



TECHNICKÁ UNIVERZITA V LIBERCI
Ekonomická fakulta



Financování podniku - rizikový a rozvojový kapitál

Bakalářská práce

Studijní program: B6208 – Ekonomika a management

Studijní obor: 6208R085 – Podniková ekonomika

Autor práce: **Petr Líman**

Vedoucí práce: Ing. Jan Mačí, Ph.D.



ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

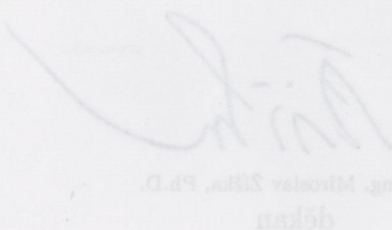
Jméno a příjmení: **Petr Líman**
Osobní číslo: **E13000619**
Studijní program: **B6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika**
Název tématu: **Financování podniku - rizikový a rozvojový kapitál**
Zadávací katedra: **Katedra podnikové ekonomiky a managementu**

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

1. Základní charakteristiky venture kapitálu a jeho zasazení do zdrojů financování podniku.
2. Průběh financování venture kapitálem.
3. Venture kapitál v České republice.
4. Venture kapitál ve světě.
5. Výhled využívání venture kapitálu v podnikové praxi.






doc. Ing. Miroslav Zlába, Ph.D.
děkan

Rozsah grafických prací: dle potřeby dokumentace

Rozsah pracovní zprávy: 30 normostran

Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

BARANYKOVÁ, Michaela, Zdeněk BROŽ, Michal POLÁK a Jaroslava RAJCHLOVÁ. Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic and Other European Countries Development, Opportunities and Limitations. Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis. Brno: Mendelova univerzita v Brně. 2011, 59(7): 307-316. ISSN 1211- 8516.

CUMMING, Douglas J. Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010. ISBN 987-0-470-49914-6.

DVOŘÁK, Ivan a Pavel PROCHÁZKA. Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital. Praha: Management Press, 1998. ISBN 80-85943-74-3.

FEDOROVÁ, Anna, Jaroslava RAJCHLOVÁ a Veronika SVATOŠOVÁ. The Economic Evaluation of Czech Enterprises Financed by Venture Capital. Sofia: WSEAS Transactions on Business and Economics. 2014, 2015(4): 15-23. ISSN 1109-9526.

McKASKILL, Tom. Raising Angel & Venture Capital Finance - An entrepreneur's guide to securing venture finance. Windor, Melbourne: Breakthrough Publications, 2009. ISBN 978-0-9806458-4-2.

Elektronická databáze článků ProQuest (knihovna.tul.cz)

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Jan Mačí**

Katedra podnikové ekonomiky a managementu

Konzultant bakalářské práce:

Josef Líman

jednatel Direct Invest s.r.o., jednatel Invest Unlimited s.r.o.

Datum zadání bakalářské práce: **30. října 2015**

Termín odevzdání bakalářské práce: **31. května 2017**

doc. Ing. Miroslav Žižka, Ph.D.
děkan



prof. Ing. Ivan Jác, CSc.
vedoucí katedry

V Liberci dne 30. října 2015

Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci (TUL) nezasahuje do mých autorských práv užitím mé bakalářské práce pro vnitřní potřebu TUL.

Užiji-li bakalářskou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti TUL; v tomto případě má TUL právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Bakalářskou práci jsem vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé bakalářské práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že tištěná verze práce se shoduje s elektronickou verzí, vloženou do IS STAG.

Datum:

Podpis:

Anotace

Tato bakalářská práce se zabývá problematikou rizikového a rozvojového kapitálu neboli venture kapitálu. Venture kapitál je významným zdrojem financování jak mnoha začínajících, tak mnoha zavedených podniků po celém světě. Práce rozebírá financování soukromých subjektů rizikovým a rozvojovým kapitálem, popisuje jednotlivé typy investic venture kapitálového charakteru a věnuje se subjektům účastnícím se investičního procesu spojeného s venture kapitálem. Stranami investičního procesu se rozumí podniky přijímající finance, investoři a investiční manažeři, kteří jsou obvyklou součástí venture kapitálových investic. Dále se práce věnuje využití rizikového a rozvojového kapitálu ve Spojených státech amerických, v Evropské unii a v České republice. Získané údaje jsou podrobeny komparaci a na jejich základě je učiněna predikce budoucího vývoje pro podniky a vyhodnocen význam rizikového a rozvojového kapitálu pro podnikovou sféru.

Klíčová slova

Rizikový, rozvojový, kapitál, financování, podnik

Annotation

Business Financing – Venture Capital

This bachelor thesis is concerned with venture capital issue. Venture capital is an important source of financing of a lot of start-up businesses even for a long time established companies. The thesis analyses financing of private entities with venture capital and describes particular types of venture capital investments and it also pays attention to subjects which participate in the investment process. The participants of the investment process are considered as companies receiving financial support, investors and investment managers, who are usually connected with venture capital investments. Onwards the thesis is concerned with exploitation of venture capital in the United States of America, European Union and the Czech Republic. Gathered data are compared with each other and a prediction of future development and significance of venture capital for business sector was evaluated on its basis.

Key Words

Venture, capital, business, financing, enterprise

Poděkování

V úvodu bych chtěl poděkovat všem co se podíleli na vzniku této bakalářské práce. Především Ing. Janu Mačímu, Ph.D. za jeho odborné a důkladné vedení a pomoc, kterou poskytoval během tvorby práce. Dále bych chtěl poděkovat Bc. Lence Treutnerové za pomoc při gramatické a stylistické úpravě textu. V neposlední řadě bych chtěl poděkovat Jiřině a Josefu Límanovým za jejich dlouhodobou podporu.

Obsah

Obsah	8
Seznam obrázků	10
Seznam tabulek	11
Seznam použitých zkratk	12
Úvod	13
1 Charakteristika venture kapitálu	15
1.1 Rizikový a rozvojový kapitál	16
1.2 Podstata rizikového a rozvojového kapitálu	17
1.3 Typy rizikového a rozvojového kapitálu	19
1.4 Manažerské odkupy	22
1.5 Podstupovaná rizika a možné výnosy	23
1.6 Způsoby ukončení investic rizikového a rozvojového kapitálu	26
1.6.1 IPO – První veřejná nabídka.....	27
1.6.2 Trade Sale – Akvizice.....	28
1.6.3 Share Buyback and Secondary Sale – Zpětný odkup a druhotný prodej.....	28
2 Subjekty operující na trzích rizikového a rozvojového kapitálu	29
2.1 Rizikový a rozvojový kapitál z pohledu investora	30
2.1.1 Business angels – Obchodní andělé.....	31
2.1.2 Venture kapitálové fondy	31
2.2 Rizikový a rozvojový kapitál z pohledu investičního manažera	32
2.2.1 Vyhledávání investičních příležitostí	33
2.2.2 Způsob vyhodnocení a výběru vhodných investičních příležitostí.....	33
2.2.3 Hodnocení investice	34
2.3 Rizikový a rozvojový kapitál z pohledu podniku	35
2.3.1 Výhody a nevýhody rizikového a rozvojového kapitálu	36
2.3.2 Podnikatelský plán.....	38
2.3.3 Výběr investora	39
2.3.4 Rizika – krizové situace.....	39
3 Využití rizikového a rozvojového kapitálu v praxi	41
3.1 Rizikový a rozvojový kapitál ve Spojených státech amerických	42
3.2 Rizikový a rozvojový kapitál v Evropské unii	45
3.3 Rizikový a rozvojový kapitál v České republice	47

3.3.1 Vstup a působení venture kapitálových fondů.....	48
3.3.2 Rozmístění investic	49
3.3.3 Zhodnocení využití venture kapitálu v České republice.....	54
4 Shrnutí zjištění a výhled pro podnikovou praxi	56
Závěr	58
Seznam použité literatury	61

Seznam obrázků

Obrázek 1 Struktura investovacího procesu	18
Obrázek 2 Poměr rizika a výnosu investic	25
Obrázek 3 Rozdělení venture kapitálových investic v USA v roce 2014	44
Obrázek 4 Rozdělení private equity investic v EU v roce 2014.....	46

Seznam tabulek

Tabulka 1 Porovnání úvěru s rizikovým a rozvojovým kapitálem.....	37
Tabulka 2 Investice do rizikového a rozvojového kapitálu v USA.....	43
Tabulka 3 Rozdělení private equity investic v České republice v roce 2014 (absolutní hodnoty).....	50
Tabulka 4 Rozdělení private equity investic v České republice v roce 2014 (relativní četnosti)	51
Tabulka 5 Rizikový a rozvojový kapitál v České republice v roce 2014 dle sektorů (absolutní četnosti)	52
Tabulka 6 Rizikový a rozvojový kapitál v České republice v roce 2014 dle sektorů (relativní hodnoty)	53
Tabulka 7 Komparace investic do rizikového a rozvojového kapitálu v roce 2014 v USA, EU a České republice	55

Seznam použitých zkratek

CF	Peněžní toky (<i>Cash Flow</i>)
CVCA	Česká asociace rizikového kapitálu (<i>The Czech Private Equity and Venture Capital Association</i>).
EUR	Euro
EVCA	Evropská asociace rizikového kapitálu (<i>The European Private Equity and Venture Capital Association</i>)
GBP	Britská libra (<i>Pound sterling; British pound</i>)
HDP	Hrubý domácí produkt (<i>Gross domestic product</i>)
IPO	První veřejná nabídka (<i>Initial Public Offering</i>)
IRR	Vnitřní výnosové procento (<i>Internal Rate of Return</i>)
NPV	Čistá současná hodnota (<i>Net Present Value</i>)
MBO	Manažerský odkup (<i>Management Buy-out</i>)
NVCA	Národní asociace rizikového kapitálu (<i>National Venture Capital Association</i>).
p.a.	ročně/za rok (<i>per annum</i>)
USA	Spojené státy americké (<i>United States of America</i>)
USD	Americký dolar (<i>United States Dollar</i>)
WACC	Vážená průměrná cena kapitálu (<i>Weighted Average Cost of Capital</i>)

Úvod

Tato bakalářská práce se zaměřuje na rozbor financování soukromých právních subjektů podnikového charakteru s důrazem na charakteritiku a analýzu rizikového a rozvojového kapitálu neboli venture kapitálu. Práce se soustřeďuje na jeho formy a typy, způsoby nabytí takového kapitálu a jeho významu pro podniky.

Dané téma bylo vybráno z důvodu důležitosti financování podniků venture kapitálem při vzniku nyní celosvětově významných podniků až velkých nadnárodních korporací. Zakladatelé těchto společností by pravděpodobně nikdy nezačali podnikat v takovémto rozsáhlém měřítku nebýt investorů, kteří jim dali příležitost a poskytli své vlastní peníze a jiné prostředky do jejich projektů.

Hlavním cílem práce je zhodnotit pozici financování rizikovým a rozvojovým kapitálem v České republice a ve vybraných oblastech. Dílčím cílem práce je charakterizovat a popsat klíčové světové oblasti využívající trendu rizikového a rozvojového kapitálu. K dosažení vytyčených cílů jsou využity nástroje analýzy a komparace, jejichž nejdůležitější body jsou shrnuty v následujících odstavcích.

Nejprve je provedena literární rešerše shrnující definice, zařazení a přesné vymezení pozice venture kapitálu ve zdrojích financování podniků. S tímto se také pojí formulace trhu soukromého kapitálu a vymezení subjektů na něm operujících. Tyto subjekty se dělí do tří základních skupin, a to investorů, investičních manažerů a firem poptávajících kapitál. Práce se zaměřuje nejen na podniky, ale i na potenciální investory, již jsou schopni a ochotni financovat tyto podniky prostřednictvím rizikové investice typu venture kapitál. Práce neopomíjí ani roli investičních manažerů plnících nedílnou součást investičního procesu.

S trhem soukromého kapitálu dále souvisí rozdělení typů venture kapitálových investic např. dle životního cyklu společnosti při vstupu investora apod. Následně jsou zdůrazněny výhody a nevýhody samotného financování venture kapitálem, a to jak z pohledu podniku, tak i z pohledu investora. V neposlední řadě je v první části práce zmíněna historie rizikového a rozvojového kapitálu.

Po vymezení a vysvětlení venture kapitálu a finančních trhů s ním spojených práce pokračuje rozborem průběhu financování tímto kapitálem. Dále je vysvětleno, jak tento systém funguje a jak ovlivňuje podnikatelské subjekty, které se rozhodly takto získat vlastní kapitál pro svou následnou expanzi. Pro přehled je v práci vysvětlena úloha všech tří stran investičního procesu s rizikovým a rozvojovým kapitálem. Tj. kdo a proč investuje, jaké je působení a přínos investičních manažerů. Dále jaké podniky či podnikatelé a z jakého důvodu mohou vyhledávat a využívat rizikový a rozvojový kapitál.

V práci je dále navázáno rozborem využívání rizikového a rozvojového kapitálu ve Spojených státech amerických, kde se jeho idea zrodila a byla poprvé realizována. Tato část práce se dále věnuje venture kapitálové činnosti na území Evropské unie, do které se řadí i Česká republika. Závěrečná část práce se zabývá rozborem a analýzou využití rizikového a rozvojového kapitálu v České republice v porovnání se dvěma výše zmíněnými ekonomickými celky. Dále navazuje syntéza zjištěných poznatků s nástinem možného vývoje financování podniků venture kapitálem.

V závěru práce přistupuje ke zhodnocení významu rizikového a rozvojového kapitálu jak pro podniky a podnikatele, tak i pro celé ekonomiky. V neposlední řadě je přiřazen i výhled pro podnikovou praxi s predikcí budoucího vývoje v oblasti venture kapitálového financování.

1 Charakteristika venture kapitálu

Následující kapitola se zabývá charakteristikou a vymezením systému financování soukromých subjektů tzv. venture kapitálem neboli v překladu rizikovým a rozvojovým kapitálem. První subkapitola vysvětluje co znamená a obsahuje tento pojem. Proč slovo *venture* (riskantní/nejistý podnik) v našem jazyce nedostatečně vystihuje podstatu venture kapitálu, a proto je český název složený ze dvou slov. Vysvětlení se opírá o vývoj investic daného druhu a změnu jeho chápání postupem času. Kapitola vytváří souhrnný obraz historie financování venture kapitálem. (Oxford studijní slovník, 2010)

Podkapitola Podstata rizikového a rozvojového kapitálu poskytuje věcný pohled na investice venture kapitálového typu a vysvětluje, co vede investory k poskytnutí zdrojů subjektům hledajícím kapitál pro svůj rozvoj. Dále zmiňuje nejčtenější formu investice venture kapitálu a nejvhodnější způsob, kterým může být investice ukončena.

Navazující část zaměřená na vymezení jednotlivých druhů rizikového a rozvojového kapitálu už definuje jednotlivé formy investic do projektů s rizikovým či rozvojovým charakterem splňující požadavky a specifika pro zařazení do investic venture kapitálového typu.

Kapitola manažerské odkupy je zaměřena na formu akvizic se specifickým charakterem. Manažerské odkupy jsou důležitou součástí rozvoje mnoha již existujících firem a korporací a zpravidla jde o jednu z nejméně rizikových investic venture kapitálu.

Potenciální výnos ne vždy roste přímo úměrně s podstupovaným rizikem. Kapitola Podstupovaná rizika a možné výnosy porovnává rizikovost ztráty investovaných prostředků s potenciální výnosností jednotlivých typů investic rizikového a rozvojového kapitálu tvořící celkový obraz dané problematiky.

Poslední část spadající do charakteristiky venture kapitálu rozebírá možnosti zakončení investic daného druhu a rozchod partnerů je realizujících.

1.1 Rizikový a rozvojový kapitál

Venture kapitál by se dal přeložit jako „podnikový kapitál“ či „podnikatelský kapitál“, ale to z daleka nevystihuje ani nepřibližuje jeho význam. Druhou možností překladu je rizikový kapitál, což se už blíží významu obsahu, ale plně jej necharakterizuje. Venture kapitál se však věnuje, jak naznačují dva následující odstavce, nejen financování začínajících velice rizikových tzv. start-up projektů, ale i náročnějším investicím realizovaným prostřednictvím manažerských odkupů nebo rozvoje již zavedených a fungujících podniků. Z tohoto významu již vzniká samotný pojem rizikový a rozvojový kapitál, který jasně definuje daný systém financování soukromých subjektů. (Dvořák a Procházka, 1998)

Existuje také obecnější termín, kterým se často označují investice do rizikového a rozvojového kapitálu, a to *Private Equity*. Přesto, že je tento pojem často brán jako synonymum pro *Venture Capital*, tak je širší a zahrnuje i další méně rizikové investice např. investice do rodinných firem. (Dvořák a Procházka, 1998)

V originální definici byl venture kapitál v padesátých letech dvacátého století vymezen na Harvard Business School, a to na dlouhodobé investice (obvykle 8 až 10 let) do rizikových podniků, které nejsou obchodovány na veřejných trzích. Rizikovost těchto investic spočívá v nízké předvídatelnosti jejich budoucího vývoje a nulové záruce za investované prostředky. Ukázkovou investicí dle původního významu je investice do nově vznikajících podniků nebo firem s dostatečně inovativním nápadem, aby firmě při jeho realizaci poskytl značnou komparativní výhodu v hospodářské soutěži. Tato výhoda by měla následně zvýšit hodnotu firmy a tím i hodnotu investovaného kapitálu. (Dvořák a Procházka, 1998)

Během osmdesátých let dvacátého století se po řadě neúspěšných investic výše zmíněného typu investiční manažeři obrátili spíše na vkládání prostředků do již existujících společností. Mezi investice rozvojového typu patří především relativně méně riskantní transakční operace zvané manažerské odkupy, např. MBO a MBI (viz Podkapitola 1.3 Typy rizikového a rozvojového kapitálu). Změny v důsledku popsaného vývoje upravily

obecné pojetí venture kapitálu a přiřadily do něj i investice rozvojového typu. (Dvořák a Procházka, 1998)

Z předchozího textu vyplývá, že můžeme říci následující:

Investicemi rizikového kapitálu jsou investice do základního kapitálu společností teprve vznikajících, případně nedávno založených. Investované prostředky mají podniku umožnit realizaci inovativní ideje.

Investicemi rozvojového kapitálu jsou investice do již fungujících společností s nedostatkem vlastního i cizího kapitálu pro následný růst, splnění nových záměrů nebo dobytí nových trhů.

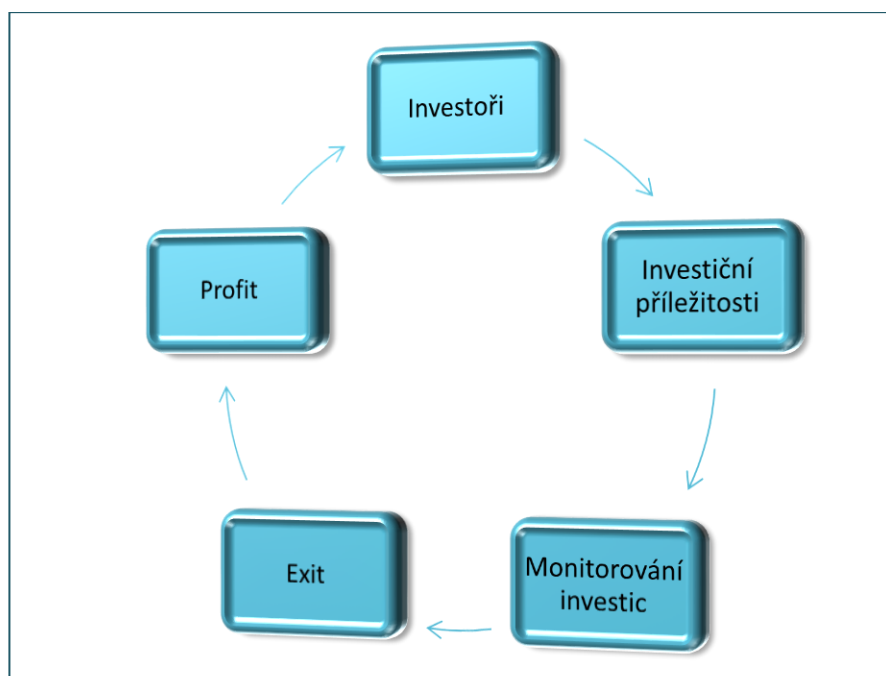
1.2 Podstata rizikového a rozvojového kapitálu

Podstata rizikového a rozvojového kapitálu spočívá ve střednědobé až dlouhodobé investici do nadějných projektů, které přináší příslib vysokého zhodnocení. Tyto projekty mohou nabízet jak nově vznikající podniky, tak i již zavedené společnosti, jejichž další rozvoj vyžaduje rozsáhlejší financování. Takové investice spjaté s vysokým rizikem slibují nadprůměrné roční zhodnocení investovaných prostředků podstatně vyšší než méně riskantní alternativy jako např. investice do akcií, obligací, deriváty apod. Investice se poskytují pomocí navýšení základního jmění podniků investorem, za poskytnutí předem stanoveného podílu na vlastnictví firmy investorovi. (Metrick a Yasuda, 2011; Cumming, 2010)

K investici se váže i těsná spolupráce samotného investora, v praxi označovaného jako ventura kapitalista (*venture capitalist*), či jím najaté manažerské agentury, se subjektem přijímajícím investici. Tato spolupráce zaručuje investorovi kontrolu nad podnikem a případnou pomoc s problémy, na něž vedení cílové společnosti samo nestačí. Toto opatření snižuje riziko ztráty investice poskytované investorem. Bežné je, že investici spravuje pro investora manažerská firma. Manažerská firma kromě správních poplatků, aby byla lépe motivována, dostává obvykle také podíl na vygenerovaných ziscích investice. (Dvořák a Procházka, 1998)

Obvyklá forma investice je skrze založení společnosti ve formě *limited partners*, čemuž v naší legislativě nejlépe odpovídá komanditní společnost. Roli komplementáře (*General Partners*), ručícího veškerým svým majetkem, plní cílově založená společnost, která fond řídí a organizuje. Do role komanditisty (*Limited Partners*) se staví investoři, kteří ručí do výše tzv. komanditní sumy. Komanditní suma může být stanovena i nad standardní povinný rámec, který je ve výši nesplaceného vkladu. Investory jsou většinou různé finanční organizace či investiční fondy. V případech, kdy roli investora zaujmou solventní jedinci, jsou tito označováni jako Obchodní andělé (*Business Angels*). (Metrick a Yasuda, 2011)

V případě zdárného i negativního zhodnocení investovaných prostředků bývají smluvně zakotovány podmínky exitu investora. Neoptimálnějším zakončením úspěšné investice je tzv. *Initial public offering* (dále IPO) neboli prvotní uvedení společnosti na veřejný trh a odprodej vlastnických podílů investora jiným zájemcům. Možností exitu investora je ovšem více a podrobněji se jim věnuje podkapitola 1.6 Způsoby ukončení investic rizikového a rozvojového kapitálu.



Obrázek 1 Struktura investovacího procesu
Zdroj: vlastní na základě Dvořák a Procházka (1998)

Na obrázku 1 je zobrazena procesní struktura investování rizikového a rozvojového kapitálu. Investoři nejprve vyhodnocují své investiční příležitosti, z nichž vyberou pro ně nejvhodnější a své investice realizují. Dále firmy přijímající investice monitorují a případně řeší krizové situace. Ve finální fázi probíhá desinvestice a následné vyhodnocení. (Dvořák a Procházka, 1998)

1.3 Typy rizikového a rozvojového kapitálu

Rizikový a rozvojový kapitál je motorem agresivní expanze mnoha nově vznikajících i již zavedených a velice úspěšných firem po celém světě, obzvláště ve Spojených státech amerických. Jak již bylo zmíněno, venture kapitálové investice se dají obecně rozdělit do dvou hlavních linií. Na investice směřující do začínajících podniků s velkým potenciálem a na investice směřující do již existujících a na trhu zaběhlých společností. Avšak, jak vypovídá následné dělení, je vidět, že tato jednoduchá klasifikace je nedostatečná a subjekty operující na venture kapitálovém trhu vyžadují dělení podrobnější, s větší výpovědní hodnotou o podstupovaném riziku, formě a možné výnosnosti investic. (Dvořák a Procházka, 1998)

Níže je uvedeno dělení jednotlivých typů investic do rizikového a/nebo rozvojového kapitálu, které uvádí Guide to Venture Capital in UK & Europe. (EVCA, 1997)

- Zárodečné financování (*seed capital*).
- Startovní financování (*start-up capital*).
- Financování počátečního rozvoje (*early stage development capital*).
- Rozvojové financování (*later stage development – expansion capital*).
- Záchranné financování (*rescue capital*).
- Náhradní financování (*debt replacement capital*).
- Financování akvizic (*acquisition capital*).
- Manažerské odkupy (MBO/MBI/BIMBO apod.).

Navazující dělení přináší stručný obsah a náplň investic do rozvojového a/nebo rizikového kapitálu. Manažerským odkupům se věnuje samostatná podkapitola 1.4 Manažerské odkupy.

Zárodečné financování

Zárodečné neboli předstartovní financování se zaměřuje na nově založené podniky, skupiny lidí nebo jednotlivce s novou inovativní myšlenkou, pro jejíž výzkum a realizaci nemají dostatečné zázemí ani prostředky.

Předstartovní venture financování je specifické tím, že produkty či výrobky, na jejichž rozvoj nebo výzkum bude poskytnut kapitál, ještě nebyly prodávány komerčně. Nejobvyklejšími odvětvími, do kterých se investuje v této podobě, jsou elektronika, informační a komunikační technologie a biotechnologie. (EVCA. 2007)

Startovní financování

Produkt v této fázi financování je již doveden do své finální podoby, ale společnosti nemají dostatečný kapitál, aby jej mohly vyrábět a prodávat. Během startovního financování mají výrobci obvykle již schopné manažerské týmy řídící podnik a investorům mohou nabídnout výsledky tržních průzkumů. (EVCA. 2007)

Financování počátečního rozvoje

Především se jedná o malé podniky, které nemají dostatečné zdroje pro rozšíření své výroby. Alternativou pro tyto podniky by mohl být úvěr, za který se však firmy nemají čím zaručit nebo nemají dostatečně dlouhou historii pro posouzení solventnosti a kredibility bankou. Financování počátečního rozvoje nabízí firmám možnost získat dostatečné prostředky pro expanzi, aniž by se musely zadlužit a splácet úrok. Dále se společnosti mohou opřít o poradenskou podporu ze strany investora a manažerské společnosti a jejich případnou pomoc při řízení. (Dvořák a Procházka, 1998)

Rozvojové financování

Pokud se jedná o rozvojové financování, mluví se o značných finančních obnosech, které mohou podnikům pomoci k markantnímu růstu v řádu desítek procent ročně. Může jít např. o průnik na nové trhy nebo navýšení výroby vybudováním nové továrny apod. (Metrick a Yasuda, 2011)

Záchranné financování

Záchranné financování je zacíleno na společnosti, jimž hrozí bankrot, ale přitom stále mají dostatečný potenciál pro následné zhodnocení investic vložených venture kapitalisty. Tento způsob intervence není příliš obvyklý. Podmínkou investice je totiž přistoupení k růstovému programu, a proto se často kombinuje s jinými druhy rizikových a rozvojových investic. (Dvořák a Procházka, 1998)

Náhradní financování

Firmy přistupují k náhradnímu financování, jestliže mají extrémně vysoký podíl cizího kapitálu na celkových pasivech společnosti. Takový stav způsobuje vysoké zatížení nákladovými úroky. Pokud je toto úrokové břímě jedinou a stěžejní překážkou k dalšímu růstu společnosti, podnik se stává vhodným pro nabytí venture kapitálových prostředků. (Dvořák a Procházka, 1998)

Financování akvizic

Akvizice je odkup jedné firmy druhou, většinou ve stejném odvětví. Důvodů, které podnik k tomuto kroku vedou, je mnoho. Některými z nich mohou být např. navýšení zisků, úspory z rozsahu, diverzifikace a snížení rizika apod. Investoři rizikového a rozvojového kapitálu přistupují na financování akvizic pokud je vysoká šance k nastání synergického efektu. Synergický efekt nastává, jestliže dva podniky mají větší hodnotu společně než každý zvlášť. Speciálními typy akvizic jsou odkupy společnosti jejím vedením popsané v kapitole 1.4 Manažerské odkupy. (Jindřichovská a Blaha, 2001)

1.4 Manažerské odkupy

Financování manažerských odkupů dodává určité skupině manažerů dostatečné zdroje na to, aby byla schopna odkoupit celý nebo alespoň dostatečný podíl společnosti za účelem převzetí jejího vedení. Skupina zvažující manažerský odkup považuje cílovou společnost za nedostatečně využívající svůj potenciál a investorům musí svou domněnku prokázat a náležitě podložit. (Finance Maps of The World, 2015)

Existuje více druhů manažerských odkupů, Dvořák a Procházka (1998) hovoří o těchto:

- MBO (*management buy-out*),
- MBI (*management buy-in*),
- BIMBO (*management buy-in-buy-out*),
- LBO (*leveraged buy-out*),
- LMBO (*large MBO*).

Následující dělení vysvětluje specifika jednotlivých druhů těchto akvizic.

MBO – Manažerský odkup

Při *Management buy-out* (dále MBO) existující management skupuje akcie nebo podíly od majitelů společnosti, v níž pracuje. Tento odkup není možný jistit aktivy společnosti, proto se vedení společnosti obrací na investory do rizikového a rozvojového kapitálu. Cenu akvizice ve výsledku musí uhradit ze svých zisků sám kupovaný podnik, proto se investoři zaměřují na již vysoce výnosné společnosti. (Dvořák a Procházka, 1998)

K MBO se schyluje, jestliže kvalitní a zkušený manažerský tým věří, že může daný podnik dostat dále v jeho rozvoji, ale v současnosti je z nějakého důvodu omezován ze strany vlastníků společnosti. Navíc, kdyby management byl přímo zainteresován na podílech ze zisku společnosti, byl by více motivován.

MBI – Manažerský nákup

Management buy-in nastává za téměř stejných podmínek jako MBO, ale společnost zkupuje management jiný, než aktuálně řídící kupovanou firmu. Vnější management po transakci MBI nahradí aktuální vedení, které je podle jejich názoru nekompetentní. (Nash, 2009)

BIMBO – Manažerský odkup-nákup

Management buy-in-buy-out je kombinací MBO/MBI, kdy se k existujícímu managementu připojí alespoň jeden nový manažer po provedení transakce. (Nash, 2009)

LBO – Spekulativní odkup

Při *Leveraged buy-out* dochází podobně jako při MBO k převzetí společnosti do rukou managementu, ale při vysoké míře zadlužení podniku. To může vyústit ve dvě varianty. První z nich nastane, jestliže firma nedostatečně zvládá břemeno nákladů poskytovaných na splátky úvěrů. V takovém případě to zpomalí rozvoj společnosti a manažerská firma spravující investici pro venture kapitalisty musí zakročit a nějak tuto situaci napravit. Úloze manažerské agentury se podrobněji věnuje kapitola 2.2 Pohled na rizikový a rozvojový kapitál jako investiční manažer. Druhou alternativou je následná motivace pro rozvoj při kombinaci zadlužení s majetkovými podíly managementu. (Jindřichovská a Blaha, 2001)

LMBO – Velký manažerský odkup

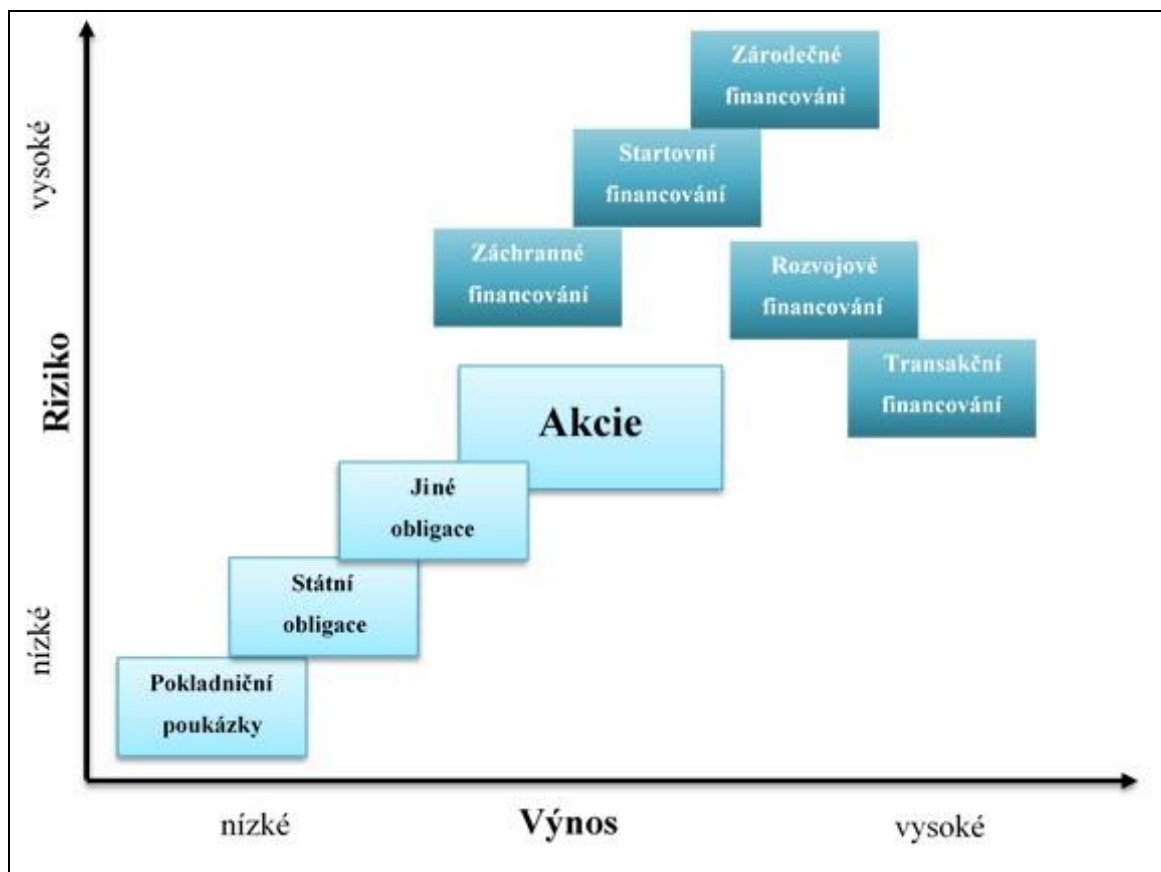
Large management buy-out je podobný jako výše zmíněný MBO s jedním rozdílem, a to že kupovaná společnost je zpravidla obchodovaná na kapitálových trzích. (Nash, 2009)

1.5 Podstupovaná rizika a možné výnosy

Investoři mají široké možnosti a mnoho alternativ, kam vložit své peníze, čas a úsilí. Zájemci soupeří o možnost získat jejich zdroje pro financování svých cílů, slibují vysoké zhodnocení a minimální riziko, avšak realita je zpravidla odlišná. Z tohoto důvodu musí

být venture kapitalisté velice obezřetní a cílové společnosti si nejdříve prověřit, než do nich investují. Na druhou stranu subjekty, které chtějí přijmout dané investice, musí doložit svá tvrzení, předložit podnikatelské záměry, marketingové průzkumy a případně jiné dokumenty.

Po jasném vymezení druhů investic rizikového a rozvojového kapitálu je lze seřadit do přehledného schématu zobrazujícího možnou ziskovost investovaných finančních i jiných prostředků v závislosti na míře podstupovaného rizika. Obrázek 2 vystihuje obecně přijímaný pohled na danou problematiku podle Dvořáka a Procházky (1998).



Obrázek 2 Poměr rizika a výnosu investic
Zdroj: vlastní na základě Dvořák a Procházka (1998)

Obrázek 2 ukazuje i jiné alternativy zhodnocení peněžních prostředků, které nejsou předmětem této práce. Položky světle modré barvy patří mezi klasické formy investic. Nejméně rizikovými z nich jsou pokladniční poukázky. Pokladniční poukázky jsou krátkodobými dluhopisy vydávanými státními bankami se splatností do jednoho roku. Oproti tomu klasické státní obligace jsou dluhopisy se střední až dlouhodobou splatností. Mezi jiné obligace patří dluhopisy vydávané soukromými subjekty. Akcií je vícero druhů a obchod s nimi je jednoznačně rizikovější, ale zároveň výnosnější, než s ostatními formami investic nespádajícími do rizikového a rozvojového kapitálu. (ČNB, 2015)

Je třeba brát v potaz, že investice jsou i z pohledu podniku obrovskou příležitostí k růstu a rozvoji, a proto se firmy snaží riziko minimalizovat. I přesto ty nejméně rizikové formy rizikového a rozvojového kapitálu znamenají značné podstoupené riziko jak ze strany investora, tak podniku. Tmavě modré položky na Obrázku 2 jsou investicemi spadajícími

do rizikového a rozvojového kapitálu. Je vidět, že zárodečné financování je jednoznačně nejrizikovější formou následovanou startovním financováním. To může být zapříčiněno nedostatečným až nulovým zázemím podniků, do nichž se investuje. Záchrané financování přináší přibližně stejné riziko jako rozvojové, ale slibuje nižší zisky. Nejméně rizikovou a zároveň nejziskovější formou jsou manažerské odkupy. Důvodem tohoto postavení transakčních operací je v první řadě to, že se dějí především ve velkých korporacích, se značným zázemím, strukturou a silným postavením na trhu. (Dvořák a Procházka, 1998; Nash, 2009)

1.6 Způsoby ukončení investic rizikového a rozvojového kapitálu

Možností jak provést exit z investic rizikového a rozvojového kapitálu je více a záleží, jak se účastníci strany dohodnou ještě před uzavřením smlouvy o investici. Investor se snaží najít pro něj co nejvýdělečnější alternativu, zatímco podnik tu, která by nejméně ohrozila jeho budoucnost. Venture kapitalisté navíc chtějí možnost odstoupit od investice již při jejím průběhu, tedy před vypršením sjednané délky investice. Např. v případě, že by neprobíhala dle jejich představ, nebo ve chvíli, kdy podle jejich názoru bude nejziskovější odprodat svůj podíl bez zbytečných odkladů. (Dvořák a Procházka, 1998; Cumming, 2010)

Obvykle se zisk dělí v poměru 80 ku 20. Kdy 80 % ze zisku investice dostává investor a 20 % dostává manažerská společnost spravující investici. (Metrick a Yasuda, 2011)

Cumming (2010) rozděluje možnosti rozchodu klientské společnosti s investorem do tří kategorií:

- IPO (*Initial Public Offering*),
- Obchodní prodej (*Trade sale*),
- Zpětný odkup a sekundární prodej (*Share Buyback and Secondary Sale*).

Kromě uvedených ještě existuje forma likvidace, kdy se v případě bankrotu majetek a jiná aktiva společnosti rozprodají, a to za účelem vyrovnání závazků. Zbývající prostředky se převádí a dělí mezi majitele společnosti. (Cumming, 2010)

Níže pokračující podkapitoly dále podrobněji rozvádějí jednotlivé kategorie výstupů z venture kapitálových investic.

1.6.1 IPO – První veřejná nabídka

Initial Public Offering je prvním uvedením společnosti na kapitálový trh. Venture kapitalisté takto dostávají možnost přeměnit své neveřejně obchodovatelné akcie na veřejně obchodovatelné, a ty dále prodávat na akciových trzích. Na burzovních trzích se smí obchodovat pouze s akciemi společností, které dosáhly určitých standardů požadovaných akciovými trhy. Mezi takové standardy patří např. určitá úroveň obratu, velikosti podniku, používání účetních standardů, apod. Proto už samotné uvedení podniku na kapitálový trh znamená úspěch a je příslibem možných vysokých výnosů pro prodejce akcií. (Cumming, 2010)

Pro podnikatele je tato událost známkou značné změny. Podnik se posouvá pod větší dohled médií a burzovních orgánů, ztrácí soukromý charakter. To může mít za následek vylepšení image firmy, motivaci managementu a zaměstnanců, možnost nových zdrojů financování prostřednictvím emise akcií a v neposlední řadě publicitu. Společnosti se také zjevuje nová hrozba v podobě nepřátelského převzetí kontroly nad podnikem konkurencí (tzv. *Hostile takeover*), která může vést až k fúzi či akvizici. Ty mohou být následně nucené a ne vždy oboustranně prospěšné. K takovému převzetí může dojít, když určitý jedinec či společnost nabude majoritního podílu v námi vybraném podniku. Tato hrozba se dá uřídit, pokud byl vztah s vystupujícím venture kapitalistou dobře ošetřen a naplánován. (Dvořák a Procházka, 1998; Cumming, 2010)

Obecně se IPO považuje za nejvýnosnější ukončení investice pro venture kapitalisty. (Metrick a Yasuda, 2011)

1.6.2 Trade Sale – Akvizice

Trade Sale neboli akvizice se dá označit jako prodej podílu existující firmě, zpravidla strategickému partnerovi operujícímu ve stejném sektoru. Daný způsob často reprezentuje změnu ve vlastnictví podniku a ztrátu kontroly podnikatele. Při uzavírání dohody mezi investorem a podnikem se ještě před provedením investice podepisuje smlouva o společném postupu při prodeji. Poté se prodává celých 100 % společnosti strategickému partnerovi. (Cumming, 2010)

Zvolený způsob je nejvhodnější pro podnikatele, kteří hodlají získané prostředky využít jinde a budoucnost společnosti vidí bez svého dalšího působení. Může nastat i situace, kdy podnikatel ve společnosti zůstane jako její manažer bez vlastnického podílu. Tento stav může být buď oboustranně prospěšný, jak pro bývalého podnikatele, tak pro nového majitele – strategického partnera, nebo může být dlouhodobě neudržitelný. (Dvořák a Procházka, 1998)

1.6.3 Share Buyback and Secondary Sale – Zpětný odkup a druhotný prodej

Share Buyback and Secondary Sale neboli zpětný odkup a druhotný prodej jsou alternativami exitů nespádající do ani jedné z výše zmíněných kategorií. Jde o prodej podniku managementu nebo jinému institucionálnímu investorovi, tentokrát za neúčasti osoby podnikatele. Obvykle jde o způsob zakončení neúspěšných nebo nízko výnosných investic. (Cumming, 2010)

Do této kategorie spadá mj. i MBO, kdy management, spolujednatelé a předchozí vlastníci společnosti odkupují zpětně podíly aktuálně vlastněné venture kapitalisty. Jde o nejpopulárnější způsob z pohledu podniků a jejich managementu, ale k jeho realizaci je velkou překážkou získání potřebných finančních prostředků. K tomu může napomáhat i další kolo financování rizikovým a rozvojovým kapitálem od jiného investora, tentokrát v podobě manažerského odkupu. (Dvořák a Procházka, 1998)

2 Subjekty operující na trzích rizikového a rozvojového kapitálu

Kapitola subjekty operující na trzích rizikového a rozvojového kapitálu se dělí do tří částí, kdy každá z nich je věnována jedné straně a vysvětluje její pohled na danou problematiku. Jak již bylo zmíněno v předchozím textu zrealizování investice je dlouhodobý a složitý proces skládající se z více operací. Každá strana má v tomto procesu svoji úlohu. Investor dodává prostředky, manažerská společnost dohlíží na řádný chod a průběh investice v cílové společnosti a ta realizuje projekt, do něhož bylo investováno. Následující kapitola má za úkol vysvětlit rizikový a rozvojový kapitál z hlediska jednotlivých subjektů. Práce se především zaměřuje na postoj podniku a nabízí stručný náhled z hlediska investora a manažerské společnosti.

První podkapitola se věnuje pohledu na rizikový a rozvojový kapitál z hlediska investora. Rozebírá obvyklý postup investic daného typu a charakterizuje vybrané typy investorů. Vysvětluje postoj a motivaci obchodních andělů a jiných větších investorů.

Následující podkapitola se dívá na problematiku z pohledu zprostředkovatele investice - manažerské společnosti a jejich investičních manažerů. Tato část vysvětluje, jaký je úděl a role zprostředkovatelů v procesu investic rizikového a rozvojového kapitálu. Konkretizuje způsoby, jak vyhledávají investice, komu dávají přednost a jaké jsou jejich požadavky. Jednou z nejvýznamnějších úloh investičních manažerů je vyhodnocení investice a zhodnocení, zdali je uskutečnitelná, či nikoli. Manažerské společnosti mají důležité postavení i po realizaci investice. Spolupracují s vedením klientského podniku, provádějí pravidelné kontroly a řeší případné problémy a nesrovnatelnosti s podnikatelským plánem.

Ve třetí části se pohlíží na rizikový a rozvojový kapitál z hlediska klientské společnosti neboli podniku, který se zajímá o investice tohoto druhu. V subkapitole jsou rozebrány výhody i nevýhody venture kapitálu a porovnání s jinými druhy financování. Tento segment rozebírá, co by měla společnost zvážit před hledáním investorů a jak jim přednést

svůj návrh. Podnikatelský záměr je v tomto ohledu základním instrumentem představujícím vizi firmy pro rozvoj.

2.1 Rizikový a rozvojový kapitál z pohledu investora

Investoři do rizikového a rozvojového kapitálu se většinou sdružují a zakládají fondy určené pro dané investice ve formě komanditní společnosti, jak rozebírají Dvořák a Procházka (1998) nebo McKaskill (2009). Fondy často diverzifikují riziko i mezi ostatní formy investic a pouze část přichází na investice směřující do rizikového a rozvojového kapitálu. Díky důsledné diverzifikaci může, i v případě nezdařené investice, být fond následně stále výnosný pro své investory. Zpravidla se neinvestuje více než 20 % objemu finančních prostředků fondu do jedné společnosti a obvykle připadá 10 až 15 % na investice rizikového a rozvojového kapitálu. (Metrick a Yasuda, 2011)

Fond si stanovuje investiční výbor, který investice předložené manažerskou společností schvaluje. Z toho důvodu uzavírá smlouvu o poradenské spolupráci s manažerskou společností. Těch se na trhu vyskytuje mnoho, ale je na představitelích fondu, aby si vybrali pro sebe tu nejvhodnější. Aspektů, na něž se při výběru poradenské společnosti nahlíží, je více. Nejvýznamnějšími z nich jsou její předchozí úspěchy, zkušenosti manažerů, výše správních poplatků a podílů na zisku a oborové zaměření dané poradenské firmy. Mnoho investorů pohlíží kromě možného zisku a rizika, také na likviditu. (Dvořák a Procházka, 1998)

V případech vysoce rizikových investic nebo investic vyžadujících obrovské sumy se různé fondy rizikového a rozvojového kapitálu spojí na vykonání dané investice a každý přispěje určitou částí (obvykle 30 %) cílové hodnoty a spolupracují v průběhu investice. (EVCA, 2007)

Kromě finančních prostředků přináší investoři a obchodní andělé do klientských podniků i své kontakty, zkušenosti, lidské zdroje (které aktuálně podnik postrádá, např. chybějící členové managementu apod.) a pomoc při řešení obtížných situací. (Finance Maps of The World, 2015)

Záleží na typu fondu a druhu jeho investorů, kam se rozhodnou zainvestovat a jakou poradenskou společnost si vyberou. Různí investoři budou mít různé požadavky na skladbu investičního portfolia. Následující kategorické rozdělení investorů nahlíží na jejich různé postoje a vykresluje jejich preference.

2.1.1 Business angels – Obchodní andělé

Jen velmi málo venture kapitálových fondů se zaměřuje na předstartovní a startovní financování. Toto je místo, kde naprostou většinu investic realizují obchodní andělé, kteří často sdílejí osobní zaujetí na projektech a sami zaujímají pozici manažera v podporované firmě. I přesto andělé většinou hrají roli prostředníka. Podporují a zasazují se o nastartování podniků ve velmi raných fázích. Podniků, které ještě nejsou dostatečně silné, aby zatím přilákaly fondy rizikového a rozvojového kapitálu. Existují i společnosti s velmi vysokým růstovým potenciálem a zkušeným managementem, které přeskochí posilu v podobě obchodního anděla a přímo se zajímají o financích venture kapitalistů. (McKaskill, 2009)

Přestože obchodní andělé mají majoritní podíl na investicích do raných stádií podniků, mají minoritní až nepatrný podíl na celkovém objemu investic rizikového a rozvojového kapitálu. (Cumming, 2010)

2.1.2 Venture kapitálové fondy

Fondy rizikového a rozvojového kapitálu nabízí možnost dalším investorům podílet se na výnosech, aniž by se tito investoři museli sami angažovat v průběhu investice. Fondy tohoto typu jsou zakládány na dobu určitou, která je obvykle v délce 10 let a investoři mají buď velmi omezenou nebo dokonce žádnou možnost vybrat vložené prostředky do uplynutí stanovené doby. Ve vyjíměčných případech může být délka trvání investice změněna. Uskutečnění investice nastává do 5 let od založení fondu. (EVCA, 2007; McKaskill, 2009)

Minimální upsaný kapitál do fondu na jednoho investora často bývá 5 milionů \$ a více. Toto se ovšem liší dle typu fondu (investice do počátečních stádií podniků bývají jiné, než do rozvojových stádií a transakčních operací) a jeho geografické zacílení investic (různí se od úrovně rozvoje státu). (McKaskill, 2009)

Obecně mají největší podíl na investicích do rizikového a rozvojového kapitálu institucionální investoři. Hlavní podíl mají finanční instituce jako např. pojišťovny, penzijní fondy, komerční a investiční banky. Za ně se řadí korporátní investoři a vládní organizace. (Metrick a Yasuda, 2011)

2.2 Rizikový a rozvojový kapitál z pohledu investičního manažera

Investiční manažeři zaujímají důležitou roli v investičním procesu. Investoři jim svěřují své finanční prostředky v důvěře, že omezí všechna rizika s investicí spojená a nadstandartně je zhodnotí. Investiční manažeři jsou v procesu investice zapojeni od začátku do konce. Aktivně vyhledávají investiční příležitosti a vyhodnocují je, aby je poté mohli přednést před investiční výbor, který je buď schválí a přípravy pro investici mohou započít nebo neschválí a manažerská společnost musí najít jinou alternativu, více vyhovující fondu, pro který pracuje. (Nash, 2009)

Kromě vyhledávání vhodných cílových podniků a zařízení všech administrativních záležitostí s realizací investice spojených má manažerská společnost za úkol zajistit bezstarostný průběh investice. Toho dosáhne zapojením svých manažerů při kontrole průběhu investice a řešením krizových i jiných situací, které mohou nastat po dobu trvání investice v podniku. V krajních případech naprostého rozporu názorů ve vedení společnosti s aktuálním managementem a manažerskou společností převezme vedení podniku tým investičních manažerů. (Nash, 2009)

Manažerská společnost je placena investory a za své služby si účtuje poplatky, které obvykle bývají ve výši 1,5 až 2 % z upsaného kapitálu do fondu. Dále si vyžaduje podíl na ziscích fondu rizikového a rozvojového kapitálu. Běžně si vyžaduje 20 % z vytěžených

zisků fondu. Není neobvyklé, jestliže z podílu zisku manažerské společnosti částečně benefitují i jednotliví investiční manažeři. Přímá účast manažerů na zisku pomáhá zvýšit jejich zainteresovanost a motivaci na dosažení až překonání cílového zhodnocení investice. (McKaskill, 2009)

2.2.1 Vyhledávání investičních příležitostí

Investiční společnosti získávají potenciální klienty celkem třemi způsoby.

Prvním z nich je oslovení manažerské firmy přímo představiteli podniku, který má zájem o investice z rizikových a rozvojových fondů. Efektivita těchto kontaktů bývá nízká, mnohdy jde o podniky, které berou rizikový a rozvojový kapitál jako svou poslední možnost financování po zamítnutí jinými zdroji. Druhou možností je oslovování klientů manažerskou společností. Tento způsob je velice náročný, jelikož manažerská firma musí vycházet z veřejně přístupných informací, které nemají tu správnou výpovídací hodnotu o potenciální efektivitě a realizovatelnosti investice. Nevýhodou tohoto způsobu je zaměření na již existující subjekty. V praxi se tento způsob využívá především u specializovaných fondů, které se zaměřují na určité odvětví např. nanotechnologie apod. (Dvořák a Procházka, 1998)

Posledním způsobem oslovení je skrze další subjekty. Manažerské společnosti obvykle spolupracují s dalšími subjekty jako jsou např. banky, poradenské firmy, vysoké školy, hospodářské komory a jiné. Rozsáhlá síť kontaktů zajišťující dostatek kvalitních investičních příležitostí je jednou z nejvýznamnějších částí know how manažerské společnosti. Tyto kontakty efektivně filtrují subjekty vhodné pro investice rizikového a rozvojového kapitálu. (Dvořák a Procházka, 1998; Nash, 2009)

2.2.2 Způsob vyhodnocení a výběru vhodných investičních příležitostí

Během prvního kontaktu manažerské společnosti s klientem se vyhodnocuje více kritérií. Základními jsou : zda podnik má potenciál pro další rozvoj, jestli jeho management je schopen tohoto potenciálu využít a zdali je management podniku kompletní. Kritéria

týkající se personálu podniku lze změnit po dohodě s cílovým podnikem. V takovém případě je běžné, že na výběru chybějícího či náhradě za nekompetentního člena managementu se podílí jak stávající management, tak manažerská firma. Zbývajících kritérií jsou zdali možný výnos investice odpovídá požadavkům a kritériím investora a vyváží-li slibovaná odměna přijímané riziko. (EVCA, 2007)

Když podnik projde filtrem výše uvedených kritérií má za úkol předložit podnikatelský záměr. Tento záměr by měl dokazovat, proč zrovna vybraný podnik je vhodný pro investice formou rizikového a rozvojového kapitálu. Co mu dává (nebo příp. dá) výhodu na trhu vůči konkurenci a pomůže dosáhnout vytýčených cílů. Musí přesvědčit nejprve manažerskou společnost, poté i investory. Více se o podnikatelském plánu píše v kapitole 2.3.2 Podnikatelský plán. (EVCA, 2007)

2.2.3 Hodnocení investice

Všichni investoři mají stanovené předpoklady zhodnocení jejich investic. Určují si své minimální roční zhodnocení, které jsou ochotni přijmout. Investoři do rizikového a rozvojového kapitálu obvykle vyžadují průměrný roční hrubý výnos investice přesahující 35 %. Počáteční výnosnost bývá nulová až mizivá, avšak s předpokladem prudkého nárůstu v pozdějších letech. (Dvořák a Procházka, 1998)

Potenciální zhodnocení investice se počítá pomocí *Internal Rate of Return* (dále IRR) neboli vnitřního výnosového procenta. IRR je diskontní mírou zahrnující i časovou hodnotu peněz, proto je nejvhodnějším nástrojem vyhodnocujícím rentability projektu. IRR vychází ze stejného vzorce jako *Net Present Value* (dále NPV) neboli čistá současná hodnota. Rozdíl mezi IRR a NPV je v tom, že IRR určuje možné zhodnocení investice a je veličinou relativní, uváděnou v procentech. Naproti tomu NPV je veličinou absolutní a ukazuje celkový možný výnos plynoucí z investice. (Investopedia, 2015; Managementmania, 2015)

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

CF – *Cash Flow* (Peněžní toky) za dané časové období,

t – počet cyklů,

r – diskontní úroková míra.

Vzorec (1) zobrazuje výpočet NPV, které zjišťuje rozdíl mezi hodnotou všech peněžních toků (CF) směřujících do projektu a plynoucích z něj. Ukazatel *r* značí předpokládaný procentuální výnos investice uvedený v podobě koeficientu. Pokud je výsledek kladný, je projekt pro podnik ziskový. NPV je využíváno především podniky. Ukazuje kolik podniku investice přinese převedeno na současnou hodnotu. (Investopedia, 2015; Managementmania, 2015)

$$0 = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} \quad (2)$$

Naproti tomu IRR ve vzorci (2) staví hodnotu NPV ze všech peněžních toků z vybraného projektu rovny nule. Z toho vyplývá, že IRR je založeno na stejném výpočetním vzorci jako NPV, kdy NPV je známou a *r* (diskontní úroková míra ve vzorci pro výpočet NPV) je neznámou, tedy zjišťované IRR. Investice se stávají obecně přijatelnými, pokud IRR je vyšší než *weighted average cost of capital* (dále WACC) neboli vážené průměrné náklady na (investovaný) kapitál. (Investopedia, 2015; Managementmania, 2015)

WACC určuje kolik podnik (popř. investora) průměrně stojí poskytovaný kapitál, mj. bere zřetel na všechny okolnosti, např. úrok. Pokud je hodnota IRR investice větší než zjištěná diskontní sazba nebo WACC, lze mluvit o realizovatelné investici s potenciálním ziskem. (Managementmania, 2015)

2.3 Rizikový a rozvojový kapitál z pohledu podniku

Daná kapitola se věnuje v první řadě pohledu již existujícího podniku (také zvaného klientskou společností) zvažujícího nebo ucházejícího se o financování ze zdrojů rizikového a rozvojového kapitálu.

Každé odvětví, každý podnik má své přednosti a ambice, ale ne každý je vhodný pro financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. Podnik zvažující venture kapitál si musí odpovědět na některé důležité otázky, které mu pomohou určit, zda je pro něj vhodný. Je stávající majitel ochoten vzdát se části vlastnictví svého podniku ve prospěch investora? Operuje podnik v rostoucím odvětví? Je plán na rozvoj společnosti dostatečně ambiciózní a uskutečnitelný? Má podnik management s odpovídajícími zkušenostmi a schopnostmi? Má firma tu správnou technologickou nebo konkurenční výhodu, která by mohla být efektivně využita či rozvíjena? Je vlastník připraven sdílet určitá strategická rozhodnutí s dalšími osobami? Existuje nějaká reálná možnost odchodu pro všechny akcionáře? Pokud mezi odpovědmi dominuje souhlas, rizikový a rozvojový kapitál se stává reálnou možností, jak získat potřebné zdroje pro rozvoj podniku. (EVCA, 2007)

2.3.1 Výhody a nevýhody rizikového a rozvojového kapitálu

Přijetí investic rizikového a rozvojového kapitálu přináší podniku jak výhody, tak nevýhody. Způsobů financování podniku, ať už pro jakékoli účely, je více a každý má různé aspekty ovlivňující subjekt např. výše úroku, doba splatnosti apod. Podnik se samozřejmě snaží vybrat pro něj ten nejsnáze dosažitelná, při více možnostech vybírá ten nejvhodnější a nejvýhodnější.

Navýšení vlastního kapitálu se nabízí jako první možnost, buď samofinancováním nebo přibráním společníků z okruhu přátel, rodiny nebo obchodního anděla se může zdát nejjednodušší. Avšak takové prostředky nenabývají dostatečných sum a navíc zřídka hrají efektivní roli při podpoře podnikatele. Na druhou stranu profesionální investoři dokáží shromáždit značný obnos, aktivně podporovat růst firmy a pomoci vedení podniku v rozhodujících situacích. (EVCA, 2007)

Jednou z možností nabytí potřebných zdrojů je i navýšení základního kapitálu skrze emise akcií. Tato možnost se však naskytá pouze subjektům, jež dosáhly jisté úrovně aktivity resp. výše kapitálu a dalších podmínek potřebných pro vstup na burzu. V porovnání s rizikovým a rozvojovým kapitálem uzavřená struktura fondů zabrání správcům fondu, aby odstoupili od investice předčasně a posiluje závazek fondu ke společnosti, do které investuje. Naopak na burzovních trzích se investoři mohou rychle měnit a hrozí převzetí

jinou společností. Mj. u menších společností se fond snaží investice zakončit pro něj nejvhodnějším způsobem jako IPO, tzn. dostat podnik na akciový trh. U větších společností často nabývají investice tak markantních rozměrů, že emise akcií by plně nepokryla náklady na růstový záměr podniku. (Metrick a Yasuda, 2011; Cumming, 2010)

Dalším způsobem financování je skrze závazek vůči jiným subjektům, nejčastěji ve formě půjčky. Tabulka 1 přináší srovnání venture kapitálu s financováním cizím kapitálem prostřednictvím úvěrů. (EVCA, 2007)

Tabulka 1 Porovnání úvěru s rizikovým a rozvojovým kapitálem

	Úvěry	Rizikový a rozvojový kapitál
Účetní zařazení	Cizí kapitál	Vlastní kapitál
Finanční zátěž (CF, náklady)	Pravidelné splátky Úroky dle stanovené sazby	Pozdější realizace zisku
Ručení	Zpravidla vyžadují ručení	Nevyžaduje ručení aktivy podniku
Vliv	Poskytovatel nezasahuje do řízení podniku	Možný přínos investora Podíl na strategickém řízení podniku
Přínos	Obvykle žádný další přínos kromě financí	Pomoc při získání dalších úvěrů
Doba investice	Krátkodobé/střednědobé/ dlouhodobé	Střednědobá až dlouhodobá délka

Zdroj: vlastní na základě Dvořák a Procházka (1998)

Majitelé společnosti preferují úvěr především proto, že se řadí do cizího kapitálu společnosti, a tím nemění strukturu vlastnictví. Navíc placené úroky jsou daňově uznatelným nákladem a tím způsobují efekt daňového štítu (jejich zahrnutí snižuje daňový základ). Naproti tomu investoři rizikového a rozvojového kapitálu se stávají podílíky ve společnosti, čímž nabývají práva podílet se na strategických rozhodnutích společnosti a na jejím řízení. S úvěrem se pojí i splátky a úrok. To může negativně ovlivnit průběh plánovaného rozvoje. Fondy rizikového a rozvojového kapitálu realizují zisk až po odprodeji svého podílu, což bývá až ke konci investice v případě zdárného průběhu. Dále podniky mnohdy naráží na překážku osobního či věcného břemene. Při rozsáhlejších žádostech o úvěr se může stát, že podnik nebude mít čím ručit. Zde může plán společnosti na rozvoj selhat a nemusí k němu nikdy dojít. Investor může mít také značný přínos, a to v podobě cenných kontaktů, zkušeností a informací. (Dvořák a Procházka, 1998; EVCA, 2007; Managementmania, 2015)

2.3.2 Podnikatelský plán

Podnik se zájmem o investice rizikového a rozvojového kapitálu musí předložit svůj záměr manažerské společnosti a fondu nabízejícímu prostředky. Podnik musí ukázat, proč právě on je vhodný pro jejich investici. Zda drží určitý podíl na trhu a nebo je v jeho možnostech ho dosáhnout, jestli má oproti své konkurenci značnou komparativní výhodu a určí způsob jejího využití. Plán také musí obsahovat obecné informace o podniku, aby ho investorům přiblížil, např. informace o subjektu, charakteru podnikání, provozu společnosti apod. (Dvořák a Procházka, 1998)

Záměr musí ukázat využití prostředků a projekt zajišťující zhodnocení společnosti. Plán musí být náležitě zpracován po technické i legislativní stránce. Musí obsahovat přesvědčivý marketingový a finanční plán potvrzující realizovatelnost a úspěšnost projektu. V neposlední řadě by měla být uvedena představa o formě zajištění výnosů investorům. Finanční plán by měl mj. vyčíslit potřebnou výši kapitálu. (Dvořák a Procházka, 1998; EVCA, 2007)

Podnikatelský záměr by se měl také skládat z identifikace managementu společnosti, kdo se bude podílet na vedení podniku a zda jsou tito lidé schopni udržet krok s plánem.

Případně zmínit, koho by firma potřebovala a jaké jsou mezery v aktuálním manažerském týmu. (EVCA, 2007)

2.3.3 Výběr investora

V případě oslovení venture kapitalisty je potřeba hledět na více kritérií. Je důležité, aby investující fond byl schopen a ochoten investovat v místě činnosti podniku. Dále je třeba brát zřetel na to, zda fond investuje do daného odvětví. Fondy mají stanovené minimální a maximální výše investic, proto podnik s projektem musí zapadat do stanoveného rozmezí příp. dohodnout koinvestici či část prostředků získat úvěrem. Podnik s vysokým růstovým potenciálem má možnost si z investorů rizikového a rozvojového kapitálu vybírat. Podnik žádající o investici musí být ve vývojovém stádiu, na které jsou fondy zaměřeny. (Dvořák a Procházka, 1998)

Pokud se podnikatelský záměr investorům zalíbí, podrobí podnik prověrce, která má za cíl ohodnotit realizovatelnost projektu podnikem. Během ní manažerská společnost využívá poradenské činnosti ze strany mnoha odborníků posuzujících podnik objektivně. Po úspěšném prověření společnosti nastává přechod k jednání o detailech investice a k přesunu finančních prostředků. Následuje spolupráce vedení společnosti s investičními manažery. (Dvořák a Procházka, 1998)

2.3.4 Rizika – krizové situace

V průběhu investice může nastat celá řada nepředvídatelných situací. Cokoliv vyvádějící podnik mimo růstovou trajektorii je považováno za nepříjemné ze strany investora a může si žádat zásah manažerské společnosti. Příčinami může být např. neočekávaný vývoj na trhu, problémy s managementem/zaměstnanci, výpadky odběratelů/dodavatelů nebo změny cen základních surovin. Je na podniku, aby náležitě analyzoval prostředí a předcházel těmto situacím nebo alespoň zmírnil jejich dopad na chod společnosti. V první řadě je potřeba problémy dostatečně dopředu identifikovat a změřit jejich vliv a dopad na chod podniku. Dále musí podnikové vedení rozhodnout, jak bude řešit a řídit krizové situace

a zda, popř. jak, bude přistupovat k jejich možnému zajištění vedoucím ke kontrole až k eliminaci nežádoucích vlivů. (Dvořák a Procházka, 1998)

3 Využití rizikového a rozvojového kapitálu v praxi

Venture kapitál má v praxi široké využití pro podniky, do nichž se investuje, a jeden specifický cíl pro investory. Zatímco hlavní motivací poskytovatelů rizikového a rozvojového kapitálu zpravidla bývá nadprůměrné zhodnocení investovaných prostředků, společnosti využívající financování prostřednictvím venture kapitálu mohou mít důvody různého charakteru. Mezi nejběžnější cíle firem či manažerských skupin čerpajících venture kapitálové investice patří např. zahájení podnikatelské činnosti, významné rozšíření závodu, zisk vyššího tržního podílu, koupě konkurence – akvizice, záchrana podniku apod. (Dvořák a Procházka, 1998)

Počátky rizikového a rozvojového kapitálu jsou zasazeny především do dvacátého století, kdy hlavní rozmach zažil v osmdesátých a raných devadesátých letech. V tomto období vznikl fenomén známý jako Silicon Valley, odkud vzešlo mnoho velkých korporací. Mezi nejznámější patří firmy jako např. Apple Inc.¹ (Ke dni 23. 2. 2016 v tržní hodnotě 527 mld. USD), FedEx Corporation² (Ke dni 23. 2. 2016 v tržní hodnotě 275 mld. USD) či Microsoft Corporation Inc.³ (Ke dni 23. 2. 2016 v tržní hodnotě 405 mld. USD). Silicon Valley se stalo fenoménem, který je dodnes působištěm s vysokým počtem venture kapitalistů, značným množstvím inovativních jedinců a také vysokým podílem investic do start-up projektů. Mnoho lidí vidí v Silicon Valley naději a cestují tam prezentovat svou ideu, svůj podnikatelský plán, se záměrem získat finanční prostředky na jeho realizaci. Ve Spojených státech amerických se stále realizuje poměrně mnoho „pravých“ venture kapitálových investic, tedy těch směřujících do podniků v počátečních fázích vývoje a jiných splňujících podmínky pro zařazení do rizikového a rozvojového kapitálu. Naproti tomu v Evropě se naopak uskutečňují převážně méně rizikové investice zaměřené na již zavedené podniky. (HVCA, 2016; NASDAQ, 2016)

¹ Apple Inc. se zabývá vývojem, výrobou a prodejem elektroniky. (XE, 2016)

² Dopravní společnost působící ve více než 220 zemích a teritoriích. (Reuters, 2016)

³ Společnost zabývající se vývojem, podporou a prodeji široké škály softwarových služeb a produktů. (Reuters, 2016)

Spojené státy americké dodnes drží světové prvenství na poli investic rizikového a rozvojového kapitálu dle objemu investovaných prostředků i dle počtu realizovaných investic. Podle údajů od společnosti Statista (2016) bylo v USA v roce 2014 realizováno 4441 investic venture kapitálového typu, zatímco v Evropě v tom samém roce došlo pouze k 3209 investicím. I přesto se dostala Evropa na druhou pozici co do počtu venture kapitálových investic je následována až Čínou se 740 projekty rizikového a rozvojového kapitálu. (EVCA, 2015b)

Práce v následujících podkapitolách zobrazuje a rozebírá data o využití rizikového a rozvojového kapitálu vztahující se především k roku 2014.

První část této kapitoly se zabývá Spojenými státy americkými a jejich aktuálním stavem rizikového a rozvojového kapitálu. Dále rozebírá rozložení investovaných prostředků dle stádia společností, do nichž se investuje. Po USA je následně podobně rozebírán stav v Evropské unii a České republice. V neposlední řadě je do této kapitoly zařazen výhled pro podnikovou praxi, kde je zhodnocen význam rizikového a rozvojového kapitálu pro podniky a učiněna predikce budoucího vývoje.

3.1 Rizikový a rozvojový kapitál ve Spojených státech amerických

Ve Spojených státech amerických zastupuje zájmy společností působících v oblasti rizikového a rozvojového kapitálu Národní asociace rizikového kapitálu (*National Venture Capital Association* – NVCA). Tato organizace slouží jako zdroj dat o venture kapitálu na americké půdě a sdružuje více než 300 firem nabízejících širokou škálu služeb. NVCA dále pomáhá svým členům a podnikatelům či podnikům, do kterých investují, mj. obhajováním politiky, která podporuje inovaci a odměňuje dlouhodobé investice, udržováním vztahů s veřejností coby mluvčí a hlas venture průmyslu a odbornou poradenskou činností. Asociace tohoto typu vznikají prakticky všude, kde se vyskytují a využívají možnosti rizikového a rozvojového kapitálu. (NVCA, 2016)

Tabulka 2 Investice do rizikového a rozvojového kapitálu v USA

Rok	Počet realizovaných investic	Investice do rizikového a rozvojového kapitálu v mil. USD
2006	3 897	27 866,4
2007	4 234	32 106,1
2008	4 207	30 435,6
2009	3 171	20 335,9
2010	3 675	23 524,9
2011	4 049	29 903,5
2012	3 991	27 662,9
2013	4 293	30 285,9
2014	4 441	50 835,6
2015	3 662*	58 800*

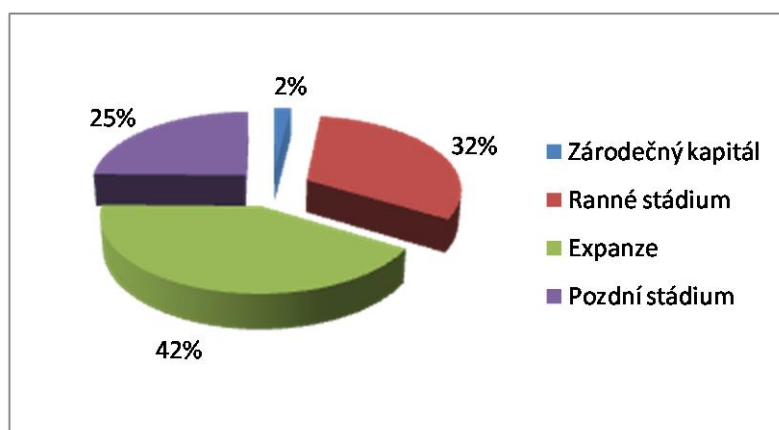
* Výše investic do rizikového a rozvojového kapitálu a počtu provedených investic v roce 2015 je z tiskového prohlášení NVCA l 5.1.2016 a uvedené hodnoty nejsou úplné. Konečné hodnoty budou zveřejněny ve výroční zprávě NVCA ke konci roku 2016.

Zdroj: vlastní zpracování na základě NVCA (2016)

Na tabulce 4 lze vidět vývoj objemu investic do rizikového a rozvojového kapitálu realizovaných mezi lety 2006 a 2015. Hospodářská recese z roku 2008 se silně projevila až následující rok, kdy nastal znatelný pokles co do počtu realizovaných investic i do výše investovaných prostředků. Po dvou letech se stav investic stabilizoval a dostal zpět na úroveň před krizí. V roce 2014 činily finanční prostředky do rizikového a rozvojového kapitálu přes 50,8 miliard USD, které tvořily 0,28 % hrubého domácího produktu (*Gross Domestic Product*, dále HDP) USA. V tomto samém roce zabraly investice směřující do softwarového sektoru 41 % venture kapitálových prostředků, čímž zaujmulý největší podíl. Za nimi se umístily investice do zábavního a mediálního průmyslu s 12 % a investice do biotechnologií taktéž s 12 % všech investic do rizikového a rozvojového kapitálu. (OECD, 2015; NVCA, 2016; Statista, 2016)

Úspěšný návrat k investicím rizikového a rozvojového kapitálu chválí i prezident a výkonný ředitel NVCA Bobby Franklin: „Minulý rok byl pro rizikový a rozvojový kapitál velmi úspěšný. Snadno bylo získáno velké množství finančních prostředků, a za poslední dva roky bylo vybráno téměř 60 miliard dolarů na pomoc rozvoji začínajících podniků, podniků nové generace velkých amerických společností“. (NVCA, 2015)

V roce 2015 se na území Spojených států uskutečnily značné investice, některé dokonce až v řádech stovek milionů USD. Například ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 nejrozsáhlejší investici tohoto období inicioval venture kapitálový fond The Founder Fund, který přispěl přes 429 milionů USD do podniku Palantir Technologie Inc. operujícího v softwarovém odvětví. Investice do Palantir Technologies se řadí mezi investice v pozdním stádiu životního cyklu podniku z oblasti rozvojového kapitálu, a tedy méně rizikové než jiné venture kapitálové alternativy. Navíc růst tržní hodnoty této společnosti v roce 2014 činil celých 33 % (přibližně 5 mld. USD) a v roce 2015, kdy trend růstu pokračoval se změnou 25 %, firma dosáhla tržní ceny 20 miliard USD. (NVCA, 2016; Tech News Today, 2015; Manohar, 2015)



Obrázek 3 Rozdělení venture kapitálových investic v USA v roce 2014
Zdroj: Výroční zpráva NVCA 2015

Dle grafu na Obrázku 5 směřovala celá třetina investovaných prostředků rizikového a rozvojového kapitálu ve Spojených státech amerických do podniků v zárodečném či raném stádiu (předstartovní a startovní financování, financování počátečního rozvoje). Největší podíl měly investice do projektů pro rozšíření již existujících společností (rozvojové a náhradní financování, financování akvizic). Zbývající čtvrtina investic směřovala do podniků v pozdních stádiích rozvoje (záchranné financování, financování akvizic a společností 6–12 měsíců před IPO). (NVCA, 2016)

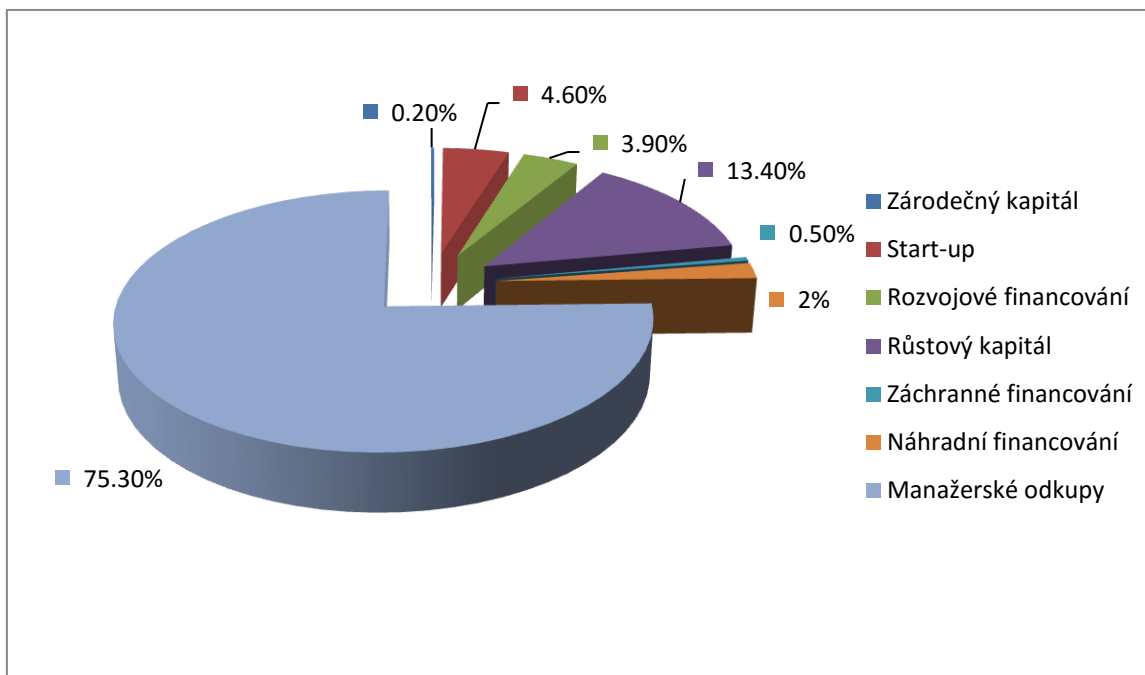
V roce 2012 v USA vyšel zákon Nastartování našich business start-upů neboli JOBS (*Jumpstart Our Business Startups Act*), který měl snížit bariéry zamezující nabytí kapitálu pro začínající a malé podniky. Zákon upravuje podmínky pro investice rizikového

a rozvojového kapitálu a systém dotací malých podniků. Zákon např. navýšil počet možných akcionářů u menších podniků neregistrovaných na veřejných akciových trzích a tzv. komunitních bank, definoval rychle rostoucí společnosti a stanovil pro ně výhodnější podmínky a v neposlední řadě zvýšil limit pro nabídky cenných papírů. (U.S. Securities and Commission Exchange, 2015)

3.2 Rizikový a rozvojový kapitál v Evropské unii

Podobně jako NVCA ve Spojených státech hájí na území Evropské unie zájmy investorů a podniků hledajících či již využívajících rizikový a rozvojový kapitál asociace Invest Europe - The Voice of Capital. Toto jméno organizace přijala až v roce 2015, do té doby byla známá jako Evropská asociace rizikového kapitálu (*The European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA*). (Invest Europe, 2016)

V roce 2014 výše investovaných prostředků do private equity dle Invest Europe dosáhla 41,5 miliard EUR (50,3 mld. USD) s meziročním nárůstem 14 %. Přičemž do kategorie rizikového a rozvojového kapitálu bylo zařazeno pouze 3,6 miliard EUR (4,36 mld. USD), na operace spadající do MBO šlo 31,3 miliard EUR (37,9 mld. USD) a na růstové projekty směřovalo zbývajících 5,6 miliard EUR (6,78 mld. USD). Celkové investice do private equity dosáhly 0,277 % HDP celé Evropské unie. (ECC Statistics 2014, 2015; EVCA, 2015b; XE, 2016)



Obrázek 4 Rozdělení private equity investic v EU v roce 2014

Zdroj: The EVCA Yearbook - 2014 European Private Equity Activity

V grafu na Obrázku 6 je vidět rozdělení financí investovaných do private equity. Z celkem 41,5 miliard EUR bylo zařazeno do rizikového a rozvojového kapitálu dle metodiky Invest Europe pouze 8,7 %, a to souhrnem zárodečného kapitálu, start-up financování a rozvojové financování. Zbytek automaticky přiřadila do private equity, které lze přirovnat k údajům o rizikovém a rozvojovém kapitálu podle metodiky NVCA. Evropské pojetí private equity souhlasí s americkým významem venture kapitálu tzn. Evropané vnímají rizikový a rozvojový kapitál jako financování čistě podniků v raných stádiích a zbytek řadí do private equity zatímco v USA se tyto pojmy považují za synonyma. (EVCA, 2015b)

V roce 2014 celých 14 % investic private equity bylo namířeno do průmyslu věnujícímu se spotřební elektronice a počítačům. Druhé místo dle objemu investovaných prostředků zaujaly investice do spotřebního zboží a retailových služeb. (EVCA, 2015b)

Fondy rizikového a rozvojového kapitálu se řídí nejnovějším nařízením evropského parlamentu a Rady Evropské unie, a tím je nařízení č. 345/2013 o evropských fondech rizikového kapitálu. Dané nařízení bylo sestaveno, aby se venture kapitálové fondy

definovaly a následně mohly řídit jedním uceleným souborem pravidel. Nařízení mj. mělo zabránit daňovým unikům a zároveň snížit legislativní a daňové zábrany pro nově vznikající podniky. (European Commission, 2015)

Za jednu z ukázkových evropských venture kapitálových projektů lze považovat investici do společnosti Peptide Therapeutics Group založené ve Velké Británii roku 1993. Peptide Therapeutics je podnik dodnes zaměřený na vývoj vakcín a léků. První poskytnutí rizikového kapitálu nastalo ke konci roku 1993 a to ve výši 400 000 GBP (592 000 USD), za které investor Prelude Technology obdržel 25% podíl na základním kapitálu a aktivně se začal podílet na manažerském vedení Peptide Therapeutics. Následující rok Peptide Therapeutics obdržela z venture kapitálových fondů dalších 5 milionů GBP (7,8 mil. USD). V roce 1995 se podniku podařilo opatřit finanční injekci ve výši 4,9 milionu GBP (7,6 mil. USD) a podepsat významný kontrakt v Japonsku za 15 milionů GBP (23,4 mil. USD). Do roku 1998 investice dosáhla ukazatele IRR 100 % p.a. V roce 2013 byla firma Peptide Therapeutics ohodnocena na 18,9 mld. USD s odhadem růstu do roku 2020 až na 23,7 mld. USD. (Dvořák a Procházka, 1998; Reuters, 2016; XE, 2016)

3.3 Rizikový a rozvojový kapitál v České republice

V České republice zastupuje zájmy společností působících na poli venture kapitálu Česká asociace rizikového kapitálu (*The Czech Private Equity and Venture Capital Association - CVCA*). CVCA jako organizace vyskytující se na území Evropské unie je členem evropské venture kapitálové asociace Invest Europe – The Voice of Capital. CVCA uvádí jako svůj hlavní cíl propagaci private equity a venture kapitálu v České republice. Dále se snaží zvýšit povědomí o možnostech využití venture kapitálu poskytováním příslušných informací o svých členech subjektům, které vyhledávají soukromý kapitál. Mj. prezentuje zájmy svých členů vládě a jejím orgánům a působí jako zdroj vzdělání pro zaměstnance členských a vybraných firem. (CVCA, 2010)

3.3.1 Vstup a působení venture kapitálových fondů

Rizikový a rozvojový kapitál se na území České republiky začal rozvíjet počátkem 90. let 20. století s přechodem k tržnímu hospodářství. První fondy operující v tomto regionu vznikaly především z vládních finančních zdrojů USA a států západní Evropy. Příkladem je Českoamerický podnikatelský fond založený v roce 1991 a zaměřený na financování malých a středních podniků. Lokální státní podpora venture kapitálových projektů se projevila v roce 1994, kdy ministerstvo hospodářství České republiky založilo Regionální podnikatelský fond v Ostravě (zrušen v likvidaci v roce 2015) a Fond rizikového kapitálu v Praze (zrušen v likvidaci v roce 2009). Oba fondy byly financovány prostředky z Evropské unie z programu PHARE a zaměřeny na startovní financování. (CVCA, 2010; Dvořák a Procházka, 1998; Kurzy.cz, 2016)

Od roku 1995 vnikaly do České republiky i další již soukromě financované fondy. Prvním z nich byl fond Renaissance Management Praha (od roku 1997 Renaissance Partners nabízející finanční a investiční poradenství). Dnes má asociace CVCA 14 řádných členů, mezi které patří fondy podporující již široce známé a úspěšné podniky. Mezi tyto členy se řadí např. Enterprise Investors s úspěšnými investičními projekty do AVG Technologies a potravinářských závodů Kofola, nebo fond Mid Europa Partners financující telekomunikační společnosti České radiokomunikace a T-Mobile Czech Republic. (CVCA, 2010; DATY, 2016; Dvořák a Procházka, 1998)

Mezi lety 1990 a 2012 členové CVCA realizovali přes 197 investice v hodnotě 4 236 milionů EUR (5 585 mil. USD). Mezi nejdůležitější zdroje financí patří penzijní fondy a pojišťovny. Účast jak pojišťoven tak penzijních fondů je na investicích do rizikového a rozvojového kapitálu dle slov CVCA značně legislativně omezena. Kvůli tomu a dalším legislativním překážkám bránícím vzniku a řádnému fungování venture kapitálových fondů v České republice dochází k nedostatku domácích zdrojů a většina regionálně působících fondů je zakládána na území jiných států řídicí se jinou legislativou. Majoritní podíl cizích investorů dále vede k stanovení hranice objemu investovaných prostředků těmito fondy obvykle na minimální výši investice 1 milion EUR. Tento způsob jednání je nevhodný pro investice do zárodečného a startovního financování. Snahou

CVCA je vyjednat lepší podmínky pro investování a venture kapitálové fondy, a tím usnadnit novým podnikům získávání financí. (CVCA, 2010; XE, 2016)

3.3.2 Rozmístění investic

V této podkapitole jsou rozebrány statistiky investic rizikového a rozvojového kapitálu v České republice z roku 2014. Investice jsou rozříděny dvěma způsoby. Prvním z nich je dělba podle fáze životního cyklu podniku, který investiční prostředky obdržel. Druhý způsob dělí investice podle odvětví, do kterých byl alokován rizikový a rozvojový kapitál. Statistiky zobrazují v obou způsobech rozdělení údaje jak v absolutních hodnotách, tak relativních četnostech.

Česká republika v roce 2014 byla druhou nejaktivnější zemí ve střední a východní Evropě (SRN a Rakousko se řadí k jinému regionu) v ohledu private equity financování. V tomto roce proběhly investice v celkové hodnotě přes 299 milionů EUR (362 mil. USD). Rizikový a rozvojový kapitál takto v roce 2014 tvořil 0,193 % HDP České republiky. (CEE, 2015; XE, 2016)

Tabulka 3 Rozdělení private equity investic v České republice v roce 2014 (absolutní hodnoty)

Typ financování	Investice	Investovaná suma (EUR)	Investovaná suma (USD) ⁴
Zárodečné financování	-	-	-
Startovní financování	4	2 933 000	3 551 863
Fin. počátečního rozvoje	3	6 134 000	7 428 274
Rozvojové financování	4	29 386 000	35 586 446
Záchranné financování	-	-	-
Náhradní financování	-	-	-
Manažerské odkupy	4	261 001 000	316 072 211
Celkem	15	299 454 000 EUR	362 638 794 USD

Zdroj: vlastní zpracování na základě European Private Equity Activity Data 2007-2014 (2015a)

Tabulka 3 rozebírá investice do rizikového a rozvojového kapitálu v České republice a dělí je podle rozdělení uvedeného v kapitole 1.3. Tj. rozdělení rizikového a rozvojového kapitálu dle životního stádia podniku, jež přijímá investice. V roce 2014 se uskutečnilo celkem 15 projektů spadajících do venture kapitálového financování v celkové hodnotě téměř 300 milionů EUR (přes 362 mil. USD). Zárodečné, záchranné ani náhradní financování se v daném roce nedočkalo žádné podpory. Naproti tomu ale úspěšně započalo až 7 projektů financujících začínající a menší podniky. Konkrétně se dostalo podpory více než 9 mil. EUR (11 mil. USD) čtyřem start-up projektům a třem financování počátečního rozvoje firem. Čtyři již zavedené a fungující společnosti obdržely peněžní prostředky

⁴ Bráno ke 31.12.2014 dle XE (2016), kdy se kurz rovnal EUR = 1,211 USD.

z rizikového a rozvojového kapitálu v celkové hodnotě přes 29 mil. EUR (35,5 mil. USD) za účelem dalšího rozvoje.

Tabulka 4 převádí absolutní hodnoty z tabulky 3 na relativní četnosti.

Tabulka 4 Rozdělení private equity investic v České republice v roce 2014 (relativní četnosti)

Typ financování	Investice	Investovaná suma (EUR)
Startovní financování	26,7 %	1,0 %
Fin. počátečního rozvoje	20,0 %	2,0 %
Rozvojové financování	26,7 %	9,8 %
Manažerské odkupy	26,7 %	87,2 %
Celkem	100 %	100 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě European Private Equity Activity Data 2007-2014 (2015a)

Tabulka 4 ukazuje relativně vyjádřené rozdělení investic do rizikového a rozvojového kapitálu. Přestože téměř polovina realizovaných investičních projektů se v roce 2014 zaměřovala na podniky v raných stádiích, tj. start-up a financování počátečního rozvoje, tak podíl na celkových investicích do rizikového a rozvojového kapitálu dosáhl pouze tři procent. Největší podíl na využití private equity v České republice utřžilo financování manažerských odkupů. Čtyři transakce zaujaly celých 87,2 % z veškerých venture kapitálových zdrojů směřujících k českým podnikům. (Fedorová et al, 2014)

Tabulka 5 Rizikový a rozvojový kapitál v České republice v roce 2014 dle sektorů
(absolutní četnosti)

Odvětví	Počet Investic	Investovaná suma (EUR)	Investovaná suma (USD) ⁵
Průmyslové služby	1	3 200 000	3 875 200
Komunikace	3	6 022 000	7 292 642
Elektronika	6	215 617 000	261 112 187
Maloobchod	2	3 314 000	4 013 254
Spotřební služby	1	62 801 000	76 052 011
Energetika a životní prostředí	1	1 500 000	1 816 500
Bioprůmysl	1	7 000 000	8 477 000
Celkem	15	299 454 000 EUR	362 638 794 USD

Zdroj: vlastní zpracování na základě European Private Equity Activity Data 2007-2014 (2015a)

Tabulka 5 zobrazuje rozdělení investic rizikového a rozvojového kapitálu podle odvětví, ve kterém podnikají společnosti, jež byly zafinancovány rizikovým a rozvojovým kapitálem. Tabulka 5 uvádí absolutní hodnoty, zatímco tabulka 6 uvádí hodnoty relativní.

⁵ Bráno ke 31.12.2014 dle XE (2016), kdy se kurz rovnal EUR = 1,211 USD.

Tabulka 6 Rizikový a rozvojový kapitál v České republice v roce 2014 dle sektorů (relativní hodnoty)

Odvětví	Počet investic dle sektoru	Objem investic dle sektoru
Průmyslové služby	6,7 %	1,1 %
Komunikace	20,0 %	2,0 %
Elektronika	40,0 %	72,0 %
Maloobchod	13,3 %	1,1 %
Spotřební služby	6,7 %	21,0 %
Energetika a životní prostředí	6,7 %	0,5 %
Bioprůmysl	6,7 %	2,3 %
Celkem	100 %	100 %

Zdroj: vlastní zpracování na základě European Private Equity Activity Data 2007-2014 (EVCA, 2015a)

Z tabulek 5 a 6 lze vyčíst, že za nejperspektivnější podniky v roce 2014, v oblasti rizikového a rozvojového kapitálu, byly považovány podniky operující v odvětví zaměřeném na elektroniku. Z celkového počtu 15 investic jich 6 směřovalo do elektroniky s celkovým objemem 72 % veškerých investovaných prostředků do private equity. Přestože v komunikačním odvětví a maloobchodním odvětví bylo realizováno více venture kapitálových projektů, tak spotřební služby utržily mnohonásobně více finančních prostředků než obě výše zmíněná odvětví dohromady. Naopak nejmenší množství z uskutečněných investic v hodnotě 1,5 mil. EUR (1,8 mil USD) směřovalo do odvětví zabývajících se energetice a životním prostředím.

3.3.3 Zhodnocení využití venture kapitálu v České republice

V České republice stejně jako ve zbytku Evropské unie operacím zahrnujícím rizikový a rozvojový kapitál dlouhodobě dominují manažerské odkupy a rok 2014 není výjimkou. Počet realizovaných investic se v České republice již po delší období pohybuje kolem 10 projektů ročně s hodnotou obvykle přes 100 milionů EUR. Existují ale i občasné odchylky jako např. v roce 2009, kdy finanční prostředky směřující do rizikového a rozvojového kapitálu dosáhly téměř 1,4 mld. EUR (2 mld. USD). (Baranyková et al, 2011; CVCA, 2015; XE, 2016)

Rok 2014 byl pro rizikový a rozvojový kapitál v České republice význačný a nadprůměrný především díky akvizici společnosti AAA AUTO group⁶ v celkové hodnotě 220 mil. EUR (266 mil. USD). Český antimonopolní úřad schválil koupi 95 % akcií AAA AUTO group venture kapitálovým fondem Abris Capital Partners. Zakladatel podniku AAA AUTO Anthony James Denny prodal během roku 2014 svůj více než 80% podíl ve firmě a dále si udržuje roli strategického poradce pro aktivní manažery podniku. Jedná se o manažerský odkup, kdy společnost získala majoritní podíl a ujala se řízení převzatého podniku. Abris Capital Partners se chystá získat 100% vlastnictví firmy během následujících let, vložit do ní dodatečné finanční zdroje a expandovat na zahraniční trhy. Konkrétně má Abris v plánu s AAA AUTO proniknout na polský trh a do dalších segmentů východní a střední Evropy. (Abris Capital Partners, 2014; CVCA, 2015)

⁶ Podnik zabývající se prodejem ojetých vozů. (Reuters, 2016)

Tabulka 7 Komparace investic do rizikového a rozvojového kapitálu v roce 2014 v USA, EU a České republice

Rizikový a rozvojový kapitál	USA	EU	Česká republika
Výše investic v mil. USD	50 835,6	50 300,0	362,6
Objem investic per capita	156,84 USD	98,97 USD	34,37 USD
Počet investic	4 441	3209	15
Podíl na HDP	0,28 %	0,277 %	0,193 %
Financování podniků v raných fázích* (Podíl na objemu investic)	34 %	4,8 %	3 %

*Za rané fáze financování je bráno zárodečné a startovní financování a financování počátečního rozvoje

Zdroj: vlastní zpracování na základě předem zmíněných údajů a United Nations (2015)

Z tabulky 7 je patrné, že Česká republika má menší podíl rizikového a rozvojového kapitálu na HDP a je v tomto ohledu podprůměrným členem Evropské unie. Na druhou stranu, jak již bylo dříve zmíněno, Česká republika dosáhla v roce 2014 druhého nejvyššího poměru venture kapitálu na HDP ze zemí regionu střední a východní evropy. Při zaměření na podíl investic do podniků v raných fázích rozvoje z celkových investovaných prostředků dávají nejvíce financí investoři v USA. Z toho vyplývá, že v Evropské unii včetně České republiky je výrazně slabší podpora začínajících podnikatelských subjektů. I v tomto ohledu je Česká republika podprůměrná v rámci Evropské unie s pouhými 3 % investovaných venture kapitálových finančních prostředků směřujících do startovních projektů nebo financování počátečního rozvoje podniků. Objem veškerých investovaných prostředků pomocí rizikového a rozvojového kapitálu v USA je srovnatelný s tím v Evropské unii. Při převodu objemu investic z celkové sumy na ukazatel vyjádřený v poměru na obyvatele je v USA významně výraznější podpora private equity než v Evropské unii.

4 Shrnutí zjištění a výhled pro podnikovou praxi

Získání zdrojů rizikového a rozvojového kapitálu je pro podniky velice zdoluhavý a náročný proces s často nepředvídatelnými důsledky. Přesto podnikům přináší mnohé benefity, které by neobdržely při zvolení jiných forem financování. Kromě bezúročného nabytí finančních prostředků lze také manažerskou výpomoc, která se obvykle pojí s venture kapitálovým financováním, vnímat jako značný přínos. Nadruhou stranu někteří zaměstnanci a vedoucí osoby podniku mohou vnímat činnost manažerské společnosti jako obtíž, která podnik narušuje, a v důsledku toho mohou vznikat rozpory v rámci podnikových rozhodnutí. Dále investor mj. může financovanému podniku poskytnout významné kontakty. Vstup prostředků rizikového a rozvojového kapitálu si žádá předání části vlastnictví podniku do rukou investora, to je často vnímáno především ze strany aktuálních vlastníků společnosti velice negativně a tvoří to hlavní důvod proč o venture kapitálu ani neuvažují. Další obavy majitelů financované společnosti se pojí s výstupem investora z podniku. Konkrétně se obávají komu svůj podíl odprodá. Aby nemohla nastat situace, že silný či dokonce rozhodující podíl na podniku získá po výstupu investora konkurenční podnik, tak se v praxi řeší způsob odchodu investora již při počátečních vyjednáváních o průběhu investice a je následně stvrzen smluvně.

Rizikový a rozvojový kapitál financuje podniky ve všech stádiích jejich životního cyklu. Financování nejranějšími fázemi jsou zárodečný kapitál, startovní kapitál a financování počátečního rozvoje. Jde o začínající, malé nebo teprve zakládající se podniky. Financování této fáze je na území Evropské unie velice mizivé. Naopak v USA je silná podpora inovativních začínajících firem a tyto podniky zde mají největší šanci získat venture investory.

Rozvojový kapitál je zaměřen na financování rozsáhlých podnikových projektů s vysokou návratností investic. V tomto ohledu je finanční podpora v USA také značně silnější než v Evropské unii. V oblasti manažerských odkupů je tomu naopak. Operace se znaky charakteristickými pro manažerské odkupy tvoří hlavní podíl na investicích z rizikového a rozvojového kapitálu jak v Evropské unii celkem, tak i v České republice.

Celkově nejúspěšnějšími podniky v získávání podpory rizikového a rozvojového kapitálu jsou ty věnující se inovativním oborům jako je vývoj softwarů, elektronika nebo biotechnologie. Hlavním důvodem výběru těchto odvětví je vysoká ziskovost těchto podniků a z toho vyplývající brzká návratnost.

V nejbližší budoucnosti lze očekávat pokračování trendu manažerských odkupů na celém území Evropské unie a postupný přechod k investicím do začínajících podniků jako je tomu nyní v USA. Malé a střední podniky by se tedy měly pouze dočkat větší podpory rizikového a rozvojového kapitálu než tomu bylo doposud.

Nejvyšší šance na získání investic z venture kapitálu mají především společnosti zaměřené na vysoce sofistikované technologie a lze očekávat pouze zvýšení jejich podílu na investicích z rizikového a rozvojového kapitálu z důvodu vysoké výnosnosti tohoto sektoru.

Závěr

Rizikový a rozvojový kapitál je zdrojem financování mnoha podniků od start-upů až po světoznámé nadnárodní korporace. Pro podnikatele je venture kapitál příležitostí získat bezúročně velké finanční prostředky za poskytnutí části vlastnictví společnosti do rukou investorů. Tyto prostředky umožňují značný růst podniků, do nichž se investuje, a zároveň markantní růst tržní hodnoty společnosti. Pro určité podniky rizikový a rozvojový kapitál představuje především nabízející se alternativu k nabytí finančních prostředků vedle úvěrů.

Hlavním cílem práce bylo zhodnotit pozici financování rizikovým kapitálem v České republice a ve vybraných světových oblastech. Tohoto cíle bylo dosaženo pomocí analýzy dat získaných z národních a mezinárodních asociací rizikového a rozvojového kapitálu. V závěru práce dospívá k názoru, že rizikový a rozvojový kapitál v Evropské unii a České republice poskytuje pouze minimální podporu začínajícím podnikům a naopak se zaměřuje především na manažerské odkupy a okrajově na rozvoj již existujících společností. Důvodem širšího využití manažerských odkupů v Evropě může být jejich stále vysoký potenciál a rychlá návratnost investic, vyšší než u začínajících podniků. Naproti tomu v USA je již trend manažerských odkupů na ústupu a více než třetina investovaných prostředků míří do firem v raných fázích životního cyklu.

Práce se nejprve věnovala vymezení pojmu rizikového a rozvojového kapitálu a definovala jeho podstatu. Dále byly rozděleny a podrobně vysvětleny jednotlivé typy venture kapitálového financování, které zabírá širokou škálu podpory soukromých subjektů ve všech fázích podnikového životního cyklu. Venture kapitál financuje podniky od nejranějších fází zárodečného a startovního kapitálu, zahrnuje podporu rozvoje fungujících zavedených podniků a manažerských odkupů. V neposlední řadě se do rizikového a rozvojového kapitálu řadí financování firem, které se potýkají s platební či jinou neschopností, ale přitom mají stále potenciál expandovat a investorům přinést požadované zhodnocení vložených prostředků.

Dále bylo navázáno shrnutím podstupovaných rizik a možných výnosů, které tento způsob financování přináší. Investoři přináší kapitál do projektů s vyšší pravděpodobností ztráty než při jiných běžných investičních alternativách, jako jsou např. nákupy finančních aktiv

jako jsou dluhopisy nebo akcie. Nazpět investoři požadují rychlý růst společností, do kterých investovali svůj čas, energii, finanční zdroje a často také informace nebo know-how, v očekávání budoucích nadprůměrných výnosů. Není neobvyklé, že se investoři přímo účastní na vedení podniků, jimž poskytly své zdroje. Práce shrnuje i způsoby ukončení investic rizikového a rozvojového kapitálu, které mohou mít značný vliv na chod podniků, čerpajících rizikový kapitál, v nejbližší a vzdálenější budoucnosti po realizaci desinvestice.

Druhá stěžejní část práce se věnovala jednotlivým stranám investičního procesu spojeného s rizikovým a rozvojovým kapitálem. Uváděla rozdíl mezi obchodními anděly a venture kapitálovými fondy a vysvětlovala, podle čeho a jak tyto investoři vyhledávají a následně vyhodnocují své investiční možnosti. Klíčovou roli při tomto procesu mají investiční manažeři a manažerské společnosti. Není výjimečné, že pracují pro venture kapitálové fondy a pomáhají jim s výběrem vhodných podniků, kterým následně svěří své finanční prostředky. Úloha investičních manažerů zde ale nekončí. I po realizaci investice jsou to oni, kdo pomáhají vedení klientské firmy řídit podnik a kontrolují průběh plnění vytyčených cílů. Tyto cíle jsou zakotveny v podnikatelském plánu, který společnost přijímající finance charakteru rizikového a rozvojového kapitálu prezentuje ještě před schválením investice. V této kapitole práce se mj. hovoří o výhodách a nevýhodách rizikového a rozvojového kapitálu pro podniky uvažující o jeho využívání. Venture kapitál je zde srovnán s bankovním úvěrem coby jednou z nejběžnějších forem externího financování podniku. Za hlavní výsadu venture kapitálového financování se považuje úroková nenáročnost a jeho řazení mezi vlastní zdroje podniku. Naproti tomu významným negativem, především pro vlastníky klientské společnosti, je předání části vlastnického podílu do rukou investorů.

Třetí a závěrečná část práce se věnovala reálnému využívání rizikového a rozvojového kapitálu. Konkrétně se práce zaměřuje na Spojené státy americké, Evropskou unii a Českou republiku. Spojené státy byly vybrány jako představitel využívání venture kapitálu pro jejich klíčovou roli při zrodu této myšlenky financování soukromých subjektů. Evropská unie byla vybrána z důvodu blízkosti, ekonomického vlivu a samotného členství České republiky v ní. Práce hovoří o nejbližší historii investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných oblastech a podrobně se věnuje nejaktuálnějším dostupným datům.

Detailnější analýze byla podrobena data z roku 2014. Pro vyobrazení fungování financování venture kapitálem je z každé z vybraných oblastí analyzován jeden projekt, který je reprezentantem venture kapitálového investování v dané lokalitě.

Ve výše zmíněných regionech byly v práci uceleny a rozebrány statistiky rozmístění investic řadících se mezi rizikový a rozvojový kapitál. Rozboru bylo dosaženo především pomocí statistik lokálních venture kapitálových asociací. V USA díky datům opatřených od organizace NVCA, v Evropské unii asociace Invest Europe (dříve EVCA) a v České republice asociace CVCA.

Práce se důsledněji věnuje rozboru dostupných dat o rizikovém a rozvojovém kapitálu v České republice, které jsou následně podrobeny komparaci se statistikami o využití venture kapitálu v Evropské unii i USA. Přestože venture kapitál není tak zavedený a dobře fungující jako v Evropské unii, která je sama pozadu vůči USA, Česká republika si vede lépe než většina zemí regionu střední a východní Evropy. Tzn. dosahuje silnější podpory začínajících a menších podniků a financí charakteru rizikového a rozvojového kapitálu celkově. V práci je využito nástroje komparace, pomocí něhož jsou poměřovány relativní ukazatele, jako je podíl finančních prostředků směřujících do rizikového a rozvojového kapitálu v poměru k HDP daného regionu. V neposlední řadě je pro Českou republiku v práci sestavena tabulka dělící venture kapitálové investice podle sektorů, v kterých podnikají firmy, do kterých se tímto způsobem investuje.

Práce dochází k závěru, že největší potenciál pro zisk prostředků z rizikového a rozvojového kapitálu mají inovativní podniky zaměřené na vývoj technologií a elektroniky. Jejich podíl na venture kapitálových investicích se bude pravděpodobně pouze zvyšovat s rostoucí poptávkou po moderních technologiích. Na území Evropské unie lze očekávat postupný přechod od dominantních manažerských odkupů k rozsáhlým investicím do začínajících podniků jako je tomu v USA.

Seznam použité literatury

Abris Capital Partners. 2014 [online]. Warsaw: Abris Capital Partners [cit. 2016-03-11]. Dostupné z: <http://www.abris-capital.com/>.

BARANYKOVÁ, Michaela, Zdeněk BROŽ, Michal POLÁK a Jaroslava RAJCHLOVÁ. 2011. Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic and Other European Countries: Development, Opportunities and Limitations. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*. Brno: Mendelova univerzita v Brně, LIX(7), 307-316. ISSN 1211- 8516.

CEE. 2015. *Central and Eastern Europe Statistics 2014: An EVCA Special Paper* [online]. Brussels: EVCA [cit. 2016-03-10]. Dostupné z: http://www.cvca.cz/files/EVCA/CEE/EVCA_CEE2014.pdf.

CUMMING, Douglas. 2010. *Venture capital: investment strategies, structures, and policies*. 1st ed. Hoboken, N.J.: Wiley, 592 s. Robert W. Kolb series in finance. ISBN 978-0-470-49914-6.

ČNB. 2015. *Česká národní banka* [online]. Praha: ČNB [cit. 2015-11-18]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz>.

CVCA. 2010. *The Czech Private Equity and Venture Capital Association* [online]. Praha: CVCA [cit. 2016-02-26]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/>.

CVCA. 2015. *CVCA Private Equity Report: Summary of deal activity in 2014* [online]. Praha: CVCA [cit. 2016-03-11]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/publikace/publikace%20CVCA/CVCA%202014%20Activity%20Report.pdf>.

DATY. 2016 [online]. Třinec: Data Fusion [cit. 2016-03-08]. Dostupné z: <http://daty.cz/>.

DVOŘÁK, Ivan a Pavel PROCHÁZKA. 1998. *Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital*. 1. vyd. Praha: Management Press. 169 s. ISBN 8085943743.

European Commission. 2015 [online]. Brussels: DG Communication [cit. 2016-02-25].
Dostupné z: <http://ec.europa.eu/>.

EVCA. 1997. *Guide to Venture Capital in the UK & Europe*. Venture Capital Report.
Bath, UK: Bath Press.

EVCA. 2007. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online].
Brussels: EVCA [cit. 2015-11-12]. Dostupné z:
<http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>.

EVCA. 2015a. *The EVCA Yearbook 2014: European Private Equity Activity Data 2007-2014* [online]. Brussels: EVCA [cit. 2016-03-10]. Dostupné z:
<http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>.

EVCA. 2015b. *The EVCA Yearbook - 2014 European Private Equity Activity* [online].
Brussels: EVCA [cit. 2016-02-25]. Dostupné z:
<http://www.investeurope.eu/media/385581/2014-european-private-equity-activity-final-v2.pdf>.

FEDOROVÁ, Anna, Jaroslava RAJCHLOVÁ a Veronika SVATOŠOVÁ. 2014. The Economic Evaluation of Czech Enterprises Financed by Venture Capital. Sofia: *WSEAS Transactions on Business and Economics*, **2015**(4), 15-23. ISSN 1109-9526.

Finance Maps of The World: Equity Finance. 2015 [online]. San Jose, USA: MapsofWorld.com, [cit. 2015-11-14]. Dostupné z: <http://finance.mapsofworld.com/equity/>.

HVCA. 2016. *Hungarian Private Equity and Venture Capital Association* [online]. Budapest: HVCA [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://www.hvca.hu/>.

Invest Europe - The Voice of Capital. 2015 [online]. Brussels: Invest Europe [cit. 2016-02-25]. Dostupné z: <http://www.investeurope.eu/>.

Investopedia. 2015 [online]. Oakland, CA: Investopedia, LLC, 2014 [cit. 2015-11-22]. Dostupné z: <http://www.investopedia.com/>.

JINDŘICHOVSKÁ, Irena a Zdenek Sid BLAHA. 2001. *Podnikové finance*. 1. vyd. Praha: Management Press, 316 s. ISBN 8072610252.

Kurzy.cz: Obchodní rejstřík, rejstřík firem v ČR, vztahy a vazby z justice.cz. 2016 [online]. Praha: AliaWeb [cit. 2016-03-07]. Dostupné z: <http://rejstrik-firem.kurzy.cz/>.

MANOHAR, Singh. 2015. Venture Capital Flows: Does IT Sector Investment Diminish In Other Industries. *Journal of Accounting and Finance*, **15**(4), 53-62. ISSN 2333-8857. Dostupné také z: <http://search.proquest.com/docview/1726801515?accountid=17116>.

Managementmania. 2013 [online]. Wilmington, Delaware: MANAGEMENTMANIA.COM LLC [cit. 2015-11-22]. Dostupné z: <https://managementmania.com/>.

McKASKILL, Tom. 2009. *Raising Angel & Venture Capital Finance: An entrepreneur's guide to securing venture finance*. 1st ed. Melbourne, Australia: Breakthrough Publications, 238 s. ISBN 978-0-9806458-4-2.

METRICK, Andrew a Ayako YASUDA. 2011. *Venture capital & the finance of innovation*. 2nd ed. New York: Wiley, 549 s. ISBN 9780470454701.

NASDAQ. 2016. *The NASDAQ Stock Market* [online]. New York: NASDAQ [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://www.nasdaq.com/>.

NASH, Andy. 2009. *The MBO guide for management teams: real-life lessons from the front line*. 2nd ed. Petersfield: Harriman House, 266 s. ISBN 9781906659004.

NVCA. 2016. *National Venture Capital Association* [online]. Washington, D.C.: NVCA [cit. 2016-02-23]. Dostupné z: <http://nvca.org/>.

NVCA. 2015. *The National Venture Capital Association Yearbook 2015* [online]. Washington, DC: NVCA [cit. 2016-02-24]. Dostupné z: <http://nvca.org/research/stats-studies/>.

OECD. 2015. *Entrepreneurship at a Glance 2015* [online]. 1st pub. Paris: OECD Publishing, [cit. 2016-03-10]. ISBN 9789264236479. Dostupné také z: http://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/entrepreneurship-at-a-glance-2015_entrepreneur_aag-2015-en.

Oxford studijní slovník: výkladový slovník angličtiny s českým překladem. 2010. 1st ed. Oxford: Oxford University Press, 1094 s. ISBN 9780194306553.

Reuters. 2016 [online]. New York: Thomson Reuters [cit. 2016-02-25]. Dostupné z: <http://www.reuters.com/>.

Statista. 2016 [online]. Hamburg: Statista GmbH [cit. 2016-02-24]. Dostupné z: <http://www.statista.com/>.

Tech News Today. 2015 [online]. St Louis: Tech News Today [cit. 2016-02-24]. Dostupné z: <http://www.technewstoday.com/>.

United Nations: Department of Economic and Social Affairs, Population Division. 2015 [online]. World Population Prospects: The 2015 Revision, Key Findings and Advance Tables. Working Paper No. ESA/P/WP.241. Dostupné z: http://esa.un.org/unpd/wpp/Publications/Files/Key_Findings_WPP_2015.pdf.

U.S. Securities and Commission Exchange: Eliminating the Prohibition Against General Solicitation and General Advertising in Rule 506 and Rule 144A Offerings. 2015 [online]. Washington, DC: SCE [cit. 2016-02-24]. Dostupné z: <http://www.sec.gov/info/smallbus/secg/general-solicitation-small-entity-compliance-guide.html>.

XE. 2016 [online]. Newmarket: XE [cit. 2016-03-03]. Dostupné z: <http://www.xe.com/>.