

USING OF PE/VC BY COMPANY FINANCING AND IT'S IMPACT ON COMPANY'S STATEMENTS

[Dopady využití rizikového a rozvojového kapitálu na výsledky podniku]

Martin Širůček¹, Ondřej Čajka²

¹ Mendelova Univerzita v Brně, Provozně ekonomická fakulta, Zemědělská 1, 613, 00 Brno
Email:sirucek@gmail.com

² Mendelova Univerzita v Brně, Provozně ekonomická fakulta, Zemědělská 1, 613, 00 Brno
Email:ondracajka@gmail.com

Abstract: This paper is dedicated to venture capital as a way of company funding in IT sector. The aim of the thesis is to analyse and evaluate an impact of using venture capital financing on selected businesses (IT companies in Czech Republic) according to changes in selected indicators financial analysis. The evaluation is provided also by using alternative indicators. Literature review focuses on the ways of company funding, description of the current venture capital trend and its history. Empirical analysis evaluate the influence of venture capital is examined by selected financial analysis indices, bankruptcy models, and alternative indicators recommended by investors themselves. The results of this thesis are stated in conclusion where they are also discussed and compared with other studies conducted on this topic.

Keywords: alternative sources, business financing, financial indicators, investment, private equity, venture capital.

JEL classification: G24, G34

Doručeno redakci: 2.8.2016; Recenzováno: 1.9.2016; 30.10.2016; Schváleno k publikování: 30.11.2016

Úvod

Malé a střední podniky hrají v národních ekonomikách důležitou roli a jsou jedním z jejich pilířů, kdy jen v České republice tvoří jejich podíl na HDP přibližně 1/3 a na zaměstnanosti se podílejí přibližně z 60 %. Jsou to právě tyto podniky, které jsou díky své velikosti a flexibilitě nositelem inovací v ekonomice. Na rozdíl od velkých korporací, jsou schopny rychleji a pružněji reagovat a přizpůsobovat se rychle se měnícímu vnějšímu prostředí.

Jedním z hlavních problémů, který nastává při založení společnosti, je otázka jejího financování. Získat peněžní prostředky je, obzvláště pro podnik na startovní čáře, velice obtížné. Pokud do podniku nevloží peníze FFF-F investoři (Friends, Family, Fools) či samotný zakladatel (Founder), musí podnik využít externích zdrojů financování, kdy nejčastější formou bývají různé bankovní úvěry (zvláště v Evropě). Pro začínající podniky, bez dostatečné historie, bez existujícího produktu, podílu na trhu apod., je vlastní úvěr ať už z důvodu rizikovosti či nákladovosti nedostupný. Přesně tuto mezeru na trhu zaplňuje alternativní financování podniků a to konkrétně rizikový a rozvojový kapitál (PE/VC). Rizikový a rozvojový kapitál využívají převážně mladé a začínající podniky se skvělým nápadem, který má velký potenciál růstu, z důvodu rychlého růstu či rizikovosti se ale standardní externí formy financování pro něj stávají nedosažitelné. Jak uvádí Zinecker (2011) odvětví PE/VC se v České republice začalo etablovat po roce 1990, kdy jen během let 2000-2004 došlo díky tomuto způsobu financování k vytvoření 1 miliónu nových pracovních míst a růstu míry zaměstnanosti o 5,4 %.

V ČR působí v současnosti několik českých (např. Milton Investment, Springtide Ventures) i zahraničních investičních fondů, které se zabývají financováním českých podniků se skvělým nápadem a potenciálem. V předchozích letech zaznamenaly české firmy mnoho úspěchů, kdy díky tomuto kapitálu vyrostly do podoby nadnárodních společností. Cílem tohoto příspěvku je tak pomocí vybraných indikátorů finanční analýzy vyhodnotit důsledky a dopady využití tohoto způsobu podnikového financování.

1 Současný stav řešené problematiky

Alternativní zdroje financování jsou vhodným způsobem financování v okamžiku, kdy je (standardní) dluhové financování z důvodu vysoké rizikovosti či nákladovosti nedostupné, případně mohou tvořit doplněk dluhového financování, který snižuje podíl dluhové zátěže. Jako vhodný nástroj se pro financování těchto případů využívá právě PE/VC, příp. mezzaninového financování či jejich kombinace (blíže např. Silbernagel a Vaitkunas (2012)). Původní definice rizikového kapitálu vytvořená v 50. letech charakterizovala tento druh financování, jak uvádí Dvořák a Procházka (1998) či Fetisovová (2007), jako dlouhodobé investice do rizikových podniků, které nejsou obchodovány na burze s cílem získat vlastnický podíl v podniku. Postupem času se chápání venture kapitálu rozšířilo a pod tento způsob financování se zařadily nejen investice do začínajících společností, ale i tzv. rozvojové investice, které slouží již existujícím společnostem v jejich dalším rozvoji. Jak uvádí např. Tichý (2012) či Christofadis a Debande (2001) v závislosti na okamžiku vstupu investora do společnosti můžeme rozlišovat tzv. zárodečné financování (seed capital), startovní financování (start-up capital), rozvojové financování (early stage development capital, later stage development capital), ale i záchranné financování (rescue capital) či dluhové financování (debt replacement capital). Samozřejmě, že v závislosti od okamžiku vstupu investora do společnosti se odvíjí i jeho očekávaný výnos. Jak uvádí Bygrave et al. (1999) očekávaný výnos z investic v raném či start-upovém stádiu se průměrně pohybuje nad 60 % p.a. a postupně s vývojem společnosti klesá (pro rozvojové financování v ranné fázi je očekávaný výnos 35-50% p.a.).

Hlavním cílem investice je realizace podnikatelského záměru či restrukturalizace společnosti, která společnosti dopomůže ke zvýšení hodnoty či zastavení ztrát a následný růst. Na rozdíl od bank, kde při poskytování bankovního úvěru, je rozhodováno podle záruk a likvidity firmy, je právě podnikatelský plán rozhodujícím bodem při rozhodování o investici. Fetisovová (2007) připomíná, že investice rizikovým kapitálem pomáhá podniku zlepšit cash-flow. Mladý podnik má před uvedením produktu na trh většinou záporné cash flow a potřebuje tak (levný) kapitál. Rizikový a rozvojový kapitál, tak jak ho známe dnes, se začal rozvíjet po druhé světové válce převážně v USA. Metrick a Yasuda (2011) jako důvod uvádí nedostatečné financování nově vzniklých podniků nebo podniků ve stádiu růstu bankovním sektorem. Největší rozvoj rizikových fondů nastal ve druhé polovině 70. let. Dvořák a Procházka (1998), Fetisovová (2007) či Landström a Mason (2012) uvádí, že hlavním impulsem bylo snížení daně z kapitálových výnosů a uvolnění legislativy. Zisk z investice realizuje investor zpravidla prostřednictvím tzv. exitu (proto neveřejně obchodovaná společnost a snaha po dobu působení ve společnosti zvýšit její valuaci). Dle Christofidis a Debande (2001) existují 4 základních druhů exitů: prodej společnosti (asset deal), IPO, manažerské odkupy (MBO, MBI, LBO) a akvizice. Jak uvádí Metrick a Yasuda (2011), nejrozšířenější formou exitu je uvedení společnosti na burzu, tzn. realizace IPO (právě zde se projeví efekt vysoké valuace, resp. snaha o ni po dobu působení investora ve společnosti) či odprodej podílů private equity investorovi (MBI odkupy). Exit formou IPO řadí dále Bayar a Chemmanur (2011) či Cochrane (2005) mezi nejziskovější exit.

Tabulka 1: Typologie rizikového a rozvojového kapitálu

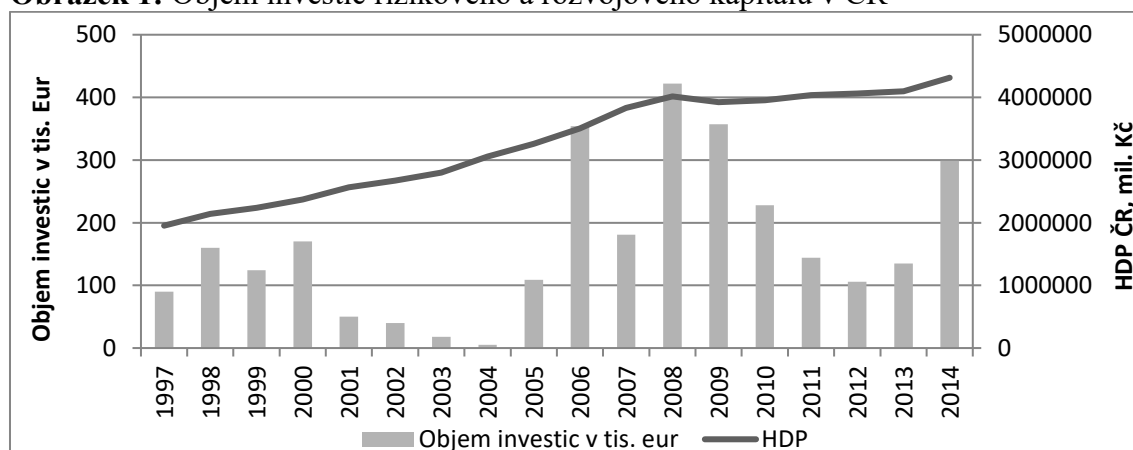
Typ investice	Doba trvání (roky)	Velikost investice (mil. Kč.)	Očekávaný výnos (p.a.)	Procento společností nabízejících financování
Předstartovní	7-12	0,2 – 4,0	Až 100 %	1 – 2 %
Startovní	5-10	4 – 20, ale až 200	35 – 50 %	5 %
Počáteční stádia rozvoje	4-7	10 – 40	30 %	10 %
Rozvojová	2-5	20 – 80	25 %	50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

Zdroj: Dvořák a Procházka (1998)

Jak uvádí studie Engel a Keilbach (2002), Davila et al. (2003) či Alemany a Marti (2005), podniky využívající rizikového a rozvojového kapitálu dosahují vyšší míry ziskovosti a míry růstu zaměstnanosti, než podniky financované standardními zdroji, tedy standardním dluhem. Naopak Puri a Zarutskie (2012) uvádějí, že společnosti financované prostřednictvím venture kapitálu dosahují nižší ziskovosti, než společnosti bez účasti rizikového a rozvojového kapitálu.

V ČR jsou investice rizikového a rozvojového kapitálu stále především minoritní záležitostí. To může způsobovat to, že v zahraničí tvoří největší investory těchto fondů bankovní a penzijní instituce, v ČR mají však tento typ investic, banky a penzijní fondy, zákonem omezený. Naprostou většinu VC fondů tak tvoří fondy soukromých investorů. Jak uvádí Ptáček et al. (2015), největší rozdíl oproti evropským leaderům na poli PE/VC investic jako jsou Francie, Benelux či Velká Británie je především ve financování podniků ve fázi seed (předstartovní) či startovní (start-up), které tvoří pouze 0,72 % z celkových investic. Výraznější rozdíl, ale autoři spatřují ve struktuře financování, kdy na rozdíl od Evropy je formou VC investice financováno 62,42 % podniků, zatímco formou PE 37,48 %, Česká republika vykazuje odlišné výsledky s 28,95% podílem venture kapitálových investic a 71,05% podílem investic formou private equity. Podpora ze strany státu pro VC investice je prakticky nulová. Jednou z prvních vlašovek mělo být založení státního seed fondu, tento projekt, byl však v roce 2012 zastaven a o jeho nástupci se zatím nemluví.

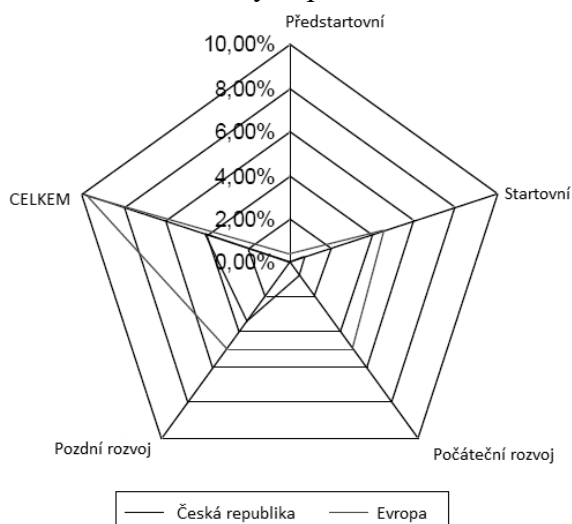
Obrázek 1 zachycuje vývoj objemu investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR. Z něj je patrné, že se jedná o cyklické odvětví, které roste v době konjunktury a klesá v době recese. To potvrzuje i Pošta (2012), který období 2007-2009 označuje rostoucím trendem, 2010-2012 poklesem a ozdravením v roce 2013.

Obrázek 1: Objem investic rizikového a rozvojového kapitálu v ČR

Zdroj: EVCA (2014), ČSÚ (2016), upraveno autorem

Podíl investic rizikového kapitálu vůči HDP České republiky je ve srovnání s vývojem v Evropě rovněž nižší, jak uvádí Ptáček et al. (2015) ve svém výzkumu. Cykličnost rizikového kapitálu ilustruje i vývoj HDP v ČR od roku 2008, kdy po propuknutí finanční krize klesal objem investic rizikového kapitálu v souladu s poklesem HDP. Přestože krize neměla tak výrazný dopad na ČR (měřeno HDP), objemy investic rizikového kapitálu výrazně klesaly, což bylo způsobeno i poklesem ceny akcií jednotlivých společností, kdy bylo možné realizovat investici levněji, čímž klesal celkový objem.

Obrázek 2: Rizikový kapitál vůči HDP dle životní fáze cílové společnosti, 2007-2013, EUR



Zdroj: Ptáček et al. (2015), upraveno autorem

Jako naprosto převažující odvětví, do kterého investoři rizikového a rozvojového kapitálu investují svoje prostředky je odvětví IT. Toto je dáno hlavně historickým vývojem, kdy se rizikový a rozvojový kapitál nejvíce rozvinul v Silicon Valley a kopíruje současný boom IT technologií a mobilních aplikací, které přinášejí raketový růst (příkladem může být i např. úspěch aplikace Pokemon Go). V ČR tvoří dle CVCA (2014) podíl investic do odvětví IT 82 %, následován odvětvím spotřebního zboží s podílem 10 % a investicemi do energetického odvětví, resp. zemědělství s podílem 5 %, resp. 3 %.

2 Metodika

Jak bylo uvedeno, cílem práce je vyhodnotit pomocí vybraných ukazatelů finanční analýzy důsledky využití rizikového a rozvojového kapitálu při financování podniku. Jako indikátory finanční analýzy byly zvoleny ukazatele standardní:

- ukazatele rentability (ROA, ROE),
- ukazatele zadluženosti (debt ratio, resp. equity ratio),
- ukazatele bankrotních modelů (Altmanův model, Taflerrův model).

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

Altmanův model vychází z propočtů globálních indexů. Jedná se o součet pěti běžných poměrových ukazatelů s různou vahou. Záměrem tohoto modelu je určit, zda podniku v blízké době hrozí riziko bankrotu. Pokud vypočtená hodnota vyjde vyšší než 2,99, znamená to, že finanční situace firmy je uspokojivá. Hodnoty 1,18 – 2,98 ukazují stav podniku v tzv. šedé

zóně. To znamená, že podnik nelze vyhodnotit jako finančně zdravý, ale též nejde označit jako problematický.

$$A = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,42 \cdot X_4 + 0,988 \cdot X_5, \quad (1)$$

kde:

X_1 – podíl pracovního kapitálu k čistým aktivům,

X_2 – rentabilita čistých aktiv,

X_3 – EBIT/celková aktiva,

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

X_5 – tržby/celková aktiva.

Dalším použitým modelem je Taflerrův model, který byl poprvé představen v roce 1997. Je-li vypočtená hodnota pod 0,2, znamená to, že podnik s velkou pravděpodobností zbankrotuje. Pokud vypočtená hodnota převyšuje 0,3, podniku s nejvyšší pravděpodobností bankrot nehrozí.

$$T = 0,53 \cdot \frac{EBT}{KD} + 0,13 \cdot \frac{OA}{CZ} + 0,18 \cdot \frac{KD}{CA} + 0,16 \cdot \frac{T}{CA}, \quad (2)$$

kde:

EBT – zisk před zdaněním,

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

CZ – cizí zdroje,

CA – celková aktiva,

OA – oběžná aktiva,

T – tržby.

Mimo těchto standardních ukazatelů byly využity ještě alternativní ukazatele:

- burn rate (nedostupné pro Cognitive security),
- gross margin (hrubá marže).

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

$$\text{burn rate} = (\text{počáteční stav peněžních pr.} - \text{konečný stav peněžních pr.}) / \text{příp. 12} \quad (3)$$

Hrubá marže potom představuje rozdíl mezi tržbou a náklady prodaného zboží či služeb, v těchto nákladech nejsou započteny např. odbytové náklady, správní režie a jiné provozní náklady.

Pozornost je věnována i počtu aktivních uživatelů produktu/služby či změně zaměstnanosti v podniku po provedení investice. Alternativní ukazatele byly využity především z toho důvodu, že hlavním cílem podniků nemusí být maximalizace zisku, ale získání tržního podílu či akvizice klientů. Jak uvádí Callow a Larsen (2003), valuace společností v raném stádiu, bez dostatečné historie je pro investora obtížná a závisí na jeho subjektivním posouzení, ocenění stávajícího majetku či právě analýzou nabývání/pozbývání volného cash flow (burn rate). Uvedené alternativní ukazatele využívá při svých investičních rozhodováních i investiční fond

rizikového kapitálu Andreessen Horowitz, z amerického Silicon Valley, mající pod správou aktiva za více než 2,7 miliardy dolarů (investice do společností Airbnb, Facebook, Skype, Twitter, Slack).

Uvedené ukazatele byly sledovány za 4-5 účetní období. Prvním obdobím (T-1) je období před vstupem investice rizikového a rozvojového kapitálu do podniku. Druhým sledovaným obdobím (T) je období vstupu kapitálu do podniku, třetím obdobím (T+1) je účetní období po investici rizikového a rozvojového kapitálu do daného podniku a posledním obdobím (T+2, resp. T+3) je 2., resp. 3. účetní rok po vstupu investice. Článek posuzuje změnu těchto ukazatelů, s tím, zda rizikový a rozvojový kapitál ovlivňuje chod a výsledky sledovaných podniků. Dosažené výsledky jsou diskutovány s výsledky jiných autorů prací na obdobné téma. Zatímco Hellman a Puri (2002) či Lerner (1995) analyzovaly výsledky podniku pouze po realizaci investice rizikového a rozvojového kapitálu, předložený článek sleduje vývoj finančních ukazatelů i před vstupem venture kapitálového investora do podniku.

Podniky analyzované v tomto příspěvku náleží do odvětví IT (informačních technologií). Tato volba byla provedena z toho důvodu, že naprostá většina investic rizikového a rozvojového kapitálu míří právě do odvětví IT. Jako společnosti vstupující do empirické analýzy byly zvoleny významné podniky z této oblasti, které působí i na českém trhu, resp. původ mají na českém trhu a v minulosti využily financování rizikového a rozvojového kapitálu. Konkrétně se jedná o společnosti:

- Socialbakers, a.s.,
- Cognitive security, s.r.o.,
- Slevomat.cz, s.r.o.,
- AVG Technologies CZ, s.r.o.

3 Dosažené výsledky

Do všech analyzovaných společností došlo v minulosti dle CrunchBase (2016) k investici rizikového a rozvojového kapitálu (u některých společností se jednalo o více investičních kol) a to v celkové výši blíží se 300 milionů dolarů. Z hlediska rentability aktiv není možné zaujmout jednoznačné stanovisko, zda venture kapitál ovlivnil ukazatel ROA u sledovaných společností. Je to dáno i vlastní konstrukcí ROA, kdy bez detailnějších znalostí o společnosti a způsobu jejího financování nelze příliš usuzovat (zejména v ČR totiž bývá časté dofinancování společnosti ve formě úvěru od svých majitelů). ROE se dá už bez problémů použít i pro benchmarking (tj. srovnání s konkurenty ze stejného oboru). ROE (stejně jako ROA) je však závislé na oboru činnosti dané firmy.

Tabulka 2: ROA, ROE sledovaných podniků

	T-1		T		T+1		T+2		T+3	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
Socialbakers	32,13	84,36	-6,10	-4,21	-61,96	-134,25	-105,94	230,89	-63,94	-125,5
Cognitive security	0,35	0,08	-15,41	-18,43	-41,66	-54,81	-84,02	-181,33	24,65	38,61
Slevomat	-29,5	103,03	-7,42	-97,97	-0,54	228,25	12,63	667,84	-	-
AVG	63,64	99,86	49,86	99,89	47,10	99,90	58,68	99,95	-	-

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společností

U podniku Socialbakers se rentabilita po okamžiku vstupu kapitálu začala snižovat do záporných hodnot, ty jsou dány záporným výsledkem hospodaření. Ve 3. roce po financování vykazuje ukazatel lepší hodnotu jako ve 2., ale z tak krátkého úseku nelze říci, že by existovala tendence pro zlepšování. Rentabilita je dokonce ve všech letech po financování horší jako v roce před ním. U Cognitive security se rentabilita v letech financování a po něm propadla také do záporných čísel. Ve 3. roce financování se rentabilita aktiv dostala do kladných čísel, kde její hodnota byla 3x vyšší než doporučená minimální hodnota ROA. Ve společnosti Slevomat je vývoj rentability aktiv stejný jako u předchozích dvou podniků. Ze záporných hodnot ukazatele se podnik dostal téměř hned v prvním roce po financování. Vzhledem k tomu, že společnost AVG byla v době, kdy obdržela investici mnohem stabilnější a dospělejší firmou, než předchozí 3, tak se rentabilita aktiv pohybuje v odlišných hodnotách a bez výrazné volatility.

V případě rentability vlastního kapitálu je u společností Socialbakers a Cognitive security vývoj ukazatele stejný jako u rentability aktiv. Z kladných hodnot před financování se stávají záporné, je to dáno záporným výsledkem hospodaření podniků. ROE je u Cognitive Security zlepšeno do kladných hodnot, stejně jako ROA, až ve 3. roce po investici.

V druhém roce financování u Socialbakers není hodnota rentability relevantní, protože jmenovatel a číselník mají záporné hodnoty a tím pádem vyšel ukazatel kladně. Stejný problém nastal v prvním roce financování u společnosti Slevomat, zde byly vlastní kapitál i výsledek hospodaření záporné. Naopak ve druhém roce vykazuje rentabilita vlastního kapitálu u Slevomatu extrémní hodnoty 667 %. Ta je způsobena nižší hodnotou vlastního kapitálu a vysokým ziskem, kdy zisk z provozní činnosti mezi léty 2011 (okamžik vstupu investora) a rokem 2012 vzrostl o více než 90 %. Dle výroční zprávy byl hlavním cílem tohoto roku důraz na zlepšení finančního výsledku Slevomatu. Společnost AVG opět vybočuje a udržuje si prakticky konstantní rentabilitu vlastního kapitálu. Přestože v roce financování byl razantně navýšen vlastní kapitál (jmenovatel ukazatele), zvýšil se i zisk a tím pádem se změna nijak neprojevila.

Z výpočtů rentability aktiv a vlastního kapitálu je patrné, že financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu nemá vliv na zlepšení těchto ukazatelů. To může potvrzovat myšlenku, že cílem těchto firem není tvořit zisk, ale dosahovat alternativních cílů. V tom případě je používání ukazatelů založených na zisku irrelevantní, resp. v případě vyspělé společnosti (AVG) je rentabilita stabilní a kladná, zatímco u mladších podniků vykazuje záporné hodnoty.

Ukazatel debt ratio zobrazuje celkovou zadluženost, tedy poměr celkových závazků k celkovým aktivům. Platí tedy, že čím vyšší je hodnota, tím vyšší je riziko pro věřitele a pro společnost znamená dražší dluhové financování. U společnosti Socialbakers je nejvíce patrné, jak financování rizikového a rozvojového kapitálu ovlivnilo ukazatel. V období T, tedy v roce financování, hodnota výrazně poklesla ve srovnání s předchozím obdobím. To je dáno navýšením vlastního kapitálu, což mělo za následek zvýšení velikosti celkových aktiv. Navýšení hodnoty lze vysvětlit tím, že poklesla hodnota celkových aktiv a zvýšila se velikost cizích zdrojů. Hodnota celkových aktiv poklesla, protože v tomto období byl vlastní kapitál záporný v důsledku negativních výsledků hospodaření v předchozích obdobích. V období T+3 již vykazuje zlepšení, v tomto období vzrostla celková aktiva díky dalšímu financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. U Cognitive security je z vypočtené hodnoty v období T-1 vidět, že podnik nebyl prakticky financován pomocí cizích zdrojů, ale pouze z prostředků vlastníků. Nárůst hodnot v dalších letech ukazuje navýšení vlastního kapitálu a tedy i celkových aktiv. Od období investice narůstá i velikost cizího kapitálu. To může být dáno

financováním i pomocí podřízeného dluhu nebo tím, že po vstupu investorů rizikového a rozvojového kapitálu vzrostla důvěryhodnost podniku natolik, že mu poskytly úvěr i banky. V posledních dvou sledovaných obdobích hodnoty debt ratio vzrostly. To je dáno snížením vlastního kapitálu (pravděpodobně kvůli ztrátám z předchozích období) a zvýšením cizího kapitálu, kdy byly poskytnuty další krátkodobé půjčky. V důsledku záporných hodnot vlastního kapitálu, které byly způsobeny negativním výsledkem hospodaření, vyšly v letech T-1 a T+1 hodnoty ukazatele pro Slevomat vyšší jak 1. V těchto letech byla pravděpodobně vyrovnávána ztráta z předchozích období pomocí snižování vlastního kapitálu. U společnosti AVG ukazují výpočty poměrně nízké hodnoty. Společnost tedy byla převážně financována pomocí vlastních zdrojů. Jedinou změnou je snížení poměru v období financování T. Zde se snížila hodnota díky navýšení základního kapitálu podniku při financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. Během sledovaného období nejsou, kromě výše zmíněného, patrné žádné větší výkyvy, celková aktiva a cizí zdroje rostly v přibližně stejném poměru.

Tabulka 3: Debt ratio sledovaných podniků

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

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společností

Equity ratio potom představuje poměr vlastního kapitálu k celkovým aktivům, tzv. koeficient samofinancování. Ukazuje, jaká část celkových aktiv je financována pomocí zdrojů vloženými vlastníky podniku. Součet tohoto ukazatele a ukazatele debt ratio by měl být přibližně 1. Drobný rozdíl může být dán nezapočtením některých pasiv do ukazatelů. Např. u společnosti Socialbakers došlo logicky v době využití rizikového kapitálu k navýšení equity ratio, kdy v roce 2011 resp. 2012 (roky vstupu kapitálu) činila hodnota financování podnikových aktiv kapitálem akcionářů 0,71, resp. 0,50.

U společnosti Socialbakers je patrné, že i přes financování rizikovým a rozvojovým kapitálem, vykazovaly hodnoty Altmanova modelu, hodnoty odpovídající pásnu bankrotu. V posledním sledovaném roce však ukazatel vykazuje zlepšení oproti předchozím obdobím. Hodnoty společnosti Cognitive security ukazují stejný trend jako u Socialbakers. V posledním sledovaném roce se navíc dostaly z pásma bankrotu do pásma šedé zóny. Hodnoty ukazatelů u Slevomatu a AVG odpovídají zdravým podnikům. Společnost Slevomat i přes vykazovanou ztrátu, ve většině sledovaných období, nebyla tato na pokraji bankrotu. Horší hodnotu v období T pomohla pravděpodobně vylepšit investice od fondů rizikového a rozvojového kapitálu. Společnost AVG vykazuje mimořádnou formu, co se týče ukazatelů Altmanova modelu.

Tabulka 4: Altmanův a Taflerrův model sledovaných podniků

	T-1		T		T+1		T+2		T+3	
	A	T	A	T	A	T	A	T	A	T
Socialbakers	4,32	0,91	1,27	1,02	-0,88	-1,43	-1,63	-0,56	-0,71	-1,19
Cognitive security	0,81	0,98	0,74	0,31	-0,39	-1,08	-2,85	-0,81	1,95	0,65
Slevomat	3,64	0,84	1,06	0,33	1,48	0,33	1,97	0,47	-	-
AVG	4,49	1,57	4,14	2,39	3,91	2,09	4,57	2,72	-	-

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společností

Výsledky potvrzují i hodnoty Taflerova modelu. Společnost Socialbakers a Cognitive security se od třetího sledovaného období propadly do pásma bankrotu. Naopak, společnosti Slevomat a AVG potvrzují své finanční zdraví a dokazují, že jim bankrot nehrozí. Z výše vypočtených bankrotních modelů je patrná důležitost financování rizikovým a rozvojovým kapitálem pro mladé, začínající podniky. Pokud by společnosti Socialbakers a Cognitive security neobdržely peníze od investorů, tak by se jejich záporný výsledek hospodaření pravděpodobně dále prohluboval a hodnota bankrotních modelů by nabývala horších hodnot. Banky by pravděpodobně těmto podnikům, kvůli vysoké rizikovosti úvěr neposkytly. U společnosti Socialbakers se tento ukazatel začne zlepšovat až se zkvalitněním celkové situace podniku v průběhu roku 2016. Společnosti Slevomat a AVG vykazují hodnoty odpovídající zdravým podnikům. To je dáno tím, že na rozdíl od dvou předchozích podniků jsou ve vyšším stádiu rozvoje.

Z hlediska alternativních ukazatelů byla pozornost věnována ukazateli burn rate, který tak ukazuje, kolik peněz bylo v podniku v daném roce utraceno (záporný burn rate). Tento ukazatel je určen pro zjištění toho, jak rychle v daném roce mizí investovaná částka. Pro potřeby tohoto článku byl ukazatel „otočen“, tzn. od stavu peněžních prostředků na konci roku se odečítal stav peněžních prostředků na začátku roku. Vzhledem k neexistenci výkazů peněžních prostředků u společnosti Cognitive security nebude společnost zkoumána.

Tabulka 5: Hodnoty ukazatele burn rate v tis. Kč, průměr za měsíc.

	T-1	T	T+1	T+2
Socialbakers	182,42	2470,08	4372,67	-5303,92
Slevomat	1070,17	5362,92	-711,17	5348,50
AVG	-	2700,92	-2843,17	4670,67

Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společností

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

Společnost Slevomat vykazuje hodnoty ukazatele burn rate povětšinou v kladných hodnotách. Záporná hodnota v období T+1 je způsobena půjčkou v hodnotě 40 mil. Kč, kterou Slevomat poskytl své dceřiné společnosti SG Logistic, s.r.o., v níž má 100 % podíl. Tato částka sloužila pravděpodobně na rozvoj této společnosti. V dalším období však ukazatel dosahuje kladných hodnot, tudíž tato situace neovlivnila finanční zdraví podniku. Společnost AVG v prvním sledovaném období ve své účetní uzávěrce neuvedla přehled o finančních tocích, tudíž nelze tento ukazatel vypočítat. V období T nabývá ukazatel burn rate kladných hodnot. Podniku tedy přibývají finanční prostředky. V období T+1 je záporná hodnota způsobena výplatou dividendy ve výši 130 mil. Kč, kterou si podnik díky svým finančním výsledkům bezpochyby mohl dovolit. V dalším období burn rate již nabývá kladné hodnoty, která je navíc nejvyšší ze sledovaných období. Z vypočtených hodnot se ukazuje, že kromě Socialbakers, nemají podniky závažné problémy s cash flow. To je způsobeno převážně díky přílivu finančních prostředků od investorů. Tím pádem si podniky nemusí dělat starosti

likviditou a mohou se soustředit na rozvoj svých produktů, získávání nových zákazníků a vyšších tržních podílů. Díky tomu je pro podniky velice výhodné financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. Lze tedy uvést, že investice tímto kapitálem mají pozitivní vliv na stav zkoumaných podniků, především na jejich cash flow.

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

Tabulka 6: Hodnoty ukazatele gross margin v mil. Kč.

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

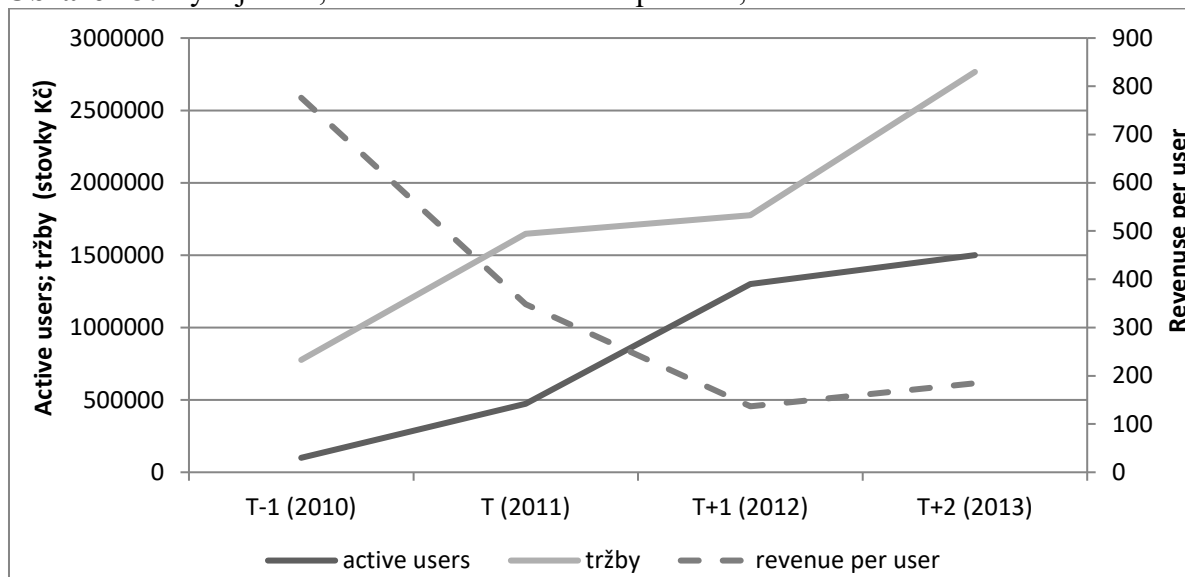
Zdroj: vlastní zpracování dle účetních výkazů společností

Společnost Socialbakers nevychází v tomto srovnání moc dobře. Rozdíly mezi tržbami za produkty a náklady na jejich vytvoření se ve sledovaných obdobích značně prohlubují do záporných čísel. Znamená to, že podnik není schopen svůj produkt prodávat za takové ceny, aby pokryl náklady na jeho výrobu. Pro podnik je nutné, aby tento ukazatel v následujících letech zlepšil zvyšováním tržeb nebo snížením nákladů na výrobu. U Cognitive security je stejný problém jako u Socialbakers, avšak v posledním sledovaném období je ukazatel gross margin kladný. Tato změna mohla nastat již po zmíněné restrukturalizaci nebo zavedení nového produktu. Společnost Slevomat vykazuje postupné zlepšení tohoto ukazatele. V prvním období po investici rizikového a rozvojového kapitálu se gross margin dostává do kladných hodnot, výnosy z tržeb tedy pokrývají náklady na produkt. Pokud se podíváme do rozvahy a výkazu zisků a ztrát podniku vidíme, že je to dáno tržbami, které rostou rychleji než náklady, kdy výnosy z běžné činnosti se mezi léty 2012 a 2013 zvýšily o více než 55 % na více než 276 milionů Kč, zatímco náklady za stejné období vzrostly „pouze“ o 28 %. Z hlediska alternativního ukazatele je možné vyčíslit např. tržby na aktivního uživatele jako poměr tržeb k active users (revenue per user, viz obrázek 3). Společnost AVG u tohoto ukazatele vykazuje vysokou efektivitu. U třech ze čtyř sledovaných podniků dochází ke zlepšení ukazatele gross margin (hrubá marže). Zlepšení nenastává pouze u společnosti Socialbakers, kde je zlepšení tohoto ukazatele, stejně jako většiny ostatních, ještě během na dlouho trať. Jinak lze konstatovat, že investice tímto kapitálem pomůže podniku se zvýšením tržeb, např. expanzí na zahraniční trhy a navíc tyto finanční prostředky pomáhají pokrýt zvýšené náklady. Vliv rizikového a rozvojového kapitálu na tento ukazatel lze označit jako pozitivní.

Jak bylo uvedeno, hlavním cílem podniků nemusí být maximalizace zisku, ale získání tržního podílu či akvizice klientů. To zda se tedy podnikům, které využívají rizikový a rozvojový kapitál daří naplňovat i jiné (alternativní) cíle, lze analyzovat např. pomocí získávání nových trhů, růstu společnosti či počtu klientů využívající služby a produkty zkoumané společnosti. Následující graf zachycuje vývoj tzv. active users pro společnost Slevomat, která tyto definuje jako vracející se zákazníci, kteří ve sledovaném roce provedli alespoň jeden nákup. V případě Slevomatu dochází k nárůstu jak aktivních uživatelů, tak i tržeb, nicméně každý uživatel přináší postupně společnosti nižší a nižší tržby.

Růst společnosti lze např. popsat i na sůtu počtu zaměstnanců v dané společnosti, kdy pouze u společnosti Slevomat nedocházelo ke změně počtu zaměstnanců, zatímco např. u Socialbakers, došlo po vstupu kapitálu ke zdvojnásobení počtu zaměstnanců na 150. Obdobný stav nastal i u AVG, kdy v roce vstupu nového kapitálu došlo k čtyřnásobnému růstu počtu zaměstnanců.

Obrázek 3: Vývoj tržeb, active users a revenues per user, Slevomat



Zdroj: Slevomatz (2016), upraveno autorem

Z hlediska tržního podílu dosáhla společnost AVG v roce 2006, tedy rok po vstupu rizikového a rozvojového kapitálu 50% podílu na českém trhu a v USA se stala dokonce čtvrtou neznámější značkou. Pro zajímavost v roce 2011 (6 let po vstupu prvního rizikového kapitálu do společnosti), činil podíl AVG na celosvětovém trhu přibližně 12 % (stejně jako Avast). V roce 2016 dochází k dalšímu rozšíření tržního podílu, kdy dochází k největší technologické akvizici v historii České republiky. Konkurenční Avast přebírá společnost AVG za 1,3 mld. USD.

Diskuze a závěr

Studie Evropské asociace rizikového kapitálu (EVCA) s názvem „*Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*“ uvádí, že 95 % společností by bez financování rizikovým a rozvojovým kapitálem by pravděpodobně vůbec neexistovalo nebo by jejich rozvoj probíhal mnohem pomaleji. Studie dále dokládá, stejně jako tento článek, že naprostá většina investic probíhá v oboru informačních technologií a komunikací. Investice probíhají nejvíce ve formě předstartovního (seed) a startovního (start-up) kapitálu a délka typické investice do podniku byla mezi 3 až 10 lety. Mezi dalšími přidanými hodnotami rizikového a rozvojového kapitálu, uvádí podniky to, že zaštitění investičním fondem dodává začínajícím podnikům kredibilitu a důvěryhodnost. V neposlední řadě lze uvést jako další pozitivními výsledky zlepšení konkurenční pozice, a to jak ve smyslu vyššího tržního podílu, tak i ve smyslu vyššího zisku. Nárůst tržeb a později zisku byl potvrzen i u sledovaných podniků v této práci. Výsledky článku potvrzují, že použití standardních ukazatelů finanční analýzy se nejvíce jako nejlepší nástroj pro hodnocení podniků financovaných rizikovým a rozvojovým kapitálem (především ukazatele rentability). Na základě analýzy změny počtu zaměstnanců byly rovněž potvrzeny výsledky Engel a Keilbach (2002), Davila et al. (2003) či Alemany a Marti (2005), kdy po vstupu kapitálu docházelo ke zvýšení počtu zaměstnanců.

Díky analýze alternativních ukazatelů se projevila výhodnost rizikového a rozvojového kapitálu pro sledované podniky. Byl potvrzen předpoklad, že mezi hlavní cíle, pro podnik financovaný rizikovým a rozvojovým kapitálem, patří nárůst tržeb, příp. akvizice nových uživatelů (ukazatel active users, příp. tržby připadajícího na jednoho uživatele). Po stabilizaci stavu podniků, v okamžiku kdy začnou tvořit zisk a jejich předpoklad růstu již není tak velký, je správný čas pro investory, aby začali uvažovat o realizaci zisku jejich investice. Výhodná realizace zisku pro investory rizikového a rozvojového kapitálu se projevila např. v roce 2016, tedy 11 let po prvním kole financování rizikovým a rozvojovým kapitálem společnosti AVG, kterou v polovině roku 2016 koupil konkurenční Avast s akviziční prémie 33 % na jednu akcii. Práce ale přinesla zjištění, že i alternativní ukazatele (burn rate, gross margin) mají určitá omezení. Ať je to např. nedostupnost dat, ze kterých by se daly vypočítat, kdy odhad např. stavu peněžních prostředků či cash flow je vzhledem k historickému vývoji prakticky nereálný, z důvodu vysoké volatility těchto údajů. Rovněž, a to především v případě cash flow, je nutné (pokud to vstupní údaje umožňují) rozlišovat mezi např. cash flow z provozní činnosti a cash flow z finanční činnosti, kdy v našem případě, bylo cash flow uvažováno agregovaně (společnosti ve výkazech nerozlišovaly).

Článek ukázal, že financování pomocí rizikového a rozvojového kapitálu má pozitivní vliv pro zkoumané podniky. Problematika kapitálové struktury nepatří mezi palčivé problémy, které by měly být z krátkodobého hlediska řešeny. Zkoumané podniky byly financovány převážně investicemi do vlastního kapitálu s občasnými kombinacemi krátkodobého podřízeného dluhu (subordinated loan). Tudíž byl zvyšován vlastní kapitál i cizí zdroje. Tím, že jsou podniky podpořeny tímto kapitálem, mají výhodu i v nefinanční pomoci. Tam, kde banky s poskytnutím úvěru končí, rizikový a rozvojový kapitál pokračuje. Danému podniku pomáhá s poradenstvím, analýzami a strategií. V kombinaci s volnými finančními prostředky má podnik předpoklad pro maximální růst. Toto financování pomohlo zkoumaným podnikům s akvizicí uživatelů a růstem tržeb, v dalších obdobích vedlo i k tvorbě zisku. Díky použití alternativních ukazatelů se ukázalo, že má financování kladný vliv na chod podniků.

Literatura

- [1] ALEMANY, L. and J. MARTI, 2005. Unbiased estimation of economic impact of venture capitalbacked firms. [online]. *ESADE Working Paper*. [cit.2016-07-28]. Dostupné z: http://www.efmaefm.org/efma2005/papers/6-alemany_paper.pdf.
- [2] BAYAR, O. and T. J. CHEMMANUR, 2011. *IPOs versus acquisitions and the valuation premium puzzle: A theory of exit choice by entrepreneurs and venture capitalists*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, No. 46/2011, p. 1755-1793. ISSN: 1756-6916.
- [3] BYGRAVE, W., M. HAY and J. PEETERS, 1999. *The Venture Capital Handbook*, London: Financial Times-Prentice Hall. 362 s., ISBN: 978-0273-6389-95.
- [4] CALLOW, A. D. and M. LARSEN, 2003. Understanding valuation: a venture investor's perspective. Boston: Milenia Partners.
- [5] CVCA, Czech Venture Capital Association, 2014. Private Equity Report: Summary of deal activity in 2014 [online]. In: Deloitte Czech Republic, 2014, s. 12 [cit. 2016-07-27]. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/files/publikace/publikace%20CVCA/CVCA%202014%20Activity%20Report.pdf>.
- [6] ČSÚ, Český statistický úřad. 2016. [online]. *Databáze národních účtů*. [cit. 2016-11-08]. Dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocnkavyber.makroek_duchodm.

- [7] CHRISTOFIDIS, C. and O. DEBANDE, 2001. *Financing innovative firms through venture capital*. European Investment Bank: EIB Sector Paper. [online]. February 2001 [cit. 2016-07-27]. Dostupné z: www.eib.org/attachments/pj/vencap.pdf.
- [8] COCHRANE, J. H. *The risk and return of venture capital*. Journal of Financial Economics, No. 75/2005, p. 3-52. ISSN: 0304-405X.
- [9] DAVILA, A., G. FISTER and M. GUPTA, 2003. Venture capital financing and the growth of start-up firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689-709.
- [10] DVOŘÁK, I. a P. PROCHÁZKA, 1998. *Rizikový a rozvojový kapitál: venture capital*. Praha: Management Press. ISBN 80-85943-74-3.
- [11] ENGEL, D. and M. KEILBACH, 2002. Firm level implications of early stage venture capital investment: an empirical investigation. *ZEW Discussion Papers*, No. 02-82.
- [12] EVCA, European Equity and Venture Capital Association, 2014. 2014 European Private Equity Activity [online]. Statistics and fundraising investment and divestment [cit. 2016-07-25]. Dostupné z: <http://www.investeurope.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf>.
- [13] FETISOVOVÁ, E., 2007. *Rizikový kapitál - alternativný zdroj financovania podnikov*. Bratislava: Ekonóm. ISBN 978-80-225-2289-2.
- [14] HELLMAN, T. and M. PURI, 2002. Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical Evidence. *The Journal of Finance*, vol. LVII, No. 1/2002, ISSN: 1540-6261.
- [15] LANDSTRÖM, H. and C. M. MASON, 2012. *Handbook of research on venture capital*. : A globalizing industry . Volume 2. Cheltenham: Edward Elgar, 296 s. ISBN 978-1-84980-168-3.
- [16] LERNER, J., 1995. Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms, *Journal of Finance* 50, 301-318. ISSN: 1540-6261.
- [17] METRICK, A. and A. YASUDA, 2011. *Venture capital*. 2nd ed. New York: Wiley. ISBN 978-047-0454-701.
- [18] POŠTA, V., 2012. Time-Varying risk premium in the Czech capital market: Did the market experience a structural shock in 2008-2009? *Finance a úvěr*. No. 5/2012, p. 450-470. ISSN: 0015-1920.
- [19] PTÁČEK, O., B. KADERÁBKOVÁ and M. PIECHA, 2015. *Venture capital, private equity and foreign direct investment: Case study of Czech Republic*. Procedia Economics and Finance, No. 30/2015, p. 680-689. ISSN: 2212-5671.
- [20] PURI, M. and R. ZARUTSKIE, 2012. On the life-cycle dynamics of venture-capital and non-venturecapital-financed firms. *Journal of Finance*, 68(6), ISSN: 1540-6261.
- [21] SILBERNAGEL, C. and D. VAITKUNAS, 2012. *Mezzanine Finance*. [online]. Bond Capital, pp. 1-9. [cit. 2016-11-08]. Dostupné z: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/Mezzanine_Finance_Explained.pdf
- [22] TICHÝ, J., 2012. *Zdroje financování podniku*. Praha: Vysoká škola finanční a správní. ISBN 978-80-7408-070-8.
- [23] ZINECKER, M., 2011. *Private equity and venture capital : Investment fund structures in the Czech Republic*. Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis. No. 7/2011, p. 541-552. ISSN: 1211-8516.