

Startup ako forma investovania a ich úloha v malej otvorenej ekonomike.

Startup as a form of the investment and their role in the small open economy

Božena CHOVANCOVÁ¹, Ján BUKOVEN

Abstrakt

Kľúčovú úlohu pri štartovaní ekonomiky v súčasnom období hrajú technologické inovácie, ktoré menia aj súčasný pohľad na charakter výroby a štruktúru ekonomiky. Ukazuje sa, že oživenie ekonomiky sa bude nevyhnutne spájať so zavádzaním nových technológií do praxe. Významnú úlohu v tomto procese už dnes plnia inovatívne start-upy, ktoré sa dostávajú do centra pozornosti aj investorských kruhov. Problematika start-up spoločností nie je novinkou tohto storočia a už dnes predstavuje komplex problémov, ktoré je nevyhnutné riešiť. S podporou start-up spoločností sa viaže aj vysoké riziko, ktoré vyžaduje aj nový pohľad na podobu kolektívneho investovania a potrebu získať takých investorov, ktorí sú ochotní znášať tento typ riziko. Zámerom tohto príspevku je vysvetliť podstatu a mechanizmus fungovanie start-up spoločností a ich úloha najmä v malej ekonomike, kde patrí aj Slovensko.

Kľúčové slová

Vedeckotechnické inovácie, fondy rizikového kapitálu, start-up spoločnosti,

Abstract

Technological innovations which are changing the current view on the character (nature) of production and the economy are the key role of the starting of economy in the current period. It turns out that the economic recovery will be certainly associated with the introduction of new technologies into practice. Innovative start ups already play an important role in this process and they are getting in the center of the investors' circles. The issue of the start-up

¹ Tento príspevok je výsledkom projektu VEGA 1/0124/14 "Úloha finančných inštitúcií a kapitálového trhu pri riešení dlhovej krízy a Vega 1/0326/15 "Akcelerácia procesu ekonomického oživenia zo strany finančného sektora – spoločný postup versus individuálne riešenia"

companies is not new in this century and is nowadays presents a complex of the problems, which must be resolved. High risk is associated with the support of the start-up companies and that also requires new perspectives on the collective investment and the need to get those investors who are willing to bear that risk. The aim of this article is to explain the nature and method of operation of start-up companies and their role, especially in a small economy, which also includes Slovakia.

Key words

Scientific and technological innovation, venture capital, start-up companies

JEL Classification

G 23, G 24,

Úvod

Problematika start-up spoločností nie je v ekonomickej teórii úplne novým fenoménom. Stretávali sme sa s ňou aj v minulosti najmä ako súčasť, resp. etapu fungovania rizikového kapitálu (venture capital). Rizikovým kapitálom sa financujú najmä nové rozvíjajúce sa podniky, ktoré začínajú svoju činnosť na trhu a podstatou ich fungovania je inovácia. Inovácie sa definujú ako nové, alebo v podstate zdokonalené z technického hľadiska produkty, služby a technické procesy. S inováciami sa spájajú, ale aj výsledky vedy a výskumu. V zmysle medzinárodných štandardov existuje niekoľko tried inovácií:

1. produktové inovácie - nové výrobky,
2. nové alebo podstatne zdokonalené technologické procesy,
3. nové alebo podstatne zmenené modely organizácie a riadenia,
4. marketingové inovácie,
5. ekologické inovácie.

V posledných rokoch vzhľadom na potreby reštrukturalizácii mnohých ekonomík vystúpil do popredia problém organizačnej štruktúry a financovania start-up firiem aj vzhľadom na ich rast, ale i riziko spájajúce sa s touto formou podnikania.

Prehľad zahraničnej a domácej literatúry k uvedenej problematike

V ekonomickej teórii sa v súčasnosti stretávame s mnohými významnými publikáciami z tejto oblasti. Pozornosť si zaslúži aj autor Ries Eric 2011 [7], ktorý svojou publikáciou „The lean startup“ vzbudil pozornosť a New York Times ju označil za bestseller. Autori Steve Blank a Bob Dorf 2012 [2] prinášajú tiež zaujímavý pohľad na možnosti a sféry podnikania pre start-up firmy. Shelters David 2013 [8] koncentruje pozornosť najmä na tzv. seed funding stage, analyzuje jeho rizikový stupeň a zamýšľa sa tiež nad možnosťou rôznych foriem financovania.

Dnes sa s touto problematikou stretávame aj vo vedeckých časopisoch, kde sa stretávame s názormi autorov aj z rôznych svetadielov. Zaujímavý je tiež prístup autorov Evelyn Derera, Pepukayi Chytakunye a Charl O'Neill 2014, [3] ktorí sa zaoberajú možnosťami startupov aj v menej rozvinutých častiach sveta ako je dnes dynamicky sa rozvíjajúca Južná Afrika, či India. V rámci Európy je zaujímavý výstup výskumu v podobe článku Tobiasa Stuckiho 2015 [10], ktorý na príklade Švajčiarska realizoval 10-ročnú analýzu zavádzania start-upov a problémy najmä v oblasti finančného zabezpečenia.

Problémami najmä financovania a kontroly udržateľného vývoja start-upov sa zaoberajú aj ďalšie vedecké články od autorov Roberty Dessi 2005 [5], či Davida Allena W. A Tomasa W.Halla 2007 [1].

Českí a slovenskí autori sa venujú uvedenej problematike najmä v spojitosti s rizikovým kapitálom (venture capital) skôr vo všeobecnej rovine napr. Ivan Dvořák a Pavel Procházka 1998 [6].

V rámci Európy pôsobí aj špecializovaná inštitúcia The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) [4], ktorá zverejňuje mnohé zaujímavé informácie z oblasti fungovania start-upov, ako aj súbory dát z tejto oblasti. Podobne i na Slovensku dnes už pôsobí Slovak Venture Capital and Private Equity Association (SLOVCA) [9], ktorá už dnes združuje úspešných podnikateľov v start-up spoločnostiach.

Metodológia, údaje a spracovanie dát

Z charakteru a zámeru tohto príspevku vyplýva, že je nevyhnutné najskôr v teoretickej rovine vymedziť miesto start-up v štruktúre venture capital. V ďalšom kroku uviesť existujúce organizačné formy, ktoré existujú vo svete. Hľadať možnosti investovania nielen v podobe

business angels, ale využiť aj možnosť zapojenia inštitúcií kolektívneho investovania do takejto organizačnej štruktúry.

Pri získavaní a spracovaní dát vychádzame najmä zo zdrojov EVCA a SLOVCA. Súvisí to aj so zámerom tohto príspevku a snahou upriamiť pozornosť na takúto formu investovania aj na Slovensku.

Podstata a charakter rizikového kapitálu (venture capital)

Rizikový kapitál nie je v pozornosti len finančnej teórie, ale stáva sa súčasťou hospodárskej praxe, medzinárodnej spolupráce a má podstatnú úlohu aj pri rozvoji ekonomiky a fenoménu, ktorý má v anglosaskom prostredí pomenovanie efekt prelivu (*Spillover Effect*). Vďaka nemu sa získavajú výnosy, alebo spôsobujú náklady, ktoré nie sú spojené ani s predávajúcim a ani s kupujúcim tovarov. Výsledkom sú výhody preliatia (*Spillover Benefits*), ktoré bezodplatne získava spoločnosť alebo samostatné subjekty. Rizikové financovanie sa spája s inováciami, ktoré sú hybnou silou nielen ekonomiky, ale aj spoločnosti. Primárny význam pojmu „rizikový kapitál“ (*venture capital*) je spojený s etymologickým významom slova *venture*, ktoré označuje riskantný čin (akciu) podnik, alebo riziko. Samotný termín *venture* teda znamená, že vo vzťahoch medzi podnikateľom a majiteľom kapitálu je niečo odvážne, riskantné, pričom Národná asociácia rizikového kapitálu USA rizikový kapitál považuje za kapitál zabezpečený profesionálmi v danej oblasti, ktorí zabezpečujú podporu začínajúcim firmám.

Fond rizikového kapitálu (Venture Capital Fund) – investičná spoločnosť, ktorá pracuje výlučne s rizikovými podnikmi a projektmi v rannom štádiu ich vzniku (*start-up*). Fondy rizikového kapitálu uskutočňujú investície výlučne do základného imania, teda do majetkových cenných papierov podnikov alebo do podielov v podnikoch s vysokou, alebo s relatívne vysokou mierou rizika v očakávaní mimoriadne vysokého zisku. Zriedkavejšou formou investovania je poskytovanie pôžičiek. Fondy rizikového kapitálu sú právnické osoby, ktoré zvyčajne vkladajú finančné prostriedky tretích osôb do sféry najnovších výsledkov základného alebo aplikovaného vedeckého výskumu v oblasti inovácií akéhokoľvek druhu. Zvyčajne 70 % až 80 % projektov neprináša výnosy, ale zisky zvyšných 20 % až 30 % prevyšujú straty neúspešných investícií. Investormi fondov rizikového kapitálu sú kvalifikovaní investori, ktorými sú banky, poisťovne, dôchodkové fondy a fyzické osoby.

Fondy súkromných investícií (Private Equity Fund) – schéma kolektívneho investovania, ktorá sa zameriava na investovanie do základného imania, teda do akcií rizikových podnikov v štádiách ich rozvoja. Fondy súkromných investícií niekedy kombinujú investície do akcií s poskytovaním pôžičiek. Existujú dobu určitú, zvyčajne 10 rokov.

Spoločnosť rizikového kapitálu (Venture Capital Company) – firma rizikového kapitálu je obchodná spoločnosť, ktorá sa špecializuje na tom, že poskytuje konzultačné služby, spravuje a riadi fondy rizikového kapitálu, ktoré zhromaždili majitelia podielov.

Firma s rizikovým kapitálom (Venture Backed Company) – firma, ktorá dostala finančné prostriedky od investora rizikového kapitálu.

Podnikateľskí anjeli (Business Angels) – súkromní investori, ktorí vkladajú do rizikových, predovšetkým inovačných projektov v ranných štádiách ich vzniku, pričom objem investícií do jedného projektu neprevyšuje 1 mil. USD. Podnikateľskými anjeli bývajú zvyčajne fyzické osoby, ale vyskytujú sa aj právnické osoby. Charakteristickou vlastnosťou podnikateľských anjelov je neexistencia formálne registrovaného fondu a firmy, ktorá riadi fondy. Termín pochádza zo sféry zábavného priemyslu, kde sa týmto pojmom označovali sponzori, ktorý si nárokovali na výnosy len v prípade ziskovosti projektu.

Rizikový podnik (Venture Company) – malý podnik, ktorý sa zaoberá výskumom a rozvojom (*Research and Development*), alebo inými činnosťami spojenými s inými výskumnými kapacitami, vďaka ktorým sa uskutočňujú rizikové projekty. Existujú vnútorné rizikové podniky, ktorých vlastními sú autori myšlienky a rizikový podnikateľ. Vonkajšie rizikové projekty sú financované kvalifikovanými investormi, ktorí vkladajú finančné prostriedky do fondov rizikového kapitálu. V tomto prípade ide o firmu využívajúcu rizikový kapitál.

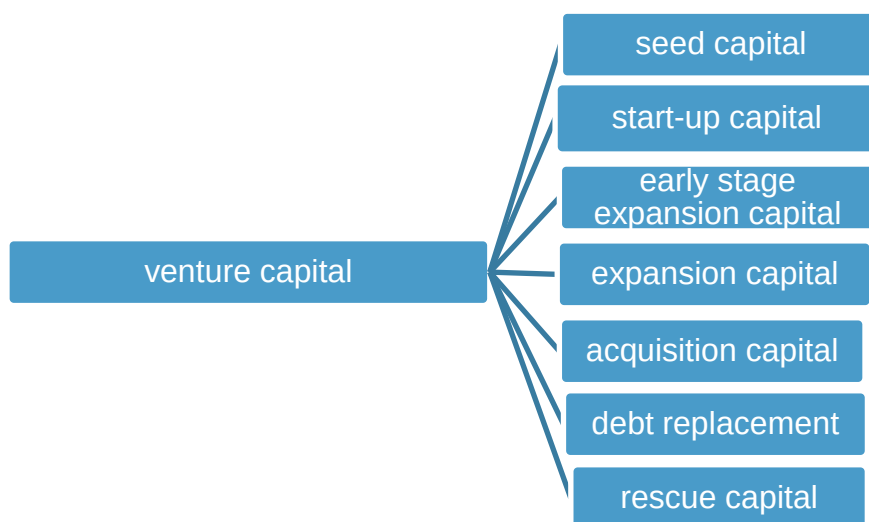
Rizikové financovanie (Venture Finance) – rizikové podnikanie zamerané na financovanie výsledkov základného a aplikovaného výskumu a vývoja s cieľom ich uvedenia na trh tovarov a služieb, teda premeny na inovácie.

Start-up v štruktúre venture capital

Rizikové investovanie ako proces prebieha v niekoľkých etapách, ktoré sú naviazané na životný cyklus firiem. V rôznych obdobiach sa kapitál používa na rôzne účely. Rizikovní kapitáloví investori sa medzi sebou odlišujú nielen veľkosťou a odvetvovou orientáciou, ale predovšetkým zameraním na určitú fázu rozvoja firiem, do ktorej sa investuje. Môže to byť – financovanie začatia činnosti firmy, ďalej rozšírenie a rozvoj spoločnosti, prežitie firmy a nakoniec zmena vlastníctva spoločnosti.

Prvé tri typy venture (rizikových) kapitálových investícií predstavujú najväčšiu rizikovosť. Investor nevidí žiadne minulé úspechy firmy a musí sa opierať predovšetkým o svoju intuíciu a vlastné skúsenosti. Ostatné typy sa všeobecne dajú chápať ako kapitál smerujúci k urýchleniu rozvoja existujúcich firiem.

Graf 1: Etapy realizácie venture capital



Zdroj: vlastné spracovanie

Predstartovacie financovanie (seed capital) zabezpečuje financovania vývoja nového produktu, výskum a vývoj výrobku, pre ktorý len v budúcnosti vznikne forma, ktorá ho bude ponúkať. Príkladom môže byť poskytnutie finančných prostriedkov podnikateľovi, ktorý len vyvíja prototyp výrobku, ktorý chce umiestniť na trh;

Štartovacie financovanie (start-up capital) predpokladá, že financie sú poskytované firme, ktorá má pripravený produkt, riadenie a organizačné zabezpečenie predaje a jasne vymedzený trh, na ktorý chce preniknúť;

Financovanie začiatočného rozvoja (early stage expansion capital) – je to väčšinou firma fungujúca menej ako tri roky, ktorá doposiaľ nepotrebovala zisk a potrebuje ďalší kapitál, aby mohla podnikat’.

Rozvojové financovanie (expansion capital) – používa sa hlavne na zvýšenie základného pracovného kapitálu firiem, zavedenie ďalšieho výrobku či služby, útok na geograficky vzdialenejší trh a na náklady spojené so získaním väčšieho množstva dodatočných finančných prostriedkov. V Európe je to najčastejšie zameranie rizikového kapitálu.

Financovanie akvizícií (acquisition capital) – predstavuje aktivitu súkromných firiem pozostávajúcu vo vzájomnom skupovaní, preberaní vlastníckych podielov pasívnych akcionárov a alebo rastúce majetkové ambície manažmentu. K tomuto typu investícií patrí teda *management buy-out* a *management buy-in*. *Management buy-out*, čo je kapitál, ktorý umožní súčasnému manažmentu a investorom získať už existujúci výrobný sortiment alebo obchod. Kapitál, ktorý umožní vstúpiť do spoločnosti manažérovi, alebo skupine manažérov stojacich mimo ich spoločnosť sa nazýva *management buy-in*.

Prefinancovanie dlhov (debt replacement) – keď nastane situácia, keď sa nádejné projekty dostanú do krátkodobej straty a zapríčinia tak kolaps cash-flow, rizikový investor zaplatí časť dlhov firmy a získa v nej majetkový podiel.

Záchranný kapitál (rescue capital) - je špeciálnym typom venture kapitálovej investície. Manažment stratovej firmy je podporený vo svojej snahe o záchranu firmy. Detailnejšiu špecifikáciu jednotlivých fáz rizikového kapitálu so zreteľom aj na výnosnosť, či mieru rizika uvádza nasledujúca tabuľka.

Tab.1: Základné etapy investovania rizikového kapitálu

Číslo fázy	Pomenovanie fázy cyklu	Krátka charakteristika firmy z pohľadu fázy
1.	Seed Stage – fáza zárodku	• Prvá etapa podnikania pred vznikom firmy. • Rizikové financovanie vytvorenia prototypu výrobku, jeho patentovú ochranu, marketingovú analýzu, formovanie podnikateľských plánov. • Absencia tržieb a zisku. • Návratnosť – 10 rokov, ale možný výnos až 100 %. • Vysoká miera rizika.
2.	Start up Stage – štartovacia fáza	• Začiatok výrobnnej činnosti spoločnosti, ktorá nemá trhovú históriu. Je vytvorená produkcia, sú vybraní manažéri a trh je preskúmaný. • Absencia tržieb a zisku. • Očakávaný výnos – asi 35 % až 50 % ročne. • Návratnosť – 5 až 7 rokov. • Vysoká miera rizika.
3.	Early Stage – fáza prvej expanzie, rozšírenia a prieniku	• Formovanie vlastného trhového podielu. Existencia potenciálu rastu firmy. • Rizikové financovanie kvôli prieniku na trh, dokončenie výskumných prác, zvýšenia kvalifikácie pracovníkov, vytvorenie odbytovej siete. • Absencia ziskov alebo len veľmi malé zisky a príjmy. • Očakávaný výnos do 30 % p. a. • Návratnosť od 4 do 6 rokov. • Zníženie finančného rizika.
4.	Expansion stage – fáza rýchlej expanzie, rozšírenia a rastu	• Rozšírenie trhov a získanie nových. • Rozvoj a technologická obnova výroby. Rizikové financovanie (kombinácia s úverom) kvôli rozšíreniu odbytu a produkcie, jej inováciu, zlepšenie systému odbytu. Vytvorenie obchodnej siete v nových regiónoch. • Vysoké tržby a zisky. • Očakávaný výnos od 20 % do 30 % p. a. • Riziká sú veľmi malé, alebo neexistujú. • Návratnosť od 2 do 5 rokov.

5.	Mezzanine stage – prípravná fáza (medzi poschodová)	• Aktívne a stabilne fungujúca firma v podmienkach intenzívnej konkurencie. Príprava podmienok pre vydanie akcií určených pre verejný trh. • Rizikové financovanie pre súčasné operácie, ktoré sa uskutočňujú v krátkodobom horizonte (do 2 rokov) kvôli získaniu podniku jeho riadiacimi pracovníkmi (management-buy-outs), vyriešenia dočasne existujúcich problémov. • Rast ziskov. • Návratnosť – od niekoľkých mesiacov do 1 roka. • Očakávaný a získavaný výnos od 20 % do 25 %. • Prakticky minimálne finančné riziko.
6.	Liquidity (bridge) stage – fáza likvidity akcií, mostového financovania	• Predaj akcií, ktoré rizikový fond získal namiesto investovaných finančných prostriedkov alebo vydanie akcií a ich následný predaj. • Rizikové financovanie (bridge) spojené s vstupe firmy na verejné trhy alebo kvôli tomu, že ju chcú získať postranní investori (management-buy-in). • Rast ziskov. Realizácia výnosu z investovania. Koniec investovania.

Za mnohé roky reálnej praxe fondov rizikového kapitálu v USA a v Európe sa vypracovali klasické metódy organizácie fondu rizikového kapitálu. Fondy rizikového kapitálu pracujú ako aj iné podielové fondy investujúce na trhu cenných papierov obchodovaných verejných firiem. Na rozdiel od nich však získavajú podiely vo firmách, ktorých cenné papiere, alebo podiely sa neobchodujú na verejných trhoch. Je prirodzené, že fondy sa odlišujú svojou špecializáciou.

Formy organizačného usporiadania venture capital

Finančné prostriedky, ktoré sú vo fonde riadi firma spravujúca fond, alebo manažérska firma. Jednou z povinností fondu je *fundraising*, teda zaobstarávanie kapitálu. Vedúci, alebo najvyšší manažér fondu rizikového kapitálu sa označuje pojmom *venture capitalist*. Jeho základným prínosom pre fond sú profesionálne návyky.

Obdobie počas ktorého funguje fond rizikového kapitálu je 5 – 10 rokov. Základným objektom investovania sú podiely vo firmách v ranných štádiách rozvoja. Cieľom fondu je získanie výnosu pri „výstupe z firmy“ teda v momente keď fond rizikového kapitálu predá

svoje podiely manažérom podniku, iným majiteľom, alebo uvedie podiely vo firme na verejný trh s cennými papiermi. Fond z firmy vystupuje po 5 – 7 rokoch. Existujú rôzne modely výstupu z firmy, akými sú:

- IPO (*Initial Public Offering*) teda verejný úpis akcií a ich následné obchodovanie na burze,
- MBO (*Managment Buy Out*), teda prevzatie firmy súčasnými manažérmi,
- MBIN (*Management Buy In*), teda kúpa podniku novými manažérmi,
- BIMBO (*Buy In Managment Buy Out*), teda spoločná kúpa súčasnými a novými manažérmi,
- LBO, (*Leverage Buy Out*) teda nákup akcií za požičané peniaze, či predaj inému investorovi.

Väčšina fondov rizikového kapitálu sa pridrža pravidla 3-3-3-1. Podľa tohto pravidla na 10 firiem, do ktorých fond investoval peniaze pripadajú 3 neúspešné firmy, 3 – prinášajú priemerný výnos, 3- vysoké výnosy a 1 firma mimoriadne vysoký výnos. V súvislosti s tým fondy rizikového kapitálu investujú do veľkého množstva projektov od 10 do 30 , ale sú aj fondy, ktoré investujú oveľa viac. Relatívne formalizovaná je forma investovania na prvej etape – tzv. *deal flow*, (prvotný výber objektu investovania), *due dilligence* (detailné preskúmanie). Cieľom je výber najlepšieho objektu investovania.

Pri činnosti podielového fondu sa manažérska firma podieľa na riadení fondu, v prípade fondov rizikového kapitálu manažérska firma sa podieľa na riadení podniku, do ktorého vložila peniaze zverené investormi.

Kvôli neexistencii kontroly nad činnosťou manažérskej spoločnosti sa často vytvára investičný výbor fondu. Všetky rozhodnutia prijíma výbor a sú záväzné pre manažérsku firmu. Právomoci medzi nimi sa rozdeľujú na základe dohody, ktorá má písomnú formu. V čase činnosti fondu rizikového kapitálu sa môže pri ňom vytvárať konzultačný výbor. Jeho členmi môžu byť odborníci z vonkajšieho prostredia, ktorí sa zaoberajú rizikovým investovaním. Tento výbor môže zvyšovať status fondu z hľadiska recipientov investície.

Čo sa týka riadiacej (manažérskej) spoločnosti, jej základnou úlohou je nájsť investorov a vytvoriť fond. Podiel riadiacej spoločnosti vo fonde sa väčšinou oceňuje na 1 % z čistých aktív, ktoré sa nachádzajú v majetku fondu. Tento podiel nemusí manažérska spoločnosť získať automaticky, ale je na základe dohody, ktorá má písomnú podobu.

Manažérska spoločnosť vyhladáva objekt pre investovanie, následne sa manažéri riadiacej spoločnosti stávajú členmi rady riaditeľov (predstavenstva) alebo konateľmi firmy, do ktorej fond investoval peniaze. Po skončení činnosti fondu, teda po jeho výstupe zo spoločnosti (exit), odmena manažérskej spoločnosti predstavuje 20 – 25 % zo zisku fondu z danej operácie. Táto suma sa vypláca len vtedy, ak sa dodrží dohoda o určitej miere výnosnosti pri vstupe fondu do podniku. Výdavky na riadenie fondu počas jeho činnosti sa ročne pohybujú v rozpätí od 2 do 4 % zo sumy spravovaných aktív, ročne.

Za najoptimálnejšiu právnu formu činnosti formu rizikového kapitálu je komanditná spoločnosť (*Limited Partnership*) V danom prípade sa spoločníci komanditnej spoločnosti rozdeľujú na spoločníka s ručením obmedzeným (vkladateľ) a generálneho spoločníka.

Spoločník (Partner) s ručením obmedzeným – je účastník komanditnej spoločnosti, ktorý má zodpovednosť za činnosť komanditnej spoločnosti len do sumy svojho vkladu do spoločnosti.

Generálny partner je účastník komanditnej spoločnosti, ktorý bez obmedzenia ručí za všetky záväzky komanditnej spoločnosti.

Aktivity Európy a Slovenska v oblasti start-up spoločností a potreby kapitálu

Vstup kapitálu do prvých etáp – seed stage a start-up sa spája so značným rizikom, ale i možnosťou dosiahnuť obrovský zisk. Dnes sa tento fakt odzrkadľuje aj v technologickom zaostávaní Európy za USA. Veľká medzera sa objavuje pri porovnaní Európy a Slovenska. Na prvý pohľad z nižšie uvedenej tabuľky vyplýva, že sa prejavuje aj nezáujem investorských kruhov vstupovať do inovatívnych spoločností.

Tab.2: Podiel jednotlivých investorských skupín na investovaní do start-up spoločností

	Európa				Slovensko			
Typ investora - podiel v % Type of Investor – share in %	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Akademické inštitúcie Academic Institutions	0,1	0,4	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0

Komerčné banky Banks	7,5	14,8	4,8	2,4	0,0	44,2	0,0	0,0
Kapitálový trh Kapital Markets	6,3	0,8	1,2	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Podnikoví investori Corporate Investors	3,0	3,0	3,1	1,8	0,0	18,9	0,0	0,0
Nadácie a dotácie Endowments and Foundations	1,2	2,6	1,7	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Rodinné podniky Family Offices	9,2	4,6	4,7	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondy fondov Found of Funds	10,1	14,7	14,5	10,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Vládne agentúry Government Agencies	11,8	8,4	10,1	5,2	100,0	8,2	0,0	57,9
Poist'ovacie spoločnosti Insurance Companies	5,8	5,8	7,9	9,6	0,0	4,8	0,0	0,0
Iní Other Asset Managers	4,1	3,5	6,2	4,2	0,0	1,4	0,0	0,0
Dôchodkové fondy Pension Funds	14,4	18,5	21,3	33,5	0,0	18,8	0,0	0,0
Súkromní individuálni investori Private Individuals	6,1	6,4	5,5	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Suverénne fondy Sovereign Wealth Funds	2,4	10,4	9,1	10,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Neidentifikovateľní investori Unclassified	18,0	6,3	9,6	10,0	0,0	3,7	0,0	42,1

Spolu Together	100	100	100	100	100	100	0	100
-------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	---	-----

Zdroj: spracované podľa EVCA 2014

Ako vyplýva z tabuľky pre rok 2013 na Slovensku najväčším investorom v tejto oblasti je vláda a neidentifikovateľní investori, ktorí môžu zastupovať tak hedge fondy, ako aj rôzni investori z offshore centier. Vytratili sa aj investície z komerčných bánk a penzijných fondov, či poisťovní.

Nasledujúca tabuľka uvádza rozmiestnenie investícií do jednotlivých sektorov ekonomiky v období od roku 2010-2013. Najväčšie objemy finančných investícií smerovali do komunikačných technológií a výpočtovej techniky, ale i do energetického sektoru a zákazníckeho servisu. Avšak počet spoločností, do ktorých sa investovalo v uvedených rokoch sa pohyboval v rozmedzí 3 – 13.

Tab.3: Umiestnenie investícií podľa sektorov

Venture capital	2010	2010	2011	2011	2012	2012	2013	2013
Amounts in € thousands	Amt	%	Amt	%	Amt	%	Amt	%
Agriculture	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Business & industrial products	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Business & industrial services	705	20,1	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Chemicals & materials	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0

Communications	1 129	32,2	1 102	13,9	3 000	69,8	300	2,9
Computer & consumer electronics	300	8,6	6 825	86,1	1 300	30,2	3 569	34,0
Construction	332	9,5	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Consumer goods & retail	0	0,0	0	0,0	0	0,0	507	4,8
Consumer services	317	9,1	0	0,0	0	0,0	2 136	20,3
Energy & environment	0	0,0	0	0,0	0	0,0	3 985	38,0
Financial services	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Life sciences	59	1,7	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Real estate	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Transportation	660	18,8	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Unclassified	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Total investment	3 501	100,0	7 927	100,0	4 300	100,0	10 496	100,0
Subtotal High-Tech	359	10,3	6 325	79,8	1 000	23,3	3 869	36,9

Zdroj: Slovca, 2014

Slovensko ako malá otvorená ekonomika, ktorá neoplýva veľkým prírodným bohatstvom je a bude najmä v budúcnosti závislé do značnej miery od nových technológií, ktoré zmenia aj charakter ekonomiky. Tá je dnes do značnej miery výrazne deformovaná s jednostranným budovaním jej cyklického charakteru. To je zrejme aj dôvod, prečo sa vláda rozhodla v roku 2015 schváliť koncepciu na podporu startupov. Súčasťou je aj 18 opatrení najmä v legislatívnej, daňovej a finančnej oblasti.

V uvedenej koncepcii sa stretávame hlavne s individuálnym investorom typu „business angels“, ktorým by sa vytvorili vhodné podmienky aj pre investovanie na Slovensku. Absentuje tu ale oblasť kolektívneho investovania, ktoré koncentruje tiež značné finančné zdroje. V praxi však narážame na viaceré bariéry a to:

- možnosti financovania start-up spoločností cez podielové fondy by si vyžadovalo úpravu už v samotnej Smernici UCITS IV. pretože podmienky investovania pre podielové fondy sú do značnej miery obmedzené pravidlami obozretného investovania, pri ktorom podielového fondy môžu investovať prevažne len do verejne obchodovateľných cenných papierov, ktoré sú kótované na burzách. Ak vychádzame z predpokladu, že každá novovzniknutá spoločnosť má možnosť vstupu na takéto trhy až po určitom čase (napr. 5 rokov, pretože pri kotácii na burze sa vyžadujú auditované účtovné závierky za niekoľko rokov). Z uvedeného vyplýva, že klasické podielové fondy nemajú možnosť vstupovať do financovania inovatívnych projektov často spájajúcich sa s vysokým rizikom.
- začínajú sa však ozývať hlasy o možnosti vytvorenia nového start-up-ového podielového fondu – špeciálneho rizikového fondu, ktorý by sa zapojil do investovania a jeho investície by nemuseli mať podobu len akcií, či dlhopisov. Ak vychádzame z toho, že v najnovších opatreniach je aj legislatívny návrh na novú formu kapitálovej obchodnej spoločnosti, ktorá umožní flexibilné nastavenie vzťahov, možnosti vstupu investora, ale predovšetkým jeho výstupu z investície. Z tohto pohľadu by mali mať možnosť takéto podielové fondy vstupovať do novovzniknutých inovatívnych spoločností so zreteľom aj na vysoké riziko, ktoré obmedzujú klasické podielové fondy najmä diverzifikáciou.
- na podporu start-up by sa vo väčšej miere mali angažovať najmä komerčné banky (oblasť tzv. privátneho bankovníctva) resp. kombinácia banka - podielový fond. Najmä veľké banky, ktoré zároveň majú značné skúsenosti s investičným bankovníctvom, v rámci ktorého fungujú aj podielové fondy, majú predpoklady pre realizáciu takýchto investícií, vrátane získavania privátnych klientov pre takúto činnosť.

Záver

Problém start-up ako druhej fázy venture capital je v centre pozornosti aj finančnej teórie. Prvoradou otázkou je získavanie kapitálu, čo predstavuje úspešnosť štartovania inovatívnych projektov. Zaužívaný systém financovania cestou individuálnych investorov tzv. bussiness angels dnes hlavne na Slovensku naráža na bariéru malého počtu takýchto investorov, ako aj výšky kapitálu, s ktorým sa spája množstvo start-up projektov. Ukazuje sa nevyhnutnosťou realizovať aj na úrovni Európy zmeny v legislatíve kolektívneho investovania a zároveň hľadať možnosti v tvorbe špecializovaných fondov, ktoré budú diverzifikovať svoje

investície do množstva projektov s rozdielnou úrovňou rizika. Významnú úlohu v tomto procese by mali zohrať aj veľké banky s väčším množstvom privátnych investorov.

Použitá literatúra

- [1] ALLEN, W.D., HALL, W.T.: Innovation, Managerial Effort and Start-Up Performance, Journal of Entrepreneurial Finance 2007, vol.12
- [2] BLANK S. DORF.B.: The Startup Owner's Manual, The Step-by-Step Guide for Building a Great Company, K&S Ranch, Inc. Publishers, 2012, ISBN-10: 098499302
- [3] DERERA, E., CHYTAKUNYE, P., O'NEILL, CH.: The Impact of Gender on Start-up Capital: A Case of Women Entrepreneurs in South Africa, The Journal of Enterpreneurschip 2014, 23(1)95-114
- [4] EVCA -The European Private Equity and Venture Capital Association
- [5] DESSI, R.: Start-Up Finance, Monitoring, and Collusion, RAND Journal of Economics, 2005, vol.36
- [6] DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, 1998, ISBN 8085943743
- [7] RIES, E: The lean startup, Crown Publishing Group 2011, USA, ISBN 978-0-307-88789
- [8] SHELTERS, D.: Start-up guide for the Technopreneur, John Wiley & Sons, Singapore 2013, ISBN 978-1-118-51847-2
- [9] SLOVCA - Slovak Venture Capital and Private Equity Association
- [10] STUCKI, T.: Seccess of start-up firms: the role of financial constraints, Industrial and Corporate Change, Oxford Jounals October 2015 24(5)

Kontaktné údaje

prof. Ing. Božena CHOVANCOVÁ, PhD.
Ing. Ján BUKOVEN

Katedra bankovníctva a medzinárodných financií
Fakulta národohospodárska
Ekonomická univerzita
Dolnozemska cesta 1

Vedecký časopis FINANČNÉ TRHY, Bratislava,
Derivat 2015, ISSN 1336-5711, 4/2015

Bratislava
Slovenská republika
email: bozena.chovancova@euba.sk
email: jan.bukoven@gmail.com