmenovatel a čítec, tudíž nelze z těchto hodnot vyčíslit zlepšení či zhoršení. Kapitálová struktura podniku není víceméně nijak ovlivněna.

Pro podniky byl vypočítán Almanův a Taflerrův bankrotní model. V této části se sledované podniky rozdělily na 2 skupiny. Podniky Slevomat a AVG na trhu již působily delší dobu, tudíž jejich hodnoty bankrotních modelů zapadaly do intervalů, do kterých patří podniky s nízkou pravděpodobností bankrotu. Společnosti Cognitive Security a Socialbakers vykazovaly dle vypočtených hodnot pravděpodobnost bankrotu. Zde je ovšem připomenout význam rizikového a rozvojového kapitálu. Toto financování podniků pomáhá právě v těchto situacích. Podnik získá hotovost, se kterou je schopen krýt svoje závazky a minimalizovat pravděpodobnost svého bankrotu.

Poslední a klíčovou částí této práce bylo použití alternativních ukazatelů. Díky nim se naplno ukázala výhodnost rizikového a rozvojového kapitálu pro sledované podniky. Byl potvrzen předpoklad, že mezi hlavní cíle, pro podnik financovaný rizikovým a rozvojovým kapitálem, patří nárůst tržeb a akvizice nových uživatelů. Tento nárůst je patrný z grafů tržeb a počtu aktivních klientů společností v kapitole 4.6.1. Z těchto grafů je patrné, že po financování rizikovým a rozvojovým kapitálem zaznamenaly společnosti značný růst v těchto ukazatelích. Vliv financování tímto kapitálem lze označit za značně pozitivní.

Z provozních výsledků hospodaření (EBIT) je vidět výše uvedená skutečnost, kdy investoři jsou ochotni počkat delší dobu, kdy výše tržeb bude taková, aby pokrývala náklady a podnik tvořil zisk. U společností AVG a Slevomat tento obrat ve výsledku hospodaření nastal již v prvním roce po financování, u Cognitive Security zisk přišel v druhém roce po financování. To, kdy začne společnost Socialbakers



tvořit zisk, je i dle vyjádření zakladatele společnosti Jana Řežába pro DVTV (2016) běh na delší trať.

Po stabilizaci stavu podniků, v okamžiku kdy začnou tvořit zisk a jejich předpoklad růstu již není tak velký, je správný čas pro investory, aby začali uvažovat o realizaci zisku jejich investice. Podíl, který kdysi získali v začínající společnosti, má v dobrém případě mnohonásobnou hodnotu a investorů přinese kýžené zhodnocení. Rizikovitost tohoto kapitálu je dána tím, že výše zmíněný průběh nastává pouze u několika společností v jejich portfoliu. Velká část jejich investic je odepsána jako neúspěšná. Zisk z takového exitu je však natolik velký, že pokryje ztráty z neúspěšných financování.

Tato práce ukázala, že financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu má pozitivní vliv pro zkoumané podniky. Problematika kapitálové struktury nepatří mezi palčivé problémy, které by měly být z krátkodobého hlediska řešeny. Zkoumané podniky byly financovány převážně investicemi do vlastního kapitálu s občasnými kombinacemi krátkodobého podřízeného dluhu (subordinated loan). Tudíž byl zvyšován vlastní kapitál i cizí zdroje.

Pro financované společnosti je kombinace přísunu finančních prostředků a poradenství mnohdy klíčovou výhodou pro jejich úspěch. Tím, že jsou podniky podpořeny tímto kapitálem, mají výhodu i v nefinanční pomoci. Tam, kde banky s poskytnutím úvěru končí, rizikový a rozvojový kapitál pokračuje. Danému podniku pomáhá s poradenstvím, analýzami a strategií. V kombinaci s volnými finančními prostředky má podnik předpoklad pro maximální růst. Toto financování pomohlo zkoumaným podnikům s akvizicí uživatelů a růstem tržeb, v dalších obdobích vedlo i k tvorbě zisku. Díky použití alternativních ukazatelů se ukázalo, že má financování kladný vliv na chod podniků.

## 6 Literatura

### 6.1 Literární zdroje

- BAKER, H. KENT A GERALD S. MARTIN. *Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice*. Hoboken, N.J.: Wiley, c2011. ISBN 978-047-0569-528.
- DVOŘÁK, IVAN A PAVEL PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital*. Praha: Management Press, 1998. ISBN 80-85943-74-3.
- FETISOVOVÁ, ELENA. *Rizikový kapitál - alternativny zdroj financovania podnikov*. Bratislava: Ekonóm, 2007. ISBN 978-80-225-2289-2.
- LANDSTRÖM, H. -- MASON, C M. *Handbook of research on venture capital. : A globalizing industry . Volume 2*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012. 296 s. ISBN 978-1-84980-168-3
- TICHÝ, JAROMÍR. *Zdroje financování podniku*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2012. ISBN 978-80-7408-070-8.
- MARTINOVIČOVÁ, DANA. *Základy ekonomiky podniku*. Praha: Alfa Publishing, 2006. Ekonomie studium. ISBN 80-868-5150-8.
- REŽŇÁKOVÁ, MÁRIA. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada, 2012. Finance (Grada). ISBN 978-80-247-1835-4.
- RŮČKOVÁ, PETRA. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Grada, c2011. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3916-8.
- KISLINGEROVÁ, EVA A JIŘÍ HNILICA. *Finanční analýza: krok za krokem*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2008. C.H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.
- METRICK, ANDREW. A AYAKO. YASUDA. *Venture capital*. 2nd ed. New York: Wiley, 2011. ISBN 978-047-0454-701.
- ROSS, STEPHEN A., JEFFREY F. JAFFE A RANDOLPH WESTERFIELD. *Corporate finance*. 4th ed. Chicago: Irwin, c1996. Irwin series in finance. ISBN 02-561-5229-2.

### 6.2 Elektronické zdroje

- ARUNDALE, KEITH. *BVCA Guide to Private Equity* [online]. In: . British Private Equity & Venture Capital Association, 2010, s. 56 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: [http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012\\_0001\\_guide\\_to\\_private\\_equity.pdf](http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf)
- About Socialbakers. Socialbakers [online]. 2016 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: <http://www.socialbakers.com/company/about/meet-socialbakers>
- AVG Technologies. In: Wikipedia: the free encyclopedia [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2016 [cit. 2016-05-15]. Dostupné z: [https://en.wikipedia.org/wiki/AVG\\_Technologies](https://en.wikipedia.org/wiki/AVG_Technologies)

- AVG Technologies. CrunchBase [online]. 2016 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: <https://www.crunchbase.com/organization/avg#/entity>
- BERÁNEK, JAN. *Státní seed fond pro startupy skončil. Ministerstvo ale chystá nástupce.* Lupa.cz [online]. 2014 [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <http://www.lupa.cz/clanky/statni-seed-fond-pro-startupy-skoncil-ministerstvo-ale-chysta-nastupce/>
- BUSSGANG, JEFF. *Startup Dos and Don'ts for Finding Venture Capital* [online]. In: . Kansas city, 2015 [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <http://www.kauffman.org/newsroom/2015/04/startup-dos-and-donts-for-finding-venture-capital>
- Cisco Completes its Acquisition of Cognitive Security. Cisco [online]. 2013 [cit. 2016-05-13]. Dostupné z: <http://www.cisco.com/c/en/us/about/corporate-strategy-office/acquisitions/cognitivesecurity.html>
- Cognitive Security. CrunchBase [online]. 2016 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: <https://www.crunchbase.com/organization/cognitive-security#/entity>
- CVCA Private Equity Report: Summary of deal activity in 2014 [online]. In: . Deloitte Czech Republic, 2014, s. 12 [cit. 2016-05-19]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/publikace/publikace%20CVCA/CVCA%202014%20Activity%20Report.pdf>
- European Private Equity Activity Data 2007-2015. In: Invest Europe [online]. Invest Europe Research, 2016 [cit. 2016-05-14]. Dostupné z: [http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version\\_final.xlsx](http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version_final.xlsx)
- GRAHAM, PAUL. *Startup = Growth.* In: Paul Graham.com [online]. [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <http://www.paulgraham.com/growth.html>
- HARIHARAN, ANU, FRANK CHEN A JEFF JORDAN. *16 More Startup Metrics.* In: Andreessen Horowitz [online]. 2015 [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: <http://a16z.com/2015/09/23/16-more-metrics/>
- Historie Slevomat.cz. Slevomat.cz [online]. 2016 [cit. 2016-05-21]. Dostupné z: <https://www.slevomat.cz/historie>
- JEREMIE: společné evropské zdroje pro nejmenší až střední podniky. Evropská komise [online]. 2014 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/regional\\_policy/cs/funding/special-support-instruments/jeremie/#3](http://ec.europa.eu/regional_policy/cs/funding/special-support-instruments/jeremie/#3)
- JORDAN, JEFF, ANU HARIHARAN, FRANK CHEN A PREETHI KASIREDDY. *16 Startup Metrics.* In: Andreessen Horowitz [online]. 2015 [cit. 2016-05-08]. Dostupné z: <http://a16z.com/2015/08/21/16-metrics/>
- KISKA, ANDREJ. *Kiska: Jak fungují investice do startupů.* In: Tyinternety.cz [online]. 2014 [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <http://www.tyinternety.cz/startupy/kiska-jak-funguji-investice-do-startupu/>

- MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY. *Veřejný rejstřík a Sběrka listin* [online]. 2016 [cit. 2016-05-16] Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>
- National Aggregate Data [online]. In: . National Venture Capital Association, 2016 [cit. 2016-05-09]. Dostupné z: <http://nvca.org/?ddownload=3261>
- O nás. Czech Private Equity and Venture Capital Association [online]. 2010 [cit. 2016-05-10]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/cs/o-nas/>
- Profil společnosti. AVG Technologies CZ [online]. 2016 [cit. 2016-05-13]. Dostupné z: <http://www.avg.com/cz-cs/company-profile>
- Řežáb: Babiš je z českých politiků na webu nejlepší, kdo není na sociální síti, jako by nebyl. DTV [online]. Economia, a.s., 2016 [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <http://video.aktualne.cz/dtv/rezab-babis-je-z-ceskych-politiku-na-webu-nejlepsi-kdo-neni/r~c7fafc34112711e6b597002590604f2e/>
- Socialbakers. CrunchBase [online]. 2016 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: <https://www.crunchbase.com/organization/socialbakers#/entity>
- Socialbakers. In: Wikipedia: the free encyclopedia [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2016 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: <https://en.wikipedia.org/wiki/Socialbakers>
- SILBERNAGEL, CORRY A DAVIS VAITKUNAS, *Mezzanine Finance* [online]. In: Vancouver, Canada: Bond Capital Mezzanine Inc., 2012, s. 8 [cit. 2016-04-16]. Dostupné z: <http://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/what-is-mezzanine-finance.pdf>
- Private Equity & Venture Capital. Private Company Knowledge Bank [online]. [cit. 2016-05-5]. Dostupné z: <http://www.privco.com/knowledge-bank/private->
- Uber. CRUNCHBASE. [online]. 2016 [cit. 2016-0-10]. Dostupné z: <https://www.crunchbase.com/organization/uber#/entity>
- Venture kapitál. CzechInvest [online]. 2016 [cit. 2016-05-01]. Dostupné z: <http://www.czechinvest.org/venture-kapital>
- Zákon o obchodních korporacích. In: *Sběrka zákonů č. 90/2012*. Dostupné také z: <http://zakony.centrum.cz/zakon-o-obchodnich-korporacich>
- ZIDER, Bob. How Venture Capital Works. In: Harvard Business Review [online]. Harvard Business Publishing, 1998 [cit. 2016-05-16]. Dostupné z: <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>