

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

Evidenčné číslo: 101007/D/2020/4588143

**ÚLOHA KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA V OBLASTI
VEDECKO-TECHNICKÝCH INOVÁCIÍ A PODPORY
STARTUP SPOLOČNOSTÍ**

Dizertačná práca

2020

Ing. Ján BUKOVEN

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

**ÚLOHA KOLEKTÍVNEHO INVESTOVANIA V OBLASTI
VEDECKO-TECHNICKÝCH INOVÁCIÍ A PODPORY
STARTUP SPOLOČNOSTÍ**

Dizertačná práca

Študijný program: Financie a bankovníctvo

Študijný odbor: Ekonomie a manažment

Školiace pracovisko: Katedra bankovníctva a medzinárodných financií

Školiteľ: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD.

Bratislava 2020

Ing. Ján BUKOVEN

POĎAKOVANIE

Touto cestou chcem vyjadriť poďakovanie *prof. Ing. Božene Chovancovej, PhD.* za odborné vedenie, cenné rady a pripomienky, ktoré mi poskytla pri vypracovaní dizertačnej práce.

Bratislava 2020

Ing. Ján Bukoven

ABSTRAKT

BUKOVEN, Ján: *Úloha kolektívneho investovania v oblasti vedecko-technických inovácií a podpore startup spoločností* – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta; Katedra bankovníctva a medzinárodných financií. Školiteľ: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2020, 139 strán.

Hlavným cieľom dizertačnej práce je preskúmať súčasné startupové prostredie a nájsť efektívny spôsob financovania startupov s akcentom na zdroje kolektívneho investovania. Zároveň charakterizovať rôzne metódy, modely – metriky pri ohodnotení startupu investorom. Práca je rozdelená do štyroch na seba nadväzujúcich kapitol. Obsahuje 14 grafov a 35 tabuliek s 2 prílohami.

Práca ponúka pohľad na problematiku startupového prostredia vo vedeckých prácach a štúdiách zahraničných a domácich autorov a popisuje podstatu rizikového kapitálu ako aj vývoj startupového podnikania. Zároveň sa zameriava na analýzu súčasnej startupovej scény a rozoberá najväčší trh s rizikovým kapitálom v USA. Okrem rizikového kapitálu poukazuje aj na ďalšie zdroje financovania startupov ako sú podielové fondy, ktoré sú súčasťou kolektívneho investovania, hedge fondy alebo crowdfunding. Zároveň rozoberá stav kolektívneho investovania na Slovensku. Analyzuje metódy ohodnotenia startup spoločností pri vstupe na trh, ako aj náročnosť ocenenia startupu v jeho počiatočnej fáze. Rozoberá súčasný stav startupového prostredia v Európe, investície rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe a krajinách V4. Zameriava sa aj na startupové prostredie na Slovensku, vrátane uskutočneného prieskumu a legislatívneho prostredia. Poukazuje na finančné prostriedky z programov EÚ, ktoré môžu využiť začínajúci podnikatelia. Nakoniec porovnáva startupové prostredie na Slovensku s vybranými krajinami Európy s podobným ekonomickým prostredím, ako sú Estónsko, Írsko a Fínsko.

Výsledky práce poukazujú na komplexnosť problematiky startupovej scény nielen vo svete, ale aj na Slovensku. Zameriava sa na problémy, s ktorými sa začínajúci podnikatelia a investori stretávajú pri svojom podnikaní a na možnosti ako využívajú startupisti možnosti financovania svojich projektov.

Kľúčové slová:

Startup, Kolektívne investovanie, Podielové fondy, Business Angel, Rizikový kapitál, Hedge fondy, Crowdfunding

ABSTRAKT

BUKOVEN, Ján: *The role of collective investment in area of science - technology innovations and support of startup companies* – University of Economics in Bratislava, Faculty of National Economy; Department of Banking and International Finance. Adviser: prof. Ing. Božena Chovancová, PhD. – Bratislava: NHF EU, 2020, 139 pages.

The main goal of the dissertation thesis is to explore the current startup environment and to find an effective way of financing startups with an emphasis on the sources of collective investment. At the same time to characterize different methods, models - metrics when evaluating startup by investor. The work is divided into four successive chapters. It contains 14 charts and 35 tables, plus 2 attachments.

The thesis offers an insight into the issue of startup environment in scientific works and studies of foreign and domestic authors and describes the nature of venture capital as well as the development of startup business. It also focuses on the analysis of the current startup scene and discusses the largest venture capital market in the US. In addition to venture capital, it also points to other sources of financing startups such as mutual funds that are part of collective investment, hedge funds or crowdfunding. It also discusses the state of collective investment in Slovakia. It analyzes the methods of evaluating startup companies as they enter the market, as well as the difficulty of evaluating startups in their initial phase. It discusses the current state of the startup environment in Europe, venture capital investments in Central and Eastern Europe and the V4 countries. It also focuses on the startup environment in Slovakia, including its legislative environment. It points to the funding from EU programs that can be used by start-ups. Finally, it compares the startup environment in Slovakia with selected European countries with similar economic environments such as Estonia, Ireland and Finland.

The results of the work show the complexity of the startup scene not only in the world but also in Slovakia. It focuses on the problems encountered by start-up entrepreneurs and investors in their business as well as on the possible opportunities that start-up entrepreneurs can use to finance their projects.

Keywords:

Startup, Collective Investment, Mutual Funds, Business Angel, Venture Capital, Hedge Funds, Crowdfunding

OBSAH	5
Zoznam grafov a tabuliek	7
Úvod	9
I. Kapitola	
1 Spracovanie problematiky v domácej a zahraničnej literatúre	11
1.1. Venture Capital a jeho súčasť startup ako ekonomická kategória	17
1.2. Historický vývoj startup spoločností a ich jednotlivé etapy	23
1.3. Doterajšie formy financovania startup spoločností.....	26
1.4. Rizikový kapitál v USA	34
II. Kapitola	
2 Cieľ a metodológia	39
III. Kapitola	
3 Výsledky práce	42
3.1 Zdroje financovania.....	42
3.1.1 Možnosti financovania startupov zo zdrojov podielových fondov.....	42
3.1.2 Hedge fondy a podpora startupov	55
3.1.3 Crowdfunding.....	57
3.2 Konvertibilné zdroje (konvertibilný úver).....	61
3.3 Metódy ohodnotenia startup spoločností pri vstupe na trh.....	65
3.3.1 Finančné metriky pri startupoch	68
3.3.2 Náročnosť ocenenia startupu v jeho počiatočnej fáze	72
3.4 Investičné kolá startupov	77
IV. Kapitola	
4 Diskusia	80
4.1 Startupové prostredie v Európe	80
4.1.1 Investori typu Business Angels v Európe	83

4.1.2	Investície do rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe	87
4.2	Startupové prostredie na Slovensku	91
4.2.1	Legislatívne prostredie pre startupy na Slovensku	97
4.2.2	Inkubátory, akcelerátory a co-workingy	99
4.2.3	Prieskum startupovej scény na Slovensku	102
4.2.4	Finančné prostriedky z programov Európskej únie	106
4.3	Komparácia startupového prostredia SR s vybranými krajinami Európy s podobným ekonomickým prostredím.....	110
Záver		123
Zoznam použitej literatúry.....		127
Príloha – Dotazník.....		134

Zoznam grafov a tabuliek

- Tabuľka č. 1.1:** Základné princípy rizikového financovania
- Tabuľka č. 1.2:** Fázy životného cyklu rizikového kapitálu
- Tabuľka č. 1.3:** Rozdiely medzi Business Angel a venture kapitálovým investorom
- Tabuľka č. 1.4:** Dôvody zlyhania startupov podľa rôznych autorov
- Tabuľka č. 1.5:** 10 najväčších Venture Capital Funds v USA v roku 2018
- Tabuľka č. 1.6:** Počty investícií amerického rizikového kapitálu podľa jednotlivých fáz startupu v rokoch 2012 – 2018
- Tabuľka č. 1.7:** Rizikový kapitál podľa sektorov v USA
- Tabuľka č. 3.1:** Klasifikácia podielových fondov
- Tabuľka č. 3.2:** 10 najväčších spoločností spravujúcich podielové fondy vo svete
- Tabuľka č. 3.3:** Čistý majetok podľa krajín, kde sídlia správcovské spoločnosti – Európa
- Tabuľka č. 3.4:** Čistý majetok podľa krajín, kde sídlia správcovské spoločnosti – V4
- Tabuľka č. 3.5:** Čistá hodnota aktív v OPF v SR (domáce a zahraničné fondy)
- Tabuľka č. 3.6:** Podielové fondy spravované domácimi správcovskými spoločnosťami, ktoré investujú do akciových investícií
- Tabuľka č. 3.7:** Najväčšie hedge fondy v roku 2018
- Tabuľka č. 3.8:** Checklist
- Tabuľka č. 4.1:** Investovanie Business Angels podľa krajín v roku 2016 a 2017
- Tabuľka č. 4.2:** Priemerné investície za Business Angels za roky 2017
- Tabuľka č. 4.3:** Hlavné problémy, ktoré bránili investorom investovať do technologických obchodov
- Tabuľka č. 4.4:** Investície rizikového kapitálu v CEE vs Európa v rokoch 2016 a 2017
- Tabuľka č. 4.5:** Investície podľa jednotlivých fáz v krajinách V4 v rokoch 2016 – 2017 (v tis. EUR)
- Tabuľka č. 4.6:** Investície rizikového kapitálu v CEE podľa sektorov za roky 2016-2017
- Tabuľka č. 4.7:** Prehľad zdrojov a typu investícií rizikového kapitálu dostupného pre slovenské startupy
- Tabuľka č. 4.8:** Porovnanie medzi rôznymi právnymi formami spoločnosti
- Tabuľka č. 4.9:** Dotazník – Prieskum startupovej scény na Slovensku
- Tabuľka č. 4.10:** Peňažné toky v MSP
- Tabuľka č. 4.11:** Základné ekonomické indikátory Estónska za roky 2014 – 2018
- Tabuľka č. 4.12:** Základné ekonomické indikátory Fínska za roky 2014 – 2018
- Tabuľka č. 4.13:** Základné ekonomické indikátory Írska za roky 2014 – 2018
- Tabuľka č. 4.14:** Základné ekonomické indikátory Slovenska za roky 2014 – 2018
- Tabuľka č. 4.15:** Najvýznamnejšie investície do startupov na Slovensku v roku 2018

Tabuľka č. 4.16: Investície – obchody s rizikovým kapitálom – porovnanie za roky 2013 – 2018

Tabuľka č. 4.17: Investície – obchody s rizikovým kapitálom ako % z HDP – porovnanie krajín za roky 2013 – 2018

Tabuľka č. 4.18: Investície podľa jednotlivých fáz – porovnanie krajín za roky 2015 – 2018 v tis. EUR

Tabuľka č. 4.19: Investície podľa sektorov – porovnanie krajín za roky 2015 – 2018 v tis. EUR

Tabuľka č. 4.20: Top krajiny v Európe pre začínajúce podnikanie

Graf č. 1.1: Etapy realizácie Venture Capital

Graf č. 1.2: Aktíva spravované rizikovým kapitálom v USA

Graf č. 3.1: Vplyv času stráveného na due diligence na návratnosť kapitálu

Graf č. 3.2: Investičné kolá startupov

Graf č. 4.1: Prírastkové sumy získané počas rokov 2013 - 2017 (v mld. EUR)

Graf č. 4.2: Fondy súkromného kapitálu získané v rokoch 2013 – 2017 podľa regiónov EÚ

Graf č. 4.3: Fondy rizikového kapitálu získané podľa typu investora za obdobie 2013 – 2017 / Prírastková suma zvýšená počas roka - % z celkovej sumy

Graf č. 4.4: Investície v rokoch 2013 – 2017 / Suma (v mld. EUR) a počet spoločností

Graf č. 4.5: Investície Private Equity podľa sektorov v roku 2017 - % z objemu a počtu spoločností

Graf č. 4.6: Sektory podľa investícií v roku 2017

Graf č. 4.7: Investície do rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe za roky 2007-2017

Graf č. 4.8: 10 najväčších zamestnávateľov medzi estónskymi startupmi

Graf č. 4.9: Investície do estónskych startupov v roku 2018

Graf č. 4.10: Investície do estónskych startupov v rokoch 2008 – 2018

Úvod

Startupový systém zohráva významnú úlohu v súčasnosti v spojitosti najmä s realizáciou Industry 4.0, v rámci ktorej plnia významnú inovatívnu funkciu a podieľajú sa na procesoch digitalizácie a robotizácie celej ekonomiky. Problémovou zložkou týchto procesov je nájsť dostatočné zdroje financií, ktoré by významnou mierou prispeli k ďalšiemu rozvoju tohto prostredia. Z toho dôvodu sme koncentrovali pozornosť aj na oblasť kolektívneho investovania, kde sú v súčasnosti sústredené značné zdroje, ktoré je možné práve pri budovaní a podpore startupového prostredia využiť. Z tohto aspektu sme pristupovali aj pri zostavení štruktúry dizertačnej práce, ktorú sme rozdelili do štyroch kapitol s logickou návaznosťou a previazanosťou tak, aby sme získali detailnejší obraz o uvedenej problematike.

V prvej kapitole predkladanej dizertačnej práce si priblížime pohľad domácich a zahraničných autorov na problematiku startupového prostredia. Súčasťou tejto časti práce sú citácie najznámejších najmä zahraničných autorov, ktorí detailne vo svojich monografiách, či výskumných prácach analyzujú mechanizmus fungovania startupov a ich financovanie. Súčasťou tejto kapitoly je aj vymedzenie startupu ako ekonomickej kategórie a jeho prepojenosť s venture capitalom ako dynamicky sa rozvíjajúcej zložky rizikového kapitálu vo svete. Doterajší historický vývoj rizikového kapitálu nám presvedčivo dokazuje, že najbohatšie skúsenosti s takouto formou podnikania majú americkí investori a na historickom prehľade možno sledovať aj využitie rôznych foriem financovania, ktoré sú inšpiratívne aj pre iné časti sveta.

Druhá kapitola tejto práce definuje základný cieľ a metodologický postup pri riešení jednotlivých kľúčových problémov. Základný cieľ tejto práce sa snažíme konkretizovať aj prostredníctvom stanovenia parciálnych cieľov, ktoré v konkrétnej rovine bližšie konkretizujú postupnosť pri riešení jednotlivých problémov. Súčasťou je aj rozbor jednotlivých vedeckých metód, ktoré využívame pri riešení jednotlivých čiastkových problémov. Sú to jednak základné metódy výskumu ako abstrakcia, dedukcia, analýza, komparácia, ale aj špecifické metódy, ktoré sa viažu tiež k tejto oblasti skúmaných problémov ako sú napr. aj metódy pre ohodnotenie startup spoločnosti tzv. metriky. V tejto kapitole sme zároveň stanovili aj teoretické otázky, na ktoré sa snažíme hľadať v ďalších kapitolách odpoveď.

Hlavné výsledky práce sú zosumarizované v tretej kapitole. V tejto časti práce sa venujeme hlavne hľadaniu zdrojov financovania pre začínajúce malé spoločnosti. Sme si ve-

domí tej skutočnosti, že sa jedná o značne rizikovú oblasť investovania, ale aj možnosti dosahovania výrazných výnosov. Pokúsili sme sa detailnejšie zaoberať možnosťou financovania startupov prostredníctvom klasických podielových fondov, kde sme podali aj detailnejšiu analýzu legislatívneho prostredia a mechanizmu fungovania týchto subjektov. Pozornosť sme tiež venovali hedge fondom, ktoré investujú pri výrazne vyššej miere rizika a dokážu v súčasnosti v značnej miere investovať aj do startupov. Ako ďalší možný variant financovania startupového podnikania sme zvolili crowdfunding, o čom svedčí aj to, že na tejto báze dnes podniká mnoho spoločností. Novším a obmedzeným zdrojom financovania sa javí aj konvertibilný úver, resp. konvertibilné emisie dlhopisov, kde je možné v budúcnosti ich vymeniť za akcie danej spoločnosti. Súčasťou tejto kapitoly je aj analýza rôznych metód ohodnotenia startupových spoločností pri vstupe na kapitálový trh, finančné metriky. Finančná teória, ale i prax dokazuje, že najnáročnejšou oblasťou je ocenenie startupu v jeho počiatočnej fáze, teda v období jeho štartovania.

V diskusii, ktorá je štvrtou kapitolou práce sa venujeme najmä súčasnému stavu startupového prostredia v Európe, investíciám rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe a krajinách V4. Súčasťou toho je aj analýza startupového prostredia na Slovensku, vrátane uskutočneného prieskumu, legislatívneho prostredia a programov EÚ na podporu začínajúcich startupov. Zároveň porovnávame startupové prostredie na Slovensku s vybranými krajinami Európy s podobným ekonomickým prostredím, ako sú Estónsko, Írsko a Fínsko, teda krajín s malým ekonomickým priestorom. Upozorňujeme aj na to, že významným a zároveň výhodným prvkom financovania sú aj finančné prostriedky z programov EÚ, ktoré by tiež v značnej miere mali prispieť k podpore inovácii a zavádzaniu nových technológií do výrobných procesov.

Záver dizertačnej práce obsahuje zhrnutie dosiahnutých výsledkov, ktoré odpovedajú aj na teoretické otázky, ktoré sme zadali ako súčasť zadaného hlavného a parciálnych cieľov. Hlavný akcent kladieme hlavne na vyhodnotenie možnosti financovania, resp. určiť najefektívnejší variant podpory financovania startupových subjektov v súčasnosti.

1 Spracovanie problematiky v domácej a zahraničnej literatúre

„Startup je spoločnosť, ktorá presne nevie, čo je jej produkt, kto je jej zákazník a ako zarábať peniaze. Len čo startup zistí presné odpovede na tieto tri otázky, prestáva byť startupom a začína byť reálnym biznisom.“

Dave McClure

„Startup je organizácia, ktorej účelom je hľadanie škálovateľného a opakovateľného biznis modelu.“

Steve Blank

„V širšom ponímaní môže byť startup akákoľvek začínajúca, rýchlo rastúca firma. V Silicon Valley, ale aj u nás však skôr označuje technologicky zamerané, inovatívne firmy s globálnym potenciálom a vysokou mierou škálovateľnosti. Firma ostáva startupom až do chvíle, kým nenájde škálovateľný, opakovateľný model, ako zarobiť peniaze. Možno prekvapivo sú preto startupmi aj obrovské internetové firmy s miliónovými valuáciami“.

Ivan Štefunko, Neulogy

Ekonomický rast rozvinutých krajín je v súčasnosti spojený hlavne s novými technológiami a inováciami, ktoré prinášajú nové efektívnejšie a úspornejšie technologické riešenia, prinášajú jednoznačne konkurenčné výhody a posúvajú krajinu v jej ekonomickom raste rýchlejšie dopredu. Zdrojom konkurenčnej výhody krajiny v starej, alebo ťažkej ekonomike bol prístup k surovinám, pohodlné dopravné trasy, kapacita spotrebiteľského trhu, lacná pracovná sila. V novej, alebo mäkkej ekonomike sú faktorom úspechu inovácie a podnikanie založené na poznatkoch, rozvinutá infraštruktúra pre informácie a poznatky ako aj vzdelaná pracovná sila.

Medzi nové faktory ekonomického rastu patria investície a vzdelanie, rozvoj informačných a počítačových technológií, rast výdavkov na výskum a vývoj, automatizáciu v podobe priemyselnej revolúcie 4.0, rozšírenie prístupu firiem k rizikovému kapitálu, či rozvinutý kapitálový trh. Medzi ďalšie faktory, na ktoré pozerajú investori patrí otvorenosť ekonomiky, sociálna kohézia, vysoké tempá rastu úspor, nízka miera inflácie, daňová politika, efektívna podpora priamych zahraničných investícií, množstvo a kvalita vzdelaného obyvateľstva a s tým súvisiace aktívnejšie zapájanie škôl a výskumných inštitúcií do pracovného procesu. Dnes sa pri vytváraní bohatstva dostávajú do popredia krajiny, v ktorých v hrubom domácom produkte prevládajú činnosti, ktoré sú náročné na

poznatkové kapacity. Práve preto má v súčasnej ekonomike význam také investovanie, ktoré je spojené s novými vedecko-technickými inováciami a poznatkami, ale aj s novými rizikami.

Vo svete každoročne vznikajú milióny nových spoločností v rôznych odvetviach hospodárstva. Niektoré z novozaložených firiem sa zameriavajú len na lokálny trh, iné majú snahu pôsobiť v rámci celého štátu prípadne regiónu alebo celosvetovo, avšak len malé percento týchto nových spoločností môžeme v pravom slova zmysle považovať za nové startupy. Investovanie do startupov sa stáva atraktívnejšie nielen pre veľkých medzinárodných investorov, ale aj súkromných investorov, či finančné inštitúcie. Pritiahnuť do tohto sektora banky, či podielové fondy je veľmi komplikované jednak z hľadiska obozretného podnikania finančných inštitúcií a jednak aj z vymedzenia legislatívneho rámca pre tento typ podnikania. Na druhej strane doteraz nie sú presne „vymedzené mantinely“, čo je startup a čo už fungujúca spoločnosť. Ďalším problémom je aj oceňovanie hodnoty takéhoto startupu, čo predstavuje pomerne komplikovanú záležitosť. Vzhľadom na to, že startupové spoločnosti predstavujú nové inovatívne subjekty, ktoré majú len krátkodobú históriu a dosť ťažko porovnateľné výsledky, využitie klasických metód oceňovania v mnohých prípadoch je veľmi obtiažne. Nové vedecko-technologické inovácie sa stávajú významným výrobným faktorom, ktorý má dopad na ďalší vývoj spoločnosti a je spojený s vedou, intelektom a ďalším rozvojom spoločnosti.

S problematikou startup spoločností sme sa stretávali aj v minulosti najmä ako súčasť 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 vedecko-technická inovácia. Inovácie sa definujú ako nové, alebo z technického hľadiska zdokonalené produkty, služby, procesy, aj výsledky vedy a výskumu. V súčasnosti existuje niekoľko tried inovácií a to produktové inovácie (nové výrobky), nové alebo podstatne zdokonalené technologické procesy, nové alebo podstatne zmenené modely organizácie a riadenia a nakoniec marketingové a ekologické inovácie. Financovanie inovácií je centrálnym bodom rizikového financovania. Inováciám sa v ekonomickej teórii venoval aj rakúsko-americký ekonóm Joseph A. Schumpeter, ktorý inováciu chápe ako zmenu s cieľom zaviesť a využívať nové druhy spotrebného tovaru, nové výrobné a dopravné prostriedky, nové trhy i nové formy organizácie v priemysle (1993)¹. Inovácie sú teda chápané všeobecne a široko,

¹ ČIMO, J. – MARIÁŠ, M.: Inovačná stratégia firmy, Elita, Bratislava 1993, ISBN 8085 323 427.

širšie ako vedecko-technický pokrok; nezahŕňajú len technické a technologické zlepšenia, ale predovšetkým praktickú aplikáciu. Inovácie a novátorské podniky sa dajú financovať z vlastných zdrojov zakladateľov firmy, bankovými úvermi, alebo vydávaním dlhových cenných papierov. Najrozšírenejším spôsobom je investícia do základného imania firmy, na ktorý sa špecializujú fondy rizikového kapitálu (Venture Capital Funds). V posledných rokoch vzhľadom na potreby reštrukturalizácií mnohých ekonomík vystúpil do popredia problém organizačnej štruktúry a financovania startup firiem aj vzhľadom na ich rast, ale i riziko spájajúce sa s touto formou podnikania.

V ekonomickej teórii sa v súčasnosti stretávame s mnohými významnými publikáciami z tejto oblasti. Autor *Eric Ries (2011)*², ktorý svojou publikáciou „The lean startup” vzbudil pozornosť a New York Times ju označil za bestseller, definuje startup ako ľudskú inštitúciu určenú na vytvorenie nového produktu alebo služby v podmienkach extrémnej neistoty. Autori *Steve Blank a Bob Dorf (2012)*³ prinášajú vo svojej knihe *The Startup Owner’s Manual, The Step-by-Step Guide for Building a Great Company* prinášajú zaujímavý pohľad na sféry podnikania pre startupové firmy a poskytujú informácie na budovanie úspešných spoločností. Ako aj rady o tom ako získať, udržať a rozšíriť sieť svojich zákazníkov. *Shelters David (2013)*⁴ koncentruje pozornosť najmä na tzv. seed funding stage, analyzuje jeho rizikový stupeň a zamýšľa sa tiež nad možnosťou rôznych foriem financovania. Zaoberá sa finančným plánovaním a získavaním finančných prostriedkov pre podnikateľov v oblasti technológií. Poukazuje na to, že skvelý nápad ešte neznamená aj zaručený úspech. Úspešný podnikateľ vyžaduje okrem kreativity a nápadov aj určité strategické rozhodovanie, finančné plánovanie ako aj správu a riadenie spoločností.

*Douglas J. Cumming (2010)*⁵ poskytuje komplexný pohľad na rizikový kapitál a venuje sa problematike alternatívnych foriem rizikového kapitálu ako sú napríklad anjelské investície, podnikové alebo štátne fondy. Pozornosť venuje aj štruktúre investičných stratégií pri vstupe investorov do startupov. Poukazuje na to, že podnikateľské spoločnosti podporované rizikovým kapitálom sú v priemere podstatne úspešnejšie ako podnikateľské

² RIES, E.: *The lean startup: How Today’s Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Business*, Crown Publishing Group 2011, USA, ISBN 978-0-307-88789-4.

³ 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.

⁴ SHELTERS, D.: *Startup guide for the Technopreneur*, John Wiley & Sons Singapore Pte.Ltd., 2013, ISBN 978-1-118-51847-2.

⁵ CUMMING, D.J.: *Venture Capital, Investment Strategies, Structures and Policies*, John Willey & Sons, 2010, ISBN 978-0-470-49914-6.

spoločnosti podporované nepodnikateľským kapitálom hlavne pokiaľ ide o inovatívnosť, ziskovosť a výkonnosť. Známa je aj publikácia *Kevina McNallyho (1997)*⁶, v ktorej sa orientuje na oblasť malých firiem a ich alternatívnych zdrojov financovania a budúci rastový potenciál. Problematikou inovácií a vývojom nových produktov v etablovanej spoločnosti sa zaoberá *Viki Tendayi, Dan Toma a Esther Gons (2017)*⁷. Poukazujú na to, že svet okolo nás sa rýchlo mení a v súčasnosti existuje ešte väčší tlak na zavedené spoločnosti, aby neustále inovovali svoje produkty, dodávali na trh nové produkty a na nové trhy a súčasne riadili svoje hlavné podnikanie. Poskytujú rady, aké nástroje a metódy použiť pri vývoji nových produktov a obchodných modelov.

Autor *Gavin C. Reid (1998)*⁸ analyzuje vzťahy medzi investorom a subjektom, do ktorého sa investovalo. Poukazuje na to, ako najlepší investori zaobchádzajú s informáciami, ako riadia riziko a monitorujú spoločnosti, do ktorých vložili svoje finančné prostriedky. *Katharina Campbell (2003)*⁹ sa zaoberá spôsobmi získavania a využitia rizikového kapitálu, čo je kľúčové pre úspech mnohých nových startupov. Vyjadruje názor, že rizikový kapitál je viac ako len peniaze. Autorka sa zaoberá štruktúrou spoločností rizikového kapitálu. Analyzuje myslenie rizikových investorov a podnikateľov. Venuje sa aj tomu, ako sa pripraviť na počiatkové stretnutie s potenciálnym investorom. Dnes sa s touto problematikou stretávame aj vo vedeckých časopisoch. *Andrew Wong, Mihir Bhatia a Zachary Freeman (2009)*¹⁰, ktorí rozoberajú „anjelského investora alebo anjelské financovanie“. Termínom „anjelský investor“ označujú osobu s vysokou čistou hodnotou, ktorá zvyčajne investuje do malých súkromných firiem na svoj vlastný účet a zisťujú, ako si kontrolujú svoje investície.

Autori *Evelyna Derera, Pepukayi Chytakunye a Charles O'Neill (2008)*¹¹ sa zaoberajú nielen startupmi v menej rozvinutých častiach sveta ako je dnes napr. Dynamicky sa rozvíjajúca Južná Afrika, ale sa zaoberajú aj ženami v podnikaní v netradičných odvetviach a s problémami, s ktorými sa stretávajú pri získavaní kapitálu. V rámci Európy

⁶ McNALLY, K.: *Corporate Venture Capital: Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector*, Routledge London, 1997, ISBN 0-415-15467-7.

⁷ TENDAYI, V. – TOMA, D. – GONS, E.: *The Corporate Startup, How established companies can develop successful innovation ecosystems*, Vakmedianet, 2017, ISBN 9789462761506.

⁸ REID, G.S.: *Venture Capital Investment, An Agency Analysis of UK Practice*, Routledge London, 1998, ISBN 9780203066249.

⁹ CAMPBELL, K.: *Smarter Ventures: A Survivor's Guide to Venture Capital Through the New Cycle*, Pearson Education Ltd., 2003, ISBN-10:0273654039.

¹⁰ WONG, A., BHATIA, M., FREEMAN, Z.: *Angel finance: the other venture capital*, Strategic Change Volume 19 issue 7-8 2009, John Wiley & Sons, Ltd.

¹¹ DERERA, E., CHYTAKUNYE, P., O'NEILL, Ch.: *The Impact of Gender on Startup Capital: A Case of Women Entrepreneurs in South Africa*, The Journal of Entrepreneurship, 2008, 23(1) 95-114.

zaujímavý dlhoročný výskum uskutočnil *Tobias Stucki (2014)*¹² vo Švajčiarsku, kde skúmal vplyv finančných obmedzení na úspech začínajúcich podnikov a na ich problémy najmä v oblasti finančného zabezpečenia. Zistil, že finančné obmedzenia nie sú iba problémom v prvých rokoch podnikania, ale aj v ďalších rokoch, i keď v menšej miere. Vedecký článok od *Roberty Dessi (2005)*¹³ skúma nielen finančné zmluvy medzi podnikateľmi a ostatnými investormi, ale aj peňažné toky od investorov k podnikateľovi. Poukazuje tiež na tajné dohody medzi podnikateľom a rizikovým kapitálom na úkor ostatných investorov. Problémami, najmä financovania a kontroly udržateľného vývoja startupov sa zaoberajú aj ďalšie vedecké články od autorov *Davida W. Allena a Thomasa W. Halla (2014)*¹⁴. Na životaschopnosť rizikového kapitálu sa zameriava *Janet K. Smith (2010)*¹⁵, ktorá poukazuje na to, že rizikový kapitál závisí nielen od schopnosti riešiť nedostatky v stimuláciách a informáciách ale aj od nákladov alternatívnych zdrojov financovania a taktiež od regulačných a inštitucionálnych obmedzení, ktoré sa líšia v jednotlivých krajinách, priemyselných odvetviach a v priebehu času.

Autori *Ivan Dvořák a Pavel Procházka (1998)*¹⁶ sa vo svojej publikácii zameriavajú na charakteristiku rizikového a rozvojového kapitálu, na štruktúru trhu a fondov rizikového a rozvojového kapitálu. Taktiež sa zameriavajú na rizikový a rozvojový kapitál z hľadiska klienta a investora. Analýzou najnovších poznatkov o súvislostiach medzi startupom a podnikateľským modelom sa zaoberá *Štefan Slávik (2015)*¹⁷, ktorý skúma, kedy sa podnikateľský nápad stáva reálnym výrobkom a službou, ktorý uspokojí potreby zákazníka aj podnikateľa a zisťuje kedy sa startup transformuje na normálny podnik. *Branislav Zagoršek (2015)*¹⁸ popisuje podnikateľské stratégie, ktoré sú vhodné pre startupy. Determinuje

¹² STUCKI, T.: Success of start-up firms: the role of financial constraints, Industrial and Corporate Change, Oxford University press, Vol. 23, issue 1, s 25-64, 2014.

¹³ DESSI, R.: Start-up Finance, Monitoring and Collusion, The RAND Journal of Economics, Vol. 36., issue 2, s 243 – 277, 2005.

¹⁴ ALLEN, W.D., HALL, W.T.: Innovation, Managerial Effort and Start-Up Performance, Journal of Entrepreneurial Finance, Vol. 12, issue 2, s 87 – 118, 2007.

¹⁵ SMITH, J.K.: Venture Capital Approaches to Value Creation: Contracting and Deal Structure, Strategic Change, John Wiley & Sons, Ltd., Vol. 19, issue 7-8, 2010.

¹⁶ DVOŘÁK, I. – PROCHÁZKA, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, 1998, ISBN 80-85943-74-3.

¹⁷ SLÁVIK, Š. a kol.: Podnikateľské modely a podnikateľské stratégie Startupov I., Recenzovaný zborník vedeckých prác, Ekonomická univerzita v Bratislave, Vydavateľstvo EKONÓM, 2015, ISBN 978-80-225-4167-1.

¹⁸ ZAGORŠEK, B.: Podnikateľské modely a podnikateľské stratégie Startupov I., Recenzovaný zborník vedeckých prác, Ekonomická univerzita v Bratislave, Vydavateľstvo EKONÓM, 2015, ISBN 978-80-225-4167-1.

veľkosť startupov a ako vplýva pozadie zakladateľov na schopnosť prežiť v skorých fázach startupu a aký je vplyv geografického umiestnenia nového podnikania na prežitie, produktivitu a rast. Ďalší autori, ktorí analyzujú problematikou startupov sú *Eliška Záležáková*, ktorá sa zaoberá startupovou scénou na Slovensku. Zameriava sa na zdroje podpory, legislatívu a inštitúcie podporujúce startupy na Slovensku. *Juraj Mišun* analyzuje startupový a podnikateľský ekosystém, ktorý povzbudzuje rozvoj podnikania a definuje šesť komponentov, ktoré sú potrebné pre vytvorenie životaschopného ekosystému startupov. *Michaela Fogl (2015)*¹⁹ sa zaoberá významom startupov pre ekonomiku a ich financovaním. Taktiež charakterizuje jednotlivé druhy startupov ako aj typy financovania startupov. Problematika startupov, podielových fondov a suverénnych fondov je riešená aj u autorov *Boženy Chovancovej (2008)*²⁰ a *Ivety Pauhofovej (2014)*²¹. Ďalšia publikácia Boženy Chovancovej a *Vladimíra Bačišina (2005)*²² je venovaná problematike fondového priemyslu, hedgingových a penzijných fondov. Podielovými fondami, investovaním do podielových fondov a investičnými stratégiami sa zaoberá ďalší autor *Slavomír Steigauf (2003)*²³.

Oblasť startupového prostredia, rizikového kapitálu alebo Business Angels je monitorovaná aj rôznymi inštitúciami. V USA oblasť startupov a rizikového kapitálu zastrešuje inštitúcia *National Venture Capital Association (NVCA)*²⁴. V rámci Európy pôsobí aj špecializovaná inštitúcia *The European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)*²⁵, ktorá zverejňuje mnohé zaujímavé informácie z oblasti fungovania startupov, ako aj rôzne analytické dáta z tejto oblasti. Podobne, i na Slovensku dnes už pôsobí *Slovak Venture Capital and Private Equity Association (SLOVCA)*²⁶, ktorá združuje úspešných podnikateľov v startup spoločnostiach. Na Slovensku v poslednom období vzniklo aj niekoľko organizácií alebo inštitúcií (niektoré s finančnou podporou vlády Slovenskej republiky alebo s podporou Európskej únie), ktoré sa zaoberajú podporou startupov ako napríklad *Slovak*

¹⁹ ZÁLEŽÁKOVÁ, E., MIŠUN, J., VOGL, M.: Podnikateľské modely a podnikateľské stratégie Startupov I., Recenzovaný zborník vedeckých prác, Ekonomická univerzita v Bratislave, Vydavateľstvo EKONÓM, 2015, ISBN 978-80-225-4167-1.

²⁰ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív: Investičné a hypotekárne bankovníctvo, Vydavateľstvo Iura Edition, spol. s r.o., 2008, ISBN 978-80-8078-223-8.

²¹ PAUHOFOVÁ, I.: Suverénne fondy vo svete, Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach, 2014, ISBN 978-80-553-1855-4.

²² CHOVANCOVÁ, B. – BAČIŠIN, V.: Kolektívne investovanie – podielové a penzijné fondy, Wolters Kluwer (Iura Edition), 2005, ISBN 80-8078-062-5.

²³ STEIGAUF, S.: Fondy, jak vydělávat pomoci fondů, Grada, 2003, ISBN 802-470-247-9.

²⁴ NVCA – National Venture Capital Association, www.ncva.org.

²⁵ EVCA – The European Private Equity and Venture Capital Association, www.investeurope.eu.

²⁶ SLOVCA – Slovak Venture Capital and Private Equity Association, www.slovca.sk.

*Business Agency – SBA*²⁷. Oblasť kolektívneho investovania a podielových fondov na Slovensku zastrešuje *Slovenská asociácia správcovských spoločností (SASS)*²⁸. Na európskej úrovni je to *European Fund and Asset Management Association (EFAMA)*²⁹. Výskum v oblasti startupov v Slovenskej republike robila aj *KPMG (2016)*³⁰.

1.1 Venture Capital a jeho súčasť startup ako ekonomická kategória

Primárny význam pojmu „rizikový kapitál“ (*Venture Capital*) môžeme chápať na jednej strane ako podnik a na druhej strane súčasne aj riziko. Slovo venture sa dosť často používalo aj v spojení joint ventures – spoločný podnik. Termín „*Venture*“ teda možno chápať aj ako rizikový podnik, čo evokuje stav, že vo vzťahoch medzi podnikateľom a majiteľom kapitálu je niečo riskantné. Venture Capital vo finančnej teórii môžeme označiť nielen prívlastkom rizikový, ale aj rozvojový kapitál. S termínom rizikového kapitálu sa môžeme prvýkrát stretnúť vo vedeckej práci *J. Wittera*, ktorý predniesol vo svojom prejave na konferencii *Investment Bankers Association of America* v roku 1939 (2000)³¹. Slovo rizikový kapitál (*Venture Capital*) bol definovaný na Harward Business School ako „*dlhodobé investície do rizikových podnikov, ktoré nie sú obchodovateľné na verejnom trhu*“ (1988)³².

Rizikový kapitál možno charakterizovať ako špecifický spôsob financovania startupu. Ide o strednodobé až dlhodobé alternatívne finančné zdroje investované do základného imania firmy s vysokým stupňom rizika, ktorá nemá za sebou žiadnu históriu, tzn. práve vzniká. Investícia má umožniť realizovať nádejnú myšlienku, podnikateľský zámer. Rizikový kapitál je vymedzený na financovanie začatia činnosti (*seed capital, start-up capital*) a na rozšírenie činnosti (*other early stage, development, expansion*) (2009)³³. Rozvojový kapitál (*Private Equity*) je zasa investícia do fungujúcej firmy, ktorá trpí nedostatkom kapitálu na financovanie rýchlejšieho rastu, realizáciu nových zámerov a získanie nových trhov

²⁷ SBA – Slovak Business Agency, www.sba.sk.

²⁸ SASS – Slovenská asociácia správcovských spoločností, www.ass.sk.

²⁹ EFAMA - European Fund and Asset Management Association, www.efama.org.

³⁰ KPMG, Startup Survey 2016, dostupné na: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/startup-ecosystem-survey-slovakia-2016.pdf>.

³¹ KENNEY, M.: Note on „Venture Capital“. BRIE Working Paper 142, s 1-10, 2000.

³² DVORAK, I. – PROCHÁZKA, P.: Rizikový a rozvojový kapitál, Praha: Management Press 1988, s. 17, ISBN 80-85943-74-3.

³³ FREŇÁKOVÁ, M.: Rizikový a rozvojový kapitál ako špecifický zdroj podniku, Bratislava: Ekonóm 2009, ISBN 9978-80-225-2821-4.

(2008)³⁴. Investície sú smerované na reštrukturalizáciu podniku, na zmeny vlastníctva podniku (*management buy-in, management buy-out*), prefinancovanie dlhov (*debt replacement capital*) a na financovanie akvizícií (*acquisition capital*).

Rizikové investície sa zväčša robia do malých a stredných nových podnikov. Akcie týchto podnikov sa vo väčšine prípadov neobchodujú na verejnom trhu, ale sa obchodujú neverejne medzi fyzickými osobami a právnickými osobami. Nie sú zaregistrované na burze a nie sú kótované (*Unlisted and Unquoted Companies*) a ide teda o súkromné akcie. Investor dostáva za vložené peniaze akciový podiel alebo peniaze a poskytuje tak dlhodobý investičný úver s určitou splatnosťou (napr. od 3 do 7 rokov). Úroková miera týchto úverov sa buď nezverejňuje, alebo v prípadoch keď sa zverejnila, tak predstavovala LIBOR (*London Interbank Offered Rate – Londýnska medzibanková sadzba depozít*).

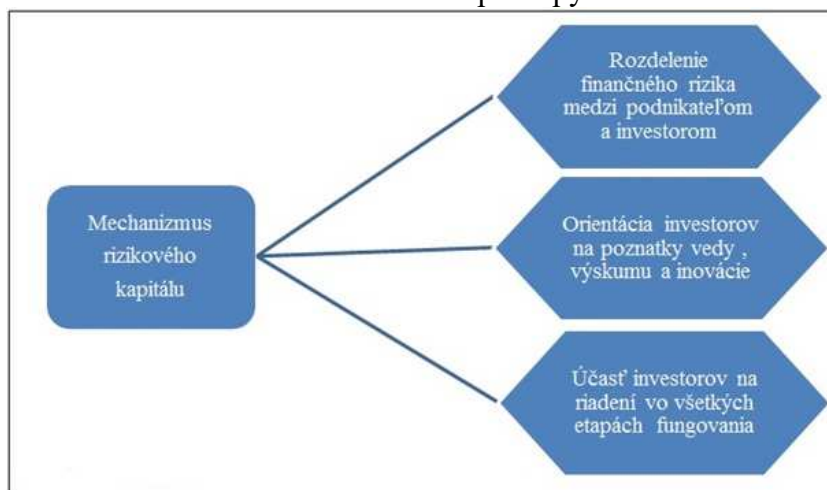
V praxi sa najčastejšie stretávame s kombinovanou formou rizikového kapitálu, pri ktorej sa časť finančných prostriedkov investuje do základného imania firmy a zvyšok sa firme poskytuje formou dlhodobého investičného úveru. Cieľom rizikového investora je čo najlepšie zhodnotiť svoju investíciu na rozdiel od strategického investora, ktorý sa snaží získať kontrolu nad spoločnosťou. Rizikový investor kupuje menšinový alebo menší ako kontrolný balík akcií a počíta s tým, že manažment firmy bude používať jeho peniaze na zabezpečenie rýchlejšieho rastu spoločnosti. Rizikový investor neberie na seba technické, manažérske alebo iné riziko, ale len finančné riziko. Záujmom investora je to, aby manažment firmy mal k dispozícii veľký balík akcií. Ak má manažment kontrolný balík, zachovávajú sa preň stimuly, vďaka ktorým sa aktívne podieľa na rozvíjaní podnikania. Ak firma, ktorej spolumajiteľmi sú manažéri spolu s rizikovým investorom dosahuje úspech, teda jej hodnota je po rokoch vyššia ako v čase, keď do nej vstupoval rizikový investor (*pre-money evaluation*), obe strany sa vyhli rizikám a všetci realizujú príslušný zisk. Ak firma nesplní očakávané predpoklady, rizikový investor môže úplne stratiť všetky peniaze, alebo v najlepšom prípade sa mu môže vrátiť časť peňazí, ktoré do podniku vložil. Kapitálový výnos dosahuje rizikový investor len po rokoch, keď sa mu podarí predat' akcie za cenu, ktorá niekoľkonásobne prevyšuje prvotnú investíciu. Preto rizikovní investori nemajú záujem o distri-

³⁴ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív: Investičné a hypotekárne bankovníctvo, Vydavateľstvo Iura Edition, spol. s r.o., s. 79, 2008, ISBN 978-80-8078-223-8.

búciu zisku podnikov, do ktorých investovali vo forme dividend a zisky reinvestujú. Samotný predaj akcií má v oblasti podnikania v rizikovom kapitáli pomenovanie termínom „exit“, teda výstup z podnikania.

Obdobie, v ktorom je v podniku prítomný popri jeho zakladateľoch aj rizikový investor, dostal pomenovanie „*spoločného bydliska – living with the company*“. Rozdelenie spoločných rizík medzi podnikateľa a rizikového investora a deklarovanie cieľov obidvoma stranami na začiatku spoločnej činnosti je základom, nie však automatickým predpokladom, ktorý by viedol k úspechu. Investovanie do vedecko-technických inovácií a nových technológií je riziková záležitosť. Pozostáva z toho, že finančné prostriedky sa poskytujú na perspektívnu myšlienku bez záruk. Samozrejme tento spôsob financovania sa odlišuje od iných modelov.

Tabuľka č. 1.1: Schéma – Základné princípy rizikového financovania



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa rôznych zdrojov

Principiálnou vlastnosťou rizikového kapitálu je to, že pri financovaní sa nevyžadujú dodatočné garancie, záruky, alebo iné nástroje zabezpečujúce finančného sprostredkovateľa voči riziku. Jedinou zárukou je dohovorený podiel na akciách spoločnosti. Ak sa firme podarí dosiahnuť veľmi dobré postavenie na trhu, môže vydať akcie a rizikový investor ich môže neskôr predat' na burze cenných papierov, pričom sa mu vráti nielen investovaná suma, ale aj zisk. Ak sa projekt nepodarí, maximum, na čo si môže investor nárokovať, je podiel na likvidačnom zostatku spoločnosti, ktorý je proporcionálny podľa vložených finančných prostriedkov. Na rozdiel od tradičných priamych investícií, kde sa nepočíta s prípadnými stratami, pri rizikovom financovaní sú straty niečím, s čím sa počíta. Rizikovní investori sa spolupodieľajú na všetkých rizikách podnikania spolu s podnikateľom, ktorý založil spoločnosť. Potreba rizikového kapitálu je spojená so štartujúcimi alebo malými podnikmi, ktoré

sa zaoberajú novými inováciami a snažia presadiť na trh nové, originálne technológie a perspektívne riešenia. Cesta do banky alebo do správcovskej spoločnosti, ktorá spravuje podielové fondy je pre tieto podniky uzavretá kvôli niekoľkým dôvodom:

- a) inovatívne projekty začínajú prinášať prvé výsledky po roku alebo po niekoľkých rokoch. Preto musí byť poskytovanie finančných prostriedkov na podobné projekty určené na dlhú dobu. Ak by podobná investícia do rizikového projektu bola v bilancii banky, mohla by sa posudzovať negatívne a kazila by nielen jej finančné ukazovatele, ale predstavuje aj veľké riziko straty finančných prostriedkov a v neposlednom rade by zhoršila aj imidž banky vo vzťahu ku klientom,
- b) banky si väčšinou pri úvere pre podnikateľov žiadajú garanciu, alebo záložné právo na aktíva. Podnikateľ na začiatku svojho podnikania v niektorých prípadoch nemá čo dať založiť, keďže má len „svoju myšlienku alebo len vzorku produktu“ a v niektorých prípadoch ani nechce kvôli podnikaniu riskovať svoj vlastný majetok,
- c) pri podielových fondoch je riziko investovania do startupov omnoho rizikovejšie ako pri banke a to jednak z dôvodu veľmi komplikovaného spôsobu ocenenia takéhoto startupu a jednak z dôvodu, že ani v legislatíve to nie je zatiaľ ošetrené.

Rizikový kapitál sa od bankových úverových prostriedkov odlišuje aj inými vlastnosťami. *Pod rizikovým kapitálom (1998)*³⁵ treba chápať syntézu finančných prostriedkov a manažérskych návykov, ktoré sa vkladajú do firiem generujúcich inovácie spoločností v etape ich vytvárania, vzniku a expanzie, ktoré nemajú vlastné finančné prostriedky a skúsenosti s vedením podnikania a nie sú kvôli zisku vedené profesionálnymi manažérmi. V súvislosti s venture capitalom sa vytvára aj nová terminológia a niekoľko základných pojmov súvisiacich s fondmi rizikového kapitálu (2015)³⁶:

- *Investičná zmluva / Rámcová zmluva o podmienkach spolupráce (Investment Agreement/ Subscription Agreement)* – rámcová zmluva medzi startupistom a investorom, ktorá obsahuje záväzok investora kúpiť obchodný podiel/akcie vo firme (startupe), ako aj záväzok zakladateľa urobiť všetko pre to, aby dohodnutý projekt prosperoval. Súčasťou býva aj akcionárska zmluva upravujúca právne a ekonomické vzťahy medzi oboma stranami.

³⁵ DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, 1998, ISBN 80-85943-74-3.

³⁶ DROBNÝ, M. a kol.: Povinná príručka každého startupu, Startup 4 Dummies, Digital Visions, spol. s r.o., s 83, 2015, ISBN 978-80-97112-3-6.

- *Akcionárska zmluva (Shareholders Agreement)* – zmluva, ktorá obsahuje jasné a presné pravidlá nastavenia ekonomických a právnych vzťahov medzi partnermi, ako napríklad určité obmedzenia pre zakladateľov pri riadení spoločnosti, rôzne záruky, informačné povinnosti, rozhodnutia, ktoré by mali podliehať schváleniu investorom, ako aj riešenie patových situácií, či horizont exitu investora z firmy a jeho vyplatenie.
- *Vyhlásenia a záruky (Representations and Warranties)* – startupista poskytne investorovi určité vyhlásenia a záruky, na ktoré sa investor spolieha pri investícii do firmy. Môže to byť napríklad vyhlásenie, že autorstvo projektu je jeho, že pri príprave obchodných plánov neuviedol úmyselne nepravdivé informácie, alebo že sa nebude venovať viacerým projektom naraz.
- *Firma / startup* – firma, prostredníctvom ktorej bude startup vykonávať svoju podnikateľskú činnosť a v ktorej investor získa podiel – väčšinou ide o spoločnosť s ručením obmedzeným alebo akciovú spoločnosť (v súčasnosti je už prijatý nový zákon, ktorý definuje startup ako – jednoduchú spoločnosť na akcie).
- *Investovaná čiastka (Investment Amount)* – vklad, ktorý investor investuje do firmy a prostredníctvom ktorého sa bude podieľať na podnikaní firmy.
- *Základné rozhodnutia (Fundamental decisions / Restricted decisions)* – účelom základných rozhodnutí je poskytnúť investorom právo veta a limitovať startupistov v rozhodovaní o kľúčových rozhodnutiach (napr. rozhodnutia súvisiace s kúpou/predajom majetku, zadlženosťou alebo zmeny v podnikateľskej činnosti firmy).
- *Zakladateľ (Founder)* – osoba startupistu, resp. tím zakladateľov startupu.
- *Patová situácia (Deadlock Situation)* – akcionárska zmluva myslí aj na možný vznik patových situácií a ich riešenie (napr. likvidácia firmy alebo finančné vyrovnanie medzi partnermi).
- *Právo požadovať odkúpenie podielu na firme investorom, resp. startupistom v prípade predaja firmy tretím osobám (Drag along / Tag along)* – rieši exit investora z firmy. V prípade, že investor nájde kupujúceho pre firmu a ten si želá kúpiť celý podiel vo firme, má investor právo požadovať odkúpenie podielu startupistu (*drag along*). Opačne, za účelom ochrany startupistu pri zmene investora, tzn. partnera vo firme môže mať startupista právo požadovať odkúpenie jeho podielu vo firme (*tag along*).
- *Nekonkurenčná doložka (Non-compete clause)* – startupista bude mať v zmluve nekonekurenčnú doložku, inak povedané, zákaz konkurencie, tzn. limitujúce možnosti jeho angažovanosti v iných projektoch a pre iné subjekty.

- *Zmluva o dôvernosti informácií (NDA)* – sa týka informácií poskytnutých investorom / startupistom, ktoré súvisia s rokovaním a vstupom investora do firmy.
- *Fond rizikového kapitálu (Venture Capital Fund)* – investičná spoločnosť, ktorá uskutočňuje investície výlučne do základného imania, teda do majetkových cenných papierov podnikov alebo do podielov v podnikoch s vysokou mierou rizika v očakávaní mimoriadne vysokého zisku. Fondy rizikového kapitálu sú právnické osoby. Zvyčajne 70 % až 80 % projektov neprináša výnosy, ale zisky zvyšných 20 % až 30 % prevyšujú straty neúspešných investícií. Investormi fondov rizikového kapitálu sú kvalifikovaní investori (napr. banky, poisťovne alebo dôchodkové fondy).
- *Fondy súkromných investícií (Private Equity Fund)* – je to schéma kolektívneho investovania, ktorá smeruje svoje investície do základného imania, teda do akcií rizikových podnikov v počiatočných štádiách ich rozvoja. Private Equity Fonds niekedy kombinujú investície do akcií s poskytovaním pôžičiek.
- *Spoločnosť rizikového kapitálu (Venture Capital Company)* – je to obchodná spoločnosť, ktorá sa špecializuje na správu a riadenie fondov rizikového kapitálu, ktoré zhromaždili majitelia podielov.
- *Podnikateľskí anjeli (Business Angels)* – súkromní investori, ktorí vkladajú finančné prostriedky do rizikových, predovšetkým inovačných projektov v ranných štádiách ich vzniku. Podnikateľskými anjeli bývajú zvyčajne fyzické osoby, ale vyskytujú sa niekedy aj právnické osoby. Charakteristickou vlastnosťou podnikateľských anjelov je neexistencia formálne registrovaného fondu a firmy, ktorá riadi fondy.
- *Rizikové financovanie (Venture Finance)* – je zamerané na financovanie výsledkov základného a aplikovaného výskumu a vývoja s cieľom uviesť službu alebo konkrétny tovar na trh.

V porovnaní s inými formami financovania má rizikový kapitál niekoľko podstatných výhod. Zabezpečuje finančné prostriedky pre ďalší rast firmy a ďalšie etapy jej vývoja. Počas existencie novátorskej firmy rizikovní investori nepožadujú vyplácanie dividend. To sa pozitívne prejavuje na hotovostných tokoch firmy. Nemusí to byť v prípadoch, keď rizikový investor vstupuje do firmy formou privilegovaných akcií (*preferred stocks*), ktoré investorovi zabezpečujú prednostné právo na výplatu dividend, alebo postupným splácaním určitých čiastok menovitej hodnoty akcie, dlhopisu, alebo iného typu hybridného cenného papiera, ktorý má v sebe vlastnosti akcie a dlhopisu. Rizikový kapitál neposkytuje len finančné prostriedky, ale aj manažérske návyky potrebné pre štart a riadenie firmy alebo predajné

kanály. Rizikový kapitál je schopný zabezpečiť niekoľkonásobne vyšší zisk ako vklady do bezrizikových finančných aktív. Najväčší zisk patrí nie tomu, kto niečo vynašiel, ale tomu, kto vložil peniaze do realizácie rizikovej myšlienky. Rizikový kapitál je aj komercializáciu nových poznatkov vedy a výskumu, teda výsledkov projektov (2016)³⁷ a intelektuálnej činnosti novátorských podnikov.

Rizikový kapitál vytvára prostredie a podmienky pre rozvoj nových inovatívnych firiem, ktoré sú schopné prichádzať s novými prelomovými technológiami a poznatkami, ktoré by mohli byť základom nových priemyselných odvetví v budúcnosti. Vďaka existencii fondov rizikového kapitálu môžu novátorské firmy získať investície v akejkoľvek fáze svojej existencie. Záujem o investovanie do rizikového kapitálu bol vyvolaný hlavne vysokými výnosmi, ktoré mnohonásobne prevyšovali tradičné bankové operácie alebo investovanie na burze a zároveň umožnil financovanie nových inovatívnych myšlienok a vynálezov v počiatočnej etape. Vďaka rizikovému kapitálu sa v mnohých prípadoch v národnej ekonomike pasívne finančné prostriedky premieňajú na zvláštny druh finančného kapitálu, ktorý prináša jeho majiteľom mimoriadne zisky.

1.2 Historický vývoj startup spoločností a ich jednotlivé etapy

Súčasný rizikový kapitál, ktorý je spojený s investovaním do vedeckých, výskumných, technologických a inovačných projektov vznikol po II. svetovej vojne a rozvíjať sa začal v polovici päťdesiatich rokov minulého storočia, keď sa bankový systém ukázal ako strnulý a nedostatočný na financovanie rýchleho povojnového vzniku a rastu podnikov.

Za zakladateľa moderného Venture Capital priemyslu je označovaný *G. Doriot* (2008)³⁸, ktorý v roku 1946 spolu s *R. Flandersom* a *K. Comptonom* založili spoločnosť American Research and Development Corporation (ARDC), prvú firmu orientovanú na rizikové investovanie. Najväčším úspechom tejto firmy bolo investovanie 70 tis. USD do spoločnosti Digital Equipment Corporation v roku 1957, ktorá sa zaoberala výrobou minipočítačov na vedecké účely, pričom celková hodnota tejto spoločnosti po vstupe na burzu v roku 1968 narástla na 355 mil. USD. Rizikový kapitál sa usadil v Silicon Valley

³⁷ FELD, B., MENDELSON, J.: *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*, John Wiley & Sons, 2016, ISBN-10:1119259754.

³⁸ ANTE, Spencer E.: *Creative Capital: George Doriot and the Birth of Venture Capital*, Harvard Business Review Press, 2008, ISBN-10: 9781422101223.

v Kalifornii, ktorá je centrom súčasnej americkej informatiky, telekomunikácií a iných vysokých technológií. Prvé firmy rizikového kapitálu boli spojené s výrobou kremíkového tranzistora, laserovými a sieťovými technológiami, biotechnológiami a nanotechnológiami. Rizikový kapitál je alternatívnym zdrojom financovania súkromného podnikania, ktorý sa objavil v USA v polovici 50. rokov. V Európe sa rizikový kapitál rozvinul koncom 70. rokov a teda podstatne neskôr ako v USA. Predtým ako sa objavil rizikový kapitál bolo vo svete známych len niekoľko zdrojov financovania malých a stredných podnikov a to bankový kapitál, veľké firmy a bohatí jednotlivci.

Prvou investíciou typu „*Startup*“ bolo založenie spoločnosti Fairchild Semiconductor v roku 1957 firmou Venrock Associates. V roku 1957 Arthur Rock, investičný bankár, ktorý pracoval v investičnej banke na Wall Street dostal ponuku od Eugena Kleinera zo spoločnosti Shokey Semiconductor Laboratories, ktorého šéf firmy William Schockley práve dostal Nobelovu cenu za vynález tranzistora, že hľadajú inú firmu, ktorá by bola schopná vyrábať nový kremíkový tranzistor. A. Rock sa obrátil na 35 investorov, ale nebol veľmi úspešný vzhľadom na to, že doposiaľ sa nikdy nevytvárala špeciálna firma kvôli rozvoju určitej konkrétnej myšlienky. Nakoniec A. Rock našiel Shermana Fairchilda, ktorý bol vynálezcom a mal za sebou prax zakladania nových technologických firiem a poskytol potrebných 1,5 mil. USD na rozbeh spoločnosti. Tak vznikla firma Fairchild Semiconductors, prarodič všetkých polovodičových firiem v Silicon Valley v USA (2008)³⁹. A. Rock okrem toho investoval do štartu takých firiem ako napríklad Apple, Scientific Data Systems, Teledyne.

Ďalším známym rizikovým investorom je *Thomas James Perkins*⁴⁰, ktorý svoje úspory vo výške 10 tis. USD vložil do plynového lasera od svetovo známej firmy Hewlett-Packard. Projekt bol taký úspešný, že po istom čase firmu predal spoločnosti Spectra Physics. Koncom päťdesiatych rokov nebol v USA veľký počet rizikových investorov. Patrili medzi nich okrem A. Rocka a T. J. Perkinsa, George Quist, Bill Hambrecht, Tommy Davis, Bill Edwards, Reid Dennis, Bill Draper, Gene Kleine alebo Don Valentine, ktorý v roku 1987 investoval do firmy Cisco Systems, ktorá je popredným výrobcom zariadení pre

³⁹ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív: Investičné a hypotekárne bankovníctvo, Vydavateľstvo Iura Edition, spol. s r.o., s 78, 2008, ISBN 978-80-8078-223-8.

⁴⁰ PERKINS, T. J.: dostupné na: [https://en.wikipedia.org/wiki/Thomas_Perkins_\(businessman\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Thomas_Perkins_(businessman)).

internet. Jeho firma kúpila akcie Cisco Systems za 2,5 mil. USD. Presne o rok hodnota jeho balíka akcií dosiahla 3 mld. USD.

Vďaka pionierom rizikového kapitálu za posledných 40 rokov sa v USA vytvorili stovky tisíc pracovných miest. Firmy, ktorých založenie a štart financovali, v súčasnosti priťahujú miliardové tržby a zisky. Vytvorenie rizikového kapitálu v USA sa stotožňuje s obdobím rastu vysokých technológií, najmä osobných počítačov, ale aj s rastom životnej úrovne strednej triedy v USA. Súčasní giganti priemyslu vysokých technológií ako napríklad Apple Computers, Compaq, Sun Microsystems, Microsoft, Lotus, či Intel sa mohli stať tým, čím sú dnes len vďaka rizikovému kapitálu. Veľký rast takých odvetví ako výpočtová technika, či biotechnológie bol možný len vďaka rizikovému kapitálu. Tom Perkins v spomienkach vyjadril názor, *„že v čase štartu rizikového kapitálu investori peniaze, ktoré zarábali, boli v skutočnosti len postranným produktom“*. Poznamenáva, že hybnou silou rizikového kapitálu *„bolo želanie vytvárať úspešné firmy, ktoré rozvíjajú nepredstaviteľne nové technológie, ktoré zmenili svet“*.

Nástup rizikového kapitálu má v Európe kratšiu históriu. Súkromní podnikatelia dovtedy jednoducho nemali voľný prístup k finančným prostriedkom, ktoré by boli investované do základného imania firmy. Od polovice osemdesiatych rokov sa európski investori začali orientovať na vkladanie finančných prostriedkov skôr do akcií ako do dlhových cených papierov, ktoré sú pre Európu obvyklejšími investičnými nástrojmi. V Európe je pionierom rizikového kapitálu Veľká Británia, ktorá je najstarším a súčasne najsilnejším finančným centrom na svete. V roku 1979 predstavoval objem rizikového kapitálu vloženého do súkromných akcií vo Veľkej Británii len 20 mil. GBP. O osem rokov investori nasmerovali do oblasti rizikového kapitálu 6 mld. GBP. Rizikový kapitál sa ako organická súčasť trhových vzťahov nevyvíja rovnomerne. Obdobia záujmu investorov o akcie orientované na vedecké poznatky sa striedajú s nezáujmom, ktorý stavia tento druh podnikania na hranu existencie. Avšak v USA sa vždy táto časť finančných služieb oživuje vďaka prispôbovaniu sa podmienkam na trhu, ale aj podpore zo strany štátu. Na druhej strane treba povedať, že nielen vedecké a výskumné činnosti žijú vo vyspelých krajinách vďaka rizikovému kapitálu, ale naopak, aj mechanizmy rizikového kapitálu fungujú vďaka vedeckým a technickým inováciám.

Pre rizikový kapitál, tak ako aj pre iné segmenty finančného trhu sú podľa *G. Habera* charakteristické *cyklické výkyvy* (2001)⁴¹. Obdobie hlavného rastu rizikového kapitálu prišlo začiatkom 80. rokov minulého storočia, ktorý nasledoval po recesii v polovici 70. rokov. Prudký rast sa skončil v roku 1990, keď ho vystriedala recesia, ktorá trvala 3 – 4 roky. V roku 1995 sa začal nový, veľmi veľký rast kapitálových trhov, ktorý trval do februára 2000. V tomto období prudko stúpili investície do verejne obchodovateľných cenných papierov. Paralelne s nimi stúpili finančné investície do súkromných firiem, ktoré zabezpečil rizikový kapitál. V polovici deväťdesiatych rokov svetový trh rizikového kapitálu po prvý raz prekročil hranicu 100 mld. USD a internet sa považoval za kľúčovú inováciu tohto obdobia a predpovedal sa mu veľký trhový potenciál, čo sa aj potvrdilo. Takýto veľký objem investovaných finančných prostriedkov bol dôsledkom pokračujúcej ekonomickej konjunktúry v deväťdesiatych rokoch. Nastalo obdobie, keď sa začali objavovať novinky, ktoré vylepšovali základný modul. Nepotrebovali podstatné vedecké objavy len určité inovácie, alebo nové obchodné riešenia a operatívne kapitálové investície, ktoré umožňovali podnikom obsadiť potrebné trhové pozície. Najväčšie novinky 20. storočia boli približne z dvoch tretín financované rizikovým kapitálom a vznikli v laboratóriách mimo veľkých firiem a priemyselných konglomerátov. Firmy, ktoré podporoval alebo podporuje rizikový kapitál, sa rozvíjajú rýchlejšie. Prejavuje sa to aj v zozname najväčších amerických firiem *Fortune 500*⁴². Rizikovému kapitálu patrí kľúčová úloha vo vytvorení vysoko kvalifikovaných pracovných miest v malých a stredných firmách, ktoré sú najlepšie platené. Asi 4 % najrýchlejšie rastúcich firiem vytvárajú asi do 20 % všetkých nových pracovných miest v USA, Veľkej Británii, Francúzsku a Holandsku. Investori rizikového kapitálu stále ostro sledujú vedecko-technické inovácie a rýchlo reagujú na zmeny v jednotlivých odvetviach a to napomáha formovaniu priemyslu rizikového kapitálu, ktorý umožňuje efektívne využitie finančných prostriedkov v inovačnom systéme v tej ktorej krajine.

1.3 Doterajšie formy financovania startup spoločností

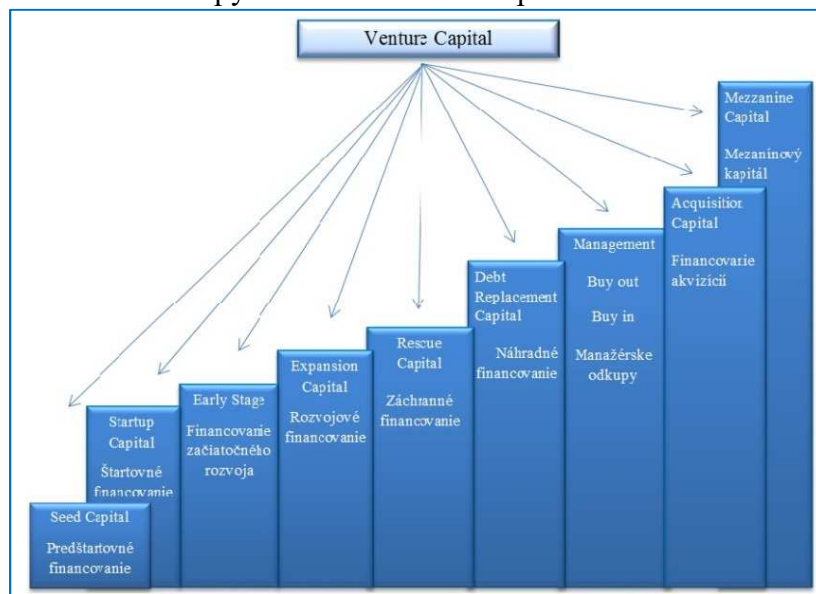
Rizikový kapitál je zvláštnym druhom finančného kapitálu. Rizikový kapitál sa však spája aj s inými druhmi kapitálu, napríklad s ľudským kapitálom, a preto sa jeho podstata nedá vysvetliť len z finančného pohľadu. Rizikový kapitál je produktom akumulácie a preto

⁴¹ HABERLER, G.: *Prosperity and Depression, A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, Taylor & Francis, 2011, ISBN-13: 978-1-4128-4220-4.

⁴² FORTUNE 500, dostupné na: <https://fortune.com/fortune500/>.

má podobu fiktívneho kapitálu, ktorý cirkuluje v ekonomike v rôznych podobách, ktoré nahrádzajú peniaze, väčšinou však v podobe rôzneho druhu cenných papierov. Najrozšírenejším druhom cenných papierov sú akcie. Rizikový kapitál sa však nedá stotožniť s kapitálom, s ktorým sa obchoduje na sekundárnom trhu. Je na to jednoduchý dôvod. Hodnota cenných papierov, najmä akcií, ale aj dlhopisov, ktoré sa obchodujú na verejných trhoch sa dá poistiť voči kolísaniam, nákupom odvodených cenných papierov ako napríklad opcie, termínované obchody alebo inak štrukturované finančné produkty, ktoré umožňujú minimalizovať prípadné straty investora. Pri rizikovom investovaní nie je možné poistiť vklad do podniku voči strate. Najdôležitejšou vlastnosťou rizikového kapitálu je stála väzba s inovačnou činnosťou, vedou a výskumom. Rizikové investovanie ako proces prebieha v niekoľkých etapách, ktoré sú naviazané na životný cyklus firiem. V rôznych obdobiach sa kapitál používa na rôzne účely. Venture kapitáloví investori sa medzi sebou odlišujú nielen veľkosťou a odvetvovou orientáciou, ale predovšetkým zameraním na určitú fázu rozvoja firiem.

Graf č. 1.1: Etapy realizácie venture capital



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa rôznych zdrojov

Prvé tri typy 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. Investície rizikového kapitálu možno rozčleniť podľa niekoľkých charakteristík (2008)⁴³:

⁴³ CHOVANCOVÁ, B. a kolektív: Investičné a hypotekárne bankovníctvo, Vydavateľstvo Iura Edition, spol. s r.o., 2008, ISBN 978-80-8078-223-8, p. 83.

- *Predštartovacie financovanie (seed capital)* – ide o financovania vývoja výrobku, pre ktorý len v budúcnosti vznikne firma, ktorá ho bude ponúkať. Príkladom môže byť aj poskytnutie finančných prostriedkov podnikateľovi, ktorý len vyvíja prototyp výrobku.
- *Štartovacie financovanie (startup capital)* – financie sú poskytované firme, ktorá má pripravený produkt, riadenie a organizačné zabezpečenie predaja a jasne vymedzený trh, na ktorý chce preniknúť.
- *Financovanie začiatočného rozvoja (early stage expansion capital)* – je to väčšinou firma, ktorá existuje, má svoj produkt a plán a doposiaľ nepotrebovala zisk. Potrebuje však ďalší kapitál, aby sa mohla ďalej rozvíjať.
- *Rozvojové financovanie (expansion capital)* – používa sa hlavne na zvýšenie základného pracovného kapitálu firiem, zavedenie ďalšieho výrobku či služby, zameranie na geograficky vzdialenejší trh alebo na ďalšie náklady spojené so získaním väčšieho množstva dodatočných finančných prostriedkov. V Európe je toto najčastejšie zameranie rizikového kapitálu.
- *Financovanie akvizícií (acquisition capital)* – predstavuje aktivitu súkromných firiem pozostávajúcu vo vzájomnom skupovaní, preberaní vlastníckych podielov pasívnych akcionárov a rastúce majetkové ambície manažmentu. K tomuto typu investícií patrí teda management buy-out a management buy-in. *Management buy-out* 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*.
- *Pre financovanie 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 v svojej snahe o záchranu firmy.

Tabuľka č. 1.2: Fázy životného cyklu rizikového kapitálu

Číslo fázy	Pomenovanie fázy cyklu	Krátka charakteristika z pohľadu jednotlivých fáz
1.	<i>Seed Stage</i> – 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.	<i>Startup Stage</i> – štartovacia fáza	• Začiatok výrobnjej 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.	<i>Early Stage</i> – fáza prvej expanzie, rozšírenia a prieniku	• Formovanie vlastného trhového podielu a potenciál rastu firmy. • Rizikové financovanie kvôli prieniku na trh, dokončenie výskumných prác, zvýšenie 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.	<i>Expansion stage</i> – fáza rýchlej expanzie, rozšírenia a rastu	• Rozšírenie trhov a získanie nových. • Rozvoj a technologická obnova výroby. Rizikové financovanie (kombinácia s úverom) kvôli rozšíreniu a zlepšenie odbytu a produkcie. 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.	<i>Mezzanine stage</i> – právna fáza (medzi poschodová)	• Aktívne a stabilne fungujúca firma v podmienkach silnej 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.	<i>Liquidity (bridge) stage</i> – 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 vstupom firmy na verejné trhy alebo kvôli tomu, že ju chcú získať iní investori (management-buy-in). • Rast ziskov. Realizácia výnosu z investovania. Koniec investovania.

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Investičné a hypotekárne bankovníctvo, Vydavateľstvo Iura Edition, 2008.

Akákoľvek ekonomika potrebuje rizikový kapitál a bez rizika nie je možné ani samotné podnikanie. Rizikové financovanie sa dá chápať ako hybridná forma financovania novátorských firiem, ktorá využíva doterajšie najefektívnejšie formy práce komerčných bánk prevažne pôsobiacich v segmente dlhového financovania (dlhovými cennými papiermi ako sú dlhopisy, zmenky a komerčné poukážky), ale aj investičných bánk, ktoré využívajú kapitálové financovanie (majetkovými cennými papiermi, teda akciami).

Výnosy rizikových investorov pochádzajú z ich majetkového podielu vo firme, do ktorej vložili peniaze. Na druhej strane fondy rizikového kapitálu majú systém neformálneho monitorovania, ale aj formálnej kontroly firiem, ktorým poskytli peniaze. Rizikových kapitálových investorov možno rozdeliť podľa typu ich zakladateľov, teda podľa spôsobu ako získali kapitál pre svoje podnikanie (1998)⁴⁴:

- *Obchodní anjeli (Business Angels)* – jedná sa o súkromné osoby, ktoré investujú finančné prostriedky zo svojho vlastného kapitálu. Kvôli zníženiu rizika si niekedy títo investori založia investičné združenie prostredníctvom ktorého môžu investovať väčšie finančné čiastky.
- *Nezávislí investori (Independent investors)* – takto sú označované investičné subjekty, ktoré zhromaždili finančné prostriedky z viac ako jedného zdroja (napr. dôchodkových fondov, poisťovní, bánk ale aj od firemných a súkromných investorov).
- *Závislí investori (Dependent investors)* – sú investičné subjekty špecializujúce sa na rizikový a rozvojový kapitál. Jedná sa o pobočky alebo divízie investičných inštitúcií (napr. banky, dôchodkové spoločnosti alebo správcovské spoločnosti), ktoré spravujú investície v mene materskej spoločnosti.
- *Čiastočne závislí investori (Semidependent investors)* – jedná sa o investorov, ktorí navyše spravujú fondy založené nezávisle od materskej firmy.
- *Vládou podporované organizácie (Government supported organizations)* – sú to investori, ktorí získavajú kapitál priamo alebo nepriamo z vládnych zdrojov alebo sú iným spôsobom podporovaní vládou.

Ďalej to môžu byť *súkromné kapitálové spoločnosti* (zakladateľmi sú skúsení zamestnanci bánk, ktorí majú natoľko veľký imidž, že sú schopní zhromaždiť dostatočne veľké množstvo investičných prostriedkov), *dcérske firmy finančných inštitúcií* (tieto firmy majú ľahší prístup ku kapitálu a materské spoločnosti sú im schopné zabezpečiť dostatok kapitálu) alebo *komanditná spoločnosť* (v nej majú podiel podnikatelia, ktorí založili firmu, ale aj rizikovní investori).

Pri investícii rizikového kapitálu do firmy nejde len o jednorázovú finančnú pomoc. Vstupom investora do spoločnosti neprichádzajú len finančné prostriedky, ale investor pri-

⁴⁴ DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P.: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, 1998, ISBN 80-85943-74-3.

náša v sebe odborné znalosti, manažérske skúsenosti, ale aj strategické rozhodnutia pre celkový rozvoj spoločnosti. Financovanie firmy prostredníctvom rizikového kapitálu sa zameriava na projekty, pri ktorých nie je možné využívať klasické zdroje ako sú bankové úvery, či pôžičky. Podniky, ktoré využívajú financovanie prostredníctvom rizikového kapitálu (2008)⁴⁵ majú určité špecifiká:

- v spoločnosti existuje riziko vyplývajúce z budúceho rastu firmy,
- manažment nemá dostatočné skúsenosti,
- počas investičného procesu sa vyskytuje asymetria informácií,
- odlišnosťou je aj charakter majetku, keďže investície sú nasmerované hlavne do podnikov s vysokým podielom nehmotného investičného majetku.

Financovanie prostredníctvom rizikového kapitálu má nielen výhody, ale aj nevýhody. Na tieto skutočnosti by nemali zabúdať ani investori, ale ani začínajúci podnikatelia. Je rozdiel, či začínajúci podnikateľ použije svoje finančné prostriedky na projekt, alebo požiadá banku o úver, aby prostredníctvom neho mohol financovať svoj podnikateľský zámer. A taktiež je rozdiel, keď podnikateľ použije finančné prostriedky, ktoré mu poskytne Business Angel alebo rizikový kapitál. Mnoho podnikateľov pri investovaní do startupov nerozlišuje medzi kapitálom od podnikateľského anjela a venture kapitálového investora. Každá takáto investícia má svoje špecifiká a je charakterizovaná určitými rozdielmi. Je dôležité si uvedomiť, že investor, či už to je podnikateľský anjel alebo venture kapitálový investor nevstupuje do projektu len tak náhodou. Vstup do spoločnosti je premyslený, systematický a metodický proces, ktorého základom je dopredu premyslená investičná stratégia s cieľom dobre kúpiť a neskôr dobre predať. Aký je rozdiel medzi bankovým úverom, Business Angel a venture kapitálovým investorom ukazuje nasledovná tabuľka č. 1.3.

Tabuľka č. 1.3: Rozdiely medzi bankovým úverom, Business Angel a VKI

Charakteristika rozdielov	Bankový úver (Banka)	Business Angel (BA)	Venture kapitálový investor (VKI)
Pôvod financií	Používajú sa finančné prostriedky banky.	BA investuje svoje vlastné finančné prostriedky.	VKI je spoločnosť, ktorá sa zodpovedá svojim akcionárom, ktorí do nej vložili financie a financie manažuje nezávislý manažér v zmysle odsúhlasených pravidiel a investičnej stratégie.

⁴⁵ CHOVANCOVÁ, B. a kol.: Investičné a hypotekárne bankovníctvo, Bratislava: IURA Edition, 2008, s. 80, ISBN 978-80-8078-223-8.

Postoj k riziku	Banka nie je ochotná podstúpiť veľké riziko. Riziko poskytnutia úveru si ošetruje banka ručeným majetku žiadateľa alebo inými aktívami (vklady v banke, cenné papiere, tretie osoby).	Pri BA je ochota podstupovať riziko individuálna. Niektorí BA investujú svoje finančné prostriedky aj do rizikovejších projektov a to len na „základe svojich intuícií a pocitov“ a iní BA sú opatrnejší ako banky.	Pri VKI je postoj k investovaniu a riziku iný a závisí nielen od stanovenej investičnej stratégie, ale aj od pôvodu finančných prostriedkov.
Spôsob rozhodovania	O poskytnutom úvere rozhoduje úverový výbor na základe predložených podkladov a podmienok, ktoré má nastavené banka na poskytovanie úverov (rating, rizikovosť odvetvia, atď.)	BA uskutočňuje svoje rozhodnutia sám a to nielen pri investovaní, ale aj pri predaji svojho podielu. Tieto rozhodnutia sú niekedy rýchle a spontánne a majú niekedy snahu podporiť aj „garážovú firmu“ s dobrým nápadom.	Rozhodovanie manažérov pri VKI je veľmi metodické a systematické. Rozhoduje sa na základe dát a vopred stanovenej investičnej stratégie (napr. do akých firiem sa bude investovať, do akého sektora, do akého regiónu, v akom objeme a na aké časové obdobie).
Štádium, v ktorom do firiem investujú	Banka veľmi neinvestuje do firiem. Banka len poskytuje firmám úver, ktoré už majú za sebou nejakú históriu, obrat alebo prípadne zisk.	BA väčšinou investujú do raných štádií podnikania, ktorým startupisti sú schopní odprezentovať prototyp produktu „ <i>minimum viable product</i> “, a tým demonštrujú svoje schopnosti, že vedú doviest projekt do realizačnej fázy.	VKI majú jasne vymedzenú svoju investičnú stratégiou a väčšinou investujú v neskorších štádiách, keď sa už produkt nachádza v štádiu „ <i>product market fit</i> “ a je potrebné vložiť financie hlavne do marketingu. Existujú aj tzv. „seed fondy“, ktoré investujú v skorých štádiách podnikania.
Požiadavky na due diligence	Banka pri poskytovaní úverov nevyžaduje due diligence, keďže nevstupuje do firmy ako investor.	Snahou BA je väčšinou jednať rýchlo a preto majú aj nižšie požiadavky na proces due diligence ako pri VKI.	Pri investíciách VKI kladú oveľa väčší dôraz na due diligence ako iní investori a rozsah due diligence závisí od vývojového štádia, v ktorom sa spoločnosť nachádza.
Nároky na rastový potenciál firiem, do ktorých investujú	Banku zaujíma rastový potenciál firmy len do tej miery, či bude splatený úver (istina + úrok) v stanovenom termíne.	Investície BA niekedy smerujú aj do firiem, ktoré pôsobia na okrajovom (<i>niche</i>) trhu alebo do firiem, ktoré nemusia mať hneď od začiatku „ <i>raketový</i> “ rastový potenciál, ale dlhodobý potenciál majú. BA však na druhej strane neradi investujú do firmy, ktorej rast si vyžiada ďalší značný kapitál ale firma nemá šancu osloviť ďalších a väčších investorov.	VKI vždy zvažujú, do akej spoločnosti investujú, aký bude ďalší rozvoj firmy, kedy bude potrebný ďalší kapitál a aký priestor na rast a zhodnotenie svojej investície bude mať investor prichádzajúci po nich.
Výška investícií	Banka poskytne úver podnikateľovi len do takej výšky, aby bol schopný úver zaplatiť včas.	BA podľa Európskej siete podnikateľských anjelov (EBAN) priemerná suma investícií v roku 2017 predstavovala 25 000 Eur (2017) ⁴⁶ .	Pri VKI sa investície začínajú od stovkách tisíc eur.
Angažovanosť vo	Banka sa nijakým spôsobom neangažuje vo firme, ktorej poskytla	BA prinášajú do firmy „ <i>smart money</i> “, tzn., že okrem financovania	VKI môže spoločnosti priniesť nové kontakty, nové odbytové kanály alebo dravší

⁴⁶ EBAN zverejnil štatistiky angel investovania v Európe za rok 2017, dostupné na <https://businessangels.sk/blog/eban-zverejnil-statistiky-angel-investovania-v-europe-za-rok-2017>, (cit. 2019-02-18).

firme a exit	úver a ani nijakým spôsobom neparticipuje na jeho riadení alebo predaji. Banka môže len prehodnotiť úver, keď sa firma má predať inému záujemcovi.	vania prinášajú aj svoje skúsenosti a kontakty. Je dobré si na začiatku obchodného vzťahu vyjasniť si vzájomné očakávania. Ak sa BA bude v investovaní dať, tak sa môže uspokojiť s dividendami ako formou výnosu zo svojej investície alebo môže svoj podiel predať iným investorom.	manažment. Je dôležité si vyjasniť vzájomné očakávania obidvoch strán. Ak VKI dosiahnu investičný horizont, ktorý si zadefinovali na začiatku obchodného vzťahu, tak predaj podielu je len otázkou správneho načasovania predaja.
--------------	--	---	---

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa www.businessangels.sk

Každý začínajúci podnikateľ sa hneď na začiatku svojho podnikania snaží vyvarovať chýb, ktoré by mohli ovplyvniť jeho úspešné podnikanie a poučiť sa z chýb svojich známych alebo rodiny. Príčin zlyhania startupu je veľmi mnoho, ale ako rozhodujúce faktory sú marketingové aktivity, ktoré súvisia s podnikaním startupu, presným načasovaním predaja produktu, odhadom potrieb trhu alebo prieskumom konkurencie. Startupisti, ktorí nemajú zmapovaný trh, nevedia kto sú ich konkurenti a či by mali klienti záujem o ich produkt, majú veľmi malú šancu na úspech. Ani dostatok finančných prostriedkov nezaručuje úspech. Startupisti, ktorí dokonale poznajú trh a konkurenciu eliminujú približne 70 % najčastejších dôvodov zlyhania podnikania. Najčastejšie dôvody zlyhania startupov podľa rôznych autorov a podľa frekvencie výskytu a závažnosti môžeme vidieť nižšie v tabuľke č. 1.4 (2018)⁴⁷.

Tabuľka č. 1.4: Dôvody zlyhania startupov podľa rôznych autorov

P. č.	Skúsenosti Paula Grahama	Analýza portálu Statista	Analýza Chandni Shah Motwani
1	Len jeden podnikateľ	Neexistujúca trhová potreba (42 %)	Ignorácia zákazníkov
2	Zlá lokalita	Minuli sa finančné zdroje (29 %)	Neexistujúca trhová potreba
3	Marginálny/príliš malý trh	Nekvalitný tím (23 %)	Nekvalitný tím
4	Odvođený (neoriginálny) nápad	Silná konkurencia (19 %)	Slabý marketing
5	Tvrdohlavosť zakladateľa – neakceptuje trhové signály	Cenová/nákladová náročnosť (18 %)	Minuly sa finančné zdroje
6	Nekvalitní programátori	Slabý produkt (17 %)	Nedostatočný/nejestvujúci business model
7	Výber zlej platformy	Nedostatočný/nejestvujúci business model (17 %)	Nesprávne načasovanie produktu
8	Zdlhávavé uvádzanie produktu na trh	Slabý marketing (14 %)	Strata nadšenia, motivácie
9	Priskoré uvedenie produktu na trh	Ignorácia zákazníkov (14 %)	Neschopnosť zmeniť stratégiu

⁴⁷ Na čom najčastejšie zlyhávajú startupy? dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/na-com-najcastejsie-zlyhavaju-startupy>, Marec 2018, on-line, (cit. 2019-02-17).

10	Chýbajúca orientácia na konkrétneho zákazníka	Nesprávne načasovanie produktu (13 %)	Slabý produkt
----	---	---------------------------------------	---------------

Zdroj: www.businessangels.sk

Najdôležitejším mechanizmom kontroly činnosti (1997)⁴⁸ financovanej spoločnosti je etapovitá schéma vloženia finančných prostriedkov. Rizikový investor nevkladá do spoločnosti ihneď všetky peniaze. Finančné prostriedky sa poskytujú v niekoľkých etapách. V každej konkrétnej etape sa poskytuje presne taká suma finančných prostriedkov, aká je potrebná v určitom cykle fungovania podniku. Pri periodickom hodnotení financovania projektov, rizikový investor môže prijať rozhodnutie aj o tom, že nebude pokračovať vo financovaní firmy. Táto schéma kontroly sa uskutočňuje aj pomocou združenia finančných prostriedkov v syndikáte viacerých rizikových investorov pri poskytovaní finančných prostriedkov jednej firme, čo umožňuje rozložiť riziko pri investovaní vďaka formovaniu portfólia z rôznych projektov a krížovú kontrolu jedného a toho istého projektu viacerými rizikovými investormi (1998)⁴⁹.

1.4 Rizikový kapitál v USA

Za jednoznačného lídra v oblasti rizikového kapitálu (ďalej len „Venture Capital“ alebo „VC“) a startupov možno považovať Spojené štáty americké (USA), čomu nasvedčuje aj súčasný vývoj v posledných rokoch, ktorý smeruje k väčším firmám a fondom ako aj väčším investíciám napríklad aj do netradičných odvetví. Je možné pozorovať aj presun z early stage investícií do vyšších fáz investovania, k rozmanitosti fondov, nových typov investorov a lepšej dostupnosti ku kapitálu zo strany startupov. Veľkosť rizikového priemyslu v USA sa v poslednom desaťročí neustále zvyšovala.

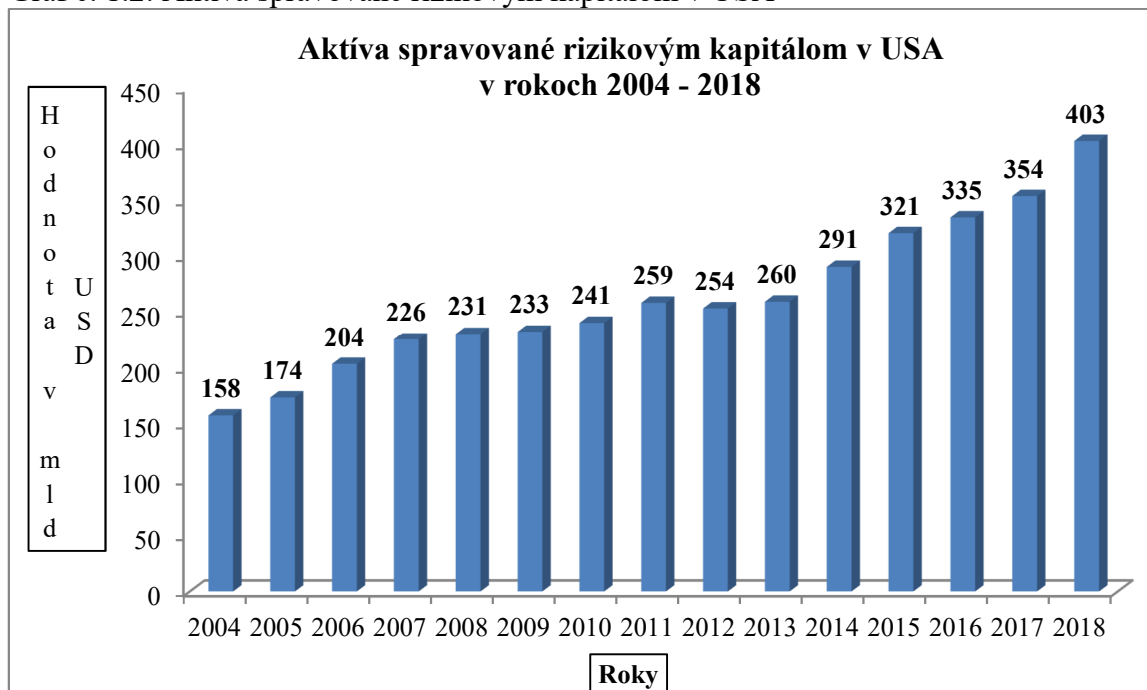
Na konci roku 2018 existovalo 1 047 VC firiem, ktoré spravovali 1 884 aktívnych VC fondov a aktívne spravovali približne 403,5 miliárd USD, čo je nárast o 13,84 % oproti roku 2017 a tento rok možno považovať za historický (viď. graf č. 1.2). Počas tohto obdobia 49 tis. investícií smerujúcich do rizikového kapitálu prinieslo celkovú sumu 445 miliárd USD (2019)⁵⁰.

⁴⁸ GOMPERS, P. A.: Resource Allocation, Incentives and Control: The Importance of Venture Capital in Financing Entrepreneurial Firms, In: Entrepreneurship, SMEs, and the Macroeconomy, Cambridge University Press, 1997.

⁴⁹ LERNER, J.: The Syndication of Venture Capital Investments, Financial Management, Vol. 23, No. 3, s 16 – 27, 1994.

⁵⁰ National Venture Capital Association-2019-Yearbook, dostupné na: <https://nvca.org/wp-content/uploads/delightful-downloads/2019/03/NVCA-2019-Yearbook.pdf>, Apríl 2019, (cit. 2019-04-16).

Graf č. 1.2: Aktíva spravované rizikovým kapitálom v USA



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa NVCA 2019 Yearbook

Priemerná veľkosť fondu v roku 2018 bola 209,43 mil. USD, čo je oproti roku 2017, kedy bola priemerná veľkosť fondu 134,69 mil. USD nárast o 55,49 % (2019)⁵¹. Geograficky je rizikový kapitál koncentrovaný v troch štátoch USA a to - Kalifornia, kde sú sídla najvýznamnejších firiem sveta a výzkumu startupov, Massachusetts, kde sídli jedna z najlepších škôl na svete a New York. Tieto tri štáty spolu tvorili viac ako 85 % celkových aktív amerického rizikového kapitálu v roku 2018, čo predstavuje desaťročný stabilný nárast od roku 2008 a zároveň to predstavovalo 73 % z celkových aktív krajiny. Kalifornia zaznamenala 16% medziročný nárast aktív, Massachusetts 14% a New York 21%. Medzi top 5 štátmi USA, ktoré spravujú aktíva okrem vyššie uvedených troch štátov patria ešte štáty Illinois a Washington (2019)⁵². Najvyššie aktíva v roku 2018 boli spravované v štáte Kalifornia 228,2 mld. USD, ďalej Massachusetts 59,5 mld. USD, New York 55,9 mld. USD, Illinois 6,9 mld. USD a nakoniec štát Washington 6,4 mld. USD. Mediánová veľkosť fondu z Kalifornie, Massachusetts a New Yorku bola v roku 2018 spolu 100 mil. USD. Okrem týchto troch štátov dosiahla mediánová veľkosť VC fondu 25 mil. USD, čo jednoznačne svedčí o tom, že lídrami v oblasti rizikového kapitálu, inovácií a startupov sú tieto tri štáty. Ostatné štáty USA výrazne zaostávajú o čom svedčí aj to, že 10 najväčších VC fondov má sídlo

⁵¹ Tamtiež

⁵² Tamtiež

v týchto troch štátoch. Ak sa pozrieme na 10 najväčších amerických VC fondov v roku 2018, tak týmto fondom dominuje VC fond z Kalifornie – Sequoia Capital Global Growth, ktorý spravuje aktíva v hodnote 8,0 mld. USD. Okrem toho 10 VC fondov spravovalo svoje aktíva v roku 2018 nad 1,0 mld. USD, čo predstavovalo 41,86 % z celkového získaného kapitálu (2019)⁵³ (viď. tabuľka č. 1.5).

Tabuľka č. 1.5: 10 najväčších Venture Capital Funds v USA v roku 2018

Venture Capital Funds v USA			
Zakladateľ	Názov fondu	Objem aktív v mld. USD	Sídlo - Štát
Sequoia Capital	Sequoia Capital Global Growth	8,00	Kalifornia
Tiger Global Management	Tiger Global Private Investment	3,70	New York
Bessemer Venture Partners	Bessemer Venture Partners X	1,85	Massachusetts
Norwest Venture Partners	Norwest Venture Partners XIV	1,50	Kalifornia
General Catalyst	General Catalyst	1,37	Massachusetts
GGV Capital	GGV Capital	1,36	Kalifornia
Newview Capital	Newview Capital Fund I	1,35	Kalifornia
Lightspeed Venture Partners	Lightspeed Venture Partners Select III	1,05	Kalifornia
Thrive Capital	Thrive Capital Partners VI	1,00	New York
Index Ventures	Index Ventures Growth V	1,00	Kalifornia

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa NVCA 2019 Yearbook

Počet VC investícií do fázy predštartovného financovania sa vrátil na podobnú úroveň ako bola medzi rokmi 2012 – 2013. Vrchol dosahoval v rokoch 2014 a 2015. V roku 2018 sa dokončilo 3 760 obchodov, čo je najnižšia hodnota od roku 2012. Investície v roku 2018 do fázy začiatocného rozvoja dosiahli hodnotu 3 156 obchodov a do rozvojovej fázy hodnotu 2 032 obchodov. Investície do predštartovnej fázy v roku 2018 dosiahli objem 7,5 mld. USD, pri financovaní začiatocného rozvoja to bolo 41,0 mld. USD a najväčší objem 82,4 mld. USD bol vložený do fázy rozvojového financovania (2019)⁵⁴ (viď. tabuľka č. 1.6).

Tabuľka č. 1.6: Počty investícií amerického rizikového kapitálu podľa jednotlivých fáz startupu v rokoch 2012 – 2018

Investície amerického rizikového kapitálu v rokoch 2012 – 2018							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Predštartovné financovanie	3 532	4 639	5 472	5 716	4 585	4 521	3 760
Financovanie začiatocného rozvoja	2 584	2 780	3 067	3 061	2 849	3 119	3 156
Rozvojové financovanie	1 766	1 882	2 034	1 963	1 766	1 849	2 032

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa NVCA 2019 Yearbook

⁵³ Tamtiež

⁵⁴ National Venture Capital Association-2019-Yearbook, dostupné na: <https://nvca.org/wp-content/uploads/delightful-downloads/2019/03/NVCA-2019-Yearbook.pdf>, April 2019, (cit. 2019-04-16).

Ak sa pozrieme na sektory, ktoré preferovali VC investori v USA, tak jednoznačným sektorom je oblasť softvéru, ktorý najviac láka nielen investorov ale aj startupy. Softvérový sektor, zahŕňal v roku 2018 36 % investovaného kapitálu a 42 % počtu obchodov v roku 2018. V posledných rokoch však výrazný rast zaznamenal Life sciences sector (sektor životných vied - biotechnológie, zdravotné pomôcky, farmaceutika), pričom v roku 2018 sa investovalo viac ako 23 mil. USD do 1 230 spoločností. Tento sektor predstavoval v roku 2018 18 % celkového investovaného kapitálu a 15 % všetkých spoločností, ktoré získali financovanie prostredníctvom rizikového kapitálu. Navyše, farmaceutický priemysel a biotechnológia, zdravotnícke služby a zdravotnícke zariadenia boli tromi hlavnými sektormi, ktoré zaznamenali medziročný nárast investovaného kapitálu, okrem softvéru (2019)⁵⁵ (viď. tabuľka č. 1.7).

Tabuľka č. 1.7: Rizikový kapitál podľa sektorov v USA

Rizikový kapitál podľa sektorov v USA	
Sektor	Podiel v %
Software	46,82
Farmaceutický priemysel a biotechnológie	17,38
Zdravotnícke služby a systémy	6,80
Zdravotnícke zariadenia a dodávky	5,87
Komerčné služby	5,40
Spotrebný tovar a rekreácie	2,63
IT hardware	2,28
Energie	1,75
Médiá	1,37
Ostatné odvetvia (doprava, kapitálový trh, poľnohospodárstvo, chemikálie a plyny, atď.)	40,63

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa NVCA 2019 Yearbook

Záverom možno konštatovať, že USA sú lídrami v oblasti rizikového kapitálu. Avšak v poslednej dobe ich dobieha Čína. Podľa prieskumu spoločnosti Hurun Report (2019)⁵⁶ z júna tohto roka z celkového počtu 494 najhodnotnejších startupov na svete, tzv. jednorožcov (startup, ktorí investori oceňujú na viac ako 1,0 mld. USD) pochádzalo 206 z Číny a len 203 z USA. Tieto dve krajiny dominujú s viac ako 80 % najhodnotnejších startupov na svete. Bez ešte väčších investícií do nových technológií, robotizácie a umelej inteligencie nebude

⁵⁵ Tamtiež

⁵⁶ HURUN REPORT, Hurun Global Unicorn List 2019, dostupné na: <https://www.hurun.net/EN/Article/Details?num=A38B8285034B>, Október 2019, (cit. 2019-10-30).

Európa v nových podmienkach priemyselnej revolúcie 4.0 schopná konkurovať nielen USA, ale hlavne ázijským krajinám na čele s Čínou.

2 Cieľ a metodológia

Nové vedecko-technické inovácie a výskum v súčasnosti prinášajú pre ekonomiky jednotlivých štátov väčšiu dynamiku ich rozvoja a prosperity ako klasický priemysel 20. storočia. Pre nové začínajúce spoločnosti, ktoré prinášajú do praxe nové inovatívne poznatky alebo nové technológie sa zaužíval pojem *startup*. Tieto nové spoločnosti prinášajú prospech nielen pre klientov a investorov, ale hlavne prinášajú prosperitu aj pre celú ekonomiku.

Hlavným cieľom dizertačnej práce je preskúmať startupové prostredie a nájsť efektívny spôsob financovania startupov s akcentom na zdroje kolektívneho investovania. Zároveň charakterizovať rôzne metódy, modely – metriky pri ohodnotení startupu investorom.

Hlavnému cieľu zodpovedajú aj parciálne ciele, ktoré detailnejšie analyzujú riešenie jednotlivých problémov ako:

- Špecifikácia rizík pri financovaní týchto foriem kapitálu s dôrazom na počiatočné formy podnikania.
- Postavenie startup spoločností v štruktúre rizikového kapitálu.
- Využitie zdrojov kolektívneho investovania – podielových fondov, hedge fondov, crowdfundingu.
- Využitie konvertibilných zdrojov pri financovaní startupov.
- Ohodnotenie startupov pri využití rôznorodých metrík.
- Komparácia startupového prostredia Slovenska a krajín s malým ekonomickým rozsahom (Estónsko, Fínsko a Írsko).

Pri riešení práce si kladieme ďalšie teoretické otázky na, ktoré hľadáme odpovede:

- v rámci kolektívneho investovania je možné investovať prostredníctvom podielových fondov do startupových spoločností? Ak áno, za akých podmienok?
- je možné vybrať len jeden z finančných parametrov – metrík na stanovenia hodnoty startupu, ktorý má najlepšiu vypovedaciu schopnosť pre investora?
- aké ďalšie opatrenia by bolo vhodné prijať, aby startupové prostredie na Slovensku pritiahlo omnoho väčší počet investorov?

V práci sú použité viaceré metódy, s ktorými sa stretávame pri ekonomických výskumoch a projektoch a tieto nadväzujú na ciele a štruktúru práce. Teoretická časť práce poskytuje prehľad prác zahraničných a domácich autorov, ktorí sa problematikou startupového

prostredia ako aj možnosťami financovania tejto sféry zaoberajú. V našej pozornosti je identifikácia základných pojmov, funkcií a charakteristika rizík rizikového a rozvojového kapitálu súvisiacich so startupovou scénou. V našej poznávacej metóde sme pokračovali aj v mapovaní historického vývoja startup spoločností ako aj životných cyklov rizikového kapitálu, začínajúc predštartovným a štartovným financovaním až po financovanie akvizícií a mezanínovým kapitálom.

Praktická časť obsahuje výsledky práce, diskusiu a záver. V rámci tejto časti podrobne analyzujeme súčasný stav startupovej scény s dôrazom na rizikový kapitál v USA. Uplatňujeme tu logické postupy pre lepšie pochopenie danej problematiky, ako aj metódu analýzy v rámci časového obdobia rokov 2004 – 2018 na porovnanie amerického trhu rizikového kapitálu. Pri analýze využívame aj databázy údajov z NVCA. Našu pozornosť sme zamerali na zdroje financovania začínajúcich spoločností. Podrobne rozoberáme možnosti financovania startupov prostredníctvom podielových fondov, ako zdrojov kolektívneho investovania, ďalej hedge fondov, crowdfundingu ako aj konvertibilného úveru. Analyzujeme stav kolektívneho investovania na Slovensku a v Európe a jeho možnosti investovať do startupov.

Ako prostriedok získania informácií z reálneho startupového prostredia na Slovensku sme použili dotazník. Dotazník je zložený z dvoch častí a bol kombináciou uzavretých aj otvorených otázok. Startupy (respondenti) mali možnosť vybrať si odpovede z viacerých uvedených možností, ale mohli vyjadriť aj vlastné skúsenosti zo založenia a fungovania startupu. Informácie sa týkali o počiatočných a následných investíciách, o počte zakladateľov, o problémoch, s ktorými sa stretávajú startupy pri svojom rozbehu, ako aj o použitých metódach ohodnocovania startupov pri vstupe investora do spoločnosti a o možnosti prezentovať svoj projekt na Burze cenných papierov v Bratislave.

Pri všetkých analýzach používame oficiálne databázy údajov z EFAMA, EVCA, SLOVCA, SASS, ako aj iných internetových zdrojov. Analyzujeme metódy ohodnotenia startupových spoločností pri vstupe na trh, ako aj finančné metriky, ktoré používajú investori pri startupoch ako sú pravidelné výnosy versus celkové výnosy, medziročný rast výnosov alebo náklady na získanie zákazníka a poukazujeme na náročnosť ocenenia startupu v jeho počiatočnej fáze.

Ďalej sme sa zamerali aj na analýzu startupového prostredia v Európe a krajinách strednej a východnej Európy a urobili sme ich porovnanie v časovom horizonte rokov

2003 – 2017 a to z rôznych pohľadov. Na demonštráciu súvislostí používame stĺpcové a kruhové grafy a tabuľky, ako aj abstrakciu a syntézu, ktoré vyjadrujú príslušné vzťahy podľa dostupnosti údajov. Pri analýze využívame dostupné databázy údajov z EVCA, KPMG, Eurostat, SBA, SŠÚ, EÚ Commission, NBS alebo z internetových zdrojov. Porovnávaciu metódu sme využili na porovnanie medzi startupmi a inými právnymi formami spoločností na Slovensku. Z časového hľadiska aj z hľadiska základných ekonomických indikátorov sa urobilo porovnanie medzi Slovenskom a vybranými krajinami Európy s podobným ekonomickým prostredím, pričom opäť tu vyžívame analýzu, logické postupy a dedukciu.

Záver obsahuje indukciu a dedukciu získaných a dosiahnutých výsledkov, ktoré vyplývajú z analytickej časti práce a odpovedá na položené otázky.

3 Výsledky práce

3.1 Zdroje financovania

V súčasnosti má investor široké možnosti kde môže investovať svoj voľný kapitál. Jeho rozhodnutie závisí od objemu finančných prostriedkov, ktoré má k dispozícii a od časového obdobia, tzn. na akú dlhú dobu chce investovať a v neposlednom rade si musí položiť ešte jednu dôležitú otázku a to, aké investičné riziko chce akceptovať, tzn., či je ochotný v krátkodobom horizonte akceptovať aj stratu a do akej výšky. Investor sa môže rozhodnúť, či chce svoje voľné finančné prostriedky investovať krátkodobo s možnosťou rýchlej dostupnosti k svojim peniazom (napr. termínované vklady, vkladné knižky) lebo v strednodobom horizonte (termínované vklady, štátne alebo podnikové dlhopisy, podielové fondy) alebo sa rozhodne investovať v dlhodobom horizonte (akcie, podielové fondy, ETF, indexové fondy, atď.).

Každá z investičných stratégií má svoje výhody aj nevýhody a každá je sprevádzaná určitým rizikom. Investor má v súčasnosti okrem širokých bankových produktov možnosť investovať svoje voľné finančné prostriedky aj do rizikových kapitálových fondov, hedge fondov, do komodít, do crowdfundingu, ale aj do začínajúcich firiem.

3.1.1 Možnosti financovania startupov zo zdrojov podielových fondov

Pre väčšinu zakladateľov startupov a ich investorov je vrcholom ich snaženia verejná ponuka akcií (IPO – Initial Public Offering) na burze cenných papierov. Aby mohla byť startupová spoločnosť kótovaná na burze, musí prejsť dlhou cestou rozvoja. Vstupom na burzu sa otvárajú firme ďalšie možnosti ako získať ďalší kapitál na svoj rozvoj. Vstup spoločnosti na burzu nie je jednoduchý a je jedno, či spoločnosť vstupuje na kótovaný alebo nekótovaný trh. Vstup na burzu je podmienený splnením určitých podmienok a predpokladov (napr. zisk, obrat, tržby, počet zamestnancov, či história spoločnosti) a keďže startupová firma nespĺňa mnohé z požadovaných kritérií, tak nemôže byť kótovaná na burze. Startupová firma sa od začiatku borí s otázkou ako získať kapitál. Získanie kapitálu vstupom na burzu je pre takéto spoločnosti „cesta zarúbaná“. Preto tu vzniká problém financovania startupov a ich riešením sa stáva rizikový kapitál, súkromný investor alebo špecializovaný fond.

Jednou z priorít EÚ bolo už v osemdesiatych rokoch 20. storočia vytvorenie jednotného systému fungovania inštitúcií kolektívneho investovania v rámci celej Európy. Základným pilierom regulácie otvorených podielových fondov bola smernica EÚ č. 611/85/EHS

z roku 1985. Smernica zaviedla tzv. *UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities)*. Cieľom smernice UCITS bolo vytvoriť jednotný právny rámec pre funkčnosť otvorených investičných fondov zameraných na investovanie do prevoditeľných cenných papierov. Táto harmonizovaná právna úprava umožňuje voľne predávať harmonizované (UCITS) fondy na spoločnom vnútornom trhu EÚ, a to bez toho, aby bolo potrebné povolenie v každom členskom štáte. UCITS sú na úrovni podielových fondov v USA (Mutual Funds). Práve táto charakteristika najviac oddeľuje UCITS fondy od neharmonizovaných investičných fondov – tzv. non-UCITS fondov (2009)⁵⁷.

Aby sa dosiahla vyššia harmonizácia v rámci Európy boli v 90-tych rokoch navrhnuté zmeny smernice UCITS II. V roku 2001 boli urobené návrhy dvoch smerníc, ktoré boli prijaté ako UCITS III:

- *Directive 2001/107/EC - Riadiaca direktíva EÚ*, ktorá sa snaží za pomoci nových predpisov a podmienok ochrániť investorov a zaistiť im bezpečné zhodnocovanie majetku, zavedenie a harmonizáciu pravidiel a ochranných prvkov, či primeranosť vlastného kapitálu spoločnosti, pravidlá pre outsourcing alebo zavedenie zjednodušeného štatútu. Smernica ďalej určuje aj rozsah záväzkov tak, aby boli investori chránení (dochádza k zjednoteniu ručenia za záväzky v jednotlivých krajinách), harmonizovanie kontrolných predpisov a postupov orgánov dohľadu, zvýšenie transparentnosti fondov a zlepšenie informovanosti investorov (sprehľadnenie nákladov fondov, štandardizovaný výpočet nákladov fondu TER – Total Expensive Ratio).
- *Directive 2001/10/EC - Produktová direktíva EÚ* zasa usmerňuje množstvo a škálu investičných nástrojov, ktoré môžu jednotlivé fondy nakupovať do svojich portfólií, pričom pod pojmom prevoditeľné cenné papiere direktíva rozumie (2012)⁵⁸ :
 - akcie a dlhopisy,
 - podielové listy a akcie iných UCITS,
 - nástroje peňažného trhu – UCITS môžu nakúpiť len také, ktoré emitoval verejný sektor alebo také, na ktoré sa vzťahuje prísny finančný dozor,
 - bankové vklady (cash funds),

⁵⁷ AMBRA, T.: Nová komunitárna právna úprava kolektívneho investovania. Biatec, 9/2009, s. 26-27, (cit. 2019-01-07).

⁵⁸ CHOVANCOVÁ, B. – ŽOFČÁK, S.: Kolektívne investovanie, Iura Edition 2012 Bratislava, s 91, ISBN 978-80-8078-47-21, (cit. 2018-03-13).

- štandardizované finančné futurity a opcie, ktoré sú obchodované na regulovaných finančných a derivátových trhoch – UCITS má povolené nakúpiť len deriváty, ktorých emitent podlieha orgánu dozoru nad finančným trhom.

Za najväčšie zmeny v rámci smernice UCITS III sú považované rozšírené možnosti na investovanie aktív fondov a širší rozsah oprávnenia pre správčovské spoločnosti. Smernica UCITS rozoznáva dva druhy jednotnej európskej licencie, tzv. *passport (2009)*⁵⁹. Prvým je *Management Company Passport* – vzťahujúci sa na činnosť a služby správčovskej spoločnosti a druhým *Product Passport* – umožňujúci verejnú ponuku (predaj) fondov v iných členských štátoch EÚ. Okrem toho smernica UCITS III zaviedla aj ďalšie zmeny ako sú napríklad základné pravidlá na činnosť správčovských spoločností, rozširujúci sa okruh investičných nástrojov, limity pre konkrétne druhy nástrojov, presne určená kapitálová primeranosť, alebo pravidlá na zverejňovanie informácií o spravovaných fondoch. Veľký dôraz je kladený aj na analýzu a riadenie rizík, pričom rizikový manažment má dôkladnejšie sledovať rizikovosť portfólia a riziká jednotlivých investícií a vybudovať taký kontrolný systém riadenia a merania rizík, prostredníctvom ktorého bude možné rozpoznávať a včas eliminovať tieto riziká.

Smernica UCITS IV je dokumentom Európskeho parlamentu a Rady 2009/65/ES z júla 2009 o koordinácii zákonov, iných právnych predpisov a správnych opatrení týkajúcich sa podnikov kolektívneho investovania do prevoditeľných cenných papierov (PKIPCP). Smernica UCITS IV sa zameriava najmä na zvýšenie flexibility pri organizovaní a spravovaní fondov, podporu dosahovania úspor v rozsahu pri správe aktív, rušenie bariér v oblasti kolektívneho investovania v rámci Európskej únie (2009)⁶⁰ a prináša:

- v rámci podielových fondov umožňuje vytváranie podfondov,
- zavádza podrobnejšiu úpravu organizačných požiadaviek na správčovskú spoločnosť,
- zavádza úplné cezhraničné vykonávanie činností správčovskou spoločnosťou a zahraničnou správčovskou spoločnosťou, ktorého podstata spočíva v tom, že investičná spoločnosť so sídlom v jednom členskom štáte môže obhospodarovať štandardné podielové fondy nachádzajúce sa v druhom členskom štáte (ide o tzv. *úplný pas*),

⁵⁹ AMBRA, T.: Nová komunitárna právna úprava kolektívneho investovania. Biatec, 9/2009, s. 26-27, (cit. 2019-01-07).

⁶⁰ Portal finančnej osvety a ochrany finančného spotrebiteľa MF SR, dostupné na internete: <http://www.fi-ninfo.sk/sk/eu-a-financny-trh/ucits-iv/zakladna-charakteristika>, (cit. 2019-01-07).

- posilňuje konsolidáciu v oblasti podnikania tzv. štandardných podielových fondov kolektívneho investovania, tzn. fondov, ktoré komunitárne právo reguluje, pričom táto ambícia sa premieta v zavedení možnosti spájania štandardných podielových fondov, cezhraničného obhospodarovania štandardných podielových fondov a spájanie majetkov, ktoré sú dovtedy samostatne investované rôznymi účastníkmi trhu (*asset pooling*),
- zavedenie hlavného zberného účtu (*master-feeder account*), na základe ktorého sa finančné prostriedky do hlavného (*master*) fondu zhromažďujú prostredníctvom viacerých zberných (*feeder*) fondov,
- zavádza inštitút uverejňovania kľúčových informácií pre investorov, ktorého cieľom je informovať investorov o rizikách, nákladoch a očakávaných výsledkoch pri investovaní do štandardných podielových fondov a zároveň odstrániť nedostatky doterajšieho zjednodušeného predajného prospektu.

Na Slovensku smernica UCITS IV bola neskôr implementovaná aj do právneho poriadku SR a to vo forme zákona č. 203/2011 Z. z. o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon 203/2011 Z.z.“), ktorý zrušil predchádzajúci zákon č. 594/2003 Z. z. o kolektívnom investovaní a o zmene a doplnení niektorých zákonov v znení neskorších predpisov. Na Slovensku podľa zákona č. 203/2011 Z.z. je kolektívne investovanie podľa §2 ods. 1) definované ako „*podnikanie, ktorého predmetom je zhromažďovanie peňažných prostriedkov od investorov, s cieľom investovať v súlade s určenou investičnou politikou v prospech osôb, ktorých peňažné prostriedky boli zhromaždené. Ak sa peňažné prostriedky zhromažďujú od verejnosti, možno kolektívne investovanie vykonávať len na základe princípu rozloženia rizika*“. Zákon ďalej určuje, že majetok v štandardnom fonde podľa § 88 možno investovať len do likvidných finančných aktív a to (2011)⁶¹:

- a) prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu prijatých na obchodovanie na regulovanom trhu uvedenom v zozname zostavenom členskými štátmi a zverejnenom Európskym orgánom dohľadu (Európskym orgánom pre cenné papiere a trhy) podľa právne záväzného aktu Európskej únie upravujúceho investičné služby,

⁶¹ Zákon č. 203/2011 Z.z. zákon o kolektívnom investovaní v znení neskorších predpisov, dostupné na: <https://www.epi.sk/zz/2011-203>, Jún 2011, (cit. 2018-11-11).

- b) prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu prijatých na obchodovanie na inom regulovanom trhu ako v Slovenskej republike alebo v inom členskom štáte, ak sa na tomto regulovanom trhu pravidelne obchoduje, je prístupný verejnosti a jeho činnosť je povolená Národnou bankou Slovenska alebo príslušným orgánom dohľadu členského štátu,
- c) prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu prijatých na obchodovanie na trhu kótovaných cenných papierov zahraničnej burzy cenných papierov alebo na inom regulovanom trhu v nečlenskom štáte, ak sa na tejto zahraničnej burze cenných papierov alebo na tomto inom regulovanom trhu pravidelne obchoduje, je prístupný verejnosti a činnosť tejto burzy alebo tohto trhu je povolená príslušným orgánom dohľadu v štáte, v ktorom má sídlo,
- d) prevoditeľných cenných papierov z nových emisií cenných papierov, ak emisné podmienky obsahujú záväzok, že sa podá žiadosť o prijatie cenných papierov na obchodovanie na regulovanom trhu,
- e) cenných papierov európskych štandardných fondov a iných štandardných fondov a cenných papierov otvorených špeciálnych fondov alebo cenných papierov iných zahraničných subjektov kolektívneho investovania,
- f) vkladov na bežných účtoch a na vkladových účtoch so splatnosťou na požiadanie alebo s lehotou splatnosti do 12 mesiacov v bankách so sídlom na území Slovenskej republiky alebo v zahraničných bankách so sídlom v členskom štáte alebo nečlenskom štáte, ak tento nečlenský štát vyžaduje dodržiavanie pravidiel obozretného podnikania bánk, ktoré Národná banka Slovenska považuje za rovnocenné s pravidlami podľa osobitného predpisu alebo s pravidlami obozretného podnikania bánk členského štátu,
- g) finančných derivátov vrátane rovnocenných nástrojov, s ktorými je spojené právo na vyrovnanie v hotovosti a ktoré sú obchodované na regulovanom trhu uvedenom v písmenách a), až c), alebo finančných derivátov uzatváraných mimo regulovaného trhu,
- h) nástrojov peňažného trhu iných, ako sú uvedené v písmenách a) až c), ak ich vydanie alebo ich emitent podlieha dohľadu na účel ochrany investorov a úspor,
- i) iných prevoditeľných cenných papierov a nástrojov peňažného trhu, ako sú uvedené v písmenách a) až h), najviac však do výšky 10 % hodnoty majetku v štandardnom fonde.

Veľmi dôležitou smernicou v rámci kolektívneho investovania je smernica Európskeho parlamentu a Rady č. 2004/39/ES z roku 2004 o trhoch s finančnými nástrojmi (*MiFID - Markets in Financial Instruments Directive*)⁶². Hlavnými cieľmi tejto smernice bolo:

- zlepšiť transparentnosť ponúkaných služieb na finančných trhoch a zvýšenie ochrany a informovanosti investorov a to predovšetkým drobných (tzv. neprofesionálnych investorov),
- podporiť konkurenčné prostredie medzi bankami a obchodníkmi s cennými papiermi v rámci európskeho priestoru a tým zabezpečiť zvýšenie kvality a zlepšenie cien za služby pre klienta,
- zvýšenie konkurencie medzi jednotlivými organizátormi trhu (hlavne burzy), ktorého cieľom je opäť zlepšiť kvalitu a ceny za služby pre klienta a zabrániť tomu, aby neprehľadnosť alebo narušenie na jednom trhu spôsobili narušenie efektívneho európskeho finančného systému ako celku.

Na Slovensku bola smernica MiFID implementovaná do *zákona č. 566/2001 Z.z. o cenných papieroch a investičných službách* a o zmene a doplnení niektorých zákonov (zákon o cenných papieroch) v znení neskorších predpisov. Od roku 2008 mali povinnosť všetci obchodníci s cennými papiermi a všetky banky implementovať MiFID do svojej činnosti. MiFID v praxi predstavuje pre klientov hlavne spomínanú ochranu v oblasti investovania a finančných nástrojov a kategorizuje klientov do troch skupín podľa ich znalostí, skúseností a v prípade právnických osôb tiež podľa veľkosti a typu spoločnosti:

- *Profesionálny klient* – sú to klienti, ktorí majú odborné znalosti a skúsenosti v rámci investovania na finančných trhoch. Majú dostatočné poznatky na to, aby mohli byť sami schopní vykonávať rozhodnutia spojené s investíciami a taktiež poznatky, ktoré im slúžia na posudzovanie rizík spojených s týmito investíciami. V prevažnej miere sa jedná o veľké právnické osoby, ale samozrejme sa v tejto skupine nachádza aj časť fyzických osôb.
- *Neprofesionálny klient* – sem patria predovšetkým fyzické osoby a tie právnické osoby, ktoré nespĺnili zákonom stanovené kritériá. Takýto klienti sú v súlade so smernicou považovaní za najmenej znalých a skúsených v investovaní na finančných trhoch. Preto sa

⁶² SMERNICA Európskeho parlamentu a rady 2004/39/ES, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=sk>, Apríl 2004, (cit. 2018-11-11).

im prideliť najvyššiu mieru ochrany a maximálne množstvo informácií o finančných nástrojoch a rizikách, ktoré sú s nimi spojené.

- *Oprávnená protistrana* – do tejto kategórie spadajú hlavne banky, poisťovne, správcovské spoločnosti, investičné spoločnosti, dôchodkové fondy, vlády jednotlivých štátov a pod.

Banky a inštitúcie, ktoré poskytujú služby podliehajúce MiFIDu vykonávajú pri každom klientovi test, ktorý určí ako je tento klient vhodný a ako sú dostatočné jeho znalosti na uskutočnenie investície do finančného nástroja, objem finančných prostriedkov určených na investíciu a investičné ciele klienta. Do finančných nástrojov upravených smernicou MiFID spadajú predovšetkým akcie, dlhopisy, podielové listy, zaistené vklady, štruktúrované produkty, warranty, futures a finančné nástroje obchodovateľné na trhoch s cennými papiermi. Na zmiernenie dopadu ďalšej finančnej krízy bola prijatá smernica MiFID II (2014)⁶³ so zámerom lepšej ochrany investorov a zabezpečenia transparentnosti obchodovania s účinnosťou od januára 2018.

Hlavným cieľom smernice MiFID II je podpora európskej integrácie, konkurencieschopnosti, posilnenie už existujúceho právneho rámca a zavedenie jednotného európskeho súboru pravidiel týkajúcich sa investičných služieb a investičných činností spolu s vedľajšími investičnými službami. Nová právna úprava zabezpečuje bankám a investičným spoločnostiam (obchodníkom s cennými papiermi) získať „pas“ na ponúkanie investičných služieb v celej EÚ na základe splnenia cezhraničných povinností, vrátane ohlasovacích povinností a zároveň garantovať ochranu investora (2016)⁶⁴. Zároveň bola vypracovaná aj metodika na kvalifikáciu podielových fondov, ktorou sa riadia všetky správcovské spoločnosti, ktoré spravujú podielové fondy. Podľa tejto metodiky sa podielové fondy rozlišujú podľa typu aktív v portfóliu nasledovne⁶⁵:

Tabuľka: č. 3.1: Klasifikácia podielových fondov

Podľa typu aktív v portfóliu	Podľa regulačného rámca	Podľa spôsobu distribúcie a predaja
Fondy peňažného trhu	Štandardné podielové fondy (kompatibilné so smernicou UCITS)	Fondy predávané formou verejnej ponuky
Fondy krátkodobých investícií	Alternatívne investičné fondy (kompatibilné o smernicou AIFMD)	Fondy predávané formou neverejnej ponuky

⁶³ SMERNICA Európskeho parlamentu a rady 2014/65/EÚ, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20181001&qid=1499331054296&from=EN>, Máj 2014, (cit. 2018-11-11).

⁶⁴ OLLER, F.: MiFID II – vybrané otázky novej právnej regulácie, Biatec, 4/2016, s. 11-12, (cit. 2019-01-08).

⁶⁵ METODIKA na klasifikáciu podielových fondov, dostupné na: <http://www.ass.sk/pravidla/vnutorne-predpisy-sass>, Máj 2019, (cit. 2019-07-07).

Dlhopisové fondy	Neeurópske alternatívne investičné fondy	
Akciové fondy		
Zmiešané fondy		
Štruktúrované fondy		
Realitné fondy		
Fondy alternatívnych investícií		

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa SASS

Prioritným cieľom v rámci EÚ je vybudovanie silného jednotného európskeho finančného trhu, ktorý by bol schopný konkurovať americkému finančnému trhu. Aby sa tento cieľ podaril je potrebná väčšia liberalizácia pohybu kapitálu, slobodné podnikanie investičných spoločností a bánk a harmonizácia obchodnej a finančnej legislatívy.

Podľa European Fund and Asset Management Association (*EFAMA*)⁶⁶ na konci roku 2018 sa vo svete v otvorených podielových fondoch spravovali aktíva vo výške 43,988 bilióna EUR z toho najviac bolo v akciových fondoch 17,647 bilióna EUR. V Amerike sa spravovali aktíva vo výške 23,420 bilióna EUR a na akciové fondy pripadal objem 11,035 bilióna EUR. V Európe bolo v otvorených podielových fondoch 14,771 bilióna EUR a z toho v akciových fondoch 4,110 bilióna EUR. Kapitálový trh rastie niekoľko rokov za sebou a prináša investorom nadpriemerný zisk a aj investori sa snažia zviať sa na tejto vlne a preto väčšinu svojich investícií smerujú do akciových fondov 40,1 %, dlhopisových fondov 21,1 % a zmiešaných fondov 17,2 %. Do realitných fondov smeruje len 1,6 % (2019)⁶⁷. Z desiatich najväčších spoločností, ktoré spravujú podielové fondy deväť z nich sídli v USA a len jedna spoločnosť má sídlo v Európe (2019)⁶⁸. I tento fakt nasvedčuje tomu, že kapitálový trh v USA je omnoho viac rozvinutý ako v Európe.

Tabuľka č. 3.2: 10 najväčších spoločností spravujúcich podielové fondy vo svete

Spoločnosti spravujúce podielové fondy	Rok založenia a sídlo	Objem aktív v USD	CEO
BlackRock Funds	1988, New York, USA	6,44 bilióna	L. Fink
Vanguard Group	1975, Malvern, USA	4,82 bilióna	T. Buckley
Charles Schwab	1971, San Francisco, USA	3,52 bilióna	W.W. Bettinger
State Street Global Advisors	1978, Boston, USA	2,81 bilióna	C. Taraporevala
Fidelity Investments Inc.	1946, Boston, USA	2,56 bilióna	A. Johnson
JP Morgan	2000, New York, USA	2,07 bilióna	J. Damon
Pimco	1971, New Port, USA	1,97 bilióna	E. Roman
BNY Mellon	2007, Oriskany, USA	1,80 bilióna	Ch. Scharf

⁶⁶ EFAMA – Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows, dostupné na: https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20International/190327_International%20Statistical%20Release%20Q4%202018.pdf, Marec 2019, (cit. 2019-10-22).

⁶⁷ Tamtiež

⁶⁸ JONES, J.: 10 Largest Mutual Fund Companies in the World, dostupné na: <https://largest.org/misc/mutual-fund-companies/>, April 2019, (cit. 2019-10-22).

Amundi Asset Management	2010, Paris, Francúzsko	1,65 bilióna	Y. Perrier
Capital Group Companies	1931, Los Angeles, USA	1,60 bilióna	T. D. Armour

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Largest.org

Čo sa týka Európy, tak za roky 2014 – 2018 sa objemy finančných prostriedkov, ktoré sa investovali do podielových fondov zvýšili o 25,84 % z 12,044 bilióna EUR v roku 2014 na 15,157 bilióna v roku 2018. V UCITS fondoch prišlo v danom období k zvýšeniu o 29,12 % na 7,190 bilióna EUR v roku 2019. Pri fondoch alternatívnych investícií to bolo zvýšenie až o 41,92 % na 5,873 bilióna EUR v roku 2018 (2019)⁶⁹. V Európe najväčší podiel na čistom majetku UCITS fondov podľa krajín, kde sídlia správčovské spoločnosti má päť krajín. V roku 2018 z objemu 9,284 bilióna EUR čistých aktív až 36,2 % z trhu UCITS spravovalo Luxembursko, nasledované Írskom so 19,5 % a Veľkou Britániou s 12,5 % (2019)⁷⁰ (viď. tabuľka č. 3.3).

Tabuľka č. 3.3: Čistý majetok podľa krajín, kde sídlia správčovské spoločnosti – Európa

		Krajiny					
Roky	Ukazovatele	Luxembursko	Írsko	Veľká Británia	Francúzsko	Švajčiarsko	Celkom
		v mil. EUR					
2014	Čisté aktíva	2 642 504	1 274 477	995 340	1 145 928	335 960	7 979 297
	% na celk. objeme	33,10%	16,00%	12,50%	14,40%	4,20%	
2015	Čisté aktíva	2 946 860	1 446 873	1 083 481	762 929	410 199	8 168 113
	% na celk. objeme	36,10%	17,70%	13,30%	9,30%	5,00%	
2016	Čisté aktíva	3 116 104	1 478 920	1 084 231	795 696	437 886	8 658 419
	% na celk. objeme	36,00%	18,20%	12,50%	9,20%	5,10%	
2017	Čisté aktíva	3 486 445	1 830 519	1 224 737	873 868	451 486	9 714 462
	% na celk. objeme	35,90%	18,80%	12,60%	9,00%	4,60%	
2018	Čisté aktíva	3 360 468	1 810 825	1 092 186	783 481	444 780	9 284 391
	% na celk. objeme	36,20%	19,50%	11,80%	8,40%	4,80%	

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EFAMA 2019

Podiel na celkovom objeme čistých aktív v krajinách V4 sú minimálne. Najväčšie čisté aktíva z krajín strednej a východnej Európy za rok 2018 sú spravované v Poľsku a to vo výške 0,30 %. Na Slovensko je tento podiel za rok 2018 len vo výške 0,10 % (viď. tabuľku č. 3.4)⁷¹.

⁶⁹ EFAMA – Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2018, dostupné na: https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/190308_Quarterly%20Statistical%20Release%20Q4%202018.pdf, Marec 2019, (cit. 2019-10-22).

⁷⁰ Tamtiež

⁷¹ Tamtiež

Tabuľka č. 3.4: Čistý majetok podľa krajín, kde sídlia správčovské spoločnosti – V4

Roky	Ukazovatele	Krajiny					Celkom
		Poľsko	Česká republika	Slovensko	Maďarsko	Finsko	
		v mil. EUR					
2014	Čisté aktíva	21 708	5 984	3 445	11 416	71 346	7 979 297
	% na celk. objeme	0,30%	0,10%	0,00%	0,10%	0,90%	
2015	Čisté aktíva	24 176	7 497	3 974	471	78 619	8 168 113
	% na celk. objeme	0,30%	0,10%	0,00%	0,00%	1,00%	
2016	Čisté aktíva	21 073	8 554	4 349	667	86 180	8 658 419
	% na celk. objeme	0,20%	0,10%	0,10%	0,00%	1,00%	
2017	Čisté aktíva	25 847	10 746	4 926	1 579	102 932	9 714 462
	% na celk. objeme	0,30%	0,10%	0,10%	0,00%	1,10%	
2018	Čisté aktíva	25 452	10 593	4 896	1 330	97 005	9 284 391
	% na celk. objeme	0,30%	0,10%	0,10%	0,10%	1,00%	

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EFAMA 2019

Kapitálové trhy v posledných rokoch rastú a v niektorých prípadoch lámu rekordy, preto aj investori na Slovensku nasmerovali svoju „investičnú pozornosť“ na fondy, ktoré sú viac rizikové, ale na druhej strane prinášajú investorovi väčšie zhodnotenie ako fondy peňažného trhu alebo fondy krátkodobých investícií. Tomuto trendu nasvedčujú aj údaje zo Slovenskej asociácie správčovských spoločností (2019)⁷², keď rast zaznamenali hlavne zmiešané fondy, ktoré vzrástli v roku 2018 o 56,59 % v porovnaní s rokom 2015, nasledovali realitné fondy, ktoré vzrástli o 54,91 % a napokon akciové fondy vzrástli v roku 2018 o 45,93 % v porovnaní s rokom 2015 (viď. tabuľka č. 3.5).

Tabuľka č. 3.5: Čistá hodnota aktív v OPF v SR (domáce a zahraničné fondy)

Čistá hodnota aktív v OPF v SR (v mil. EUR)				
Kategórie fondov	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Fondy peňažného trhu	63 313	39 681	37 009	9 870
Fondy krátkodobých investícií	1 124 026	701 319	612 847	494 548
Dlhopisové fondy	1 480 653	1 812 264	1 844 023	1 637 515
Akciové fondy	728 513	856 226	1 037 319	1 063 176
Zmiešané fondy	2 300 170	2 422 029	3 339 926	3 601 839
Štrukturované fondy	157 815	165 728	160 618	150 050
Realitné fondy	908 989	1 038 601	1 234 236	1 408 139
Fondy alternatívnych investícií	159 681	229 093	44 253	12 933
SPOLU OPF	6 923 160	7 264 941	8 310 231	8 378 070
z toho: štandardné podielové fondy	5 105 990	5 608 669	6 512 231	6 498 882
alternatívne podielové fondy	1 817 170	1 656 272	1 798 000	1 879 188
aktíva v riadených portfóliách	594 519	583 974	595 909	564 333

⁷² Slovenská asociácia správčovských spoločností, dostupné na: <http://www.ass.sk/fondy/podla-typu-aktiv-v-portfoliu>, August 2019, (cit. 2019-07-23).

fondy inštitucionálnych investorov a v neverejnej ponuke	89 380	110 796	154 331	179 574
SPOLU POD SPRÁVOU	7 607 059	7 959 711	9 060 471	9 121 977

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa SASS 2019

Na Slovensku pôsobí šesť správcovských spoločností, ktoré majú domicil na Slovensku. Každá táto správcovská spoločnosť spravuje niekoľko fondov od menej rizikových až po tie najrizikovejšie. Investovanie do klasických podielových fondov je legislatívne aj regulačne ohraničené. Je presne vymedzené, do akých finančných inštrumentov možno investovať prostredníctvom kolektívneho investovania. V tabuľke č. 3.6 sú porovnané otvorené akciové podielové fondy spravované domácimi správcovskými spoločnosťami, ktoré podľa legislatívneho rámca patria pod UCITS. Tieto otvorené podielové fondy investujú hlavne do akcií, ETF, do podielov iných fondov zameraných na akcie, či dlhopisov. Čo sa týka štruktúry investícií podľa sektorov, väčšina investícií smeruje do nových technológií, finančných služieb, spotrebného tovaru a zdravotníctva. Tieto sektory preferujú aj investori, ktorí investujú do startupov, čiže v tomto smere tu nachádzame určitú synergiu. Výkonnosť týchto fondov za 1 rok je od 2,68 % až po 11,63 %. Za 5 rokov sa výkonnosť pohybuje v rozmedzí od 5,62 % po 68,5 %, čo môže zodpovedať aj výnosom, ktorý získajú rizikovní investori predajom svojho podielu v startupe. Výkonnosť otvorených podielových fondov od ich vzniku sa pohybuje od 10,52 % až po 130,50 %, avšak pri tejto výkonnosti musíme brať do úvahy aj dátum spustenia predaja fondu. Z porovnávaných fondov len polovica z nich vznikla začiatkom nového milénia a druhá pred krízou v roku 2009.

Tabuľka č. 3.6: Podielové fondy spravované domácimi správcovskými spoločnosťami, ktoré investujú do akciových investícií

Správcovská spoločnosť	AM SLSP	Tatra AM	CSOB AM	IAD Investments	VÚB AM
Názov fondu	Fond maximalizovaných výnosov	Americký akciový fond	Svetový akciový	Global Index	Vyvážený rastový fond
Typ fondu	Akciový fond	Akciový fond	Akciový fond	Akciový fond	Zmiešaný fond
Dátum uvedenia	2.4.2007	1.12.2000	1.10.2008	14.2.2001	5.11.2001
Investície podľa tried aktív	Akcie (100 %)	Akcie (75 %)	Podielové listy - akciové fondy (95,32 %), Depozitá (4,68 %)	ETF (97 %), Termínované vklady (3 %)	Akcie (48,77 %), Dlhopisy (42,39 %), Hotovosť (8,83 %)
Geografické rozloženie aktív	Severná Amerika (69,98 %), Európa (17,55 %)	Americký trh (100 %)	n/a	Fond nemá regionálne obmedzenie investícií	Rusko (19,33 %), Čína (6,87 %), Poľsko (4,35 %),

Titul(y) s najväčším podielom	Microsoft Corp. (2,17 %), Walt Disney Co. (1,64 %)	Fut S&P500 Emini (6,7 %), Procter & Gamble (1,7 %)	KBC EQT Strategic Non Cyclicals IS B KAP (16,64 %)	Lyxor ETF MSCI USA, DB X-Traders MSCI USA	Eurizon EF Bond Emerging Market Z (8,97 %)
Štruktúra investícií podľa sektora	Informačné technológie (17,5 %), Finančný sektor (17,2 %), Zdravotníctvo (14,24) %	Technológie (21 %), Spotrebný tovar (15 %), Finančie (14 %)	n/a	Fond nemá odvetvové obmedzenie investícií	n/a
Ukazovateľ rizík a výnosov SRRI (1-7)	5	6	5	5	5
Čistá hodnota majetku vo fonde 3Q2019 (v mil. EUR)	152,3	99,6	12,25	114,83	81,89
Výkonnosť fondu 1 rok	11,63 %	10,0 %	0,72 %	4,84 %	10,86 %
Výkonnosť fondu 5 rokov	5,62 %	68,5 %		27,04 %	24,50 %
Výkonnosť fondu od vzniku	3,30 %		6,97 %	11,14 %	130,50 %

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa prospektov jednotlivých podielových fondov

Legislatíva v EÚ ani na Slovensku zatiaľ nedovoľuje podielovým fondom investovať do startupových spoločností. Investícia podielového fondu do startup spoločnosti je možná jedine vtedy, keď je startupová spoločnosť uvedená na verejný trh a s jej akciami možno obchodovať na burze, ale to už nie je startup, ale rozvinutá spoločnosť.

Bolo by vhodné, ak chce EÚ ešte viac rozvinúť startupový ekosystém porovnateľný s USA, musí sa zaoberať aj možnosťou prijať legislatívu, podľa ktorej by niektoré typy podielových fondov, ako napríklad akciové fondy, fondy alternatívnych investícií alebo fondy inštitucionálnych investorov mohli investovať do startupov. Klient, ktorý investuje do akciových fondov alebo do fondov alternatívnych investícií si uvedomuje, že podstupuje omnoho väčšie riziko ako pri investíciách do ostatných fondoch a vie, že investícia sa mu nemusí vrátiť tak, ako je to možné aj pri startupoch. Zároveň by museli byť nastavené legislatívne podmienky, za akých by bolo možné investovať do startupov, v akom objeme, alebo by bolo určené percento z objemu spravovaných aktív fondu, ktoré je možné použiť na investovanie.

Európa naliehavo potrebuje investície od súkromného kapitálu a tieto investície by mali smerovať najmä do inovácií, vedy, nových technológií, infraštruktúry, emisií, uhlíkovej neutrality a aj do rozvoja kapitálových trhov. Európa je v porovnaní s USA alebo Čínou

príliš závislá od poskytovania úverov a jej banky nie sú ochotné investovať do inovácií, pretože takéto investície považujú za vysoko rizikové. V Európe chýba jeden spoločný kapitálový trh aj vzhľadom na to, že v niektorých členských štátoch nemajú funkčný ani svoj národný kapitálový trh. Myšlienka vytvorenia Únie pre kapitálové trhy (*Capital Market Union – CMU*)⁷³ je na stole už niekoľko rokov, ale prakticky bez výsledku, keďže vytvorenie Únie je vnímané ako nepopulárne opatrenie hlavne zo strany politikov. Vytvorenie CMU by prinieslo prílev investícií, ale aj investorov. Na začiatok by mohlo prísť k prepojeniu kapitálových trhov v strednej a východnej Európe. V posledných rokoch sa v niektorých krajinách snažili vytvoriť burzy pre malé a stredné podniky, resp. juniorské burzy alebo vyhradené obchodné miesta špeciálne pre tento segment podnikov s cieľom uľahčiť im prístup na kapitálové trhy cestou voľnejších kritérií a nižších celkových nákladov. Takéto trhy vznikli vo Veľkej Británii (Alternatívny investičný trh Londýn), Hong Kongu (Trh rastúcich podnikov), Kórei (KOSDAQ), Japonsku (Mothers) alebo v Číne (Shenzen SE) (2012)⁷⁴.

Vytvorenie „platformy pre startupy na Burze cenných papierov v Bratislave (BCPB)“, by bolo ďalším krokom ako rozhybať kapitálový trh na Slovensku. Na BCPB by sa sústredila jednak ponuka vo forme startupov, ktoré hľadajú pre svoje projekty investorov a na druhej strane by investori (či už drobní alebo rizikovní) našli na jednom mieste širokú ponuku, kde investovať svoje voľné finančné prostriedky. Samozrejme, že účasť startupu na „platforme“ by hneď nezaručovala automatické obchodovanie na burze s akciami tejto spoločnosti. Proces umiestnenia akcií týchto startupových firiem by musel byť jednoznačne podľa pravidiel, ktoré určuje BCPB na obchodovanie s cennými papiermi. Vytvorenie takejto platformy by sa muselo riešiť v širšej spolupráci s viacerými organizáciami ako sú BCPB, príslušné ministerstvá (MF SR, MH SR, MŠ SR), rôzne organizácie (SBA, NPC), ktoré podporujú startupy, asociácie z kapitálového trhu (AOCP, SASS) a samozrejme aj investori. Možnosť využiť peňažné prostriedky aj zo zdrojov EÚ na vybudovanie takejto platformy pre startupy na BCPB, by obnovila nielen dôveru investorov, ale v konečnom dôsledku by významnejším spôsobom rozhybala aj kapitálový trh na Slovensku.

⁷³ GLOBSEC Tatra Summit 2019: Shaping the Future of Europe, dostupné na: <https://tatrasummit.globsec.org/wp-content/uploads/2019/10/TS19-top-takeaways-v6.pdf>, Október 2019, s. 1-6, (cit. 2019-10-31).

⁷⁴ BELANOVA, K: Prístup k finančným zdrojom ako kľúčová bariéra rozvoja malých a stredných podnikov, Biatec, 4/2012, s. 1-3, (cit. 2019-01-08).

3.1.2 Hedge fondy a podpora startupov

Napriek tomu, že majú hedge fondy vo svojom názve „*hedge – zaistenie, ochrana*“ sú hlavne charakteristické svojou voľnejšou investičnou stratégiou a používaním mnohých investičných nástrojov, ale na druhej strane aj obmedzenou reguláciou.

História hedge fondov siaha od roku 1949. Prvý hedgový fond založil *Alfred Winslow Jones (2015)*⁷⁵, ktorý využíval predaje nakrátko spolu s pákovým efektom a tým pádom jeho fond výkonnosťou prekonával bežné podielové fondy. Hedge fondy zaznamenali asi najväčší boom na prelome 20. a 21. storočia, keď rástol nielen ich počet, aktíva v týchto fondoch, ale dosahovali aj pomerne vysoké výnosy. Používaním širokých investičných nástrojov dokázali porážať nielen trh, ale aj akciové alebo dlhopisové fondy, ktoré používali štandardné stratégie. To neuniklo pozornosti investorov, ktorí chceli získať zo svojich investovaných prostriedkov čo najviac.

Počet hedge fondov vzrástol z niekoľko stoviek v roku 1990 až na takmer 10-tisíc v súčasnosti, ktoré spravujú viac ako 3,5 bilióna USD. Ani hedge fondy nie sú niekedy imúnne voči finančnej kríze. V roku 2008 keď finančný trh zasiahla kríza, mnohé hedge fondy nedokázali ochrániť investície svojich klientov a zaznamenali straty. Niektoré hedge fondy nedokázali tieto straty dohnať ani po niekoľkých rokoch a mnoho z nich má v súčasnosti problém prekonať bežné indexové nástroje.

Charakteristickým znakom hedge fondu je skutočnosť, že hedge fond dokáže generovať zisky i v prípade, keď finančné trhy padajú. Hedge fond nevyužíva len klasické nástroje ako sú akcie alebo dlhopisy, ale využíva aj veľké množstvo alternatívnych nástrojov ako sú napríklad predaje na krátko, repo obchody, komodity, meny, pákové efekty (na nákup aktív si požičiava finančné prostriedky od externých subjektov), rôzne zaist'ovacie stratégie, opcie a deriváty alebo rôzne kombinácie finančných nástrojov. Ďalším znakom hedge fondu je, že fond nie je vhodný pre každého investora, ale len pre rizikových investorov, tzv. *kvalifikovaných investorov*, ktorých možno charakterizovať ako bohatých jednotlivcov, ktorí sú ochotní investovať minimálny kapitál vo výške cez 100-tisíc USD alebo sú to veľkí inštitucionálni investori. Hlavným domicilom hedge fondov alebo off-shore fondov sú Bermudy, Britské Panenské ostrovy alebo USA a v Európe je to Malta.

⁷⁵ SUBOTIČ, S.: Jak fungují hedgeové fondy?, dostupné na: <https://roklen24.cz/a/wYWfp/jak-funguji-hedge-ove-fondy>, Október 2015, (cit. 2019-03-04).

Investovanie do hedge fondov nie je lacná záležitosť ani pre bohatých investorov. Pri bežných fondoch investor platí vstupný poplatok pri nákupe fondu a poplatok za správu fondu. Investor pri hedge fondoch platí okrem poplatku za správu, ktorý je vo výške 1 % - 3 % z celkovej sumy vkladu, aj podiel na zisku, ktorý sa pohybuje vo výške od 10 % do 30 %, pričom hedge fond má právo na podiel zisku len v tom prípade, keď výkonnosť fondu prekoná svoj predchádzajúci vrchol tzv. „high-water mark“. To znamená, že podiel sa počíta z hodnoty presahujúcej minulé maximum. Väčšina hedge fondov má však štruktúru poplatkov, ktorá je tiež známa ako "2 a 20", čo znamená, že investori platia 2 % správny poplatok za prevádzku fondu a 20 % poplatok za výkonnosť správcovi fondu. Cieľom hedge fondu je dosiahnuť pozitívny výnos bez ohľadu na to, akým smerom sa finančný trh vyberie. Medzi najväčšie hedge fondy na svete v roku 2018 podľa Largest.org (2019)⁷⁶ patria (viď. tabuľka č. 3.7):

Tabuľka č. 3.7: Najväčšie hedge fondy v roku 2018

Názov Hedge fondu	Rok založenia a sídlo	Objem aktív v USD	Počet zamestnancov
BlackRock	1988, New York, USA	6,3 bilión	13 000
JP Morgan Asset Manag.	1935, New York, USA	2,7 bilión	250 000
AQR Capital Management	1998, Greenwich, USA	226 mld.	1 025
Bridgewater Associates	1975, Westport, USA	160 mld.	1 700
Man Group	1783, London, Anglicko	114 mld.	1 325
Renaissance Technologies	1982, New York, USA	97 mld.	290
Two Sigma Investments	2001, New York, USA	58 mld.	1 500
D.E. Shaw & Co.	1988, New York, USA	53 mld.	1 200
Elliott Management Corp.	1977, New York, USA	35 mld.	454
Millenium Managemnet	1989, New York, USA	34 mld.	2700

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Largest.org

V roku 2016 odišlo z trhu 1 057 hedge fondov, čo je najviac od roku 2009 a zároveň vzniklo 729 nových hedge fondov, čo je naopak najmenej od roku 2009. Celkový počet hedge fondov ku koncu roka 2016, vrátane fondu fondov dosahoval 9 893 (2017)⁷⁷. Mnohé hedge fondy hľadajú nové cesty na zhodnotenie svojich miliardových aktív a stávajú sa novými rizikovými kapitalistami a investujú do zaujímavých startupov, ktoré majú potenciál

⁷⁶ Levin, N.: 10 largest Hedge Funds in the World , dostupné na: <https://largest.org/misc/hedge-funds/>, Január 2019, (cit. 2019-03-04).

⁷⁷ HEDGE FONDY: Příležitost, nebo riziko?, dostupné na: <https://www.investicniweb.cz/hedge-fondy-priležitost-nebo-riziko/>, Marec 2017, (cit. 2019-03-04).

dosahovať vysoké výnosy. Príkladom môže byť zakladateľ investičnej firmy Tiger Management *Julian Robertson (2016)*⁷⁸, ktorý prostredníctvom svojho hedge fondu *Tiger Global*, ktorá spravuje 20 miliárd USD, pomohol získať desiatky miliónov dolárov do spoločnosti Nubank, ktorá je digitálnou finančnou spoločnosťou v Brazílii.

Mnohé investičné spoločnosti vrátane už spomínaných hedge fondov nalievajú desiatky miliónov dolárov do Silicon Valley, kde sídli najviac startupových spoločností a kde vidia príležitosť na lepšie zhodnotenie svojich aktív. Väčšina investícií smeruje do spoločností, ktoré sa zameriavajú na fintech technológie, čiže na finančné technológie, ktoré priťahujú nové spôsoby, ako nahradiť tradičné bankovníctvo prostredníctvom internetu a mobilných aplikácií, ale tieto hedge fondy investujú do startupových spoločností, ktoré sa zaoberajú aj refinancovaním študentských úverov a pôžičiek, do systémov poistenia a riadenia pre malé a stredné podniky alebo výrobou predplatených kariet pre maloobchodníkov a reštaurácie. Hedge fondy majú oproti svojim súrodencom – podielovým fondom ešte jednu výhodu a to v tom, že nepodliehajú prísnej regulácii. Klasické podielové fondy sa musia zaregistrovať v SEC a zároveň podliehajú jej regulačnej kontrole. Naproti tomu hedge fondy sa nemusia (alebo aj môžu) registrovať v tejto inštitúcii a nepodliehajú rovnakej úrovni regulácie a dohľadu. Túto výhodu môžu uplatniť aj pri svojich investíciách do startupov.

Vo všeobecnosti platí, že hedge fondy môžu investovať do čohokoľvek. Investície môžu mať niekedy obmedzenia, ale tie sú definované rozsahom investičného mandátu, resp. rozhodnutiami manžéra fondu. To znamená, že hedge fondy majú oveľa väčšiu flexibilitu a voľnosť vo svojich investičných možnostiach ako fondy rizikového kapitálu, private equity fondy alebo klasické podielové fondy, ktoré sú vysoko regulované.

3.1.3 Crowdfunding

Jednou z mnohých alternatívnych on-line foriem prostredníctvom, ktorej sa môžu financovať rôzne typy projektov je *Crowdfunding*. Touto formou možno financovať rôzne neziskové a charitatívne projekty, verejné projekty alebo rôzne inovácie, výskum a vývoj, či iné projekty podnikateľského charakteru. Jeho zmyslom je získanie finančných prostriedkov

⁷⁸ STEVENSON, A.: Hedge Funds Are the New Venture Firms, dostupné na: <https://www.ny-times.com/2016/04/07/business/dealbook/hedge-funds-are-the-new-venture-firms.html>, Apríl 2016, (cit. 2019-03-05).

od veľkej skupiny investorov a to prostredníctvom verejnej výzvy na internete za účelom financovať konkrétny projekt.

Crowdfunding sa objavil na začiatku 21. storočia ako nástroj na financovanie kreatívneho priemyslu. Podľa Slavomíri Salajovej (2017)⁷⁹ zo združenia Fórum kreatívneho priemyslu (Creative Industry Forum, CIF) *"Crowdfunding využíva online platformu, na ktorej sa môže stretnúť autor projektu, resp. osoba, ktorá hľadá finančnú podporu a investor alebo podporovateľ, ktorý hľadá vhodnú investičnú príležitosť, alebo len má záujem darovať finančné prostriedky pre vznik a rozvoj konkrétneho projektu."* Pavel Škriniar (2017)⁸⁰ charakterizuje Crowdfunding ako *"Skupinové financovanie, ktoré začína zverejnením myšlienky a požadovanej výšky kapitálu. Ľudia na zverejnenú myšlienku reagujú peňažnými príspevkami – ak sa im páči, prispejú, ak sa nepáči, hľadajú inú. V žiadnom prípade nejde o nezaujímavé odvetvie"* a podľa neho sa *„crowdfunding dá použiť na všetko od výskumu a vývoja až po podporu umelcov."*

Cez crowdfunding sa každoročne vyzbiera a prerozdelených niekoľko desiatok miliárd dolárov a podľa DG FISMA (2016)⁸¹ (Generálne riaditeľstvo Európskej komisie pre finančnú stabilitu a kapitálové trhy) od roku 2014 vzrástol trh o 92 % a v roku 2015 dosiahol hodnotu 5,4 miliardy eur. Avšak v celosvetovom meradle ide o nízku sumu, keďže v tom istom roku alternatívne financovanie v oblasti Ázie a Tichomoria (väčšinou Čína) bolo vo výške 94,6 miliardy EUR a na americkom kontinente (väčšinou v USA) vo výške 33,6 miliardy EUR.

Cieľom Európskej komisie je podporovať konvergenciu, zdieľanie osvedčených postupov, ktoré sa zaviedli v niektorých členských štátoch EÚ, monitorovanie vývoja trhu a ďalšie aktivity spojené s crowdfundingom a taktiež snaha o lepšie využitie potenciálu jednotného trhu EÚ. Podľa Európskej komisie by mal crowdfunding viesť k odstráneniu prekážok pre cezhraničný crowdfunding a k rozšírenému prístupu na financovanie inovatívnych spoločností, začínajúcich podnikov a malé a stredné firmy a startupy, čo bude mať priaznivý vplyv aj na zamestnanosť v krajinách EÚ. Pričom nové firmy predstavujú v priemere len 17 % z celkovej zamestnanosti, ale vytvárajú až 42 % nových pracovných miest

⁷⁹ CROWDFUNDING je alternatívou financovania podnikateľov i neziskoviek, dostupné na: <http://www5.teraz.sk/ekonomika/crowdfunding-je-alternativou-financovani/295533-clanok.html>, December 2017, (cit. 2019-02-19).

⁸⁰ KOLEKTÍVNE INVESTOVANIE prináša aj riziká, dostupné na: <http://www.teraz.sk/ekonomika/financie-kolektivne-investovanie-prin/295656-clanok.html>, December 2017, (cit. 2019-02-14).

⁸¹ EUROPEAN COMMISSION, Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, dostupné na: https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf, Máj 2016, (cit. 2019-02-20).

a prispievajú k hospodárskému rastu v EÚ. Pri crowdfundingu ide zväčša o spoluprácu troch subjektov a to⁸² :

- Crowdfundingovej platformy alebo jeho prevádzkovateľa – je to on-line platforma alebo subjekt, ktorý túto platformu prevádzkuje. Platforma pracuje na on-line princípe vrátane platobného rozhrania a spája dopyt po financovaní určitého projektu s investormi, ktorí chcú poskytnúť finančné prostriedky na tento účel.
- Investorov alebo podporovateľov – ide o osoby, ktoré sú ochotné poskytnúť finančné prostriedky na podporu financovania určitého projektu.
- Majiteľov projektu – ide o osoby, ktoré žiadajú podporovateľov o financovanie ich projektov.

Crowdfundingové platformy používajú rôzne obchodné modely, ktoré môžu byť zoskupené do nasledujúcich kategórií, resp. modelov (2019)⁸³. Modely crowdfundingu:

1. *Crowdfunding založený na darcovskej báze* – tento model by sa dal nazvať aj donačným alebo charitatívnym modelom, lebo umožňuje neziskovým organizáciám získať peniaze na sociálne a charitatívne projekty. Poskytnuté peniaze na konkrétny projekt majú povahu daru a odmenou pre investorov je dobrý pocit, že prispeli na dobrú vec.
2. *Crowdfunding založený na odmene* – pri tomto modeli investori získavajú za svoje finančné prostriedky materiálnu (nie finančnú) odmenu. Môže to byť nejaká služba alebo publikácia. Benefitom niekedy sa stáva, že majiteľ projektu dostane viac finančných prostriedkov ako predpokladal a vtedy investor dostane napr. knihu s podpisom autora.
3. *Crowdfunding založený na predpredaji produktu* – v tomto prípade majiteľ projektu zbiera finančné prostriedky od podporovateľov na vývoj a produkciu budúceho výrobku, ktorý chce vyrobiť a predávať. Podporovatelia si ho svojimi peniazmi vopred objednávajú. Keď je výrobok pripravený na predaj, majiteľ projektu ho pošle jednotlivým podporovateľom.
4. *Crowdfunding založený na podiele na zisku* – pri tomto modeli ponúka majiteľ projektu podporovateľovi len podiel na budúcich ziskoch zo svojho podnikania alebo z honorárov, či autorských odmien.

⁸² Crowdfunding, dostupné na: <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/fintech/crowdfunding#3>, (cit. 2019-02-20).

⁸³ Crowdfunding – Keď potrebujete peniaze pre biznis, dostupné na: <http://www.sbagency.sk/crowdfunding-ked-potrebuje-peniaze-pre-biznis#.XG0a04pCeHs>, (cit. 2019-02-20).

5. *Crowdfunding ako pôžičkový (lending) model* – ide o model, kde podporovatelia, ale aj firmy skupinovo požičiavajú finančné prostriedky s úrokom konkrétnym osobám na ich podnikateľské aktivity, pričom projekty môžu byť z rôznych oblastí vrátane startupov. Niekedy sa tento model označuje ako priama pôžička – tzn. *peer-to-peer* alebo skratka *P2P*. Pri tomto modeli je potrebné mať na zreteli, že celý proces je koordinovaný zo strany crowdfundingovej platformy a že vklady investorov nepodliehajú zákonu o ochrane vkladov ani ochrane investícií a investori nemajú k dispozícii ani informácie o pôžičke, poplatkoch, ani o spôsobe riešenia nesplácania úveru.
6. *Crowdfunding ako investičný alebo podielový model* – pri tomto modeli sa podporovatelia stávajú investormi spoločnosti, čiže získavajú podiel na majetku, tzn. dochádza k prepojeniu podporovateľov s podnikateľskými subjektmi, pričom podporovatelia sa môžu spolupodieľať na riadení spoločnosti alebo majú aj právo na vyplatenie podielu na zisku spoločnosti. Pri tomto modeli je najväčšie riziko pre investorov strata investovaných finančných prostriedkov najmä zo strany menej skúsených investorov.

Pri všetkých týchto modeloch crowdfundingu je riziko, že vyzbierané peniaze od investorov sa nepoužijú na účely, na ktoré bola založená platforma. Tri štvrtiny projektov väčšinou končia neúspechom. Nemožno zabudnúť ani na podvodníkov, ktorí sa snažia kopírovať už existujúce nápady, či produkty a tým pádom ich kampaň je od začiatku vedená s úmyslom podviesť investorov. Pri crowdfundingu patrí väčšina investorov do skupiny drobní investori, ktorí investujú malé sumy do projektu. Ich rozhodnutie je spontánne alebo spočívajúce v nadšení pre daný produkt a bez hlbšej analýzy alebo skúmania. Preto aj sklamanie investorov je bežnou súčasťou tohto obchodu, avšak toto „*sklamanie investora – donora*“ nezruinuje, keďže väčšinou investuje malé sumy. Tieto riziká sa dajú zmierniť prijatím určitých pravidiel, o ktoré sa pokúša aj Európska komisia, ale aj obozretnosťou podporovateľov.

Crowdfunding by sa v budúcnosti mohol stať väčšou príležitosťou pre začínajúcich podnikateľov. Crowdfunding by mohol byť mostom medzi nedostatkom finančných prostriedkov na začiatku podnikania a investormi, ktorí chcú investovať do inovatívnych projektov. Ale na druhej strane by mali byť investori v tesnejšom kontakte s tvorcami projektu a vytvárať tak spojenú investorskú komunitu.

3.2 Konvertibilné zdroje

Konvertibilné zdroje predstavujú ďalší zdroj ako financovať startupy. Investor, ktorý investuje do startupu získava určitý podiel a to formou konvertibilných cenných papierov. Tieto môže získať investor ako napríklad privilegované akcie. Tieto privilegované akcie sú napríklad bez hlasovacích práv, ale s prednostným právom na výplatu dividend. Nezanedbateľnou výhodou niekedy môže byť aj to, že pokiaľ je vyplácanie výnosov z akcií na istý čas pozastavené, výplata výnosov pre ich majiteľov privilegovaných akcií má prednosť pred vyplácaním dividend pre majiteľov obyčajných akcií. Osobitosťou rizikového kapitálu je nielen to, ako vstupuje do podnikania spoločností, ale aj to, ako vystupuje z týchto spoločností a transformuje svoje investície späť na finančné prostriedky. Tento proces možno označiť pojmom „*exit*“. Existujú tri mechanizmy výstupu z podnikania a to predaj firmy inej firme, ktorá ju pohltí, odkúpenie akcií rizikového investora inými majiteľmi firmy a napokon prvé verejné umiestnenie cenných papierov na verejnom trhu (IPO – Initial Public Offering). V USA sa úspešné investície zvyčajne končia umiestnením nových akcií na mimoburzovom trhu NASDAQ (National Association Securities Dealers Automatic Quotation – Automatický systém kótovania národnej asociácie dilerov), ktorý je najväčším miestom obchodovania s akciami začínajúcich firiem.

Likvidný kapitálový trh nielen zvyšuje dopyt po rizikovom kapitáli, ale znižuje aj transakčné náklady nových firiem, čo sa ukázalo aj vo výskumoch *B. Blakea a P. Gilsona (1998)*⁸⁴, že ak existuje likvidný kapitálový trh, teda miesto, kde sa dajú akcie rýchlo vymeniť za peniaze a naopak, tak rizikovým investorom to umožňuje s podnikateľom uzavrieť dohodu, ktorá sa týka rozdelenia kontrolných funkcií vo spoločnosti. Kapitálový trh zároveň vytvára aj nových manažérov. Podnikatelia, ktorí predali svoju firmu na kapitálovom trhu, sú zväčša vhodnými kandidátmi na funkciu manažérov fondov rizikového kapitálu. Existencia rizikového kapitálu prispieva k zvýšeniu ceny akcií pri ich primárnom úpise. Napríklad *W. L. Megginson a K. A. Weiss (1991)*⁸⁵ dokázali, že pri primárnej emisii akcií firmy, ktorej vlastníkom boli rizikovní investori, je tradične cena akcií v porovnaní s ostatnými firmami vyššia. K podobnému záveru prišli *B. C. Barry, C. J. Muscarella, J. V. Peavy III a M. R.*

⁸⁴ GILSON, J. R. – BLACK, B.: Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, issue 3, s 243 – 277, 1998.

⁸⁵ MEGGINSON, W. L., WEISS, K. A.: Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol. 46, issue 3, s 879-903, 1991.

*Vetsuypens (1990)*⁸⁶, ktorí zistili, že úroveň podhodnotenia akcií pri primárnom umiestnení akcií je spojená s podielom rizikových investorov v spoločnosti. Čím je ich podiel menší, tým nižšia je cena primárneho umiestnenia. Treba povedať, že úspešný výstup rizikového investora z firmy, ktorá umiestnila akcie na burze, podstatne zlepšuje jeho reputáciu vo finančnom svete. To mu uľahčuje získavanie ďalšieho kapitálu do fondov (1995)⁸⁷. Objem primárnych emisií zvyšuje prílev finančných prostriedkov do fondov rizikového kapitálu nielen z predaja podielov v spoločnostiach, z ktorých vystúpil, ale aj z prílevu dodatočných finančných prostriedkov.

V oblasti technológií sú novátorské firmy nútené nepretržite vytvárať a integrovať nové poznatky tak, aby si ich ochránili pred konkurenciou a majú nesmierny význam pre ich produkt, pretože len toto im umožňuje zachovať si konkurencieschopnosť. Rizikovní investori hrajú v týchto procesoch kľúčovú úlohu a pôsobia ako sprostredkovatelia výmeny a distribúcie nových poznatkov. K tomuto záveru dospeli *P. Robertsom a R. Langois*. Vo svojom výskume poznamenali, že finanční novátori vytvárajú a udržiavajú široké siete (1995)⁸⁸ väzieb v rámci regiónov so zvýšenou mierou inovačnej činnosti a zabezpečujú značné urýchlenie dynamiky samostatných firiem a rozšírenia inovácií, ktoré realizovali. Rozvoj kapitálového trhu je kľúčovým parametrom, ktorý vytvára rozdiely v dynamike rizikových investícií medzi jednotlivými krajinami. Avšak štatistické údaje získané výskumom nepotvrdzujú tento fakt. Podľa výskumu *A. Shelterovej (2003)*⁸⁹, kapitálový trh vplyva na rizikové financovania podstatne menej ako celkové ukazovatele vývoja národného hospodárstva a očakávania ekonomických subjektov a že existuje spojitosť s rizikovým kapitálom s jeho úzkym chápaním, teda financovaním v úvodnej, štartovacej fáze až po jej komercializáciu.

Konvertibilný úver je ďalšia forma ako môžu startupy získať finančné prostriedky na svoj rozbeh. Konvertibilný úver možno charakterizovať ako krátkodobú pôžičku investora hlavne v najranejších fázach podnikania, keď je startup na začiatku a na jeho rozbeh okrem rodiny prispel aj Business Angel niekoľkými tisíckami eur. Takýto úver je poskytovaný na určité prekleňovacie obdobie pred ďalším kolom financovania projektu. Konvertibilný úver

⁸⁶ BARRY, CH.B., MUSCARELLA, CH., PEAVY III, J.V., VETSUYPENS, M.: The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from Going-Public Process, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, issue 2, s 447-472, 1990.

⁸⁷ GOMPERS, P.A.: The Rise and Fall of Venture Capital, *Business and Economic History*, Vol. 23, No. 2, s 1-26, 1994.

⁸⁸ ROBERTSON, P.L., LANGLOIS, R.N.: Innovation, Network, and Vertical Integration, *Research Policy*, Vol. 24, issue 4, s 543-562, 1995.

⁸⁹ SHERTLER, A.: Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis, Kiel Institute for World Economics, Working paper No. 1172, 2003.

obsahuje podobné náležitosti ako štandardná pôžička, ale navyše obsahuje možnosť (opciu) investora v budúcnosti premeniť poskytnutú pôžičku za vopred stanovených podmienok do priameho majetkového podielu v spoločnosti.

Ako podmienka pre konvertovanie úveru na podiel v spoločnosti sa v zmluve stanovuje dosiahnutie určitých obchodných alebo finančných cieľov (napríklad dosiahnutý obrat). Úrok sa v rámci konvertibilného úveru priebežne nevypláca. V čase prevodu konvertibilného úveru na podiel v spoločnosti sa jednoducho celá výška úveru vrátane úrokov premení na samotný podiel. Na konvertibilný úver je možné sa pozrieť nielen zo strany podnikateľa, ktorý prijíma pôžičku, či zo strany investora, ale aj na výhody a nevýhody súvisiace s touto pôžičkou. Výhody a nevýhody konvertibilného úveru (2019)⁹⁰:

- *Výhoda zo strany podnikateľa* – je v tom, že konvertibilná pôžička sa pred konverziou chová v podstate ako štandardná pôžička, to znamená, že investor zvyčajne nemá toľko práv ako akcionár (napr. zasadnutie predstavenstva). Aj proces uzatvárania zmluvy trvá len krátko, len pár týždňov a konvertibilný úver nevyžaduje okamžité splatenie úrokov, ale úrok je pripočítaný k istine pôžičky a spolu s ňou konvertovaný do majetkového podielu.
- *Nevýhoda zo strany podnikateľa* – spočíva v tom, že pokiaľ nie je konvertibilný úver premenený na podiel v spoločnosti, má investor prioritné právo požadovať v čase splatnosti úveru aktíva spoločnosti (napr. hotovosť) splatenie úveru a úrokov. Pokiaľ nemá startup v dobe splatnosti dostatok hotovosti pre splatenie úveru je nútený predat' všetky svoje aktíva.
- *Výhoda zo strany investora* – spočíva v rýchlosti a jednoduchosti celého procesu uzatvárania zmluvy, pretože investor nemusí do tohto procesu zapájať právnik, notára, vyjednávať investičnú zmluvu, či meniť štruktúru spoločníkov v spoločnosti. Najdôležitejšie v zmluve sú ustanovenia, za akých podmienok príde ku konverzii na podiely v spoločnosti, časový horizont zmluvy a aký bude úrok. Ďalšou výhodou okrem šetrenia finančných prostriedkov na transakčných nákladoch je, že investor nemusí oceňovať spoločnosť.
- *Nevýhoda zo strany investora* – jednoznačne spočíva v tom, že investori nemajú ako ovplyvňovať chod spoločnosti, keďže nie sú zapísaní v obchodnom registri. Ďalšie riziko je v tom, že pokiaľ sa konvertibilný úver používa veľmi často, dochádza ku kumulácii

⁹⁰ Viete čo je to konvertibilný úver a kedy sa používa, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/viete-co-je-to-konvertibilny-uver-a-kedy-sa-pouziva>, Apríl 2019, (cit. 2019-05-11).

záväzkov v spoločnosti a k veľkému počtu veriteľov a neprehľadnosti finančných tokov a nákladov.

Tak ako pri každej zmluve, aj pri zmluve o konvertibilnom úvere by sa mali brať do úvahy potreby spoločnosti ako aj potreby investora a preto pri uzatváraní zmluvy o konvertibilnom úvere by obe strany nemali opomenúť nasledovné ustanovenia, ktoré by mali byť v zmluve (2019)⁹¹:

1. *Dátum splatnosti (Maturity date)* – stanovuje dátum splatnosti úveru spolu s úrokmi alebo dátum, či udalosť, kedy si bude môcť investor premeniť svoju pôžičku na podiel v spoločnosti, pričom v zmluve môže byť splatnosť uplatnená vo forme *fixného dátumu splatnosti* (v zmluve je presne zadefinovaný dátum), *udalosti, ktorá vyvolá skoršiu splatnosť úveru* (napr. ďalšie kolo financovania, kedy dochádza k splatnosti konvertibilného úveru a následne k premene na podiel v spoločnosti), *predaju väčšinového podielu v startupe* (v prípade predaja celej firmy inému investorovi), alebo *odcudzenie duševného vlastníctva* (investor môže požadovať splatenie úveru alebo premenu konvertibilného úveru na podiely v spoločnosti).
2. *Úroková sadzba (Interest rate)* – v krajinách strednej Európy sa v súčasnosti úrok pri tomto type úveru pohybuje v rozmedzí 5 % až 10 % ročne a ide o tzv. PIK (*Payment in kind*), to znamená, že startup úrok nespláca v hotovosti, ale tento úrok je pripočítaný k istine úveru a táto sa potom konvertuje do podielu v startupe.
3. *Konverzia úveru na podiel (Conversion)* – zmluvné strany si v zmluve dohodnú, za akých podmienok bude investor meniť úver na podiel vo firme. Konverzia znamená vzájomný zápočet pohľadávok. Ide tu o právo investora zvoliť si spôsob uspokojenia svojej pohľadávky (splatenie úveru alebo konverzia na podiel v spoločnosti). Pri konverzii nesmú obidve zmluvné strany zabudnúť na dve podstatné náležitosti a to, že pri *startupe na informačnú povinnosť investorovi* ohľadom kvalifikovaných investičných kôl, ktoré môžu spustiť úverovú splatnosť a *pri investorovi* na jeho informačné právo, ide tzv. *reporting*, ako sa startupu priebežne darí.
4. *Konverzná zľava (Conversion discount)* – v rámci konvertibilného úveru sa využíva niekedy konverzná zľava zo strany startupu ako kompenzácia investorom, ktorí vstúpili do startupu už na začiatku a tým podstúpili z ich strany určité riziko (v prípade, že valuácia

⁹¹ Viete čo je to konvertibilný úver a kedy sa používa, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/viete-co-je-to-konvertibilny-uver-a-kedy-sa-pouziva>, Apríl 2019, (cit. 2019-05-11).

spoločnosti bude 1 mil. EUR, pri konverznej zľave 30 % bude pri investičnom kole úver premenený pri valuácii o 30 % nižšie, teda 700 tis. EUR).

5. *Valuačný strop (Valuation cap)* – v zmluve môže investor nastaviť maximálnu hodnotu, pri ktorej dôjde k prevodu úveru na podiel, i keď reálne môže mať spoločnosť oveľa vyššiu hodnotu (napr. valuačný strop je vo výške 3,5 mil. EUR, bez toho stropu by investor konvertoval pri hodnote 4,0 mil. EUR, ale teraz môže už pri 3,5 mil. EUR).

3.3 Metódy ohodnotenia startup spoločností pri vstupe na trh

Každý investor, ktorý sa rozhodne investovať do startupu, musí dôsledne preskúmať spoločnosť, do ktorej chce investovať. Pre investora je dôležité prvé rozhodnutie a to, či chce investovať do spoločnosti, ktorá má svoju históriu alebo do začínajúcej firmy – startupu bez histórie. Inštitucionálni investori alebo investičné fondy väčšinou investujú do spoločností, ktoré sú už etablované na trhu dlhé roky, tieto spoločnosti sú známe širokej verejnosti, prípadne niektoré spoločnosti sú aj kótované na burze cenných papierov. Tieto spoločnosti disponujú obrovským množstvom dát a informácií, ktoré dokážu investorom poskytnúť objektívny pohľad na spoločnosť a nakoniec urobiť kvalifikované investorské rozhodnutie.

Iný pohľad má významný investor alebo Business Angel na spoločnosť alebo startup, ktorý iba začína, o ktorom nikto nič nevie, nemá za sebou žiadnu históriu. Má len nápad, či myšlienku zakladateľa, ktorý by chcel tento nápad rozvinúť v produkt, ktorý by bol úspešný na trhu. Investori nikdy nevstupujú do firiem z nejakých sociálnych pohnútok. Záujmom každého investora je v prvom rade dosiahnuť čo najvyšší výnos zo svojich investícií, ktoré by mali byť podstatne vyššie, ako keby peniaze vložili na termínovaný vklad do banky, do cenných papierov s pevným výnosom alebo do obchodovateľných akcií. Pred prijatím konečného rozhodnutia o financovaní určitého projektu sa rizikovní investori zaoberajú úrovňou pripravenosti podnikateľa na podnikanie. Startupy vo svojich raných fázach rozvoja často ponúkajú len majiteľa startupu ako podnikateľa a jeho myšlienku, ktorú ale treba ďalej rozpracovať. Hodnota startupu je v týchto prípadoch založená na faktoroch, ktoré sú skôr subjektívne. Tieto faktory by mali investorovi pomôcť ohodnotiť podnikateľský plán. Medzi takéto faktory patrí napríklad posúdenie managementu, ohodnotenie duševného vlastníctva, predpokladaná doba uvedenia produktu na trh, plánovaný harmonogram dosiahnutia ziskovosti alebo odhadovaná potreba kapitálu (vrátane rýchlosti, za akú dobu ho firma „spotrebuje“ tzn. ako dlho firma vydrží, než bude potrebovať ďalší kapitál alebo generovať zisk),

či volatilita odvetvia (2014)⁹². Ďalšou podstatnou vlastnosťou rizikového investovania je, že rizikový investor sa aktívne podieľa na riadení firiem, do ktorých investoval. Začína od posúdenia „surových“ podnikateľských myšlienok, ktoré sa nezačali ešte realizovať a končí zabezpečením likvidity akcií novej firmy.

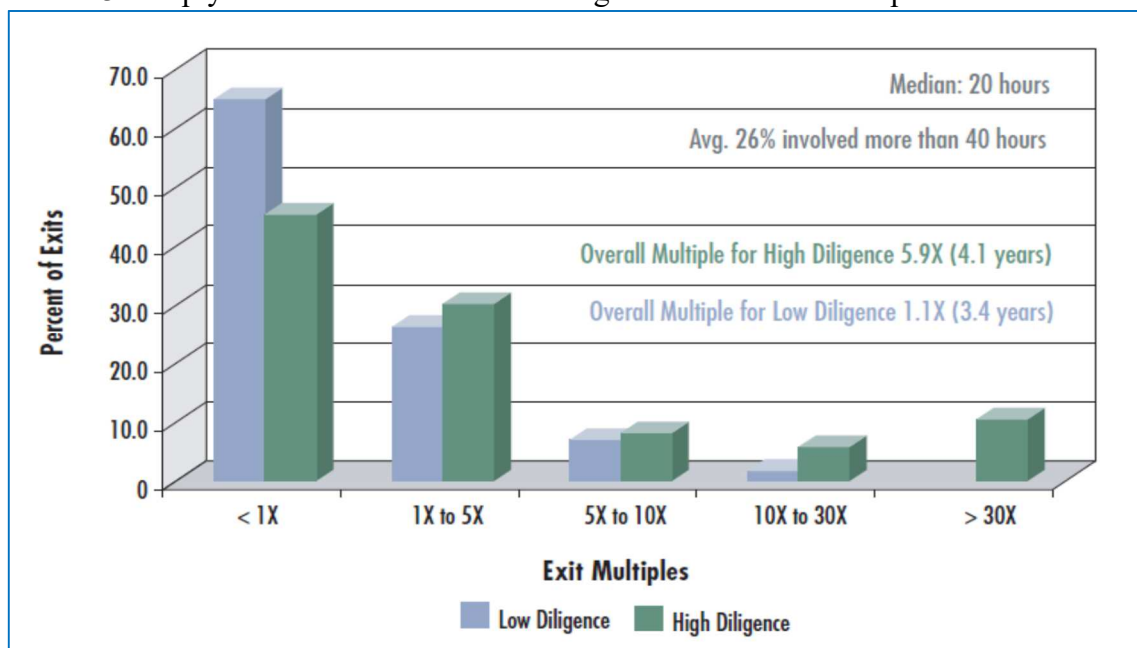
Nemenej podstatnou charakteristikou rizikového kapitálu je to, že rizikové fondy sú vždy pripravené investovať do činnosti náročnej na vedecké kapacity. Investovanie do začínajúcich startupov v skorších štádiách podnikania prináša investorovi vyššiu mieru rizika. Nástrojom, ktorý by mohol toto riziko objektívnejšie odhadnúť je „*due diligence*“, pričom pojem *due diligence* sa začal používať v 15. storočí a znamenal „*konanie s náležitou starostlivosťou*“. V roku 1930 sa tento pojem dostal do legislatívy USA, v rámci ktorej sa stanovovali požiadavky na rozsah informácií pri predaji akcií spoločnosti investorom. V súčasnosti metóda *due diligence* slúži na odhalenie skutočnej situácie v spoločnosti a skutočnej ceny, za ktorú je podnik ponúkaný. Predstavuje komplexnú previerku spoločnosti, ktorá na jednej strane poukazuje na riziká firmy na jej skryté problémy a na druhej strane odkrýva skutočný potenciál firmy a tým pádom chráni investora pred neúspechom. Kvalita prevedenia závisí od časových možností, spolupráci predávajúceho či aktuálnosti dát. Závery *due diligence* sú rozhodujúce pre konečné rozhodnutie investora o transakcii a jeho ponuke kupujúcemu.

Aj podľa štúdie Roberta Wiltbanka z Willametskej univerzity, ktorá vyšla pod názvom „*Returns to Angel Investors in groups*“ (2018)⁹³ poukázala na príčinnú súvislosť dĺžky *due diligence* a výšky dosiahnutých výnosov. Kým pri investíciách, kde previerka v spoločnosti trvala menej ako 20 hodín, bol dosiahnutý priemerný výnos len vo výške 1,1 násobku pôvodnej investície, pri investíciách s previerkou trvajúcou dlhšou ako 20 hodín investori dosiahli výnos až vo výške 5,9 násobku pôvodnej investície (viď. graf č. 3.1).

⁹² KISKA, A.: Ako odhadnúť cenu startupu a výšku investície, dostupné na: <http://www.startitup.sk/ako-odhadnut-cenu-startupu-a-vysku-investicie/>, Máj 2014 (cit. 2019-06-25).

⁹³ VÝZNAM DUE DILIGENCE PRI INVESTOVANÍ DO STARTUPOV, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/vyznam-due-diligence-pri-investovani-do-startupov>, November 2018, (cit.2019-02-02).

Graf č. 3.1: Vplyv času stráveného na due diligence na návratnosť kapitálu



Zdroj: Returns to Angel Investor in Groups

Zo štúdie vyplýva, že ak investor dobre pozná sektor, do ktorého chce investovať a v ktorom pôsobí aj startup, dosiahne lepší výnos. Potom je due diligence v skorých štádiách startupov najmä o preverovaní pravdivosti vyhlásení zakladateľov v podkladových dokumentoch.

Aby sa mohlo uskutočniť due diligence vo firme, musí tomu predchádzať ponuka investora, že chce vstúpiť do spoločnosti a predbežný súhlas spoločnosti s indikatívnou ponukou investora. Prvým krokom v due diligence je formulovanie informačných požiadaviek investora pre spoločnosť, do ktorej chce vstúpiť a to prostredníctvom tzv. checklistu (2017)⁹⁴ (viď. tabuľka č. 3.8).

Tabuľka č. 3.8: Checklist

Oblasť požadovaných informácií	Základná charakteristika informácií
Finančné informácie	- Analyzuje polročné a ročné finančné výkazy – súvaha, výkaz ziskov a strát, cash flow. - Aktuálne a plánované finančné výsledky. - Analýza citlivosti podniku na rôzne faktory. - Kapitálová štruktúra a aktuálne zloženie akcionárov.
Informácie o produkte	- Podrobná informácia o produkte, ktorý firma predáva. - Trhový podiel, ziskovosť produktu.

⁹⁴ MAJKOVÁ SOBEKOVÁ, M.: Due diligence odkryje pri kúpe podniku jeho slabiny, dostupné na: <https://www.podnikajte.sk/investor/due-diligence-podniku>, Júl 2017, (cit. 2019-02-11).

Informácie o zákazníkoch	• Zoznam najväčších zákazníkov. • Zmluvne uzatvorené strategické partnerstvá. • Dohodnuté marže.
Informácia o konkurenčnom prostredí	• Informácie o konkurencii a prostredí, kde pôsobí firma. • Silné a slabé stránky konkurenčného prostredia. • Výhody firmy na trhu – cena, služby, technológie.
Informácia o marketingu a distribúcii	• Stratégia firmy a jej implementácia v oblasti zákazníkov. • Distribučné kanály firmy.
Informácie o výskumných činnostiach	• Kľúčové osoby výskumu vo firme. • Náklady na vývoj a jeho možné nedostatky. • Efektivita výskumu a jej dopad na trh.
Informácie o manažmente a ľudoch vo firme	• Organizačná štruktúra a kvalita manažmentu. • Kľúčové osobnosti vo firme, fluktuácia, plán odmiern. • Personálna politika vo firme.
Právne informácie a iné súvisiace záležitosti	• Informácie o súdnych sporoch – žalobca/žalovaný. • Výška škôd, výška náhrad, žalované subjekty. • Opis pracovného prostredia a bezpečnosť zamestnancov pri práci. • Údaje o patentoch, licenciach a ochranných známkach.

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Due diligence odkryje pri kúpe podniku jeho slabiny

3.3.1 Finančné metriky pri startupoch

Zakladatelia startupov, ktorí majú skúsenosti s investormi vedia, že rokovania s investorom, ktorý má záujem vstúpiť do spoločnosti sa točia okolo čísel. Máme tu dva pohľady na vstup do spoločnosti. Jeden prezentuje zakladateľ ako skvelé s prísľubom ďalšieho rastu do budúcnosti. Druhý pohľad na spoločnosť je zo strany investora. Ten sa nikdy neuspokojí len s vyjadreniami zakladateľa alebo s finančnými výkazmi ako sú výsledovka, súvaha, náklady alebo zisk, ale bude sa snažiť získať podrobnejšie informácie, ako sa zakladatelia startupu dopracovali k týmto výsledkom. Investor prevetrá startup zo všetkých strán a na to použije due diligence alebo niektoré finančné metriky a ukazovatele ako napríklad (2019)⁹⁵:

- **Pravidelné výnosy versus celkové výnosy** (*Recurring Revenue vs. Total Revenue*) – podnikatelia dobre vedia, že získať nového zákazníka je ťažšie ako udržať si už existujúceho. Preto investorov zaujíma, akú časť výnosov prinášajú opakujúce sa objednávky (napr. predplatné). V tejto súvislosti sú pre investorov zaujímavé hlavne – ročne sa opakujúce výnosy (*Annual Recurring Revenue - ARR*), mesačne sa opakujúce výnosy (*Monthly Recurring Revenue - MRR*), prípadne ročne sa opakujúce výnosy na jedného zákazníka, pričom k pravidelným ročným výnosom sa investor dostane tak,

⁹⁵ FINANČNÉ METRIKY KTORÉ BY STE MALI POZNAŤ, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/financne-metriky-ktore-by-ste-mali-poznat-1-cast>, Január 2019, (cit. 2019-02-19).

že od celkových ročných výnosov odpočíta všetky jednorázové výnosy. Pri predplatených službách to môžu byť napríklad vstupné poplatky.

- **Medzimesačný rast výnosov/zákazníkov** (*Month-on-Month Growth - MoM*) – snahou investora je investovať do takého odvetvia alebo startupu, ktorý má potenciál rýchleho rastu, lebo v opačnom prípade nie je veľká šanca, že sa investície vrátia. V tomto prípade investori počítajú so zloženou mesačnou mierou rastu (*Compounded Monthly Growth Rate - CMGR*), ktorú môžeme vypočítať nasledovne:

$$CMGR = (\text{Stav metriky posledného mesiaca} / \text{Stav metriky prvého mesiaca}) ^{(1 / \text{Počet mesiacov}) - 1}.$$

Takto vypočítaná miera rastu bude nižšia ako jednoduchý priemer miery rastu.

- **Celoživotná hodnota príspevkového zisku pripadajúca na priemerného zákazníka** (*Life Time Value - LTV*) – cieľom tohto ukazovateľa je zistiť, akou hodnotou prispieva zákazník na úhradu fixných nákladov a zisku. Pre určenie celoživotnej hodnoty príspevkového zisku na zákazníka je potrebné spočítať nasledovné hodnoty:
 - *Priemerný výnos na zákazníka (za mesiac)* – priemerná hodnota objednávky vynásobená počtom objednávok.
 - *Priemerný príspevkový zisk na zákazníka za mesiac* – výnos na zákazníka očistený od variabilných nákladov spojených so zákazníkom (napríklad administratívne alebo prevádzkové náklady).
 - *Priemerná dĺžka trvania vzťahu so zákazníkom (napr. v mesiacoch)* – sa vypočíta, keď číslo 1 vydelíme priemernou percentuálnou mierou straty zákazníkov, ktorí prestali nakupovať.

Príspevkový zisk na zákazníka potom spočítame ako súčin priemernej marže na zákazníka (za mesiac) a priemernej dĺžky obchodného vzťahu so zákazníkom.

- **Percentuálna obchodná marža** (*Gross Margin*) – túto obchodnú maržu vypočítame ako rozdiel výnosov za tovar a náklady za predaný tovar vydelíme sumou výnosov za tovar.
- **Obrátkovosť zásob** (*Inventory Turns*) – sa počíta ako podiel nákladov na predaný tovar a priemernej hodnoty skladových zásob za dané obdobie (napr. 1 rok), pričom obrátkovosť je možné dosiahnuť dvoma spôsobmi. Môže to byť zvýšením rýchlosti predaja skladových zásob alebo znížením hodnoty skladových zásob, ktoré sú nevyhnutné pre dosiahnutie daného objemu predajov. V skutočnosti väčšina investorov skôr preferuje obrátkovosť tovaru, lebo dobré čísla obrátkovosti vypovedajú o kvalite skladových zásob.

Na druhej strane zhoršujúce sa čísla obrátkovosti môžu vypovedať o probléme s predajnosťou skladových zásob.

- **Náklady na získanie zákazníka** (*Customer Acquisition Cost - CAC*) – do tohto ukazovateľa je potrebné zahrnúť všetky skutočné náklady, ktoré súvisia so získaním a udrжанím si zákazníka (napr. body z vernostného programu alebo poskytnuté zľavy z ceny). Zároveň pri tomto ukazovateli je dôležité rozlišovať medzi klientami, ktorých spoločnosť získala na základe „odporúčaní“ (napr. od kolegov v práci alebo od priateľov) a klientami, ktorí si kúpili službu alebo tovar na základe plateného marketingu. Investora však skôr zaujíma tá druhá platiaca skupina. Na základe toho investor dokáže odhadnúť, či zvýšením marketingových nákladov dosiahne pozitívne výsledky. Náklady na získanie zákazníka majú tendenciu vždy rásť, vzhľadom na to, že ako prví na ponuku služieb alebo tovaru zareagujú klienti, ktorým sa tovar páči. Neskôr, keď sa trh „nasycuje“, ďalší rast klientskej základne si vyžaduje ďalšie finančné náklady. Preto investori vždy dávajú do pomeru dva ukazovatele CAC s LTV. Ukazovateľ LTV by mal byť aspoň 3x CAC, pričom CAC by sa mala vrátiť podnikateľovi najneskôr do 12 mesiacov od získania klienta.
- **Celková hodnota transakcií versus výnosy** (*Gross Merchandise Value - GMV*) – tento ukazovateľ sa dá najlepšie použiť v prípade rôznych online trhovísk, kde výnosom pre investora je provízia, resp. spracovateľský poplatok, ktorý si online trhoviisko účtuje.
- **Úspory z rozsahu** (*Economies of Scale*) – sa realizujú vtedy, keď vďaka rastúcemu objemu výroby klesá jednotkový náklad, napríklad na vybavenie objednávky (napr. eshop) a zároveň môžu rovnako znížiť aj variabilné náklady a to vďaka efektívnejšiemu využívaniu výrobných kapacít.
- **Miera úbytku zákazníkov a výnosov** (*Churn Rate*) – ide o mesačný úbytok zákazníkov a s tým súvisiaci úbytok výnosov a vypočítame ho ako:
$$\text{Mesačná miera úbytku zákazníkov} = \frac{\text{stratení zákazníci}}{\text{počet zákazníkov v predošlom mesiaci}}$$

Hodnotu, ktorú získame vydelením stratených pravidelných výnosov od klientov, ktorí už ďalej nebudú nakupovať a celkového pravidelného výnosu na začiatku mesiaca nazývame *hrubý úbytok výnosov*.
- **Miera miania hotovosti** (*Burn Rate*) – tento ukazovateľ informuje investora, akým rýchlym tempom nastáva úbytok hotovosti vo firme na mesačnej báze. Podľa tohto ukazovateľa investor zistí ako rýchlo sa miania firme peniaze na účte vtedy, keď firma nemá

dostatok času na zníženie existujúcich nákladov alebo na zaistenie ďalších finančných zdrojov. To znamená, že informuje investora ako dlho firma dokáže prežiť v prípade problémov.

- *Hrubý burn rate* – spočítame ako súčet celkových mesačných nákladov a ostatných hotovostných výdavkov za daný mesiac.
- *Čistý burn rate* – zistíme ako rozdiel príjmov (vrátane hotovosti v pokladni) a hrubého burn rate.
- **Počet stiahnutí** – ďalší z ukazovateľov hlavne pre startupy, ktoré sa zoberajú vývojom aplikácií je *počet stiahnutí* (napr. určitej aplikácie) užívateľom. Pre investora je dôležité to, či užívateľ ktorý si stiahol aplikáciu ju aj po prvom zhliadnutí naďalej využíva. Dôležitejšie sú pre investora aj údaje o počte aktívnych mesačných užívateľov, celkový počet zhliadnutí jedným užívateľom (napr. fotografie) alebo návštevnosť blogov.
- **Počet zaregistrovaných užívateľov versus aktívni užívatelia** – ale aj tento ukazovateľ je pre investora len doplňujúcim údajom. Investora zaujíma kategória aktívnych užívateľov, ktorí využívajú aplikáciu, lebo nárast užívateľov sa zvyčajne prejaví aj v náraste výnosov. Pojem aktívny užívateľ sa môže u každého investora značne líšiť. Iný význam má pre investora, ktorý investuje do obchodu ako pre investora, ktorý investuje do internetovej platformy, pričom pri internetových projektoch sa za aktívneho užívateľa považuje taký, ktorý službu alebo platformu využije viac ako jedenkrát za mesiac.
- **Ukazovateľ virality** – je rýchlosť, akou sa produkt alebo služba šíri od jedného užívateľa k druhému na základe aktivity užívateľov. Virality meriame virálnym koeficientom alebo takzvanou *k-hodnotou*, ktorá nám hovorí, koľko pozvánok alebo referencií (napr. v ústnej alebo písomnej podobe) musia užívatelia urobiť, aby presvedčili nových potenciálnych užívateľov na používanie daného produktu. Čím vyššia je *k-hodnota* (číslo vyššie ako 1), tým rýchlejšie sa bude daný produkt šíriť (2019)⁹⁶. Spôsob výpočtu *k-hodnoty*:
 1. Predpokladajme, že na začiatku obdobia máte 1 000 užívateľov, ktorí majú možnosť rozosielať pozvánky do vašej služby.
 2. Na základe analýzy ste zistili, že užívateľ odošle priemerne 5 pozvánok, čo znamená, že vašich 1 000 klientov oslovilo ďalších 5 000 klientov.

⁹⁶ FINANČNÉ METRIKY KTORY BY STE MALI POZNAŤ, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/financne-metriky-ktore-by-ste-mali-poznat-2-cast>, Január 2019, (cit. 2019-03-20).

3. Z týchto pozvaných klientov sa reálne zaregistruje len 10 %, teda získate 500 nových užívateľov. Na konci obdobia teda máte 1 500 klientov. Váš virálny koeficient bude číslo 0,5 ($500/1\ 000$).

Možno skonštatovať, že aj ukazovateľ na úrovni 0,3 je slušný výsledok, pretože množstvo užívateľov odporúča tento produkt. Treba mať ale na pamäti, že bez dodatočných marketingových nákladov nebude podnikanie plynule rásť.

- **Čistý podiel podporovateľov** (*Net Promoter Score - NPS*) – tento ukazovateľ umožňuje odmerať zákaznícku spokojnosť a loajalitu. NPS je väčšinou založený na otázke spokojnosti, ktorá sa kladie pravidelným klientom (nie náhodným), či už telefonicky alebo emailom (napr. „*Odporučili by ste tento tovar alebo túto službu svojmu priateľovi alebo kolegovi? Prosím vyberte si zo škály od 1 po 10*“). Škála od 6 po 10 znamená, že 6 je spokojný klient a najvyššie číslo 10 znamená veľmi spokojný klient. Škála pod 6 znamená nespokojný klient alebo klienti, ktorí sa svojou negatívnou skúsenosťou pochvália častejšie ako spokojní klienti. Čistý podiel podporovateľov určíme ako rozdiel podielu podporovateľov a nespokojných klientov.
- **Riziko koncentrácie zákazníkov** – tento ukazovateľ poukazuje na závislosť firmy na jednom alebo niekoľkých veľkých spoločnostiach a vypočítame ho ako podiel výnosov plynúcich od najväčšieho klienta alebo skupiny klientov a celkových výnosov. Pre investorov je samozrejme, tak ako je to pri privátnom bankovníctve, zaujímavejšie vložiť peniaze do firmy, ktorá má svoje portfólio klientov dobre rozložené a s odchodom najväčších zákazníkov neskolabuje.

V tejto časti sme poukázali na rôzne pohľady investora a zakladateľa pri vstupe do spoločnosti. Pre investora nie je dôležité len vyjadrenie zakladateľa spoločnosti, výsledovka alebo súvaha, ale aj iné metriky, ktorými si ohodnocuje spoločnosť. Nie je presne definované, ktoré metriky sú dôležitejšie a ktoré menej dôležité pre investora. Záleží len na investovi, ktoré metriky alebo iné finančné ukazovatele zoberie do úvahy pri ohodnotení startupu, do ktorého chce investovať.

3.3.2 Náročnosť ocenenia startupu v jeho počiatočnej fáze

Ohodnotenie startupu je jednou zo zásadných otázok, s ktorou sa musí popasovať zakladateľ spoločnosti a investor ešte predtým než podpíšu zmluvu. Na to, aby títo dvaja budúci partneri prišli k zhode musia si navzájom ozrejmiť niektoré veci, pričom každý z nich

má svoju predstavu o cene spoločnosti, či výške investícií. V prípade startupov ide o spoločnosti, ktoré sú v začiatkoch svojej činnosti, to znamená, že nemajú históriu, ani ľudí a ani pravidelný cash-flow a preto je veľmi náročné stanoviť ich hodnotu tradičnými metódami ako je napríklad metóda discountovaného cash flow. Pri startupe by sa mal investor zamerať aspoň na tieto informácie (2018)⁹⁷:

- 1) *Tím zakladateľov* – investor sa pozerá hlavne na zloženie a kvalitu tímu, na angažovanosť zakladateľov (koľko času, financií a energie vložili do projektu) na obchodné podiely (ako sú rozdelené, kto je majoritným podielnikom) a na ľudí, ktorí stoja za nápadom. Investor verí, že v startupe nájde lídra, ktorý vie riadiť startupový tím, že pracovníci sú odborne zdatní a naplno oddaní projektu. Na druhej strane startup je u investora diskvalifikovaný pokiaľ sú v ňom zainteresovaní viac ako 4 zakladatelia alebo majú zakladatelia iný pracovný pomer a startup berú len ako hobby alebo nikto nie je expert v danom odbore, v ktorom chce startup podnikáť.
- 2) *Nápad/Idea/Myšlienka podnikania* – investor, ktorý investuje do startupu si tak kladie otázku či ide o zásadný produkt tzv. „*must have*“ alebo „*nice to have*“. Investor uprednostňuje viac produkt, ktorý „*musí mať*“, ale zároveň pozerá, aký problém startup rieši, či ide o liek na závažnú chorobu alebo o technologický produkt, či aplikáciu a či je navrhované riešenie pre klienta dostatočne atraktívne a šetrí mu čas a peniaze. Investor neinvestuje do startupu, ktorého produkt je okopírovaný alebo nie je pre klienta zaujímavý.
- 3) *Produkt* – Business Angels niekedy investujú do startupov v skorých štádiách, keď ešte nie je k dispozícii kompletný produkt a kladú si zásadnú otázku, koľko úsilia bude potrebné na to, aby sa produkt dokončil. Investor sa pozerá tiež na to, či je s produktom spojené nejaké duševné vlastníctvo, autorské práva, licencie alebo v akom stave je dokončenie produktu. Investor zároveň očakáva, že v startupe nájde pokrokové technológie, ktoré sú patentované. Investor dúfa, že produkt nie je príliš jednoduchý a kopírovateľný a ani jednorázový a že klienti pozitívne reagujú aj na cenu produktu. Predaj produktu môže vychádzať z jedného z nasledovných príjmových modelov (2018)⁹⁸:
 - a) výroba produktu a predaj priamo zákazníkom,
 - b) výroba produktu a predaj zákazníkom prostredníctvom distribútora,

⁹⁷ NA ČO SA INVESTORI PÝTAJÚ V RÁMCI DUE DILIGENCE, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/na-co-sa-investori-pytaju-v-ramci-due-diligence-1-cast>, December 2018, (cit 2019-02-05).

⁹⁸ Tamtiež

- c) výroba produktu a jeho predaj alebo licencovanie inému výrobcovi, ktorý produkt použije ako súčasť svojho riešenia pre zákazníkov,
 - d) poskytovanie služieb za poplatok,
 - e) poskytovanie služieb na základe paušálnej dohodnutej zmluvy,
 - f) poskytnutie produktu so spoplatnenými servisnými službami,
 - g) poskytovanie „freemium“ služby (základný balík služby je zdarma, užívatelia si platia za nadštandardné funkcie – Waze, Sagic).
- 4) *Trh* – je dôležitý nielen pre Business Angels, ale aj pre venture kapitálových investorov hlavne v neskorších štádiách podnikania. Veľkosť trhu je pre investorov dôležitá aj z pohľadu uspokojenia exitových očakávaní. Investor sa zaujíma o to, aký trh startup oslovuje (región alebo medzinárodný), aká je veľkosť trhu z pohľadu tržieb, aké faktory ovplyvňujú rast alebo pokles trhu a aké trhové trendy ovplyvňujú súčasné a budúce správanie klientov. Investor na jednej strane dúfa, že v startupe nájde veľký a ešte nenasýtený trh, ktorý mu prinesie niekoľko desiatok miliónov ročne a na druhej strane sa obáva, že trh je už nasýtený alebo produkt má malý trhový potenciál.
- 5) *Konkurencia* – je pre investora nesmierne dôležitá. Zakladatelia startupov používajú na presvedčenie investora frázu „*náš produkt alebo technológia nemá konkurenciu na trhu*“. V tomto prípade by to mal byť signál pre investora, aby bol veľmi pozorný pri investícii a mal by si byť istý, že produkt, ktorý ponúka startup je silne odlišiteľný od konkurencie (napr. lepšia technológia, cenová výhoda). Mal by sa zaujímať aj o tzv. neférové výhody (*Unfair advantage*), vďaka ktorým bude startup schopný brániť svoje trhové postavenie (napr. úplne nová technológia alebo schopnosť efektívne oslovovať mediálne známe osobnosti, ktoré prinesú ďalších klientov). Mal by vedieť, kto sú priami a nepriami konkurenti alebo či existujú nejaké bariéry na trhu, ktoré by v budúcnosti pomohli dlhodobo startupu ubrániť jeho pozíciu.
- 6) *Marketing/Predaj* – tieto dva atribúty sú alfou a omegou nielen každej spoločnosti, ale aj startupu. Investor sa zaujíma o to, aký je aktuálny obrat, koľko zákazníkov má startup a čo všetko museli urobiť pre to, aby ich získali. Aké sú náklady na získanie jedného zákazníka (*CAC*) a príspevkový zisk (tržby - variabilné náklady) z 1 zákazníka počas doby životnosti vzťahu so zákazníkom (*LTV*). Alebo aký dlhý je predajný cyklus od prvého oslovenia zákazníka až do uzatvorenia kontraktu. Investor verí, že v startupe je nízke *CAC* a vysoké *LTV* a bude schopný pokryť *CAC* do 12 mesiacov, inak by potreboval vysoký kapitál na rast. Aby bol startup úspešný, potrebuje vysoký index virálnosti.

- 7) *Financie* – investor si preverí, či deklarovaný majetok vedený v účtovníctve je skutočne aj v spoločnosti (napr. hotovosť v pokladni). Investor si ďalej preverí výsledovku, súvahu, manažérske reporty, obchodné marže, ako je na tom startup s finančnými zdrojmi, či sú tieto zdroje vlastné alebo požičané a zistí s akými aktívami a pasívami disponuje. Zisťuje či úvodný vklad zakladateľov sa už minul, či je spoločnosť zadĺžená, či má dlhy alebo má úvery a či sú tie úvery splácané načas.
- 8) *Podmienky pre vstup investora* – zakladateľ má pri oceňovaní startupu iný pohľad ako investor. Snahou zakladateľa je predat' čo najmenší obchodný podiel v spoločnosti za čo najdrahšie. Na druhej strane je tu investor, ktorého snahou je zasa kúpiť obchodný podiel za čo najlacnejšie, aby v budúcnosti mohol zarobiť na predaji svojho podielu. V praxi sa stáva, že zakladateľ nastaví valuáciu startupu príliš vysoko, čo spôsobí, že v ďalších investičných kolách sa nedarí prilákať ďalších investorov. Väčšina investorov totiž v ďalších investičných kolách neakceptuje “*downsize*” investíciu (pokles v ocenení startupu). Investor sa pri vstupe do startupu pozerá na to, či je valuácia, ktorú nastavil startup, správna. Dôkladne sa zameriava na zakladateľskú zmluvu a iné právne dokumenty alebo na iné špeciálne práva ako je obmedzenie riedenia podielu zakladateľov a nakoniec, či je startup ochotný pristúpiť na podmienky investora (tzv. *term sheet*). Zároveň má investor obavy z neprehľadnej akcionárskej štruktúry, o privilegovaných právach skorších investorov a v neposlednom rade aj o prekleňovacie financovanie (tzv. *Bridge Finance*).
- 9) *Doterajší rast (trakcia)* – investori sa usilujú zistiť, ako funguje podnikateľský model a kedy možno očakávať tzv. produkt – market fit štádium, či je rast správne nastavený s ohľadom na všetky premenné, ktoré tento rast ovplyvňujú alebo či sú potencionálni zákazníci správne identifikovaní a či sa ich počet zvyšuje. Na druhej strane má investor obavu, že klienti nemajú záujem o produkt, nie je žiadna odozva od klientov a ani rast záujmu o produkt.
- 10) *História* – je pre startup spoločnosti značne problematická. Ako je známe, tak väčšina startup spoločností vzniká v školách alebo v „garáži zakladateľa“ a ohodnotenie takejto spoločnosti je veľmi problematické. Takáto spoločnosť nemá žiadnu históriu a investovanie do takejto spoločnosti je pre investora rizikové, preto by mal investor veľmi zvážiť všetky podmienky vstupu do tejto spoločnosti.

Niektorí investori ako je napríklad *Mike Volker, zakladateľ Vancouver Angel Technology Network (2019)*⁹⁹ veria, že hodnota pre-money valuácie takýchto firiem (tzn. hodnota firmy pred investíciou) je rovná nule, pretože bez peňazí takáto firma jednoducho neprežije. Pokiaľ nie je vo firme žiadne duševné vlastníctvo, patent alebo profesionálny tím, tak hodnota firmy je rovná nule. Tento investor verí, že hodnota vznikne až potom, čo do startupu prídu peniaze a dosiahnu sa stanovené ciele a potom je na mieste diskutovať o tom, akým dielom jednotlivé strany prispeli k vytvoreniu tejto hodnoty. Ďalší investor, ktorý s veľkým úspechom investuje do technologických startupov *Dave Berkus* vyvinul svoj vlastný model oceňovania startupu v jeho počiatočnej fáze a pridal k hodnote spoločnosti týchto 5 prvkov (2016)¹⁰⁰:

- kvalitu nápadu (základná hodnota),
- existencia prototypu (redukuje technologické riziko),
- kvalita tímu (redukuje riziko exekúcie/implementácie nápadu),
- existencia strategických partnerstiev (redukuje trhové riziko),
- existujúci produkt (redukuje produkčné riziko).

Dave Berkus každému vyššie uvedenému prvku prisúdil maximálnu hodnotu 500 tis. USD na základe kvality. Pričom pre-money valuačný strop je vo výške na 2,5 mil. USD, ak sú všetky prvky dokonalé pre cieľ v očiach investora. Zároveň požaduje, aby mal startup šancu narásť na 20 mil. USD valuáciu v najbližších 5 rokoch. Tento model môže byť ešte rozdelený do ďalších 12 podkategórií rizík ako sú napr. manažment, legislatívne a politické riziko, obchodné a marketingové riziko alebo riziko financovania a získavania kapitálu, pričom každá z týchto podkategórií rizík má priradený stupeň a ku každému stupňu sú priradené hodnoty (++ = 500 tis. USD, + = 250 tis. USD, 0 = 0, - = odpočítať 250 tis. USD, - = odpočítať ďalších 250 tis. USD). Podľa prieskumu Angel Capital Association v USA sa ukazuje, že priemerné ocenenie je v súčasnosti vyššie (2016)¹⁰¹.

Skúsení investori sú si vedomí toho, že veľké množstvo ich investícií zlyhá a teda si toto riziko zakomponujú do svojich ohodnotení. Na druhej strane, zakladatelia si toto riziko nepripúšťajú, v dôsledku toho majú pri ohodnotení svojho startupu nereálne očakávania

⁹⁹ PREČO JE NÁROČNÉ OCENIŤ STARTUP, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/preco-je-narocene-ocenit-startup>, Február 2019, (cit. 2019-03-22)

¹⁰⁰ BERKUS, D.: After 20 Years: Updating the berkus Method of Valuation, dostupné na: <https://www.angel-capitalassociation.org/blog/after-20-years-updating-the-berkus-method-of-valuation/>, November 2016, (cit. 2019-10-19).

¹⁰¹ Tamtiež

a chcú dosiahnuť čo najvyššiu valuáciu. Cena za obchodný podiel v spoločnosti by sa nemala posudzovať izolovane od ďalších obchodných podmienok. Investori vedia, že existuje celý rad iných podmienok, ktorých existencia môže mať oveľa väčší finančný vplyv na delbu zisku medzi investorom a zakladateľom pri exite spoločnosti, ako samotná valuácia. Pri finálnom rozhodovaní, či vstúpiť do startupu ako investor a za akých podmienok, je treba pri rokovaní nájsť zhodu medzi obidvoma partnermi. Investori už vedia, že ak budú pri rokovaní veľmi agresívni, môžu prísť o investičnú príležitosť alebo na druhej strane, keď aj zainvestujú, tak z dlhodobého hľadiska zoberú zakladateľom motiváciu pracovať na projekte.

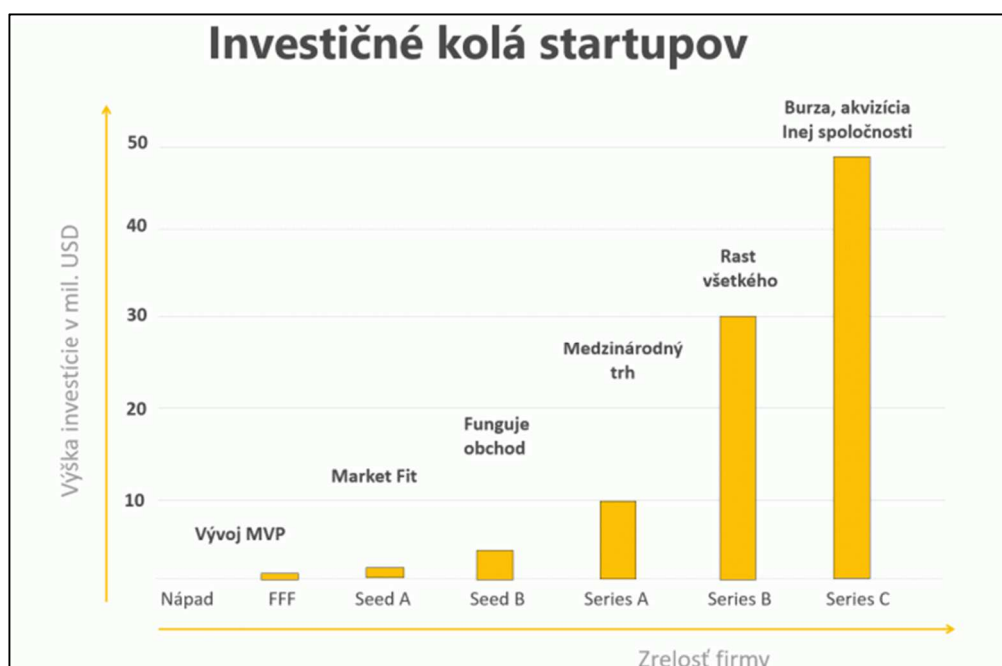
Je nesmierne dôležité, aby sa rokovania medzi obidvoma stranami vedli tak, aby zakladateľovi zostal dostatočne veľký podiel v spoločnosti (aj s ohľadom na ďalšie kolá financovania startupu). Investor by mal vedieť správne odhadnúť objem finančných prostriedkov potrebných na to, aby startup dosiahol svoje ciele a taktiež by mal brať do úvahy aj to, pri akej valuácii budú potrebné ďalšie finančné zdroje, ktoré zriedia investorovi jeho podiel. Najdôležitejšie zo všetkého je pre investora odhadnúť rastový potenciál startupu v budúcnosti, od ktorého sa bude odvíjať hodnota exitu startupu.

3.4 Investičné kolá startupov

Každý projekt si musí prejsť svojimi vývojovými štádiami, aby dosiahol to, na čo bol založený a tento rozvoj stojí množstvo finančných prostriedkov, či už vlastných alebo od investorov. Nie každý startup je ziskový ihneď od svojho založenia. Investor neposkytuje finančné prostriedky naraz v jednej sume, ale investujú sa postupne vo viacerých investičných kolách (tranžiach) tak, ako rastie startup a jeho produkt. Každé investičné kolo je charakteristické pre určitú etapu vývoja startupu, výškou investície, ohodnotením startupu a samotným investorom (2019)¹⁰² (vid'. graf č. 3.2)

¹⁰² INVESTIČNÉ KOLÁ STARTUPOV, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/investicne-kola-startupov>, (cit. 2019-03-22).

Graf č. 3.2: Investičné kolá startupov



Zdroj: www.businessangels.sk

Tieto investičné kolá je možné charakterizovať aj nasledovne (2017)¹⁰³:

1. *Pre-seed (predzárodočné) financovanie* – ide o najrizikovejšiu fázu podnikania, ktorú si zakladatelia startupu financujú prevažne z vlastných zdrojov alebo zo zdrojov rodiny. Niekedy zakladatelia získajú finančné zdroje aj od neznámych investorov, ktorí sú niekedy v odbornej literatúre označovaní pojmom „fools“ (blázni). Preto tento typ financovania môžeme definovať ako nápad, ktorý je zhmotnený do podoby „*Minimum viable product*“ – teda do produktu s najmenšou možnou funkcionalitou, na základe ktorého možno otestovať záujem trhu o tento produkt.
 - Priemerná suma investície: desiatky tisíc USD.
 - Typická valuácia startupov: do 1 mil. USD.
 - Typickí investori: priatelia, rodina a známi, podnikateľskí anjeli orientovaní na skoré štádiá investícií, startup akcelerátory, inkubátory.
2. *Seed investície* – táto fáza podnikania je určená na to, aby sa investíciou dokončil produkt a uviedol na trh. Počas tejto fázy financovania už startup dokáže investorom prezentovať, že pre produkt existuje trh – „*Product market fit*“ a prezentovať nejaké mesačné tržby.

¹⁰³ LAW, R.: From Pre-Seed to Series C: Startup Funding Rounds Explained, dostupné na: <https://medium.com/the-saas-growth-blog/from-pre-seed-to-series-c-startup-funding-rounds-explained-f6647156e28b>, August 2017, (cit. 2019-10-10).

- Priemerná suma investície realizovaná venture kapitálovými fondami: 1,7 mil.USD.
 - Priemerná suma investície realizovaná business anjelmi: 150 000 USD.
 - Typická valuácia startupov: 1–3 mil. USD.
 - Typickí investori: priatelia, rodina a známi, podnikateľskí anjeli orientovaní na skoré štádiá startupov, startup akcelerátory.
3. Investičné kolo *Series "A"* – toto kolo poskytuje startupom kapitál, keď sú vo fáze "*Product-Market fit*". Startup má jasnú predstavu ako dosiahnuť rast tržieb a väčšina investícií je nasmerovaná do marketingu a predaja produktu a hlavne na vybudovanie distribučných kanálov, keďže sa produkt doteraz predával len cez priamy predaj.
- Priemerná suma investície: 10 mil. USD.
 - Typická valuácia startupov: 10 – 15 mil. USD.
 - Typickí investori: fondy rizikového kapitálu, veľmi bohatí podnikateľskí anjeli.
4. Investičné kolo *Series „B“* – v tomto kole sú získané financie predovšetkým určené na budovanie medzinárodného obchodu, marketingu, propagácie a klientskej podpory, vzhľadom na to, že pre investorov je startup už známa a overená firma.
- Priemerná suma investície: 25 mil. USD.
 - Typická valuácia startupov: 30 – 60 mil. USD.
 - Typickí investori: fondy rizikového kapitálu orientované na neskoršiu fázu investičného cyklu.
5. Investičné kolo *Series „C“* – pri tomto investičnom kole sú finančné prostriedky investované do získania väčšieho podielu na trhu, do akvizícií alebo do vývoja viacerých produktov alebo služieb. Je to posledná fáza cyklu rastu spoločnosti pred IPO. Vzhľadom na to, že ide o investíciu s malým rizikom, o takúto spoločnosť sa zaujímajú nielen venture kapitálové fondy, ale o takúto spoločnosť začínajú mať záujem aj private equity fondy a banky.
- Priemerná suma investície: 50 mil. USD.
 - Typická valuácia startupov: 100 – 120 mil. USD.
 - Typickí investori: fondy rizikového kapitálu orientované na neskoršiu fázu investičného cyklu, private equity fondy a banky.

Získanie finančných prostriedkov od investorov na projekt je náročná činnosť a každý projekt musí prejsť svojimi vývojovými štádiami. Každé investičné kolo má svoje špecifiká a týmito rozdielnosťami sa musí popasovať nielen zakladateľ startupu ale aj investor.

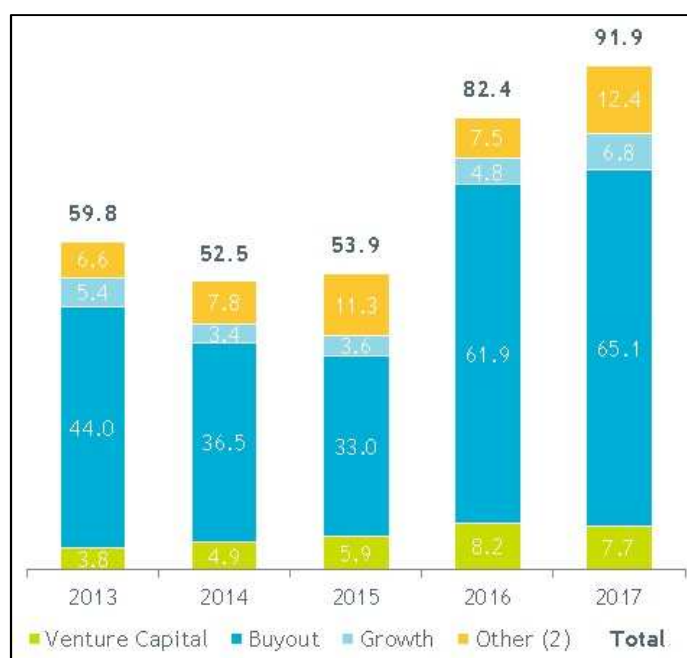
4 Diskusia

4.1 Startupové prostredie v Európe

Startupové prostredie v Európe zaostáva za podnikateľským prostredím, aké poznáme napríklad v USA. Krajiny západnej Európy pochopili, že bez podpory a zavádzania nových technologických inovácií a rôznych programov pre podporu podnikania nebudú schopné konkurovať nielen USA, ale aj krajinám z Ázie. Každá krajina si preto vytvára svoj vlastný systém podpory pre startupové prostredie na prilákanie zahraničných investorov, ale na druhej strane dáva tiež impulz pre rozvoj svojej ekonomiky, dáva prácu pre veľký počet vysokokvalifikovaných osôb, pomáha rastu HDP a rozvoju nových technológií.

Získavanie finančných prostriedkov (fundraising) dosiahlo v Európe za rok 2017 sumu 91,9 mld. EUR, čo je najvyššia úroveň v Európe od roku 2006 a medziročný nárast bol o 12 %. Fundraising rizikového kapitálu dosiahol sumu 7,7 mld. EUR, čo je len o niečo menej ako v rekordnom roku 2016, keď dosiahol sumu 8,2 mld. EUR (2018)¹⁰⁴. Za tieto dva posledné roky je fundraising rizikového kapitálu v priemere výrazne vyšší ako za predchádzajúce štyri roky, čo nám ukazuje aj graf č. 4.1.

Graf č. 4.1: Prírastkové sumy získané počas rokov 2013 - 2017 (v mld. EUR)

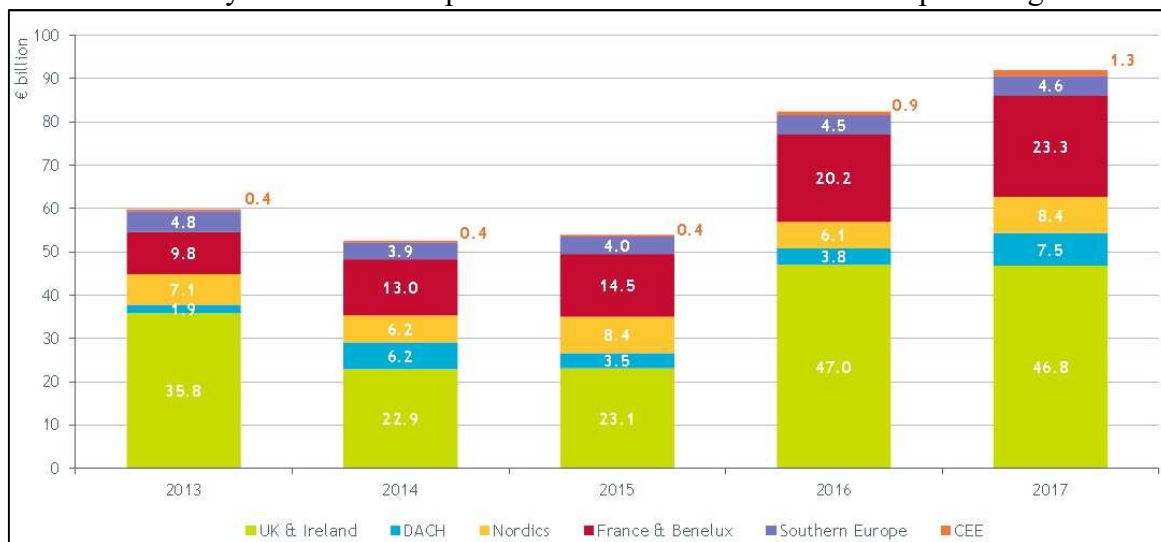


Zdroj: Invest Europe/EDC/2017/Note: (2) Other Includes Mezzanine & Generalist funds

¹⁰⁴ INVEST EUROPE – 2017 EUROPEAN PRIVATE EQUITY ACTIVITY, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>, August 2018, (cit. 2019-03-28).

Keď sa pozrieme na celkový súkromný kapitál, ktorý bol investovaný v rozmedzí rokov 2013 – 2017 podľa regiónov, potom z tabuľky nižšie vidíme, že najväčšie finančné prírastky v roku 2017 prišli do Veľkej Británie a Írska vo výške 46,8 mld. EUR, ďalej nasledovalo Francúzsko a krajiny Beneluxu vo výške 23,3 mld. EUR. Do regiónu Nordics, ktorý zahŕňa v sebe Dánsko, Fínsko, Nórsko a Švédsko, išlo 8,4 mld. EUR a do regiónu DACH (Rakúsko, Nemecko a Švajčiarsko) sa investovalo 7,5 mld. EUR. Región južnej Európy (Grécko, Taliansko, Portugalsko a Španielsko) prijal investície vo výške 4,6 mld. EUR. Najmenej investícií bolo uskutočnených do regiónu strednej a východnej Európy (Poľsko, Maďarsko, Česká republika, Slovensko, Rumunsko, Bulharsko) a to vo výške 1,3 mld. EUR (2018)¹⁰⁵ (viď graf č. 4.2).

Graf č. 4.2: Fondy súkromného kapitálu získané v rokoch 2013 – 2017 podľa regiónov EÚ



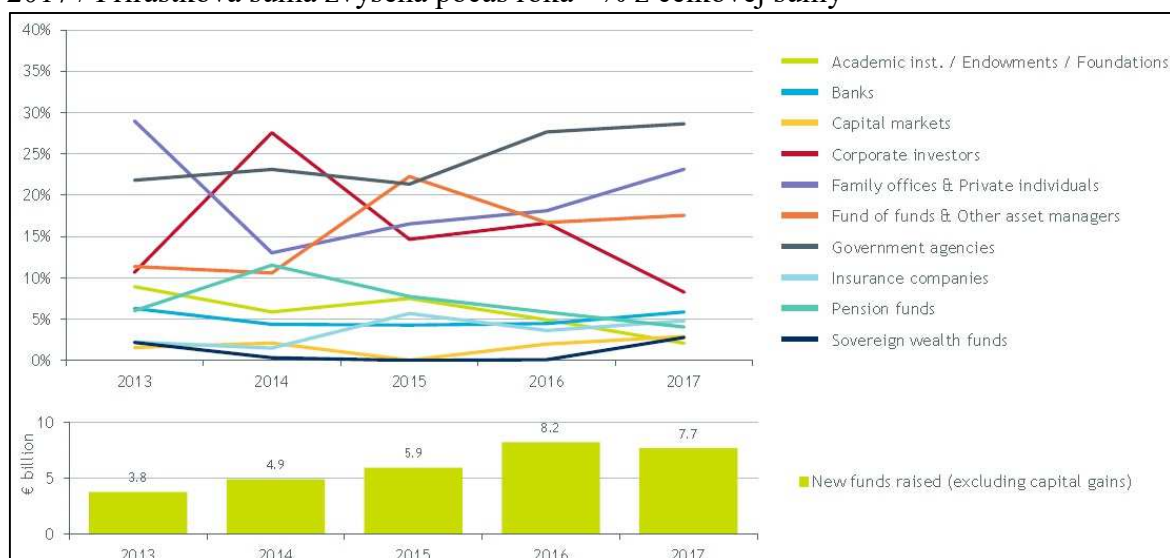
Zdroj: Invest Europe/EDC/DACH: AT,DE,CH/Southern Europe: GR,IT,P,S/Nordic:D K,FI,N,S/CEE:Central EU

Investície z rizikového kapitálu v rokoch 2013 – 2017 plynuli z vládnych agentúr (29%), z rodinných podnikov a od súkromných investorov (23%), ďalej to boli fondy fondov a iní správcovia aktív (18%), korporátni investori (8%), banky (6%), poisťovacie spoločnosti (5%) a penzijné fondy (4%). Najmenej investícií pochádza od štátnych investičných fondov, z kapitálového trhu či z nadácií alebo akademických inštitúcií. Zároveň môžeme vidieť v ďalšej tabuľke porovnanie rokov 2016 a 2017 čo sa týka rizikového kapitálu a regiónov, do ktorých investoval a odkiaľ pochádzali zdroje (2018)¹⁰⁶ (viď. graf č. 4.3).

¹⁰⁵ Tamtiež

¹⁰⁶ Tamtiež

Graf č. 4.3: Fondy rizikového kapitálu získané podľa typu investora za obdobie 2013 - 2017 / Prírastková suma zvýšená počas roka - % z celkovej sumy



Zdroj: Invest Europe/EDC/2017 European Private Equity Activity

Podľa Invest Europe, boli investície do rizikového kapitálu v roku 2017 vo výške 6,4 mld. EUR, čo je oproti roku 2016 nárast o 1,6 mld. EUR, čo predstavuje 33,33% nárast. Taktiež sa zvýšil oproti predchádzajúcemu roku počet podporených spoločností. V roku 2016 bolo podporených 3 465 spoločností, ale v roku 2017 ich počet vzrástol na 3 756, čo je nárast v absolútnej hodnote 291, čo predstavuje 8,39% (2018)¹⁰⁷ (viď.graf č. 4.4).

Graf č. 4.4: Investície v rokoch 2013 – 2017 / suma (v mld. EUR) a počet spoločností



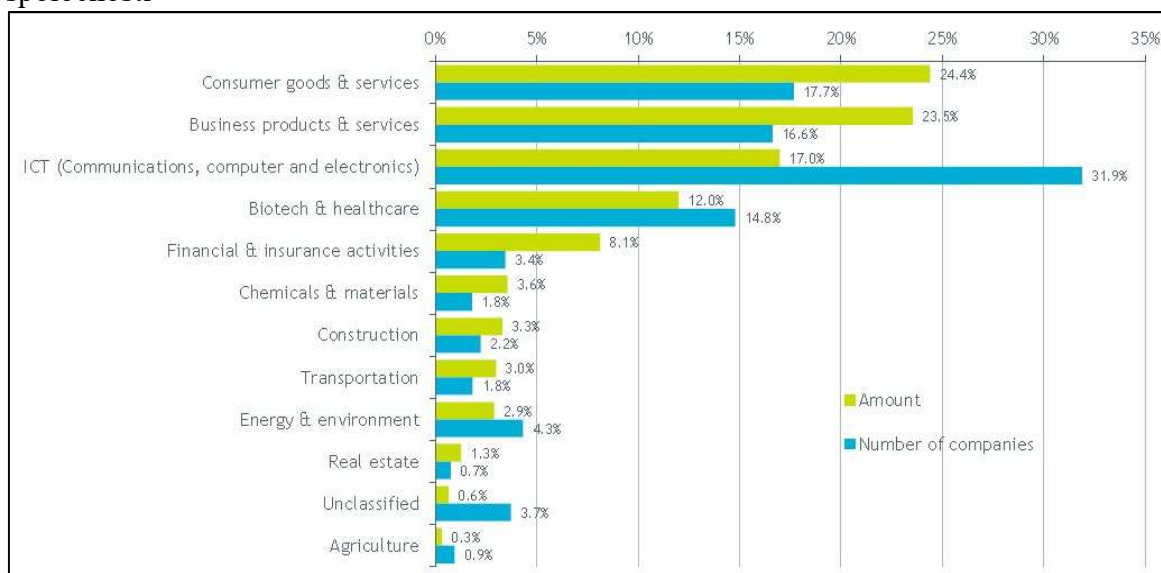
Zdroj: Invest Europe/EDC/2017 European Private Equity Activity/Note: (2) Other Includes Rescue/Turnaround and Replacement Capital

¹⁰⁷ Tamtiež

Na celkový súkromný kapitál, ktorý bol investovaný v roku 2017 podľa sektorov sa môžeme pozrieť z dvoch pohľadov a to:

- Sektor, kde sa najviac investovalo – je sektor spotrebný tovar a služby 24,4 %, potom nové podnikateľské produkty a služby 23,5 %, informačné a telekomunikačné technológie (ICT – Information and Communication Technology), biotechnológie a zdravotníctvo 12,0 % a finančné a poisťovacie činnosti 8,1 %.
- Sektor so zameraním na spoločnosti, ktoré pôsobia v nasledovných sektoroch - informačné a telekomunikačné technológie (ICT) 31,9 %, spotrebný tovar a služby 17,7 %, nové podnikateľské produkty a služby 16,6 %, biotechnológie a zdravotníctvo 14,8 %, energetika a životné prostredie 4,3 %.
- Ostatné sektory majú veľmi malý podiel (2018)¹⁰⁸ (viď. graf č. 4.5).

Graf č. 4.5: Investície Private Equity podľa sektorov v roku 2017 - % z objemu a počtu spoločností



Zdroj: Invest Europe/EDC/2017 European Private Equity Activity

4.1.1 Investori typu Business Angels v Európe

Veľkosť trhu Business Angels v Európe sa v roku 2017 zvýšila na 7,3 mld. EUR z 6,6 mld. EUR, čo predstavuje nárast o 9 % oproti roku 2016. Komunita Business Angels v Európe sa rozrástla na 337 500 investorov v roku 2017, zatiaľ čo v roku 2016 to bolo 312 500. V roku 2017 Business Angels uzatvorili 39 990 obchodov. V roku 2016 to bolo

¹⁰⁸ INVEST EUROPE – 2017 EUROPEAN PRIVATE EQUITY ACTIVITY, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>, August 2018, (cit. 2019-03-28).

38 230 obchodov a v roku 2014 len 33 210. Tak isto sa zvýšil aj počet aktívnych Business Angels zo 474 v roku 2016 na 475 v roku 2017. I keď tento nárast je veľmi mizivý, trend je rastový a keď to porovnáme v horizonte rokov 2014 – 2017, oproti roku 2014 ide o navýšenie 1,5%.

Ak sa pozrieme na tabuľku č. 4.1, naďalej je vedúcou krajinou Veľká Británia s investíciami 107,7 mil. EUR oproti 98 mil. EUR v roku 2016. Druhé najväčšie investície boli v Nemecku vo výške 77 mil. EUR, za ktorým nasleduje Francúzsko s investíciami 63 mil. EUR. Keď sa pozrieme na krajiny V4, najviac investícií smerovalo do Poľska vo výške 14,5 mil. EUR a Českej republiky 6,1 mil. EUR.

Tabuľka č. 4.1: Investovanie Business Angels podľa krajín v roku 2016 a 2017

Investovanie Business Angels (BA) podľa krajín v roku 2017				
Krajina	Počet BANS	Celkom BA inv. 2017 (v mil. EUR)	Celkom BA inv. 2016 (v mil. EUR)	Priemerné inv. na BAN 2017 (v mil. EUR)
Veľká Británia	67	107,7	98	1,6
Nemecko	40	77	5	1,9
Francúzsko	70	63	42,7	0,9
Rakúsko	4	20	22	5,0
Poľsko	5	14,5	12,6	2,8
Česká republika	1	6,1	5	6,1

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EBAN 2017

Priemerné investície na spoločnosť boli v roku 2017 vo výške 182 tis. EUR, zatiaľ čo v roku 2016 to bolo len 166 tis. EUR, čo predstavuje navýšenie o 9,63 %. Priemerná investícia na BAN bola v roku 2017 vo výške 1,53 mil. EUR a v roku 2016 to bolo 1,38 mil. EUR, čo predstavuje navýšenie o 10,82 %. Čo sa týka priemernej investície na Business Angel, tá bola v roku 2017 vo výške 25 400 EUR, v roku 2016 to bolo 22 500 EUR a v roku 2015 dokonca len 19 990 EUR, čo dokumentuje aj tabuľka č. 4.2.

Tabuľka č. 4.2: Priemerné investície za Business Angels za roky 2017

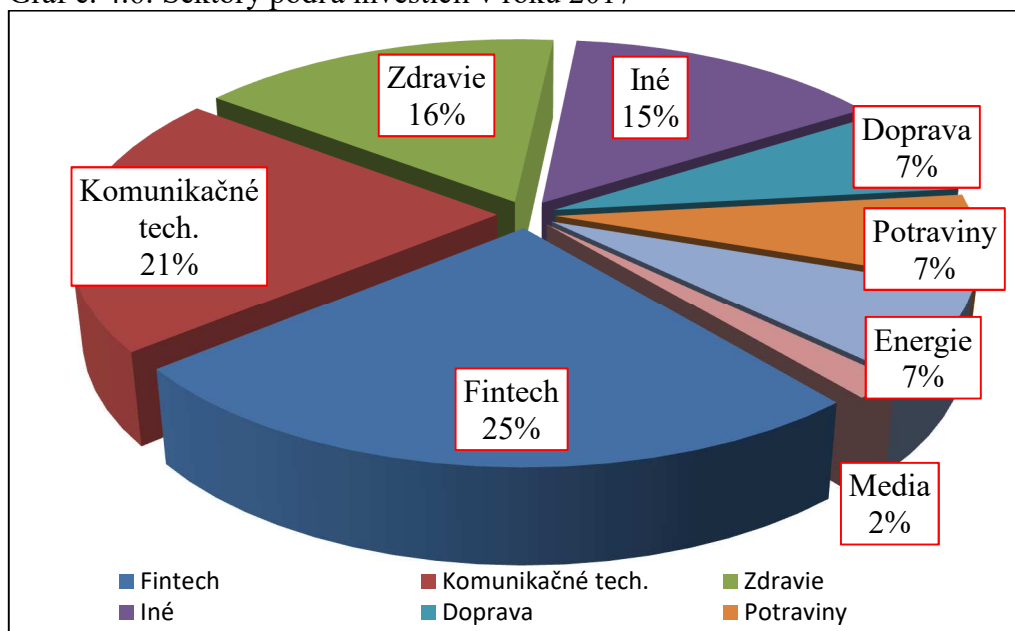
	Priemerná investícia na spoločnosť v EUR	Priemerná investícia na BA v EUR	Priemerná investícia na BAN v EUR
2017	182 000	25 400	1 536 000
2016	166 000	22 500	1 386 000
2015	184 000	19 990	1 291 000
2014	174 000	20 000	1 232 000

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EBAN Statistics Compendium 2017

Ak sa pozrieme na Business Angels z demografického hľadiska, tak sú rozdiely nielen medzi krajinami ale aj regiónmi, pričom priemerný vek Business Angel v krajinách strednej a východnej Európy je okolo 43 rokov a z toho 29 % tvoria ženy (2017)¹⁰⁹. V Rakúsku, Nemecku a Švajčiarsku je priemerný vek Business Angel 55 rokov, ale napríklad vo Francúzsku a v Severnej Európe je to až 62 rokov. V západnej Európe tvoria ženy – Business Angels približne 11 %. V roku 2017 v USA tvorili ženy – Business Angels 19,5 % trhu, čo predstavuje pokles 26,2 % oproti roku 2016. Spoločnosti vo vlastníctve žien predstavovali 26,9 % podnikateľov, ktorí hľadali anjelský kapitál a 23,4 % týchto podnikateľiek získalo v roku 2017 investíciu (2017)¹¹⁰.

Čo sa týka sektorov, do ktorých investujú Business Angels, sektor Fintech patrí s 25,2 % k najatraktívnejším z hľadiska investovania. Za týmto sektorom nasleduje sektor ICT 21,3 % a zdravotníctvo 16,4 % (viď. graf č. 4.6).

Graf č. 4.6: Sektory podľa investícií v roku 2017



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EBAN 2017/Dealroom.co

¹⁰⁹ BUSINESS ANGELS FUNDING, dostupné na: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2017/12/Final-Report_Understanding-the-Nature-and-Impact-of-the-business-angels-in-Funding-Research-and-Innovation_FV_Formatted_Revised13.12.2017.pdf, November 2017, (cit. 2019-04-09)

¹¹⁰ SOHL, J.: „The Angel Market in 2017: Angels Remain Bullish for Seed and StartUp Investing“, Center for Venture Research: 1-2, dostupné na: <https://paulcollege.unh.edu/sites/default/files/resource/files/2017-analysis-report.pdf>, Máj 2018, (cit. 2019-05-10).

Ak sa pozrieme na trh v USA, tak investície smerujú hlavne do softvéru (30 %), do zdravotníckych služieb, medicínskych pomôcok a zariadení (19 %), do maloobchodných služieb (10 %), do biotechnológií (10 %), priemyslu a energií (7 %) a IT služieb (5 %).

Podľa analýzy EBAN z roku 2018 až 90 % investorov sa sústreďuje na kvalitu tímu ako na hlavný a rozhodujúci faktor na začatie investície. Ďalším, nie menej dôležitým faktorom je rastový potenciál 51 % a myšlienka alebo produkt 50 %. Pre investorov je dôležitá aj kvalita podnikateľského plánu 24 %, ktorý možno opísať na rozdiel od kľúčovej myšlienky alebo nastavenia tímu. V roku 2017 sa 59 % investícií Business Angels realizovalo v ich domovskej krajine. Business Angels nasmerovali 16 % svojich investícií v rámci regiónu, na medzinárodnej úrovni to bolo 13 %, v rámci Európy 9 % a do USA smerovalo len 5 % investícií. Nakoniec Business Angels uprednostňujú investície s dlhodobým horizontom 5 – 10 rokov a to z dôvodu vybudovania dlhodobého partnerstva v rámci investičného projektu.

Veľmi dôležitou súčasťou investície sú aj rôzne analýzy, či faktory, ktoré poukazujú na investičné riziká, s ktorými sa môžu Business Angels stretnúť pri investovaní a ktoré v mnohých prípadoch rozhodujú o tom, či sa investícia do myšlienky, produktu alebo spoločnosti uskutoční (2018)¹¹¹. Až 87,6 % Business Angels neinvestuje do projektu, ktorý má veľmi veľa rizík alebo ocenenie bolo veľmi vysoké 55,1 %. Ale na druhej strane len 7,0 % investorov považuje nízku návratnosť investícií za dôvod neinvestovania a len 3,7 % investorov by neinvestovala do niektorého sektoru. Tento výsledok poukazuje na to, že väčšina projektov, ktorá sa predstavila Business Angels mala prijateľný alebo vynikajúci výnosový potenciál. V tabuľke č. 4.3 nájdeme dôvody, ktoré bránia investorom investovať do technologických odvetví. Ak by sa teda podnikatelia vo svojich obchodných plánoch alebo prezentáciách pred investormi viac sústredili na faktory, ktoré ovplyvňujú investorov pri investíciách, v konečnom dôsledku by zvýšili svoje šance na financovanie.

Tabuľka č. 4.3: Hlavné problémy, ktoré bránili investorom investovať do technologických obchodov

Hlavné problémy, ktoré bránili investorom investovať do technologických obchodov v %	
<i>Dopyt na trhu nebol dokázaný</i>	76,3 %
<i>Stav konkurencie na trhu nebol jasný</i>	66,9 %
<i>Nedostatok zručností podnikateľa a tímu na realizáciu projektu</i>	65,2 %
<i>Osobnosť podnikateľa a tímu nie je dobrá</i>	58,9 %
<i>Ocenenie bolo príliš vysoké</i>	52,9 %
<i>Nedostatok podnikateľskej a tímovej etiky</i>	47,4 %

¹¹¹ Why Business Angels Do Not Invest, dostupné na: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2018/02/EBAN-Report-Why-Business-Angels-Do-Not-Invest.pdf>, 2018, (cit. 2019-04-10).

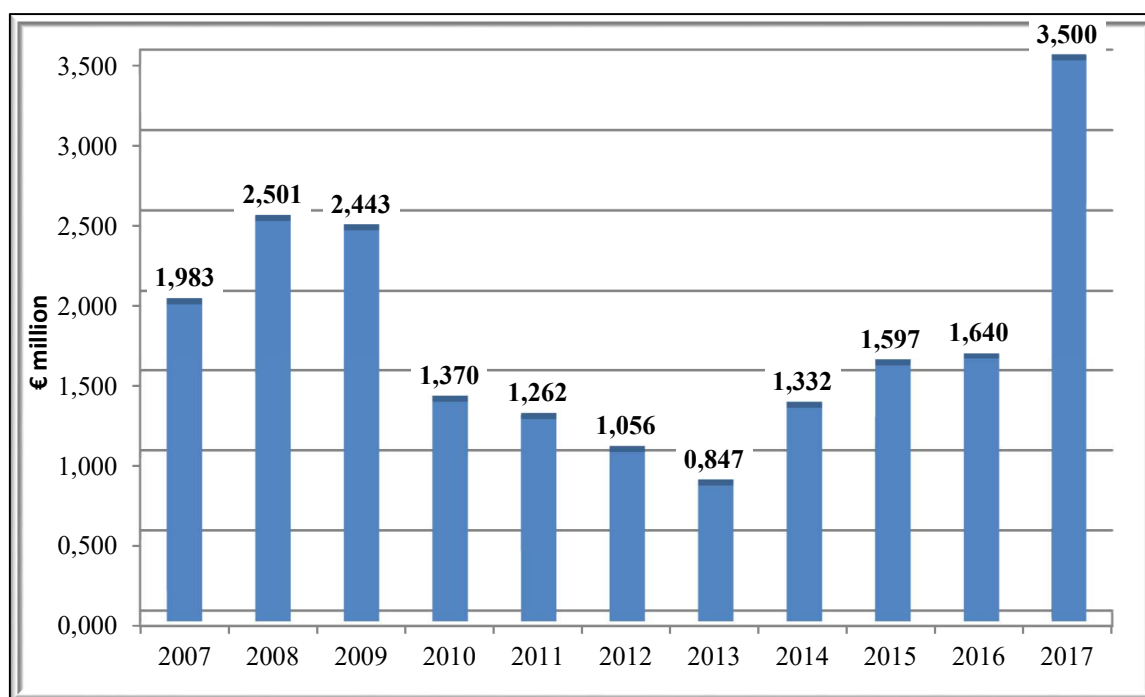
Operácie sú finančne neefektívne (mrhajú peniazmi)	38,4 %
Potenciálne právne riziká	28,8 %
Peniaze by nestačili na to, aby spoločnosť prežila	18,3 %
Potenciálne technologické riziká	15,8 %
Škálovateľnosť by bola veľmi nepravdepodobná	13,2 %
Neprijateľné investičné a právne podmienky	11,4 %

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa EBAN 2018 „Why Business Angels Do Not Invest

4.1.2 Investície do rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe

Private Equity a venture kapitálové investície do spoločností v strednej a východnej Európe (CEE región) dosiahli v roku 2017 hodnotu 3,5 mld. EUR, čo predstavuje medziročný nárast o 113 %. Tento výsledok prekonáva predchádzajúci vrchol v roku 2008 o 40 %. Rast investícií do krajín strednej a východnej Európy podčiarkuje trend v celej Európe, keďže celkový objem európskych investícií do private equity v roku 2017 vzrástol medziročne o 29 % na 71,7 mld. EUR, čo je druhá najvyššia úroveň v Európe (2018)¹¹² a ukazuje graf č. 4.7.

Graf č. 4.7: Investície do rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe za roky 2007- 2017



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe/EDC/Central and Eastern Europe Statistics 2017

V roku 2017 podiel regiónu strednej a východnej Európy na celkovej sume európskych VC investícií vzrástol na približne 5 % zatiaľ, čo v roku 2016 to bolo len 3 %. Celkovo

¹¹² INVEST EUROPE – 2017 CENTRAL AND EASTERN EUROPE, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/727455/Invest-Europe-CEE-Activity-Report-2017-05072018.pdf>, Jún 2018, (cit. 2019-03-30).

257 spoločností z krajín strednej a východnej Európy prijalo v roku 2017 investície do Private Equity, čo je o 25 % menej ako v roku 2016. Tento pokles bol spôsobený najmä poklesom počtu spoločností, ktoré dostali rizikový kapitál, zatiaľ čo počet spoločností, ktoré získali financovanie odkupu a rastu, klesol len mierne.

Podobne ako v predchádzajúcich rokoch, aj v roku 2017 sa investičná aktivita v strednej a východnej Európe sústredila na pár krajín. Poľsko aj naďalej zostalo vedúcou krajinou s 71% z celkových investícií do regiónu a je zároveň domovom takmer štvrtiny spoločností, ktoré dostávajú finančné prostriedky. Nasleduje Rumunsko s 14 %, Maďarsko (6 %) a Lotyšsko (5 %). Tieto štyri krajiny spolu získali až 96 % z celkových VC investícií smerujúcich do krajín strednej a východnej Európy (2018)¹¹³. Ak sa pozrieme podrobnejšie na počet spoločností, ktoré vznikli v rokoch 2014-2017 v krajinách V4 (Poľsko, Česká republika, Maďarsko a Slovensko), najväčší prírastok v roku 2017 nemá Poľsko, kde ide väčšinou najviac investícií, ale Maďarsko, kde v roku 2017 vzniklo 104 startupov, nasleduje už zmienené Poľsko s počtom 60, Česká republika 13 a nakoniec Slovensko so 4 startupmi.

Z hľadiska sektorov, kde najviac smerovali investície v regióne strednej a východnej Európy v roku 2017 bol sektor spotrebného tovaru a služieb, do ktorého sa investovalo 2,6 mld. EUR, čo predstavuje 75 % z celkového objemu investícií a to do 47 spoločností. Druhým sektorom kam smerovali investície, bol sektor informačné a komunikačné technológie s objemom 396 miliónmi EUR, čo síce predstavuje len 11 % podiel na celkovej investovanej hodnote, ale zároveň to bol aj najsilnejší sektor z hľadiska počtu spoločností, do ktorých smerovali investície – 90 spoločností. Tretí sektor, ktorý bol zaujímavý pre investorov bol sektor podnikateľských produktov a služieb, kde sa investovalo do 51 spoločností s objemom 304 miliónov EUR. Tieto tri sektory spolu predstavovali 95 % investícií v roku 2017 (2018)¹¹⁴. Investície rizikového kapitálu v strednej a východnej Európe dosiahli v roku 2017 úroveň 108 mil. EUR, čo je len 4 % pokles oproti predchádzajúcemu roku 2016, pričom prišlo aj k poklesu počtu spoločností podporovaných fondami rizikového kapitálu v roku 2017 k medziročnému zníženiu o 28 % na 173, i napriek tomu tento počet stále tvorí 67% z celkového počtu spoločností v danom regióne, ktoré v danom roku získali kapitálové financovanie (viď. tabuľka č. 4.4).

¹¹³ INVEST EUROPE – 2017 CENTRAL AND EASTERN EUROPE PRIVATE EQUITY STATISTICS, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/727455/Invest-Europe-CEE-Activity-Report-2017-05072018.pdf>, Jún 2018 (cit. 2019-03-30).

¹¹⁴ Tamtiež

Tabuľka č. 4.4: Investície rizikového kapitálu v CEE vs Európa v rokoch 2016 a 2017

Investície rizikového kapitálu v CEE vs Európa v roku 2017				
Fázy financovania	2017			
	CEE celkom (v tis. EUR)	% z celku	Europe celkom (v tis. EUR)	% z celku
Predštartovné financovanie	33,224	0,9	649,142	0,9
Štartovné financovanie	47,948	1,4	3,456,980	4,8
Rozvojové financovanie	27,203	0,8	2,329,856	3,2
Celkom	108,375	3,1	6,435,978	9,0
Rozvojové financovanie	591,270	16,9	11,512,586	16,1
Záchrané financovanie	1,663	0,0	353,273	0,5
Náhradné financovanie	6,640	0,2	2,236,917	3,1
Manažérske odkupy	2,791,698	79,8	51,183,536	71,4
Celkom 2017	3,499,645	100,0	71,722,299	100,0
Celkom 2016	1,639,682		55,472,502	
Investície rizikového kapitálu v CEE v roku 2016 a 2017				
	2016		2017	
	Hodnota (v tis. EUR)	Počet spoločností	Hodnota (v tis. EUR)	Počet spoločností
Predštartovné financovanie	14,615	59	33,224	119
Štartovné financovanie	85,163	167	47,948	46
Rozvojové financovanie	12,964	21	27,203	9
Celkom	112,742	239	108,375	173
Rozvojové financovanie	319,833	57	591,270	50
Záchrané financovanie	0	0	1,663	1
Náhradné financovanie	18,457	4	6,640	1
Manažérske odkupy	1,888,650	42	2,791,698	35
Celkom 2017	1,639,682	341	3,499,645	257

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe/EDC/CEE Statistics 2017

Stredná a východná Európa predstavovala v roku 2017 len 2 % z celkovej hodnoty investícií do rizikového kapitálu v Európe a len 5 % z celkového počtu európskych spoločností, ktoré získali financovanie rizikového kapitálu. Priemerné investície do rizikového kapitálu na spoločnosť v strednej a východnej Európe vzrástli o viac ako tretinu na 0,6 mil. EUR v roku 2017, čo je však stále hlboko pod európskym priemerom 1,7 mil. EUR na spoločnosť.

Ak sa pozrieme na tabuľku č. 4.5, porovnáva investície v krajinách V4 v rokoch 2016-2017 podľa jednotlivých fáz. V roku 2017 najviac investícií vo fáze Seed smerovalo do Maďarska vo výške 21,7 mil. EUR a Českej republiky vo výške 3,4 mil. EUR. Do start-upov z krajín V4 najviac investícií išlo do Poľska 22,5 mil. EUR a opäť do Maďarska vo výške 6,7 mil. EUR. Na Slovensko v skúmanom roku 2017 smerovalo najmenej investícií z krajín V4 a to len 2,7 mil. EUR, pričom v danom roku do Poľska smerovalo 49,2 mil. EUR, ktoré boli investované do 28 spoločností a potom do Maďarska vo výške 24,9 mil. EUR.

Tabuľka č. 4.5: Investície podľa jednotlivých fáz v krajinách V4 v rokoch 2016 – 2017 (v tis.EUR)

	Česká republika		Maďarsko		Poľsko		Slovensko	
Fázy financovania	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Pred štartovné fin.	459	3 415	3 770	21 744	1 671	2 191	3 409	0
Štartovné fin.	4 060	150	32 568	6 790	17 717	22 549	6 801	1 991
Rozvojové fin.	0	0	2 110	139	5 549	24 538	0	725
Celkom	4 518	3 565	38 448	28 673	24 937	49 278	10 210	2 716
Rastové fin.	4 860	7 614	58 430	72 831	145 012	140 632	2 750	1 500
Záchranné fin.	0	0	0	0	0	1 663	0	0
Náhradné fin.	0	0	0	0	8 401	0	0	0
Manažérske odkupy	159 059	43 525	365	98 249	579 485	2 294 688	0	0
Celkom	168 437	54 707	97 243	199 753	757 835	2 486 260	12 960	4 216

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe/EDC/Central and Eastern Europe Statistics 2017

Najviac finančných prostriedkov z fondov rizikového kapitálu získali v roku 2017 spoločnosti v oblasti informačných a komunikačných technológií (ICT) v strednej a východnej Európe a to vo výške 62,4 mil. EUR, čo oproti roku 2016 je nárast o 18,4 %. Tieto investície smerovali do 71 spoločností. Sektor ICT predstavoval 57,6 % z celkových rizikových investícií daného regiónu a 41,0 % podľa počtu spoločností. Druhým sektorom, kde smerovali investície boli Biotechnológie a zdravotná starostlivosť v objeme 17 mil. EUR, ktorými bolo podporených 21 spoločností, čo predstavuje 15,3 % z objemu investícií v regióne strednej a východnej Európy a 12,1 % podľa počtu spoločností. Sektor Podnikové produkty a služby obdržal investície vo výške 8,8 mil. EUR v rámci 34 spoločností. Tieto tri sektory predstavovali v roku 2017 81 % celkových rizikových investícií v regióne strednej a východnej Európy (2018)¹¹⁵ (viď. tabuľka č. 4.6).

Tabuľka č. 4.6: Investície rizikového kapitálu v CEE podľa sektorov za roky 2016-2017

Odvetvie	Rok 2016				Rok 2017			
	Objem v mil.€	%	Počet spoloč.	%	Objem v mil.€	%	Počet spoloč.	%
ICT (Telek.techn.)	52 732	46,8	113	47,3	62 469	57,6	71	41,0
Spotrebný tovar a služby	16 658	14,8	40	16,7	7 175	6,6	23	13,3
Biotechnológie a zdravotníctvo	13 738	12,2	27	11,3	16 571	15,3	21	12,1
Obchodné produkty a služby	12 597	11,2	30	12,6	8 817	8,1	34	19,7
Energie a ŽP	3 070	2,7	6	2,5	6 893	6,4	9	5,2
...	...	...	...	...	...	...	...	...
Celkom	112 742	100,0	239	100,0	108 375	100,0	173	100,0

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe/EDC/Central and Eastern Europe Statistics 2017

¹¹⁵ INVEST EUROPE – 2017 CENTRAL AND EASTERN EUROPE PRIVATE EQUITY STATISTICS, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/727455/Invest-Europe-CEE-Activity-Report-2017-05072018.pdf>, Jún 2018 (cit. 2019-03-30).

4.2 Startupové prostredie na Slovensku

Aby sa startupové projekty mohli úspešne rozvíjať aj na Slovensku, potrebujú dostupný kapitál. Európske startupy vrátane slovenských sú v značnej miere v nevýhode oproti USA, ktoré disponujú obrovským a hlavne rozvinutým kapitálom a integrovaným vnútorným trhom. Európa aj po dlhých rokoch odstraňovania obchodných bariér medzi jednotlivými krajinami je i naďalej roztrieštená na národné kapitálové trhy v dôsledku rôznych regulačných a daňových opatrení. EÚ by mala vytvoriť jeden veľký kapitálový trh tak, ako je to v USA.

V Európe i naďalej pretrváva trend, pri ktorom sa individuálni aj inštitucionálni investori zvyčajne v prvom rade sústreďujú na svoje domovské trhy a nevyhľadávajú tak často investičné príležitosti v rámci spoločného európskeho trhu. Toto sa týka aj investovania na verejných kapitálových trhoch a rovnako tak ponuky rizikového kapitálu, ktoré sú kľúčové pre zakladanie a rozvoj startupov. Je všeobecne známe, že Európa je celkovo oproti USA kapitálovo relatívne menej rozvinutým trhom – a to aj napriek faktu, že európske domácnosti podľa dát zozbieraných spoločnosťou PwC sporia 2,4 násobne viac ako domácnosti v kapitálovo rozvinutejších USA. Na európskom finančnom trhu výrazne dominujú banky hlavne pri financovaní spoločností. Ich podiel predstavuje až 80 % prostredníctvom dlhového financovania a len 20 % zdrojov získavajú európske spoločnosti na kapitálových trhoch, pričom v USA je tento pomer opačný (2017)¹¹⁶.

Európa nezaostáva za konkurenciou v dôsledku nedostatočnej tvorby úspor, ale z menšej schopnosti premieňať tieto úspory na kumulované zdroje investičného kapitálu. Zatiaľ čo americké domácnosti alokujú podľa dát PwC 12,7 % svojich aktív do bankových depozitov, 32,6 % do poisťných, dôchodkových a iných garančných schém a až 45,3 % do equity a investičných fondov. V Európe je tento pomer odlišný a domácnosti alokujú 30,6 % svojich aktív do bankových depozitov, 38,3 % do poisťných, dôchodkových a iných garančných schém a len 23,9 % do equity a investičných fondov (2018)¹¹⁷. V dôsledku toho je investičný kapitál v Európe relatívne horšie dostupný, čo ďalej ešte prehľbuje aj spomínaná rozdrobená ponuka investičných kapitálových zdrojov na národné trhy.

¹¹⁶ STANĚK, P. a kol.: Tektonické zlomy súčasnej ekonomickej vedy, Vydavateľstvo Ekonóm, 2017, s 106, ISBN 978-80-225-4379-8.

¹¹⁷ SLOVAK BUSINESS AGENCY, Analýza startupov na Slovensku, Február 2018, dostupné na: http://www.sbagency.sk/sites/default/files/5_analyza_startupov_na_slovensku.pdf.

Slovenské podnikateľské prostredie je vytvárané predovšetkým z radov malých a stredných podnikateľov, ktorí predstavujú až 99 % všetkých spoločností, pričom do tejto kategórie spadajú aj startupy. Malé a stredné podniky (ďalej len “MSP”) poskytujú v podnikovej ekonomike pracovné príležitosti pre takmer 75 % aktívnej pracovnej sily a podieľajú sa na viac ako 50 % na hrubej produkcii a tvorbe pridanej hodnoty (2012)¹¹⁸. MSP na Slovensku tvoria len 1,8 % z celkového počtu MSP v rámci EÚ. Ich pridaná hodnota z celkovej pridanej hodnoty MSP v EÚ tvorí 0,6 % a tiež vytvárajú 1,2 % pracovných miest zo všetkých MSP v rámci EÚ. Efektívnosť slovenských MSP je v porovnaní s niektorými inými krajinami EÚ nízka (2014)¹¹⁹.

Podľa kvalifikovaných odhadov existuje na Slovensku približne 600 startupov, ktoré zamestnávajú vyše 3 000 zamestnancov. Až 85 % slovenských startupov je v počiatkových fázach svojho rozvoja: 41 % v beta fáze (fáza nasledujúca po vytvorení prototypu) a 55 % generuje príjmy. Súčasný stav startupov na Slovensku je charakterizovaný (2016)¹²⁰:

- obmedzenou ponukou finančných a nefinančných nástrojov,
- nedostatočným prepojením startupovej komunity na vysoké školy alebo vedecké inštitúcie,
- nízkou úrovňou vzájomnej spolupráce medzi členmi slovenskej startupovej scény,
- slabými podnikateľskými zručnosťami a celkovo nízkym záujmom o podnikanie ako o kariérnu voľbu,
- regulačným prostredím, ktoré dostatočne nemotivuje k podnikateľským aktivitám startupov.

Silnými stránkami slovenského startupového prostredia je hlavne pracovná sila, ktorá je vzdelaná, kvalifikovaná a dobre jazykovo vybavená, dobrá dostupnosť zamestnancov, cenová hladina produktov a služieb (s výnimkou IT sektora) (2016)¹²¹.

Hlavné zdroje financovania startupov tvoria v prvom rade osobné úspory (71 %), či podpora priateľov a rodiny (21 %), prípadne úver z banky (4 %) (2016)¹²². V najbližšom

¹¹⁸ SLOVAK BUSINESS AGENCY, Správa o stave malého a stredného podnikania v Slovenskej republike v roku 2012, dostupné na internete: [Správa o stave malého a stredného podnikania v SR](#).

¹¹⁹ ANNUAL REPORT ON EUROPEAN SMEs 2013/2014 - A Partial and Fragile Recovery, Európska komisia, Júl 2014, dostupné na internete: [Európska komisia](#).

¹²⁰ KPMG, Startup Survey 2016, dostupné na: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/startup-ecosystem-survey-slovakia-2016.pdf>.

¹²¹ KPMG, Startup Survey 2016, dostupné na: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/startup-ecosystem-survey-slovakia-2016.pdf>.

¹²² Tamtiež

období však až 46 % slovenských startupov plánuje zamestnať 2-3 ľudí, 19 % startupov 4 až 9 ľudí a 17 % až 10 a viac. Startupy majú navyše záujem zamestnávať vysokokvalifikovaný personál, pričom až 85 % pracovníkov v startupoch má vysokoškolské vzdelanie alebo profesionálnu (odbornú) kvalifikáciu, 37 % má manažérske a ekonomické vzdelanie a 25 % má IT vzdelanie (2016)¹²³.

Slovensko má jeden z najmenších kapitálových trhov v rámci Európy a z toho dôvodu vyplýva aj malá schopnosť premieňať voľné finančné prostriedky z domácich zdrojov na investičný kapitál. Podľa údajov Národnej banky Slovenska, trhovú kapitalizáciu akcií a dlhopisov obchodovaných na Burze cenných papierov v Bratislave je v rozmedzí 4 až 6 % slovenského HDP, ak to porovnáme s najrozvinutejším kapitálovým trhom v EÚ – Veľkou Britániou – ktorej trhovú kapitalizáciu akcií a dlhopisov obchodovaných na London Stock Exchange je až 186 % britského HDP, čo je podstatný rozdiel.

Podľa prieskumu, ktorý uskutočnila KPMG Startup Ecosystem Survey za rok 2016¹²⁴ ohľadom dostupnosti rizikového kapitálu na Slovensku vyplýva, že 38 % oslovených slovenských startupov považovalo za najzásadnejší problém pre svoj úspešný rozvoj nedostatočný prístup k financovaniu. Avšak na druhej strane 82% oslovených investorov uviedlo, že ponuka financií v danom období prevyšovala objem vhodných investičných príležitostí. Dôvodom nesúlady môže byť všeobecne nízka kvalita podnikateľských plánov, ktorými startupy žiadajú o investíciu, pochybenia v rozvoji produktov a služieb, nerealistické stratégie pre rast alebo oblasť, do ktorej chcú investori investovať. Podľa prieskumu KPMG je najväčší záujem zo strany investorov o segmenty ako fintech (75 %), kybernetická bezpečnosť (63 %), firemné softvérové riešenia (63 %) a zákaznícke služby (50 %). Naopak, zo strany startupov je najväčší záujem o firemné služby (23 %), hardvér (18 %), zákaznícke služby (12 %) a fintech (7 %) (2016)¹²⁵. Na Slovensku je problémom aj nízka úroveň podnikateľského vzdelania či praktických podnikateľských zručností u záujemcov o podnikanie. Tento problém sa najvýraznejšie prejavuje práve pri startupoch, ktoré do veľkej miery lákajú mladých ľudí avšak bez predchádzajúcich skúseností. Výsledkom tohto stavu je, že sa slovenským startupistom nedarí získať potrebné investície a následne aj prekonať najkritickejšiu rannú fázu podnikania.

¹²³ Tamtiež

¹²⁴ Tamtiež

¹²⁵ KPMG, Startup Survey 2016, dostupné na: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/startup-ecosystem-survey-slovakia-2016.pdf>.

V posledných rokoch vzniklo na Slovensku niekoľko inštitúcií, ktoré ponúkajú mladým startupom nielen finančnú podporu (verejné alebo súkromné zdroje), ale aj nefinančnú podporu napr. vo forme poradenstva, lektorov či prenájmu priestorov (viď. tabuľka č. 4.7).

Tabuľka č. 4.7: Prehľad zdrojov a typu investícií rizikového kapitálu dostupného pre slovenské startupy

Inštitúcia	Typ investície	Objem jednotlivých pôžičiek	Zdroj financovania
Slovak Business Agency	seed, štartovací a venture kapitál	0,02 – 2,5 mil. EUR	národné verejné zdroje
Klub podnikateľských anjelov Slovenska	angel kapitál	0,01 - 0,08 mil. EUR	súkromné zdroje
42angels	angel a seed kapitál	individuálny	súkromný kapitál
Neulogy Ventures	equity a venture kapitál	0,05 – 1,5 mil. EUR	súkromný kapitál, štrukturálne fondy EÚ, EIF
Limerock Fund Manager	equity a venture kapitál	0,5 – 2,75 mil. EUR	súkromný kapitál, EIF
Credo Ventures	seed a štartovací kapitál	0,05 – 6,0 mil. EUR	súkromný kapitál
J&T Ventures	venture kapitál	do 0,5 mil. EUR	súkromný kapitál
Pioneers Ventures	pre-seed kapitál	0,025 – 0,125 mil. EUR	súkromný kapitál
LRJ Capital	equity a venture kapitál	0,1 – 2 mil. EUR	súkromný kapitál
Speedinvest	štartovací kapitál	do 0,5 mil. EUR	súkromný kapitál
Enterprise Investors	buy-out, venture kapitál	individuálny	súkromný kapitál
3TS Capital	equity a venture kapitál	0,3 – 10,0 mil. EUR	súkromný kapitál, EIF, EBRD
Genesis Capital	buy-out, private equity, venture kapitál	3,0 – 12,0 mil. EUR	súkromný kapitál, EIF, EBRD
ARX Equity Partners	private equity a venture kapitál	individuálny	Súkromný kapitál, COSME, EIF

Zdroj: SBA, Analýza startupov na Slovensku, 2018

Slovak Business Agency (SBA) – ide o najvýznamnejšiu organizáciu na Slovensku. Jej začiatky siahajú až do roku 1993, kedy začala pôsobiť ako Národná agentúra pre rozvoj malého a stredného podnikania a neskôr v roku 1997 došlo k zmene právnej formy agentúry na záujmové združenie právnických osôb a jej členmi sa stali Ministerstvo hospodárstva SR, Združenie podnikateľov Slovenska a Slovenský živnostenský zväz. Činnosť SBA je v súlade s princípmi európskeho zákona o MSP (Small Business Act), a to na národnej, regionálnej

aj miestnej úrovni. SBA v súčasnosti realizuje aktivity na podporu podnikateľského prostredia aj prostredníctvom štyroch národných projektov - Národný projekt NPC II – BA kraj, Národný projekt NPC v regiónoch, Národný projekt Podpora internacionalizácie MSP a Národný projekt Monitoring podnikateľského prostredia v súlade s uplatňovaním princípu „*Think Small First*“. Aktivity SBA sa zameriavajú na podporu a rozvoj podnikania malých a stredných podnikov (MSP) a na zvyšovanie konkurencieschopnosti slovenských podnikov na trhu Európskej únie. SBA poskytuje podnikateľom širokú škálu finančných pôžičiek ako aj nefinančných nástrojov (rôzne vzdelávacie programy, školenia a poradenstvo pre budúcich podnikateľov). Mikropôžičkový program SBA je určený pre mikropodniky a MSP, pričom výška pôžičky je od 2 500 až do 50-tisíc EUR na dobu šesť mesiacov až štyri roky. Podpora má revolvingový charakter, čiže splátky slúžia na poskytovanie ďalších mikropôžičiek. Doteraz SBA poskytla takmer dvetisíc úverov v celkovom objeme viac ako 31 miliónov EUR, ktoré pomohli vytvoriť takmer 3 000 nových pracovných miest.

SBA ponúka aj program špecificky zameraný na podporu startupového podnikania pod názvom *Startup Sharks* a *Startup pool*. Program má za cieľ zvýšiť šance na presadenie inovatívnych a životaschopných nápadov slovenských podnikateľov na trhu prostredníctvom poskytnutia pomoci, pričom podpora spočíva v ponuke seminárov, školení v oblasti podnikateľského vzdelania, odborné individuálne poradenstvo zo strany expertov a mentorov alebo podpora pri vzniku a rozbehu startupov. Schémy na podporu startupov, ktorá prebieha v rámci pomoci de minimis a Programu na podporu startupov – vyhlásených Ministerstvom hospodárstva Slovenskej republiky a financovaných zo štátneho rozpočtu (2018)¹²⁶.

Na Slovensku sa na podpore MSP podieľajú nielen ústredné orgány štátnej správy, špecializované agentúry, bankové inštitúcie, ale aj rôzne fondy, či záujmové a profesijné organizácie. Medzi fondy rizikového kapitálu na Slovensku, ktoré podporujú startupové prostredie patria¹²⁷:

- *Národný holdingový fond (NHF)* – tento fond je zameraný hlavne na priemyselnú výrobu, inovatívne podniky, aktívny cestovný ruch a na výrobné a obchodné služby, pričom fond

¹²⁶ SLOVAK BUSINESS AGENCY, Analýza startupov na Slovensku, dostupné na: http://www.sbagency.sk/sites/default/files/5_analyza_startupov_na_slovensku.pdf, Február 2018, (cit. 2019-4-25).

¹²⁷ Fondy rizikového kapitálu v SR, dostupné na <http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/>.

operuje na celom území republiky. Vhodné štádiá životného cyklu spoločnosti pre financovanie projektu sú počiatočné, štartovacie a rozvojové štádium. Maximálna dĺžka investície do projektu je od 1 – 5 rokov a výška investície závisí od projektu a investičných kritérií ako sú návratnosť investície, inovatívnosť podnikateľského zámeru, kvalita manažmentu alebo vytvorenie pracovných miest. O investíciu sa môžu uchádzať MSP, ktoré spĺňajú určité podmienky, ako napríklad počet zamestnancov do 250, viac ako 50 % podiel vlastníctva súkromného charakteru alebo ročný obrat do 50 mil. EUR.

- *Slovenský rozvojový fond (SRF)* – sa zameriava hlavne na investície, ktoré smerujú do zabehnutých alebo začínajúcich spoločností, ktoré si vyžadujú expanzný kapitál alebo do spoločností, ktoré majú finančné problémy. Investície sú vo forme vkladu do základného imania spoločnosti a tak sa stáva SRF spoluvlastníkom na vopred stanovené obdobie. Manažérom SRF je spoločnosť QUADRICA Private Equity, a. s., ktorý zastupuje záujmy SRF a ktorej cieľom je zastupovanie a vyhľadávanie investičných príležitostí, príprava a vyjednávanie podmienok vstupu, fungovania a exitu SRF ako spoluinvestora. Fond investuje do projektu od 0,5 mil. EUR do 2,3 mil. EUR s dĺžkou 3 – 5 rokov. Výška vlastníckeho podielu je spravidla stanovená v rozmedzí 34 % - 75 %.
- *Fond inovácií a technológií (FIT)* – podporuje projekty, ktoré prichádzajú s novými riešeniami súčasných problémov, ako je životné prostredie, obnoviteľné zdroje energie, priemyselné inovácie a informačné technológie. Manažérom FIT je spoločnosť Investeers, a.s., ktorá vyhľadáva pre fond tieto investičné príležitosti. Fond sa zameriava na malé spoločnosti, ktoré sú v počiatočných fázach rozvoja, ale majú veľký potenciál rastu. Investičná stratégia sa zameriava na seed spoločnosti, startup a spin-off spoločnosti, ktoré majú veľký potenciál rastu. Investičný horizont tohto fondu je 4 – 6 rokov a výška investície sa pohybuje od 20 tis. EUR až do 1,5 mil. EUR.
- *Slovenský rastový kapitálový fond (SRKF)* – cieľom tohto fondu je identifikovať zaujímavé rastové projekty alebo spoločnosti s výrazným rastovým potenciálom, či silným trhovým potenciálom. Následne realizovať investície a exit pri požadovanej návratnosti vložených zdrojov. SRKF preferuje investície v intervale od 0,5 mil. EUR do 2,5 mil. EUR, pričom investičný horizont je 3 – 4 roky a rozsah financovania predstavuje minoritne (minimálne 25 %) bez manažérskej kontroly. Vhodné štádiá financovania sú štartovacie (poskytnutie kapitálu v úvodnej fáze) a rozvojové (financovanie expanzie).

- *Slovak Asset Management (SAM)*¹²⁸ – táto inštitúcia je dcérskou spoločnosťou Slovenskej záručnej a rozvojovej banky a bude financovať slovenské startupy so zameraním na vývoj inovatívnych technológií. Na realizáciu týchto a iných projektov bolo vyčlenených vládou Slovenskej republiky 150 miliónov EUR.

4.2.1 Legislatívne prostredie pre startupy na Slovensku

Startupový ekosystém na Slovensku sa začal vyvíjať v rokoch 2010 – 2011 prostredníctvom iniciatív súkromného sektora. Verejný sektor sa témou podpory startupov začal zaoberať až od roku 2013, a to prostredníctvom realizácie projektu Národného podnikateľského centra (ďalej len „NPC“), tvorby národných schém podpory startupov a Operačného programu Výskum a inovácie (ďalej len „OPVaI“) a ďalších iniciatív Európskej komisie zameraných na podporu podnikania (napríklad Iniciatíva Small Business Act).

Víziou vlády Slovenskej republiky (ďalej len „SR“) a kompetentných ministerstiev je podporovať startupový ekosystém v SR stimulovaním podnikateľského prostredia a systémom štátnej podpory, ktoré dokážu aktivovať slovenské subjekty a jednotlivcov s unikátnymi myšlienkami, prípadne prilákať zahraničné subjekty s inovatívnymi nápadmi a tým zaťtraktívniť investovanie do startupov na Slovensku. V roku 2015 schválila vláda SR *“Konceptiu pre podporu startupov a rozvoj startupového ekosystému v SR” (2015)*¹²⁹. Startupy podľa tejto koncepcie sú *„podnikateľské iniciatívy s vysokým rastovým a inovačným potenciálom, ktoré dokážu naštartovať a dlhodobo podporovať inteligentný a inkluzívny hospodársky rast a tiež prilákať zahraničné investície. Prispievajú k rozvoju odvetví s vysokou pridanou hodnotou, regionálnej a globálnej konkurencieschopnosti a tvorbe zamestnanosti kvalifikovanej pracovnej sily. Ich pridanou hodnotou je prelomový alebo zásadným spôsobom vylepšený produkt či služba pre relevantný trh“*.

Prvým krokom k podpore startupového ekosystému v SR bolo schálenie nového zákona, ktorý je účinný 1.januára 2017 (zákon č. 290/2016 Z.z. o podpore malého a stredného podnikania a zmene a doplnení zákona č. 71/2013 Z.z. o poskytovaní dotácií v pôsobnosti Ministerstva hospodárstva Slovenskej republiky v znení neskorších predpisov (ďalej len „zákon o startupoch“). Podľa tohto zákona vzniká nový typ obchodnej spoločnosti

¹²⁸ STARTUP, Symsite Research, dostupné na www.symsite.sk, #5890, September 2018, (cit. 2019-07-31).

¹²⁹ UZNESENIE VLÁDY Slovenskej republiky č. 307 z 10.06.2015 - Koncepcia pre podporu startup a rozvoj startupového ekosystému v Slovenskej republike, dostupné na: http://www.rokovanie.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Uznesenie-14906?prefixFile=u_3].

- jednoduchá spoločnosť na akcie (ďalej len “j. s. a.”), ktorý bol vytvorený najmä na podporu startupov a ich udržania na trhu. Do praxe sa zaviedlo niekoľko opatrení:

- J. s. a., by mala vyriešiť problémy s častým zánikom startupov kvôli nedostatku kapitálu pri zakladaní. J. s. a., predstavuje hybridnú formu kapitálovej obchodnej spoločnosti, ktorá spája prvky spoločnosti s ručením obmedzeným (ďalej len “s.r.o”) spolu s prvkami akciovej spoločnosti. Snahou tvorcov zákona bolo spojiť výhody s. r. o., (napr. nízka požiadavka na základné imanie, či jednoduchá štruktúra spoločnosti) a akciovej spoločnosti (podiel na základnom imaní reprezentujú akcie a zodpovednosť spoločnosti za porušenie záväzkov) do jedného celku. Hlavnou výhodou takejto spoločnosti je najmä výška základného imania, ktorá už nemusí byť minimálne 5 000 EUR ako pri zakladaní s. r. o. Výška základného imania pri j. s. a., je 1 EUR a akcionári neručia za záväzky spoločnosti, ako je to pri akciových spoločnostiach.
- Hodnotu akcie j. s. a., je možné vyjadriť aj v eurocentoch alebo v kombinácii eur a eurocentov. Avšak na rozdiel od akciovej spoločnosti sú zoznamy akcionárov j. s. a., uverejňované v registri akcionárov vedeným Centrálnym depozitárom cenných papierov Slovenskej republiky, čo zasa znamená pre akcionárov j. s. a., menšiu anonymitu. Okrem kmeňových akcií je možné vydať aj akcie s tzv. osobitnými právami, ktoré sa uvedú v stanovách spoločnosti, čo umožňuje určiť rozsah nároku na podiel zo zisku alebo na likvidačnom zostatku, či stanoviť počet hlasov akcionára. Zjednodušili sa kritériá pre prevoditeľnosť akcií, čo môže v konečnom dôsledku motivovať najmä finančných investorov. Tak isto aj upisovanie akcií pre zamestnancov sa zjednodušilo.
- J. s. a. Tak, ako pri akciovej spoločnosti, môže založiť buď jedna alebo aj viacero osôb a to zakladateľskou listinou, alebo zakladateľskou zmluvou. Zmluvy musia mať formu notárskej zápisnice. Ďalej môžu zakladatelia uzatvoriť akcionársku zmluvu, v ktorej možno dohodnúť špeciálne práva, napríklad právo pridať sa k prevodu akcií (*tzv. tagalong*), právo požadovať prevod akcií (*tzv. dragalong*) a právo požadovať nadobudnutie akcií (*tzv. shootout*). J. s. a. má možnosť si v zakladateľskej zmluve určiť špecifické podmienky zániku jej orgánov (2016)¹³⁰. Rozdiely medzi j. s. a., spoločnosťou s ručením obmedzeným a akciovou spoločnosťou sú uvedené v tabuľke č. 4.8.

¹³⁰ BREHOVÁ, N.: Dobrá správa pre startupy: Ich zakladanie bude od nového roka jednoduchšie!, Dostupné na: <https://www.startitup.sk/dobra-sprava-startupy-zakladanie-noveho-roka-jednoduchsie/>, September 2016 (cit. 2019-3-20).

Tabuľka č. 4.8: Porovnanie medzi rôznymi právnymi formami spoločností

	J.S.A.	S.R.O.	A.S.
Minimálna výška Z.I.	1 €	5 000 €	25 000 €
Minimálny počet zakladateľov	1 fyzická/právnická osoba	1 fyzická/právnická osoba	2 fyzické osoby/ 1 právnická osoba
Zakladateľský dokument	zakladateľská listina/zakladateľská zmluva	spoločenská zmluva	zakladateľská listina/zakladateľská zmluva
Ručenie spoločníkov/akcionárov spoločnosti	akcionári neručia za záväzky spoločnosti	spoločníci ručia za záväzky spoločnosti do výšky svojich nesplatených vkladov	akcionári neručia za záväzky spoločnosti
Anonymita spoločníkov/akcionárov	verejný zoznam akcionárov sprístupnený na stránke CDCP	zoznam spoločníkov zverejnený v OR	neverejný zoznam akcionárov
Orgány spoločnosti	valné zhromaždenie/ predstavenstvo/ fakultatívne - dozorná rada	valné zhromaždenie/ konateľ/fakultatívne - dozorná rada	valné zhromaždenie/ predstavenstvo/ povinne - dozorná rada
Poplatok za zápis do OR	nie je stanovená jeho výška	elektronicky: 150 € listinne: 300 €	elektronicky: 375 € listinne: 700 €
Notárske poplatky	vyhotovenie notárskej zápisnice - cca 70 €	overenie podpisov - od 1,50 € za podpis	vyhotovenie notárskej zápisnice - cca 250 €

Zdroj: BREHOVÁ, N.: *Dobrá správa pre startupy: Ich zakladanie bude od nového roka jednoduchšie!*, September 2016

4.2.2 Inkubátory, akcelerátory a co-workingy

V rámci startupového prostredia majú nezastupiteľné miesto aj rôzne iniciatívy a inštitúcie, ktoré sa snažia klásť dôraz aj na nefinančnú podporu podnikateľov a ich projektov, pretože pri tomto type podnikania totiž niektorí startupisti majú často nedostatočné skúsenosti s podnikaním. Tento nedostatok im pomáhajú prekonať špecializované startupové inkubátory a akcelerátory. Startupom ponúkajú pomoc aj špecializované *inkubátory* a *akcelerátory*. Startupy, ktoré sa do nich dostanú majú často možnosť získať nielen rizikový kapitál, ale aj nefinančnú podporu a to vo forme poradenstva pri strategickom plánovaní, mentoringu alebo kancelárske priestory (alebo zvýhodnený prenájom), prístup k špecializovanému technickému zariadeniu, či právne služby.

Inkubátory sú zamerané najmä na podporu startupov v najranejšej fáze ich podnikania, často keď sú ešte vo fáze konceptu. Pretože premeniť myšlienku na reálne podnikanie si vyžaduje istý čas, podporné programy inkubátorov sú v porovnaní

s akcelarátami dlhodobejšie. Väčšinou platí, že startupové inkubátory v mnohých prípadoch vznikajú ako projekty univerzít alebo vedecko-technických inštitúcií, či parkov.

Akcelarátory sú už určené pre startupy v relatívne neskoršej fáze podnikania, kedy už majú svoj produkt či službu hotovú, umiestnenú na trhu a generajú tržby od platiacich zákazníkov. Rizikový kapitál a mentoring v rámci akceleračných programov je určený predovšetkým pre škálovanie už rozbehnutého biznisu startupov.

Co-workingy majú špecifické miesto v rámci nefinančnej podpory. Zväčša ide o projekty poskytujúce miesto v zdieľaných kancelárskych priestoroch formou nájmu, či členstva. Ich pridaná hodnota spočíva najmä v networkingových aktivitách, či už samotným zdieľaním priestorov, alebo organizovaním konferencií a tematických odborných podujatí alebo predstavujú možnosť výmeny know-how a networkingu s potenciálnymi spolupracovníkmi či klientmi.

Prevažná väčšina inkubátorov, akcelarátorov a co-workingov, či už z hľadiska veľkosti, počtu alebo aktivít sa sústreďuje v Bratislave, kde je sústredená aj väčšina slovenskej startupovej komunity. Avšak v poslednom období mnohé úspešné startupy pochádzajú z iných regiónov Slovenska.

Národné podnikateľské centrum (NPC) – ide o najvýznamnejšiu iniciatívu verejného sektora, ktoré sa zameriava na podporu prvotných nápadov, stimulovanie podnikateľských ambícií, na rozvoj podnikateľských zručností a na podporu propagácie úspešných projektov. Smerom k verejnosti sa NPC sústreďí na aktivity, ktoré majú vzbudiť záujem širokej verejnosti o podnikateľské aktivity a priviesť väčšie množstvo mladých ľudí k podnikaniu. Strategickým cieľom projektu je vytvoriť premostenie medzi súkromnou a podnikateľskou sférou a výskumno-vývojovou a akademickou sférou a zefektívniť spoluprácu medzi týmito inštitúciami. Špecifickým cieľom projektu je vytvorenie miesta komplexnej podpory MSP v Bratislave a neskôr aj v ďalších regiónoch Slovenska, pričom projekt je v súčasnosti spolufinancovaný z Operačného programu Výskum a inovácie. NPC podporuje MSP prostredníctvom špecializovaných programov, ktoré sú zaradené do troch kategórií v závislosti od podnikateľskej fázy podniku (2018)¹³¹:

¹³¹ SLOVAK BUSINESS AGENCY, Analýza startupov na Slovensku, dostupné na: http://www.sbagency.sk/sites/default/files/5_analyza_startupov_na_slovensku.pdf, Február 2018, (cit. 2019-4-25).

- 1. Podpora pri rozbehu podnikania** – je určená pre startupy a začínajúce podniky, ktoré majú možnosť sa prostredníctvom NPC uchádzať o finančnú podporu vo forme mikropôžičiek. NPC ponúka pre startupy aj nefinančné služby, ako je napríklad poradenstvo ohľadom prístupu k rizikovému kapitálu alebo financiám z iných zdrojov (napr. SRKF, FIT alebo granty z EÚ). Zároveň podporuje tiež dva nefinančné programy podpory:
- *Akceleračný program* je určený na pomoc záujemcom o podnikanie a to formou rôznych vzdelávacích kurzov, odborného poradenstva, intenzívnych kurzov pre záujemcov o podnikanie alebo priestorov v kreatívnej dielni (Creative point), ktorá je súčasťou NPC.
 - *Inkubačný program* je určený začínajúcim podnikateľom a startupistom pričom pomoc v tomto programe je obmedzená na maximálne tri roky. Počas tohto obdobia je činnosť začínajúcich startupov pravidelne monitorovaná a vyhodnocovaná s cieľom zistiť, či postupujú podľa nastaveného modelu.
- 2. Podpora pri podnikaní** – dovoľuje MSP uchádzať sa o finančné prostriedky vo forme mikropôžičiek z NPC. Jedná sa o finančné prostriedky z rozpočtu SBA fondov rizikového kapitálu z Národného holdingového fondu. Nefinančná podpora má formu dvoch programov:
- *Rastový program* je určený na podporu startupov a začínajúcich podnikateľov, ktoré majú potenciál rastu a ambície expandovať na globálny trh. Nefinančná podpora má formu individuálneho odborného poradenstva a podnikateľa prostredníctvom neho môžu navrhnuť nový produkt, či zdokonaľiť súčasný produkt. Rastový program je prepojený na medzinárodnú sieť Enterprise Europe Network, ako aj možnosť sprostredkovania zahraničných partnerov po celej EÚ, informácie o legislatíve a štandardoch v krajinách EÚ.
 - *Program stáží* je určený hlavne záujemcom o podnikanie, ale aj súčasným podnikateľom. Ide o zapojenie sa zahraničných expertov, ako mentorov, ale aj účasť na zahraničných stážach a medzinárodných odborných podujatiach.
- 3. Podpora inovácií** – táto podpora má za cieľ podporovať inovácie. NPC pomáha sprostredkovať financovanie z externých grantových a úverových programov, ako sú Horizont2020, COSME či Operačný program Výskum a inovácie. Nefinančnou formou podpory inovácií je predovšetkým zriadenie dielne FabLab a Centra vedecko-technických informácií SR, ktoré nielen že spájajú podnikateľov, vedcov, študentov a verejnosť, ale

im dávajú možnosť pracovať s najmodernejšími technologickými zariadeniami. *FabLab* je taktiež súčasťou medzinárodnej komunity inovátorov, výskumných pracovníkov, študentov a pedagógov z 30 krajín a zameriava sa na pravidelné organizovanie odborných workshopov a vzdelávacích aktivít súvisiacich s týmito technológiami.

Connect Co-working – ide o projekt co-workingového centra so sídlom v Bratislave. Ponúka hlavne nefinančné služby ako sú kancelárske priestory, priestory na stretnutia s klientami alebo organizuje pravidelné rôzne semináre, workshopy, či pracovné stretnutia.

Univerzitný technologický inkubátor InQb – predstavuje príklad spolupráce medzi akademickou pôdou a podnikateľským sektorom na Slovensku. InQb je pracovisko Slovenskej technickej univerzity v Bratislave, ktorého cieľom je hlavne podporovať technologické odvetvia a ponúka startupistom za výhodných podmienok prenájom pracovných priestorov, konferenčné priestory, poradenské služby v oblasti zakladania firiem a zostavovania podnikateľských plánov alebo právne služby duševného vlastníctva. Od začiatku svojej existencie podporil 42 začínajúcich firiem orientovaných na techniku a technológie. I keď startupová scéna je sústredená v Bratislava, inkubátory sa nájdu aj mimo hlavného mesta ako sú napr. inkubátori *Business Innovation Center* v Banskej Bystrici, *Eastcubator* v Košiciach alebo *Ponk* v Nitre, ktoré formou nefinančnej podpory podporujú startupy.

4.2.3 Prieskum startupovej scény na Slovensku

Uskutočnili sme prieskum startupovej scény na Slovensku, ktorého cieľom bolo zmapovať startupovú scénu na Slovensku. Dotazník - Prieskum bol zložený z dvoch častí. Prvá časť bol dotazník, kde sme získavali informácie o zameraní startupu, o roku založenia spoločnosti, o počte zakladateľov, o počiatočných a následných investíciách a počte zakladateľov. Druhá časť prieskumu bola zameraná na zisťovanie informácií o zdrojoch na rozbeh spoločnosti, o problémoch pri rozbehu spoločnosti, o použitých metódach ohodnocovania startupov, o možnosti prezentovať svoj projekt na Burze cenných papierov v Bratislave, o podieloch, ktoré sú startupisti ochotní predať investorom, ako aj o právnej povahe spoločnosti. V rámci tohto prieskumu bolo oslovených 70 startupových spoločností, z ktorých 21 spoločností odpovedalo na dotazník, i keď v niektorých prípadoch nie všetky otázky boli zodpovedané. Dôvodom tohto stavu je fakt, že niektoré spoločnosti, ktoré získali investora, resp. sú v procese jeho získavania sú viazané zmluvou o mlčanlivosti a poskytovanie informácií tretím osobám je značne obmedzené. (viď. tabuľka č. 4.9).

Tabuľka č. 4.9: Dotazník – Prieskum startupovej scény na Slovensku

Dotazník						
Zameranie startupu	Biotechnologie / Zdravotníctvo	Služby	E-Commerce	IT technológie	Ost.	
	4	4	3	3	7	21
Počet zakladateľov	2	3	4	5 a viac	N/A	
	13	5	2	1	0	21
Rok založenia startupu	2019	2018	2017	2016 a menej	N/A	
	3	5	6	6	1	21
Počiatočný kapitál zakladateľov (v €)	do 2 000	do 5 000	do 10 000	viac ako 10 001	N/A	
	1	11	3	2	4	21
Kapitál získaný od investorov – od založenia do 12/2019 (v €)	do 25 000	do 100 000	do 1,0 mil.	nad 1,0 mil.	N/A	
	3	2	4	2	10	21
Súčasný stav zamestnancov	do 5	do 10	do 20	nad 20	N/A	
	8	4	3	2	4	21
Investor	Domáci	Zahraničný	Kombinovaný		N/A	
	8	0	11		2	21
Sídlo startupu	BA	Mimo BA	Zahraničie		N/A	
	15	2	1		3	21

Zdroj: Vlastný prieskum uskutočnený v 4Q2019. Detailnejšie informácie v priloženom dotazníku.

Z prieskumu vyplýva, že startupy na Slovensku sa zameriavajú na podobné oblasti ako vo svete (biotechnológie, služby, e-commerce a IT). Čo sa týka počtu zakladateľov tak 13 startupov malo 2 zakladateľov a čím väčší počet zakladateľov, tým menej spoločností. Tento stav je prejavom ďalších možných problémov pri exite. Počiatočný kapitál sa pohyboval vo výške 5 tis. EUR, čo zodpovedá základnému imaniu spoločnosti s ručením obmedzeným a až 11 spoločností, čo je viac ako polovica odpovedajúcich mala tento počiatočný kapitál. Kapitál získaný od investorov vo väčšine prípadov bol v rôznych výškach od 5 tis. EUR až po 2,5 mil. EUR. Čo sa týka investorov, z prieskumu vyplynulo, že dominoval kombinovaný investor (domáci a zahraničný) až u 11 startupov a 7 startupov podporil domáci investor. Sídla startupov boli v drvivej väčšine v Bratislave, len dva startupy mali sídlo mimo hlavného mesta a jeden v zahraničí.

Prieskum				
1	Od koho ste získali finančné prostriedky na rozbeh svojho podnikania?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Od rodiny a priateľov.	12	57,14%	Je zrejme, že až 57,14 % finančných prostriedkov získali startupy od rodiny alebo priateľov alebo použili svoje vlastné financie. Len 23,81 % boli financie získané od BA alebo cez crowdfunding.
b)	Z banky (úver).	0	0,00%	
c)	Business Angel (BA).	5	23,81%	
d)	Kombinácia viacerých zdrojov (ako Crowdfunding, konvertibilný úver, rizikový kapitál...)	4	19,05%	
2	S akými najväčšími problémami ste sa stretli pri rozbehu startupu?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Legislatívne problémy pri zakladaní (byrokracia štátu, zmluva medzi zakladateľmi, zápis od obchodného registra, atď.).	5	23,81%	Hľadanie investora pre svoje projekty je pre tretinu startupov najväčším problémom. Problémy so zakladaním spoločnosti a hľadaním vhodných zamestnancov bol rovnaký (23,81 %).
b)	Problémy s hľadaním investora.	7	33,33%	
c)	Problémy so hľadaním zamestnancov.	4	19,05%	
d)	Kombinácia viacerých problémov, akých? ...	5	23,81%	
3	Koľko času ste strávili získavaním investorov?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	1 mesiac.	2	9,52%	Obdobie, ktoré potrebujú startupy, aby získali investora presahuje viac ako 1 rok.
b)	1 – 6 mesiacov.	2	9,52%	
c)	7 -12 mesiacov.	8	33,33%	
d)	1 rok a viac.	10	47,62%	
4	V čom Vám pomohli investori, ktorí investovali do Vašej spoločnosti?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Priniesli len peniaze.	8	38,10%	Potvrdilo sa, že investor neprináša startupu len peniaze ale aj kontakty, čo je dôležité pre ďalší rozvoj startupu.
b)	Priniesli peniaze a nové kontakty	9	42,86%	
c)	Priniesli peniaze, kontakty, nové predajné kanály, lepší marketing	2	9,52 %	
d)	Priniesli celkovo lepší manažment a rýchlejší rozvoj firmy, nové trhy	2	9,52%	
5	Aké metódy ohodnotenia startupu použil investor pri vstupe do Vašej spoločnosti?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Nepoužila sa žiadna ohodnocovacia metóda – bola to rýchla dohoda majiteľa startupu s investorom.	6	28,57%	V prieskume sa potvrdilo, že nie je presne určená metóda, ktorá by bola použiteľná pri ohodnotení startupov. Najčastejšie sa použila metóda due dilligence, či už samostatne alebo s inou metódou alebo ukazovateľom (napr. LTV, tržby, plán rastu na budúce roky, počet klientov, ohodnotenie patentu). Pri 28,57 % prípadoch je ohodnotenie startupu na dohode medzi zakladateľom a investorom.
b)	Použila sa len metóda due dilligence.	1	4,76%	
c)	Použila sa metóda due diligence a iné finančné metriky, aké?...	7	33,33%	
d)	Použili sa iné metódy, aké?...	7	33,33%	
6	Využili by ste možnosť, keby ste na začiatku Vášho podnikania mohli prezentovať svoj projekt	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí

	na Burze cenných papierov v Bratislave a prostredníctvom nej mohli získať kapitál a investorov?			
a)	Áno.	5	23,81%	Možnosť prezentovať projekt na burze by využilo len 23,81 %, ale až 47,62 % o tejto možnosti nerozmýšľalo, ale pokiaľ by boli stanovené nejaké pravidlá, tak by túto možnosť využili. Ale 28,57 % by túto možnosť nevyužilo.
b)	Nie.	6	28,57%	
c)	Nerozmýšľali sme o tejto možnosti, ale ...	10	47,62%	
d)	Nevyužili by sme túto možnosť, lebo ...	0	0,00%	
7	Ak by bola možnosť prezentovať svoj projekt na Burze cenných papierov, aký veľký poplatok by ste boli ochotní zaplatiť za túto možnosť?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Bez poplatku.	4	19,05%	Až 28,57% by za službu prezentovať sa na burze by bolo ochotné zaplatiť poplatok. Len 19,05% startupov by chcelo prezentovať svoj projekt na burze bez poplatku.
b)	Maximálne do 100 €.	6	28,57%	
c)	Percento (á) z objemu, ktorý chcem získať (maximálne 1 000 €)	6	28,57%	
d)	Iné (napr. kombinácia pevného poplatku a percent z objemu investícií, ktoré chcem získať).	5	23,81%	
8	Na aký trh je zameraný Váš produkt?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Len na Európu.	4	19,05%	Až 61,90 % startupov by chcelo produkt predávať po celom svete, pričom väčšina týchto startupov je zameraná na biotechnológie, služby a IT. Ďalšie startupy by sa chceli zamerať hlavne na európsky a americký trh.
b)	Len na európsky a americký trh (USA a Kanada).	4	19,05%	
c)	Len na európsky a ázijský trh.	0	0,00%	
d)	Na celý svet.	13	61,90%	
9	V prípade, že by investor vstúpil do startupu, aký podiel by ste boli ochotní mu na začiatku predať?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Max. 5 – 10 %.	2	9,52%	Až 66,67 % startupov by bolo ochotné predať maximálny 20 % podiel vo svojej spoločnosti a 19,05 % zasa maximálne 30 % podiel.
b)	Max. 10 – 20 %.	14	66,67%	
c)	Max. 20 – 30 %.	4	19,05%	
d)	Max. (určite sami %)...	1	4,76%	
10	Pri vstupe investora do Vašej spoločnosti mal Váš produkt nejaký patent, či úžitkový vzor?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Áno.	3	14,29%	Pri vstupe investora do startupu len 14,29 % malo patent a jeden patent neskôr financoval investor. V zostávajúcich skúmaných startupov investori nepreferovali patent a ani ho nevyžadovali.
b)	Nie.	7	33,33%	
c)	Náš produkt nepotreboval patent.	10	47,62%	
d)	Patent nám neskôr financoval investor.	1	4,76%	
11	Kedy ste predpokladali návratnosť finančných zdrojov od založenia startupu?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Do 2 rokov.	5	23,81%	Zakladatelia startupov predpokladajú návratnosť finančných prostriedkov do 5 rokov alebo do 3 rokov.
b)	Do 3 rokov.	6	28,57%	
c)	Do 4 rokov.	2	9,52%	
d)	5 a viac rokov.	8	38,10%	
12	Váš startup ste zakladali ako?	Sumár Celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Jednoduchá spoločnosť na akcie – j.s.a.	1	4,76%	I napriek tomu, že existuje zákon, ktorý zjednodušuje zakladanie j.s.a., tak väčšina

b)	Spoločnosť s ručením obmedzením (s.r.o.).	14	66,67%	startupov bola (alebo je) zakladaná ako s.r.o. (66,67 %) alebo ako akciová spoločnosť (19,05 %). Z prieskumu, len jedna spoločnosť bola zakladaná ako J.s.a.
c)	Akciová spoločnosť (a.s.).	4	19,05%	
d)	Iná právna forma, aká? ...	2	9,52%	
13	Je Vaším zámerom, aby bola Vaša spoločnosť kótovaná na burze cenných papierov?	Sumár celkom	Podiel v %	Zhodnotenie odpovedí
a)	Áno.	2	9,52%	Byť kótovaný na BCPB láka 9,52 % startupov, pričom až 42,86 % o tom neuvažovalo, ale za určitých podmienok by s tým súhlasili. Len 14,29 % startupov nechce predať svoju spoločnosť.
b)	Nie.	7	33,33%	
c)	Ešte sme o tom neuvažovali.	9	42,86%	
d)	Spoločnosť nechceme predať.	3	14,29%	

Zdroj: Vlastný prieskum uskutočnený v 4Q2019. Detailnejšie informácie v priloženom dotazníku.

Prieskum poukázal na roztrieštenosť startupovej scény na Slovensku. I napriek tomu, že legislatíva na Slovensku umožnila od roku 2017 vznik novej obchodnej spoločnosti J. s. a., táto právna úprava neprilákala také množstvo zakladateľov startupov, ako sa predpokladalo. Aj z prieskumu vyplynulo, že startupisti uprednostňujú právnu formu – s.r.o. alebo a.s. Tieto údaje podporujú aj informácie zo Slovenského štatistického úradu (2019)¹³², podľa ktorých k 31.12.2019 vzniklo za tento rok len 55 j.s.a. a len jedna j.s.a. zanikla. V roku 2018 vzniklo 66 spoločností j.s.a. a v roku 2017, kedy bol prijatý zákon vzniklo 56 j.s.a. V roku 2020 sa predpokladá, že dôjde k nárastu j.s.a. vzhľadom k úprave zákona o MSP.

4.2.4 Finančné prostriedky z programov Európskej únie

Finančné prostriedky môžu startupisti získať nielen od súkromných investorov ako sú Business Angels, či z verejných zdrojov ale aj z programov Európskej únie ako sú finančné schémy COSME, HORIZONT 2020 alebo JEREMIE.

COSME – je ďalšia finančná schéma Európskej únie, ktorej cieľom je podporovať podnikanie, konkurencieschopnosť a zlepšovať podnikateľské prostredie pre MSP, ktoré vytvárajú 85 % všetkých nových pracovných miest v EÚ. Tento program má uľahčiť prístup na globálny trh a zároveň vytvoriť priaznivé prostredie pre vznik a rozvoj nových spoločností v rámci EÚ a to s rozpočtom vo výške 2,3 miliardy EUR. V rámci tohto programu sa budú podporovať MSP v týchto oblastiach (2019)¹³³:

- Na zlepšenie prístupu na financovanie MSP v rôznych fázach – pri založení, rozširovaní alebo preveze podniku, na ktoré je vyčlenených 61 % financií a to prostredníctvom dvoch nástrojov a to – *nástroja na poskytovanie záruk za pôžičky a nástroja vlastného imania*

¹³² ŠTATISTICKÝ ÚRAD SR, dostupné na: <https://slovak.statistics.sk>.

¹³³ COSME, dostupné na <https://innonews.blog/cosme-europsky-program-pre-msp/>.

pre rast (poskytnutie rizikového kapitálu kapitálovým fondom investujúcim do MSP najmä vo fáze rozširovania a rastu).

- Na podporu internacionalizácie a prístupu na trhy je vyčlenených 23 % financií a zároveň sa z toho financuje aj sieť Enterprise Europe Network (EEN).
- Na podporu podnikania je určených 13 % financií (hlavne na digitálne podnikanie).
- Na zlepšenie konkurencieschoposti sú určené 3 % financií.

Hlavným nástrojom programu COSME je garancia úverom, ktorá európskym finančným inštitúciám poskytuje záruky a zábezpeky ich úverov poskytovaných MSP a zároveň sa dostávajú väčšie finančné prostriedky do rizikového segmentu podnikania. Národná úroveň programu zahŕňa finančných sprostredkovateľov na území daného štátu, prostredníctvom ktorých sa jednotliví podnikatelia môžu dostať k financovaniu podnikateľských projektov. Na Slovensku je finančným sprostredkovateľom na základe zmluvy z roku 2016 Československá obchodná banka (ČSOB), ktorá spolu s Európskym investičným fondom uzatvorila dohody o garanciách pre slovenské MSP. To umožní ČSOB v horizonte troch rokov poskytnúť úvery v objeme 100 miliónov EUR pre MSP. Garancie môžu byť až do výšky 50 %, čím sa znižuje riziková prirážka pre klientov a umožňuje finančnej inštitúcii ponúkať dostupnejšie úvery pre rozvoj podnikania.

HORIZONT 2020 – je program EÚ, ktorý sa zameriava na podporu výskumu a inovácií, na rast a zamestnanosť v Európe. Program je nastavený tak, aby spájal všetky existujúce zdroje financovania EÚ v oblasti výskumu a inovácií, ktoré súvisia s rámcovým programom pre konkurencieschopnosť a inovácie a aktivitami Európskeho inovačného a technologického inštitútu (EIT) (2011)¹³⁴. Podpora Európskej komisie sa zameriava najmä na finančnú podporu podnikateľských zámerov MSP a zahŕňa hlavne podporu činností súvisiacich s inováciami produktu, zmeny vo výrobných plánoch, nové výrobky, vývoj nových prototypov a pod. Cieľom programu je napomáhať s uvádzaním prelomových európskych inovácií na trh, keďže inovácie sú jedným z hybných nástrojov ako dosiahnuť trvalo udržateľný ekonomický rast a preto to ich EÚ považuje za svoju prioritu. Tomu zodpovedá aj rozpočet vo výške 78 miliárd EUR. Horizont 2020 stojí na troch pilieroch, ktoré by mali viesť k naplneniu cieľa stratégie Európa 2020 – inteligentný, udržateľný a inkluzívny rast:

¹³⁴ HORIZONT 2020, dostupné na: http://www.veda-technika.sk/SK/VedaATechnikaVEU/Stranky/program_horizont_2020.html.

- *Excelentná veda* – je prvým pilierom zameraným na zvýšenie excelentnosti vedeckej základne Európy. Hlavne na zaistenie podpory vedy a výskumu najmä v inovatívnych technológiách a výskumnej infraštruktúry a tak zabezpečiť dlhodobú konkurencieschopnosť Európy. Pre tento pilier je pridelený rozpočet vo výške 24,4 miliardy EUR, čo predstavuje 31,7 % celkového rozpočtu programu.
- *Vedúce postavenie priemyslu* – je druhým pilierom zameraným na podporu podnikov v Európe (hlavne investície do nanotechnológií, ekoinovácií, biotechnológií alebo nových materiálov), aby dosiahli vedúce postavenie v priemyselných technológiách a na podporu zlepšenia prístupu MSP ku kapitálu. Pre tento pilier je pridelený rozpočet vo výške 17 miliárd EUR, čo predstavuje 22 % z rozpočtu.
- *Spoločenské výzvy* – predstavujú tretí pilier, ktorý sa zameriava na podporu riešenia otázok zdravia, zdravotnej starostlivosti, kvality života, demografie, biopotravín, potravinovej bezpečnosti, ekologických energií, integrovanej a zelenej dopravy, riešenie klimatických otázok, bezpečnosti a slobody v Európe. Pre tento tretí pilier je pridelený rozpočet vo výške 29,6 miliardy EUR, čo predstavuje 38,5 % z celkových pridelených prostriedkov.

JEREMIE (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises - Spoločné európske zdroje pre veľmi malé až stredné podniky*)¹³⁵ je iniciatíva Európskej komisie vypracovaná spoločne s Európskym investičným fondom (EIF). Krajiny EÚ môžu využiť časť pridelených zdrojov z európskych štrukturálnych fondov na investície do MSP a to prostredníctvom národných a regionálnych riadiacich orgánov. Finančné prostriedky plynú prostredníctvom finančných sprostredkovateľov do MSP vrátane záruk a protizáruk, záruk s vlastným kapitálom, pôžičiek, rizikového kapitálu, ako aj fondov spájajúcich podnikateľských anjelov a fondov na prenos technológií, čo ukazuje aj tabuľka č. 4.10.¹³⁶

¹³⁵ JEREMIE, EIF dostupné na: http://www.eif.europa.eu/news_centre/publications/Jeremie_leaflet_files/jeremie_leaflet_sk.pdf (cit.2019-08-01).

¹³⁶ Tamtiež

Tabuľka č. 4.10: Peňažné toky v MSP



Zdroj: EIF, www.eif.europa.eu

Riadiace orgány môžu rozhodnúť o prevedení zdrojov z programu JEREMIE pomocou Holdingových fondov (HF). Takýto holdingový fond je zastrešujúcim fondom pre poskytovanie finančných prostriedkov z JEREMIE. Tento fond funguje v partnerstve s miestnymi finančnými inštitúciami pre MSP, fondami rizikového kapitálu, pôžičkovými fondami, poskytovateľmi mikrofinancií, bankami a záručnými fondami. Finančné prostriedky, ktoré poskytuje holdingový fond môžu inštitúcie použiť na financovanie vzniku a rozvoja MSP. Základné výhody plynúce z tohto nástroja sú¹³⁷:

- Recyklácia prostriedkov – holdingový fond má revolvingový charakter, plynú do neho splátky od finančných sprostredkovateľov na ďalšie investovanie do malých a stredných podnikov (MSP).
- Prístup na báze portfólia – holdingový fond dokáže pružne zmeniť alokáciu prostriedkov na rôzne produkty v závislosti od skutočnej ponuky v danom čase. Umožní sa tak diverzifikácia rizík a očakávanej návratnosti.
- Pákový efekt – zapája do procesu finančný sektor, či už na úrovni holdingového fondu s dostatočným kapitálom, alebo na úrovni spolufinancovania.
- Flexibilita – riadiace orgány majú väčšiu flexibilitu pri alokovaní prostriedkov, pretože príspevky z operačných programov do holdingového fondu musia spĺňať podmienky pre priebežné zálohové platby z Európskeho fondu regionálneho rozvoja a z Európskeho sociálneho fondu.

¹³⁷ EURÓPSKE ZDROJE PRE MSP, dostupné na: <https://www.centire.com/sk/novinky/europske-zdroje-pre-male-a-stredne-podniky>, (cit. 2019-08-01).

- Skúsenosti EIF - v menej rozvinutých štátoch a regiónoch predstavujú skúsenosti EIF osobitnú pridanú hodnotu.

4.3 Komparácia startupového prostredia na Slovensku s vybranými krajinami Európy s podobným ekonomickým prostredím

Na komparáciu startupového prostredia Slovenska sme si vybrali niektoré krajiny Európy, ktoré sú rozlohou, počtom obyvateľov ako aj inými ekonomickými ukazovateľmi podobné našej krajine. Na porovnanie si zoberieme Estónsko, Fínsko a Írsko a rozoberieme ich ekonomický potenciál a startupové prostredie.

Estónsko

Estónsko je jedna z najrýchlejšie sa rozvíjajúcich ekonomík nielen Pobaltia, ale aj východnej Európy. Estónske hospodárstvo je založené prevažne na službách, informačných technológiách, telekomunikáciach, na stavbe lodí a na bankovníctve. O úspechoch Estónska svedčia aj základné ekonomické indikátory. Estónska ekonomika vykázala za rok 2018 rast HDP vo výške 3,9 % (viď. tabuľka č. 4.11) a na rok 2019 sa predpokladá rast vo výške 3,3 %. Inflácia v roku 2018 bola vo výške 3,4 % a centrálna banka Estónska predpokladá, že v roku 2021 bude inflácia vo výške 2,1 %.

Tabuľka č. 4.11: Základné ekonomické indikátory Estónska za roky 2014 – 2018

Krajina	Základné indikátory	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017	Rok 2018
Estónsko (EST)	HDP bežné ceny (v mld. EUR)	20	21	22	24	26
	HDP per capita, bežné ceny v EUR	13200	13400	13900	14600	15100
	Rast HDP (%)	2,9	1,9	3,5	4,9	3,9
	Miera inflácie (HICP %)	0,5	0,1	0,8	3,7	3,4
	Nezamestnanosť (v %)	7,4	6,2	6,8	5,8	5,4

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Eurostatu 2019

Približne 68 % estónského HDP je tvoreného službami, 29 % priemyslom vrátane stavebníctva a 3 % poľnohospodárstvom a lesníctvom. Estónsko má jednoduchý daňový systém a nízke sadzby. Štandardná sadzba DPH je 20 % a uvažuje sa o jej znížení na 14 %. Podľa estónskej vlády tieto daňové opatrenia majú prispieť k sociálnej rovnosti, rýchlejšej dynamike hospodárstva a väčšej podpore podnikateľského prostredia vrátane podpory startupov (2019)¹³⁸.

¹³⁸ EKONOMICKÁ INFORMÁCIA O TERITÓRIU ESTÓNSKO, Ministerstvo zahraničných vecí SR, dostupné na: <https://www.mzv.sk/documents/10182/620840/Est%C3%B3nsko+-+ekonomick%C3%A9+inform%C3%A1cie+o+terit%C3%B3riu+2019>.

Estónska vláda venuje veľkú pozornosť podpore startupov. V Estónsku vznikla jedna z najúspešnejších startupových firiem na svete Skype (platforma na komunikáciu prostredníctvom internetu). Tento úspech motivoval nielen súkromný sektor, ale aj verejný sektor k väčšej podpore projektov zameraných na podporu startupov. V súčasnosti pôsobí v Estónsku 550 startupov a množstvo inkubátorov a akcelátorov a do roku 2020 chcú dosiahnuť magickú hranicu 1 000 startupov a tomuto cieľu má pomôcť aj vládna iniciatíva Startup Estonia (2019)¹³⁹. V roku 2018 vytvorilo 20 top startupov v Estónsku až 62 % nových pracovných miest a podľa prieskumu spoločnosti Keskus „Required Employer Survey of 2019“ patria estónske startupy medzi najlepšie spoločnosti, pre ktoré by ľudia radi pracovali. Medzi najväčšie startupy patria Transferwise, Pipedrive a Taxify (viď. graf č. 4.8).

Graf č. 4.8: 10 najväčších zamestnávateľov medzi Estónskymi startupmi

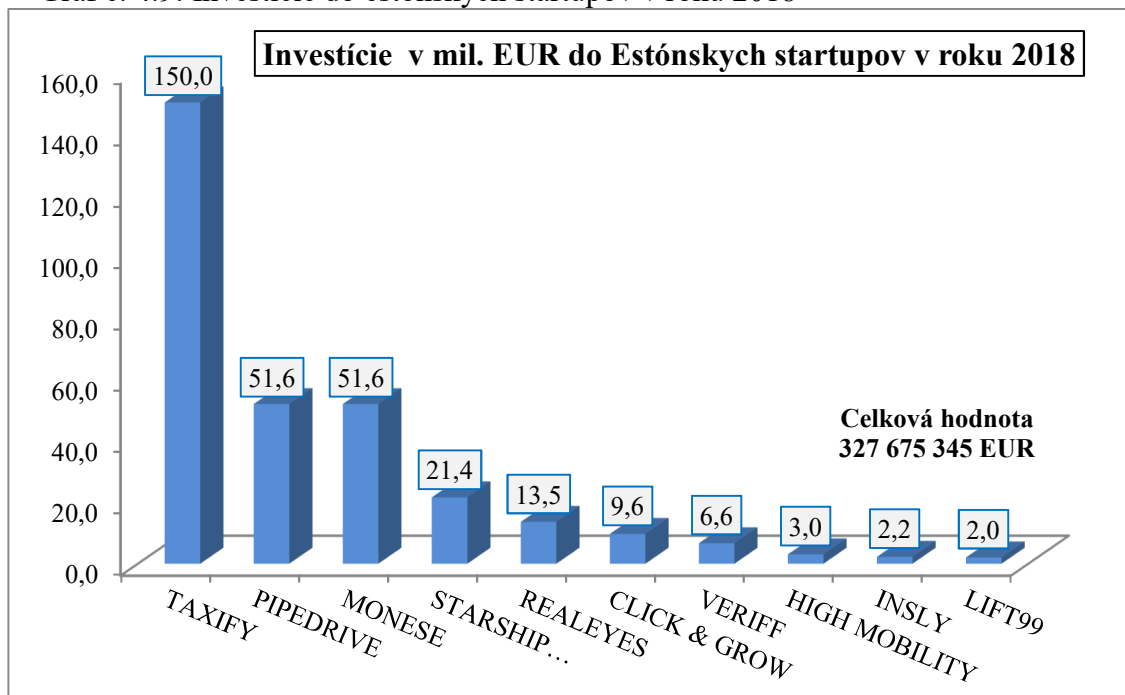


Zdroj: Startup Estonia 2018

V roku 2018 vytvorili estónske startupy ročný obrat 299 miliónov EUR, čo je o 9 % viac ako v roku 2017 (275 miliónov EUR). V roku 2018 boli najväčšie obraty generované spoločnosťami Taxify (51 mil. EUR), Pipedrive (30,7 mil. EUR), HashCoin (15,5 mil. EUR), Starship Technologies (16,3 mil. EUR) a Creative Mobile (13,5 mil. EUR) (viď. graf č. 4.9).

¹³⁹ RECORDS FOR THE ESTONIAN STARTUP SECTOR NEW WAVE OF ENTREPRENEURS IN THE COMMUNITY 2018, dostupné na: www.startupestonia.ee, February 2019, (cit. 2019-07-31).

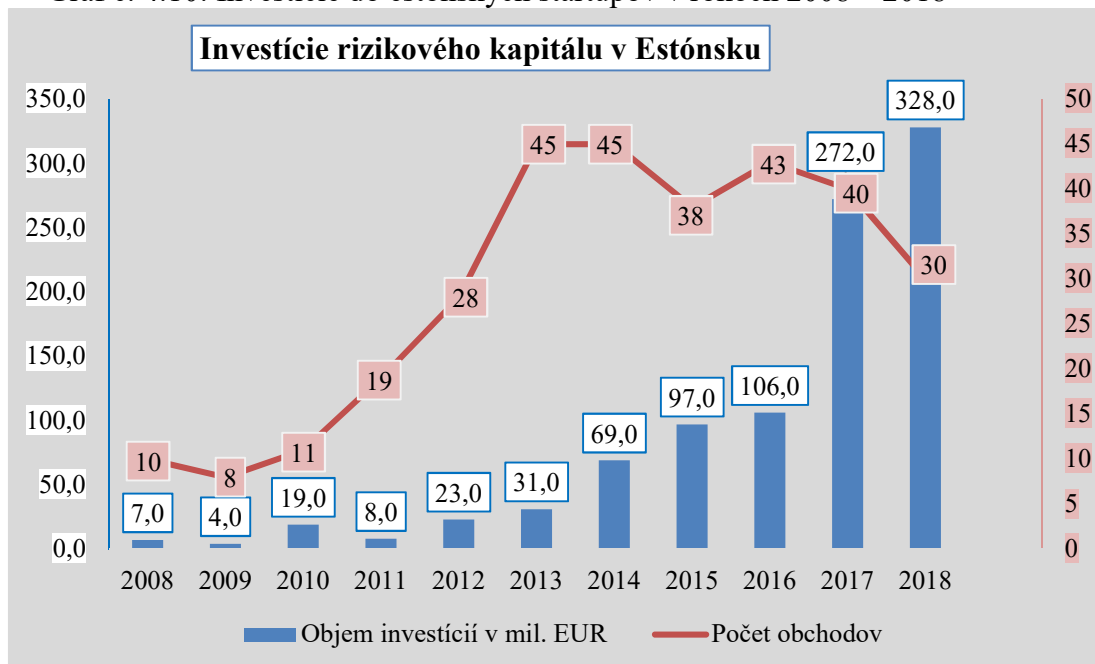
Graf č. 4.9: Investície do estónskych startupov v roku 2018



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Startup Estonia 2018

V roku 2018 investície do estónskych začínajúcich podnikov dosiahli takmer 328 mil. EUR, pričom priemerná investícia do startupu bola 10,9 mil. EUR. Napríklad v roku 2017 bola ich priemerná veľkosť 6,8 mil. EUR. Najväčšia investícia vo výške 150 mil. EUR sa uskutočnila v Taxify. (viď. graf č. 4.10).

Graf č. 4.10: Investície do estónskych startupov v rokoch 2008 – 2018



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Startup Estonia 2018

Kľúčovým inkubátorom na podporu startupov v Estónsku je **Tallin Creative Incubator**¹⁴⁰. Partnermi sú Tallin Creative Incubator, Estónska akadémia umení, Estónska asociácia dizajnérov a Estónske dizajnové centrum. Hlavným cieľom je podpora začínajúcich startupov v oblasti kreatívneho priemyslu. V oblasti kreatívneho priemyslu pracujú aj ďalšie inkubátory ako **Digix**¹⁴¹ a **Game Founder**¹⁴², ktoré sa zameriavajú na kreatívne digitálne médiá, na vývoj hier, e-learningových aplikácií, simulácií alebo digitálnych animácií.

Tallin Science Park (Tehnopol)¹⁴³ – ide o vedecký park a kampus zároveň, ktorý poskytuje technologicky zameraným startupom kvalitné prostredie pre ich podnikanie ako aj spoluprácu s Technickou univerzitou. Tehnopol sa zameriava hlavne na rozvoj informačno-komunikačných technológií, technológií v zdravotníctve a rozvoj technológií zameraných na životné prostredie. Zároveň pomáha začínajúcim startupom nájsť kapitál a potenciálnych investorov. Na podporu startupov podnikajúcich v oblasti a vývoja Internet of things – internetu vecí a podpory rozvoja hardvéru sa zameriava súkromný inkubátor **BuiltIT**. V roku 2005 bol v meste Tartu založený inkubátor **BioMed Incubator**¹⁴⁴, ktorý sa špecializuje na biotechnológie a na podporu aj pre zahraničné spoločnosti, ktoré chcú podnikáť v Estónsku. **Startup Wise Guys**¹⁴⁵ – ide o inkubátor, ktorý bol založený v roku 2012 spoločnosťou Wise Guys Investment a ďalšími estónskymi investormi s cieľom podporovať úvodné fázy podnikania technologických firiem. Medzi kľúčové podporné činnosti patrí Join Startup Wise Guys Roadshow, ktorý sa týka návštev najväčších technologických udalostí vo svete a získavania kontaktov pre potenciálny biznis.

Fínsko

Fínska ekonomika sa z hľadiska hodnotenia konkurencieschopnosti pravidelne umiestňuje na prvých miestach na svete. Silné inštitucionálne postavenie a ukotvenie kľúčových subjektov štátnej a verejnej správy jej dáva predpoklad na úspešné napredovanie. Fínske hospodárstvo zodpovedá úrovňou iným západným ekonomikám, ako napr. Francúzska, Nemecka, Švédska alebo Veľkej Británie čomu nasvedčujú aj čísla v tabuľke č. 4.12.

¹⁴⁰ TALLIN CREATIVE INCUBATOR, dostupné na: <http://www.cross-innovation.eu/practice/1074/>.

¹⁴¹ DIGIX, dostupné na: <http://www.digix.eu>.

¹⁴² GAME FOUNDER, dostupné na: <http://www.gamefounders.com>.

¹⁴³ TALLIN SCIENCE PARK (Tehnopol), dostupné na: <https://www.tehnopol.ee>.

¹⁴⁴ BIOMED INCUBATOR, dostupné na: <https://biopark.ee/biomed-incubator?lang=en>.

¹⁴⁵ STARTUP WISE GUYS, dostupné na: <https://startupwiseguys.com>.

Tabuľka č. 4.12: Základné ekonomické indikátory Fínska za roky 2014 – 2018

Krajina	Základné indikátory	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017	Rok 2018
Fínsko (FIN)	HDP bežné ceny (v mld. EUR)	206	210	216	224	233
	HDP per capita, bežné ceny v EUR	34200	34200	35100	36000	36600
	Rast HDP (%)	-0,6	0,5	2,8	3,0	1,7
	Miera inflácie (HICP %)	1,2	-0,2	0,4	0,8	1,2
	Nezamestnanosť (v %)	8,7	9,4	8,8	8,6	7,4

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Eurostatu 2019

Najväčším sektorom fínskej ekonomiky sú služby (65,7 %), výroba (31,4 %) a primárna produkcia (2,9 %). Štruktúra zamestnanosti v ekonomike je sústredená na verejné služby (32,4 %), priemysel (18,3 %), obchod (16 %), financie, poisťovníctvo a podnikateľské služby (14,5 %), stavebníctvo (7,3 %), doprava a komunikácie (7 %), poľnohospodárstvo a lesníctvo (4,5 %). Podľa centrálnej banky rast HDP bol v roku 2018 vo výške 1,7 %, čo je síce pokles oproti roku 2017 o 1,3 %, ale je predpoklad, že rok 2019 bude na úrovni roku 2018 (2019)¹⁴⁶.

Fínsko kladie dôraz aj na také odvetvia ako sú biotechnológie, čisté technológie (Cleantech) a informačné a komunikačné technológie. V biotechnológiách je Fínsko považované za svetového lídra vo vývoji nových špecializovaných aplikácií založených na biotechnologických inováciách, ako sú biomedicínske technológie, génové technológie a molekulárna biológia, liečivá a diagnostika. Fínske „cleantech“ spoločnosti ponúkajú pokročilé ekologické technológie, ktoré poskytujú významnú návratnosť investícií a môžu uspieť na globálnych trhoch. Čo sa týka informačných a komunikačných technológií, fínske spoločnosti vynikajú v inováciách a vývoji produktov, čoho príkladom môže byť svetoznáma fínska spoločnosť NOKIA, ktorá v 90-tych rokoch minulého storočia urobila doslova prevrat v mobilných telefónoch. Fínska vláda veľmi podporuje podnikateľské prostredie a vytvára dobré podmienky aj pre alternatívne financovanie začínajúcich a malých firiem. Asociácia fínskeho rizikového kapitálu (Finnish Venture Capital Association) a Sieť fínskych podnikateľských anjelov (Finnish Business Angels Network) uvádzajú, že zahraničné a domáce investície pre začínajúce firmy rástli vo Fínsku 5 rok po sebe, pričom priemerná investícia rizikového kapitálu bola 20 tis. EUR.

Medzi spoločnosti, ktoré podporujú podnikateľské prostredie aj začínajúce firmy je štátna spoločnosť **Business Finland Venture Capital**¹⁴⁷, investuje do fondov rizikového

¹⁴⁶ EKONOMICKÁ INFORMÁCIA O TERITÓRIU FÍNSKO, Ministerstvo zahraničných vecí SR, dostupné na: <https://www.mzv.sk/documents/10182/620840/F%C3%ADnsko+-+ekonomick%C3%A9+inform%C3%A1cie+o+terit%C3%B3riu+2019>.

¹⁴⁷ BUSINESS FINLAND VENTURE CAPITAL Ltd., dostupné na: <http://businessfinland.vc/en/>.

kapitálu, ktorý investujú do fínskych spoločností v počiatočných fázach vývoja s predpokladom ich rýchleho globálneho rastu. Ďalšou štátnou spoločnosťou je **TESI Finnish Industry Investment**¹⁴⁸, ktorá poskytuje financovanie firmám aktívne pôsobiacim vo Fínsku a Švédsku a zároveň realizuje investície do medzinárodných fondov rizikového kapitálu v neskorších fázach, ako aj do rastových fondov a mezanínových fondov. Spravuje tri fondy fondov KRR. Celkovo táto spoločnosť manažuje investície v objeme 1,2 mld. EUR. Agentúra **Invest in Finland** (ktorá je teraz súčasťou Business Finland) je zameraná na podporu prílevu zahraničných investícií do Fínska, má za úlohu vyhľadávať vhodných fínskych partnerov pre zahraničných investorov a poskytovať im informácie o legislatívnych a daňových podmienkach v krajine.

Írsko

V roku 1973, keď sa Írsko stalo členom Európskeho hospodárskeho spoločenstva (EHS), bolo jedným z najchudobnejších európskych štátov. Od začiatku 90. rokov 20. storočia zažilo Írsko ekonomický zázrak. Na začiatku nového milénia Írsko svojim ekonomickým rozvojom predbehlo dokonca aj také hospodárske veľmoci, ako sú Veľká Británia a Nemecko. V posledných rokoch Írsko patrí medzi dynamicky sa rozvíjajúce európske ekonomiky, čo dokumentujú aj ekonomické ukazovatele (viď. tabuľka č. 4.13).

Tabuľka č. 4.13: Základné ekonomické indikátory Írska za roky 2014 – 2018

Krajina	Základné indikátory	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017	Rok 2018
Írsko (IRL)	HDP bežné ceny (v mld. EUR)	195	262	273	294	316
	HDP per capita, bežné ceny v EUR	39900	49500	50700	54200	58000
	Rast HDP (%)	8,6	25,2	3,7	8,1	8,2
	Miera inflácie (HICP %)	0,3	0,0	-0,2	0,3	0,7
	Nezamestnanosť (v %)	10,8	9,4	7,9	6,7	5,5

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Eurostatu 2019

Írska vláda uskutočnila mnohé dôležité ekonomické reformy, čím sa jej podarilo skonsolidovať dlh, vytvoriť priaznivé daňové zákonodárstvo (extrémne nízka daň z príjmu právnických osôb vo výške 12,5 %), ale aj priaznivé podmienky pre oblasť duševného vlastníctva a viaceré investičné stimuly. Írsko sa týmito reformami úspešne vrátilo na finančné trhy, čo si všimli aj viaceré nadnárodné koncerny, ktoré si tu otvorili svoje regionálne pobočky, napr. Google, Intel, Adobe, Facebook, Microsoft, HP, Apple, alebo Amazon, čo sa v mnohých štátoch OECD nestretlo s pochopením. Írska ekonomika je značne závislá na britskej a americkej ekonomike odkiaľ smeruje najväčší prílev investícií. Vďaka stratégii

¹⁴⁸ TESI Finnish Industry Investment, Ltd., dostupné na: <http://www.industryinvestment.com>.

Inteligentnej ekonomiky (Smart Economy) a zásadným investíciám do vedy a techniky sa Írsko premenilo na technologické centrum Európy a stalo sa domovom pre 9 z top 10 svetových ICT spoločností a farmaceutických spoločností, či 17 z top 25 spoločností z oblasti medicínskych zariadení a domovom pre viac ako polovicu svetových finančných inštitúcií (toto číslo vďaka brexitu ešte porastie). Írsko je aj svetovým lídrom v nanovede, druhé v počítačovej vede a imunológii, tretie v zvieracej a mliekárenskej vede.

Írská vláda vypracovala „Stratégiu pre vedu, technológiu a inovácie (Innovation 2020)“, ktorá obsahuje strategický rámec na podporu efektívneho výskumu a rozvoja inovatívnych technológií, ktorá obsahuje čiastkové ciele ako vypracovanie strednodobého investičného plánu, stratégiu financovania hospodárskeho rastu, vypracovanie národnej stratégie podnikania alebo vypracovanie stratégie medzinárodných finančných služieb. Medzi dôležité opatrenia na podporu domácich MSP patrí predĺženie tzv. daňových prázdnin pre novozaložené spoločnosti (odpustenie dane z príjmu pre právnické osoby pre nové firmy po dobu 3 rokov), podpora vedy, technológií a inovácií (500 mil. EUR v priebehu piatich rokov na podporu budovania tzv. inteligentnej ekonomiky – smart economy), podpora budovania infraštruktúry, vytvorenie Fondu pre stabilizáciu podnikov.

Agentúra **Enterprise Ireland**¹⁴⁹ – je vládou zriadená organizácia zameraná na podporu rozvoja írskych firiem na domácom alebo svetovom trhu so zameraním na MSP a novovytvorené podniky v progresívnych odvetviach (IT sektor, nanotechnológie, kompozitné materiály, farmaceutický priemysel, bezodpadové technológie apod.). Agentúra Enterprise Ireland spravuje program rizikového kapitálu v objeme 26 mil. EUR s cieľom podporiť exportne zamerané MSP. Finančné prostriedky sú poskytované bankou Bank of Ireland, agentúrou Enterprise Ireland a z Fondu Univerzity Limerick. Agentúra na podporu prílevu zahraničných investícií **Industrial Development Authority**¹⁵⁰ (IDA Ireland) sa pri zabezpečovaní nových investícií sústreďuje primárne na oblasť vysoko špecializovanej priemyselnej výroby (Informačno-komunikačné technológie – ICT a digitálne médiá). Ďalšou dimenziou je presadzovanie tzv. smart technológií, tzn. trvalo udržateľných a ekologických projektov (napr. obnoviteľné zdroje energie, najmä veterná energia). S írskymi investíciami

¹⁴⁹ ENTERPRISE IRELAND, dostupné na: <https://www.enterprise-ireland.com/en/>.

¹⁵⁰ INDUSTRIAL DEVELOPMENT AUTHORITY, dostupné na: <https://www.idaireland.com>.

sa v minulosti stretlo aj Slovensko a to v rôznych oblastiach (2019)¹⁵¹. Išlo hlavne o developerské projekty (Eurovea a Tri veže), výroba baliacej a manipulačnej techniky (Odenberg Pezinok), stavebné materiály a exteriérové zámkové dlažby (CRJ), výroba dosiek z plastických hmôt Quinn Plastics Slovakia alebo letecký priemysel (Ryanair). Najväčším írskym zamestnávateľom na Slovensku je spoločnosť CRH, ktorá v roku 2015 získala väčšinový podiel v cementárni Holcime v Rohožníku.

Slovensko

Slovensko je podľa mnohých medzinárodných inštitúcií z hľadiska ekonomického vývoja príbehom úspechu. Slovenská ekonomika, ktorá je primárne orientovaná na výrobu a priemysel v posledných rokoch rýchlo expandovala. Podporovaná bola hlavne novými investíciami do automobilového priemyslu, ktorý sa stal hnacím motorom ekonomiky, novými investíciami v stavebníctve, rastom úverov na bývanie a nízkymi úrokovými sadzbami, ako aj pozitívnym vývojom na trhu práce (tvorba nových pracovných miest) a vyššími mzdami v súkromnom ako aj verejnom sektore. Rast HDP za rok 2018 bol vo výške 4,1 %. Nezamestnanosť za posledné štyri roky klesla z 12 % na niečo vyše 5 % úroveň (viď. tabuľka č. 4.14). Avšak slovenská ekonomika bude v tomto roku ako aj v nasledujúcom roku čeliť veľkým rizikám a očakáva sa, že aj rast HDP bude oveľa nižší. Naša ekonomika je naviazaná na ekonomiky západnej Európy (hlavne Nemecka), kde už dochádza k spomaleniu ekonomického rastu. Slovensko je vysoko závislé od exportu (hlavne automobily), čoho dôsledkom je, že ekonomika je veľmi citlivá na pokračujúce globálne obchodné spory ako aj na riziko odchodu Veľkej Británie z EÚ bez dohody.

Tabuľka č. 4.14: Základné ekonomické indikátory Slovenska za roky 2014 – 2018

Krajina	Základné indikátory	Rok 2014	Rok 2015	Rok 2016	Rok 2017	Rok 2018
Slovensko (SVK)	HDP bežné ceny (v mld. EUR)	76	79	81	85	90
	HDP per capita, bežné ceny v EUR	13600	14200	14600	15000	15600
	Rast HDP (%)	2,6	3,8	3,3	3,2	4,1
	Miera inflácie (HICP %)	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	2,5
	Nezamestnanosť (v %)	12,29	10,63	8,76	5,94	5,04

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Eurostatu 2019

Startupový ekosystém na Slovensku sa začal vyvíjať omnoho neskoršie ako v iných krajinách, čoho výsledkom v súčasnosti je dosť roztrieštená startupová scéna na Slovensku. I keď sa v poslednom období vláda snaží prijať opatrenia, ktoré by motivovali začínajúcich

¹⁵¹ EKONOMICKÁ INFORMÁCIA O TERITÓRIU ÍRSKO, Ministerstvo zahraničných vecí SR, dostupné na: <https://www.mzv.sk/documents/10182/620840/Irsko+-+ekonomické+informácie+o+teritóriu+2019>.

podnikateľov aby si zakladali spoločnosti. Začiatkom roku 2017 bol prijatý zákon (zákon č. 290/2016 Z.z. o podpore MSP), ktorý mal podporovať startupy, zjednodušiť zakladanie startupu, či vyriešiť akcionárske dohody. Avšak tento zákon nijako výrazne neovplyvnil startupový ekosystém. No i napriek tomu môžeme skonštatovať, že aj slovenské startupy sa vedú presadiť a získať investorov, viď. v nasledujúcej tabuľke č. 4.15 (2018)¹⁵².

Tabuľka č. 4.15: Najvýznamnejšie investície do startupov na Slovensku v roku 2018

Názov startupu	Zameranie startupu	Výška investície do startupov	Investori
<i>Minit</i>	Softvér pre analýzu firemných procesov	3,3 mil. EUR	Earlybird Venture Capital, OTB Ventures
<i>GA Drilling</i>	Technológia plazmového hĺbkového vŕtania	13,5 mil. EUR	SIH, Berlin Technologie Holding, T. Halstead
<i>Tachyum</i>	Čip pre vysokovýkonné servery v datacentrách	1,0 mil. EUR	IPM
<i>Boataround</i>	Rezervačný systém na prenájom rekreačných lodí	800 tis. EUR	Crowdberry, SIH
<i>Ecocapsule</i>	Smart príbytok poháňaný vetrom a slnečnou energiou	2,0 mil. EUR	Crowdberry
<i>MultiplexDX</i>	Personalizované diagnostické onkologické testy	1,0 mil. EUR	Crowdberry
<i>Sensoneo</i>	Softvérové aplikácie pre optimálny zvoz komunálneho odpadu	1,2 mil. EUR	Credo Ventures, Y Soft Ventures
<i>Solved</i>	Platforma na sprostredkovanie poradenských služieb	1,1 mil. EUR	Avanto Ventures, LCventures

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Trendu 2018

Porovnanie Estónska, Fínska a Írska so Slovenskom

Porovnali sme investície, ktoré uskutočnili investori v priebehu piatich rokov (2013-2018) v jednotlivých krajinách. Z výsledkov vyplýva, že v priebehu týchto rokov najviac investícií išlo do Írska a Fínska. Najmenej investícií smerovalo na Slovensko, čoho dôvodom môže byť nedostatok investičných projektov, ktoré by mali aspoň celoeurópsky rozmer (viď. tabuľka č. 4.16).

Tabuľka č.4.16: Investície-obchody s rizikovým kapitálom za roky 2013 – 2018 porovnanie

Investície – obchody s rizikovým kapitálom za roky 2013 – 2018 (v tis. EUR)						
Krajiny	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Estónsko	4 954	10 614	3 797	7 249	1 550	14 391
Fínsko	127 741	123 347	109 369	129 801	138 828	223 445
Írsko	119 674	75 151	88 269	216 912	124 052	279 248
Slovensko	50	6 945	10 483	11 360	2 716	4 140

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe 2018

¹⁵² ANDACKÝ, J.: AI, geovrty, jachtový booking. Aké sú top investície roku 2018 do našich startupov, dostupné na: <https://www.etrend.sk/technologie/ai-geovrty-biotech-jachtovy-booking-ake-su-top-investicie-roka-2018-do-nasich-startupov.html?split=all>, december 2018.

Ak porovnáme objem investícií do startupov k výške HDP danej krajiny, možno konštatovať, že Írsko a Fínsko vynakladajú niekoľko násobne viac finančných prostriedkov do podpory malých a stredných podnikov ako Slovensko (viď. tabuľka č. 4.17).

Tabuľka č. 4.17: Investície – obchody s rizikovým kapitálom ako % z HDP – porovnanie krajín za roky 2013 – 2018

Investície – obchody s rizikovým kapitálom ako % z HDP za roky 2013 -2018						
Krajiny	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Estónsko	0,006%	0,002%	0,021%	0,016%	0,017%	0,002%
Fínsko	0,063%	0,060%	0,052%	0,060%	0,062%	0,096%
Írsko	0,067%	0,039%	0,034%	0,080%	0,042%	0,088%
Slovensko	0,000%	0,009%	0,013%	0,014%	0,003%	0,005%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe 2018

Čo sa týka zamerania investícií rizikového kapitálu do jednotlivých fáz, investori najviac investovali do startupovej fázy, do later stage enture a nakoniec do growth capitalu (viď. tabuľka č. 4.18). Pre investorov sú tieto tri fázy zaujímavé vo všetkých štyroch krajinách rovnako. Aj pri investíciách do jednotlivých fáz sú pre investorov zaujímavé hlavne krajiny Írsko s Fínsko a v posledných rokoch aj Estónsko. Slovensko je podľa údajov z tabuľky spomedzi sledovaných krajín na okraji záujmu investorov.

Tabuľka č. 4.18: Investície podľa jednotlivých fáz – porovnanie krajín za roky 2015–2018

Hodnota v tis. EUR	2015				2016			
Stage focus	EST	FIN	IRL	SVK	EST	FIN	IRL	SVK
Predštartovné financ.	310	9 229	500	1 840	1 100	12 490	23 786	4 239
Štartovné financovanie	2 937	67 897	35 857	5 893	4 769	83 126	136883	7 121
Rozvojové financovanie	550	32 243	51 912	2 750	1 380	34 185	56 243	0
Celkom	3 797	109 369	88 269	10483	7 249	129801	216912	11 360
Rastové financovanie	9 859	91 426	105603	7 000	48 568	96 147	419968	5 500
Záchranne financovanie	0	1 145	0	0	0	0	0	0
Náhradné financovanie	0	190	0	0	5 000	519	0	0
Manažérske odkupy	7 269	856 679	471269	0	20 493	654802	108000	0
Celkové investície	20925	1058809	665141	17483	81 310	881269	744880	16 860
Hodnota v tis. EUR	2017				2018			
Stage focus	EST	FIN	IRL	SVK	EST	FIN	IRL	SVK

Predštartovné financ.	900	16 472	54 129	0	3 435	10 197	11 886	0
Štartovné financovanie	650	82 605	57 479	1 991	956	106 696	188 536	3 790
Rozvojové financovanie	0	39 751	12 444	725	10 000	106 552	78 826	350
Celkom	1 550	138 828	124 052	2 716	14 391	223 445	279 248	4 140
Rastové financovanie	0	76 755	250 404	1 500	5 459	136 805	155 966	1 500
Záchranné financovanie	0	3 476	0	0	0	5 525	0	0
Náhradné financovanie	0	0	0	0	400	119	0	0
Manažérske odkupy	6 254	459 258	364 575	0	138 868	114 428	140 218	205 11
Celkové investície	7 804	678 317	739 031	4 216	159 118	151 017	575 432	261 51

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe 2018

Ak sa pozrieme na tabuľku č. 4.19, záujem investorov o sektory, do ktorých investovali, sa veľmi medzi jednotlivými krajinami nelíšil. Za sledované obdobie najviac investícií smerovalo do sektoru ICT (komunikácia, počítače a elektronika), biotechnológie a zdravotníctvo a do obchodných služieb a servisu. Ostatné sektory sú zastúpené vo veľmi malej miere. Čo sa týka jednotlivých krajín, tak vo Fínsku, Estónsku a na Slovensku bol vedúcim sektorom sektor ICT nasledovaný biotechnológiami. V Írsku zasa dominoval sektor biotechnológií a zdravotníctva nasledovaný sektorom ICT. Tak isto ako v prechádzajúcich tabuľkách, aj v prípade sektorov najviac investícií išlo opäť do Fínska a Írska.

Tabuľka č. 4.19: Investície podľa sektorov – porovnanie krajín za roky 2015 – 2018 v tis. EUR

Hodnota v tis. EUR	2015				2016			
Sektory	EST	FIN	IRL	SVK	EST	FIN	IRL	SVK
Poľnohospodárstvo		395						
Obchodné produkty a služby	225	10 695	389	1 780	862	13 862	1 115	2 735
Chémia a materiály		1 773	125			2 522	3 250	
Komunikácia, počítače, elektronika	2 607	49 343	57 676	4 628	4 230	77 010	60 274	7 520
Stavebníctvo		205						
Spotrebný tovar a služby		12 722	325	1 025	300	3 062	590	480
Energia a životné prostredie	535	8 909	83		350	12 846		
Finančné a poisťovacie služby	350	68	1 000		1 407		14 733	
Nehnuteľnosti						75		
Biotechnológie a zdravotníctvo	80	25 060	28 670	300	100	20 247	136 949	625
Preprava		200		2 750		178		

Celkové investície	3797	109370	88 268	10483	7 249	129802	216911	11360
Hodnota v tis. EUR	2017				2018			
Sektory	EST	FIN	IRL	SVK	EST	FIN	IRL	SVK
Poľnohospodárstvo							516	
Obchodné produkty a služby		18 004	4 975		49	10 712	4 586	
Chémia a materiály		224				2 790	901	
Komunikácia, počítače, elektronika	900	76 026	33 515	1 391	3 445	171992	41 073	3 740
Stavebníctvo								
Spotrebný tovar a služby	50	928	1 756	725	300	7 910	7 892	350
Energia a životné prostredie	600	13 135		600	441	8 633	56 695	50
Finančné a poisťovacie služby			150		56	250	1 238	
Nehnuteľnosti		57				950		
Biotechnológie a zdravotníctvo		30 453	83 657		100	20 208	166347	
Preprava					10000			
Celkové investície	1550	138827	124053	2 716	14391	223445	279248	4 140

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Invest Europe 2018

Podľa analýzy, ktorú urobila spoločnosť NimbleFins (2019)¹⁵³, porovnali ekonomické údaje, podnikateľské prostredie, náklady na podnikanie a kvalitu pracovnej sily európskych krajín s cieľom zistiť, ktoré európske krajiny majú najlepšie podmienky pre začínajúce podniky. Podľa tejto analýzy sa vytvorilo poradie najlepších európskych krajín, ktoré ponúkajú pre začínajúce spoločnosti vysoko vzdelanú pracovnú silu, silnú ekonomiku, zdravé podnikateľské prostredie, reatívne nízke náklady na podnikanie a rôzne daňové zvýhodnenia. Ak sa pozrieme na tieto údaje, zistíme, že Írsko sa nachádza na 3. mieste čo sa týka celkového podnikateľského prostredia pre začínajúce firmy (na 1. mieste je Nemecko, 2. miesto Veľká Británia, 5. miesto Estónsko, 9. Fínsko). Slovensko sa do poradia 12 najlepších európskych krajín ani nedostalo.

Ak sa pozrieme bližšie na jednotlivé idikátory, aj ďalšie indikátory hovoria v prospech týchto troch krajín. Estónsko sa stáva číslo 2 v Európe, čo sa týka nákladov na podnikanie a kvality pracovnej sily. Fínsko je 3 v kvalite pracovnej sily a 5 v podnikateľskej klíme (konkurenčné prostredie, dostupnosť financovania, súdny systém). Najlepšie podmienky pre startupy, čo sa týka sadzby dane z príjmu ponúka Írsko, ktoré je zároveň treťou najlepšou

¹⁵³ YURDAY, E.: Best Countries in Europe for Startups, dostupné na: <https://www.nimblefins.co.uk/best-countries-europe-startups#topc>, Február 2019, (cit. 2019-08-15).

krajinou Európy pre začínajúcich podnikateľov. Ako sme konštatovali vyššie, Slovensko podľa tejto analýzy nie je medzi krajinami, ktoré sú svojimi podmienkami ústretové voči startupom a teda Slovensko nie je veľmi atraktívne ani pre potencionálnych investorov (viď. tabuľka č. 4.20).

Tabuľka č. 4.20: Top krajiny v Európe pre začínajúce podnikanie

	Krajiny a poradie			
Ukazovatele	Estónsko	Fínsko	Írsko	Slovensko
Top krajiny v Európe pre startupové podnikanie	5	9	3	N/A
Ekonomické prostredie (HDP, rast HDP, miera nezamestnanosti)	11	12	5	N/A
Náklady na podnikanie	2	7	5	N/A
Dane z príjmu právnických osôb	5	6	1	N/A
Daň	20,0%	20,0%	12,5%	20,0%
Podnikateľská klíma (súdny systém. Konkurenčné prostredie, dosutnosť financovania)	11	5	10	N/A
Kvalita pracovnej sily	2	3	10	N/A
Dospelí s terciálnym vzdelaním v %.	37,8%	34,3%	34,4%	N/A

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Best Countries in Europe for Startups

Záverom tohto porovnania možno konštatovať, že Slovensko v porovnaní so zvyšnými porovnávanými krajinami neobstalo dobre. I napriek tomu, že Slovensko má niekoľko úspešných startupov, ktoré sú schopné získať finančné prostriedky na svoj ďalší rozvoj, oproti porovnávaným krajinám je to málo. Vláda Slovenskej republiky by sa mala snažiť vytvoriť také startupové prostredie alebo vytvoriť také podmienky pre nich, ktoré sú porovnateľné alebo lepšie ako ponúkajú iné krajiny.

Záver

Startupové prostredie sa stáva významnou zložkou ekonomiky vo vyspelých krajinách, keďže ovplyvňuje inovačnú kapacitu ekonomiky, zvyšuje konkurencieschopnosť daného štátu a taktiež vytvára nové pracovné miesta v sektoroch s vysokou pridanou hodnotou. Dopad startupov na slovenskú ekonomiku je v súčasnosti veľmi nízky oproti iným štátom a naše startupové prostredie je ešte stále pomerne roztrieštené.

Hlavným cieľom dizertačnej práce bolo preskúmať startupové prostredie a nájsť efektívny spôsob financovania startupov s akcentom na zdroje kolektívneho investovania a zároveň charakterizovať rôzne metódy, modely – metriky pri ohodnotení startupu investorom. Financovanie startupu nemusí vychádzať len z financovania prostredníctvom Business Angels alebo rizikového kapitálu, ale na financovanie sa dajú použiť aj iné zdroje kolektívneho financovania. Pri podielových fondov, ako zdroja kolektívneho investovania sa pokúšame odpovedať na otázku, či je možné investovať prostredníctvom podielových fondov do startupových spoločností. Kladná odpoveď je podmienená splnením určitých podmienok. Legislatívny a regulačný rámec EÚ, pod ktorý spadá aj oblasť kolektívneho investovania v súčasnosti nedovoľuje investovať do startupov. EÚ urobila už prvé kroky na vytvorenie regulačného rámca pre finančné operácie uskutočňované prostredníctvom crowdfundingu, ale financovanie startupov nie je zatiaľ doriešené, čo je na škodu rozvoja startupov ako aj finančného trhu. Je zrejmé, že predstavitelia EÚ si uvedomujú riziká, ktoré by boli spojené s investovaním klasických podielových fondov do začínajúcich startupov. MiFID II v praxi predstavuje pre investorov ochranu v oblasti investovania do finančných nástrojov. EÚ by mala do budúcnosti pripraviť také legislatívne a regulačné podmienky, ktoré by aspoň v obmedzenej miere a pri presne stanovených podmienkach umožnili klasickým podielovým fondom investovať do startupových spoločností. Toto je však podmienené mohutnejším rozvojom jednotného kapitálového trhu v rámci EÚ a to bez väčších stimulov zo strany EÚ nebude možné. Ako vyplýva z analýzy, vedúce postavenie v oblasti podpory startupov na svete majú USA. Z globálneho hľadiska trh v USA tvorí viac ako 50 % rizikového kapitálu a tu sa sústreďuje aj najväčšie množstvo startupov, ale hlavne aj investorov na svete. I keď v poslednom období sa do popredia derie Čína a Izrael. Pre začínajúce spoločnosti je tu vytvorená veľmi dobrá a stabilná podnikateľská klíma, množstvo výskumných inštitúcií a univerzít, ktoré „produkujú“ vysokovzdelaných pracovníkov s veľkým množstvom inovatív-

nych nápadov. USA sú lídrami vo svete nových technológií a inovácií, čo motivuje investorov nasmerovať svoje investície do tejto krajiny a preto nie je pre zakladateľa startupu problém nájsť investora, či už vo forme podnikateľského anjela alebo vo forme VC. Nové spoločnosti, ktoré vzniknú zo startupov majú väčšiu možnosť byť uvedené po splnení požadovaných podmienok na burzu cenných papierov v New Yorku, pretože kapitálový trh tu je najrozvinutejší na svete. V dôsledku toho sa USA stávajú lídrami v uvádzaní týchto nových spoločností na burzu. Európa v oblasti podpory startupov zaostáva za USA, i keď investície do startupov v posledných rokoch rastú, ale nedosahujú objemy najväčšieho konkurenta. Investície, ktoré plynú do strednej a východnej Európy predstavujú mizivé percento z celkovej hodnoty investícií, ktoré smerujú do Európy. Tento stav je dôsledkom málo rozvinutého kapitálového trhu, malého počtu zaujímavých projektov, do ktorých by mohli rizikový investori investovať a v neposlednom rade je to nedostatočná legislatíva štátov strednej a východnej Európy.

Ohodnotenie startupovej spoločnosti v jeho počiatočnej fáze má dva pohľady. Na jednej strane je to pohľad investora a na druhej strane pohľad začínajúceho podnikateľa. Každá zo strán obchodu sa na hodnotu startupu pozerá svojimi očami, resp. kritériami, ktoré pokladá za svojho pohľadu za najdôležitejšie. Ohodnotiť spoločnosť a hlavne tú začínajúcu, si vyžaduje určitý čas a v cene ohodnotenia je zahrnutých množstvo faktorov, ktoré navzájom súvisia.

Pri otázke výberu najvhodnejšieho ukazovateľa alebo metódy ohodnotenia startupu môžeme konštatovať, že nie je možné presne definovať, ktorý ukazovateľ alebo metrika je tá hlavná alebo najrozhodujúcejšia z hľadiska ohodnotenia startupu. Toto nám potvrdil aj nami uskutočnený prieskum. Prieskum ukázal, že najčastejšiu metódu, ktorú použili investori pri ohodnotení startupu bola metóda due diligence. Ďalšie metódy, ktoré boli použité pri ohodnotení bola metóda LTV, kombinácia viacerých ukazovateľov ako tržby, počet klientov alebo ohodnotenie patentu. Pri prieskume sme prišli k záveru, že ohodnotenie spoločnosti závisí len na investorovi, ktorú finančnú metriku použije alebo preferuje. Dôležitým faktorom ohodnotenia startupu bola aj oblasť investovania. Iný pohľad je na ohodnotenie startupu v oblasti IT sektora ako v oblasti zdravotníctva, či životného prostredia. Snahou investora je teda ohodnotiť spoločnosť, do ktorej vstupuje komplexne, tzn. zo všetkých strán pri eliminácii všetkých negatívnych vplyvov, ktoré by mu v budúcnosti mohli skomplikovať exit z tejto spoločnosti, prípadne mu priniesť stratu.

V komparácii startupového prostredia na Slovensku s vybranými štátmi Európy, Slovensko v tomto porovnaní obstálo najhoršie, i keď opäť musíme zdôrazniť, že aj na Slovensku sú startupy, ktoré sa presadili vo svete (napr. Sagic, Eset), ale oproti porovnávaným štátom je to zanedbateľné percento. Porovnávané krajiny sú voči startupovej scéne ústretovejšie v klíme startupového prostredia, nákladoch na podnikanie, či v daňovej oblasti. Ako sme už konštatovali skôr a čo nám potvrdil aj prieskum, startupové prostredie na Slovensku je rozdrobené a legislatívne prostredie spôsobovalo startupom problémy pri zakladaní. Ani prepájanie vedy a výskumu alebo univerzít so súkromným sektorom nie je také ako vo vyspelých krajinách. Je to dôsledok zlého nastavenia finančných schém pre vedu a výskum, ako aj nedostatočného motivačného prostredia na podporu výskumných projektov, či startupových tímov. Startupy sú často zložené z mladých ľudí, ktorí majú nápad, ale nemajú žiadne skúsenosti pri zostavovaní obchodného plánu a ani schopnosti získať investora pre svoj ďalší rozvoj a to je jeden z dôvodov, pre ktorý mnohé startupové projekty končia v počiatočnej fáze.

Ak sa chce Slovensko stať krajinou, ktorá je vyhľadávaná zahraničnými investormi, musí zaviesť ešte efektívnejšie nástroje a programy, ktoré by podporili startupové prostredie (napr. zakladanie spoločností cez internet, legislatívne prostredie nastaviť tak, aby motivovalo k zakladaniu startupov, daňové prázdniny). To bola ďalšia otázka, ktorú sme si položili a riešili. Jednou z ciest je rozšíriť a podporovať startupovú scénu nielen v Bratislave, ale na celom Slovensku. Prieskum poukázal na to, že drvivá väčšina startupov má sídlo v hlavnom meste Slovenska. Na propagáciu slovenskej startupovej scény v zahraničí je potrebné zapojiť aj ekonomických diplomatov, ktorí by propagovali naše startupy v danej krajine a na druhej strane by mali prinášať nové poznatky a užitočné informácie pre našu startupovú scénu alebo investorov. V súčasnosti zatiaľ neexistuje legislatívny regulačný rámec, ktorý by umožňoval podielovým fondom investovať do startupov. Bolo by preto vhodné, aby sa EÚ začala takouto legislatívou zaoberať, aby mohli niektoré typy podielových fondov, ako napríklad akciové fondy, fondy alternatívnych investícií alebo fondy inštitucionálnych investorov investovať do startupov. Zároveň by sa nastavili aj podmienky, za akých by bolo možné investovať do startupov. EÚ by mala zamerať svoje úsilie aj na prepojenie kapitálových trhov v Európe na dotvorenie Únie pre kapitálové trhy, čo by prinieslo prílev investícií, ale aj investorov.

Významným krokom na začiatok by mohla byť snaha krajín V4 na prepojenie kapitálových trhov v strednej a východnej Európe. Startupovému prostrediu na Slovensku by na

začiatok mohol pomôcť likvidný kapitálový trh, ktorý zvyšuje dopyt po rizikovom kapitále. Kapitálový trh na Slovensku je už niekoľko rokov v útlme a neláka investorov z hľadiska počtu titulov ako aj likvidity. Investori na slovenskej burze nenachádzajú dostatok zaujímavých titulov, do ktorých by mohli investovať. Prieskum ukázal, že keby bola možnosť pre startupy prezentovať svoje projekty na burze, túto možnosť by využila takmer jedna tretina startupov. Vytvorenie „*startupovej platformy na burze cenných papierov*“ by bol celkom dobrý začiatok na opätovný rozvoj kapitálového trhu na Slovensku. Zároveň by to prispelo k sústredeniu startupových projektov pod jednu strechu, ale aj k väčšiemu prílevu rizikového kapitálu. Vytvorenie takejto platformy sa však musí riešiť ruka v ruku so všetkými zainteresovanými inštitúciami ako sú burza, ministerstvá, asociácie kapitálového trhu, či s investormi, pričom na tento účel by sa dali použiť aj peňažné prostriedky z fondov EÚ.

Len rozvoj jednotného kapitálového trhu a ďalšie investície do nových technológií v spojitosti s novou priemyselnou revolúciou 4.0, lepšie podnikateľské prostredie a ďalšie daňové benefity pre startupy alebo investorov by mohli priniesť aj nový pohľad na financovanie startupov prostredníctvom kolektívneho investovania. Prinieslo by to nielen väčší záujem zahraničných investorov, ale aj záujem klientov o investovanie na kapitálových trhoch a do podielových fondov.

Zoznam bibliografických odkazov

Monografie a odborné knižné publikácie

ANTE, Spencer E.: Creative Capital: George Doriot and the Birth of Venture Capital, Harvard Business Review Press, 2008, ISBN-10: 9781422101223.

BLANK, Steve – DORF, Bob: The Startup Owner's Manual, The Step-by-Step Guide for Building a Great Company, K&S Ranch, Inc. Publishers, 2012, ISBN-10: 098499302.

CUMMING, Douglas J.: Venture Capital, Investment Strategies, Structures and Policies, John Wiley & Sons, 2010, ISBN 978-0-470-49914-6.

CAMPBELL, Katharine: Smarter Ventures: A Survivor's Guide to Venture Capital Through the New Cycle, Pearson Education Ltd., December 2003, ISBN-10:0273654039.

ČIMO, Jozef – MARIÁŠ, Miroslav: Inovačná stratégia firmy, Elita, Bratislava 1993, ISBN 8085 323 427.

DROBNÝ, Martin a kol.: Povinná príručka každého startupu, Startup 4 Dummies, Digital Visions, spol. s r.o., 2015, s 83, ISBN 978-80-97112-3-6.

DVOŘÁK, Ivan – PROCHÁZKA, Pavel: Rizikový a rozvojový kapitál. Venture Capital, Management Press, 1998, s 17, ISBN 80-85943-74-3.

FELD, Brad – MENDELSON, Jason: Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist, John Wiley & Sons, Inc., 2016, ISBN-10:1119259754.

FREŇÁKOVÁ, M.: Rizikový a rozvojový kapitál ako špecifický zdroj podniku, Bratislava: Ekonóm 2009, ISBN 978-80-225-2821-4.

HABERLER Gottfried: Prosperity and Depression, A Theoretical Analysis fo Cyclical Movements, Taylor & Francis, 2011, ISBN-13: 978-1-4128-4220-4.

CHOVANCOVÁ, Božena a kolektív: Investičné a hypotekárne bankovníctvo, Vydavateľstvo Iura Edition, spol. s r.o., s. 79-80, 83, 91, 2008, ISBN 978-80-8078-223-8.

CHOVANCOVÁ, Božena – BAČIŠIN, Vladimír: Kolektívne investovanie – podielové a penzijné fondy, Wolters Kluwer (Iura Edition), 2005, ISBN 80-8078-062-5.

CHOVANCOVÁ, Božena – ŽOFČÁK, Stanislav: Kolektívne investovanie, Iura Edition 2012 Bratislava, s 91, ISBN 978-80-8078-47-21.

McNALLY, Kevin: Corporate Venture Capital: Bridging the Equity Gap in the Small Business Sector, Routledge London, 1997, ISBN 0-415-15467-7.

PAUHOFOVÁ, Iveta: Suverénne fondy vo svete, Ekonomická fakulta Technickej univerzity v Košiciach, 2014, ISBN 978-80-553-1855-4.

REID, Gavin S.: Venture Capital Investment, An Agency Analysis of UK Practice, Routledge London, 1998, ISBN 9780203066249.

RIES, Eric: The lean startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Business, Crown Publishing Group 2011, USA, ISBN 978-0-307-88789-4.

SHELTERS, David: Start-up guide for the Technopreneur, John Wiley & Sons Singapore Pte.Ltd., 2013, ISBN 978-1-118-51847-2.

STANĚK, Peter a kol.: Tektonické zlomy súčasnej ekonomickej vedy, Vydavateľstvo Ekonóm, 2017, s 106, ISBN 978-80-225-4379-8.

STEIGAUF, Slavomír: Fondy, jak vydělávat pomoci fondů, Grada, 2003, ISBN 802-470-247-9.

TENDAYI, Viki – TOMA, Dan – GONS, Esther : The Corporate Startup, How established companies can develop successful innovation ecosystems, Vakmedianet, 2017, ISBN 9789462761506.

Vedecké časopisy a state z vedeckých zborníkov a konferencií

ALLEN, W. David – HALL, W. Thomas: Innovation, Managerial Effort and Start-Up Performance, The Journal of Entrepreneurial Finance, Vol. 12, Issue2, s 87 – 118, 2007.

AMBRA, Tomáš: Nová komunitárna právna úprava kolektívneho investovania. Biatec, 9/2009, s. 26-27, (cit. 2019-01-07).

BARRY, B. Christopher – MUSCARELLA, J. Chris – PEAVY V. John – VETSUYPENS, Michael: The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from Going-Public Process, Journal of Financial Economics, Vol. 27, Issue 2, pp. 447-471, 1990.

BELANOVÁ, Katarína: Prístup k finančným zdrojom ako kľúčová bariéra rozvoja malých a stredných podnikov, Biatec, 4/2012, s. 1-3, (cit. 2019-01-08).

BREHOVÁ, Nikola: Dobrá správa pre startupy: Ich zakladanie bude od nového roka jednoduchšie!, September 2016, Dostupné na: <https://www.startitup.sk/dobra-sprava-startupy-zakladanie-noveho-roka-jednoduchsie/>.

DERERA, Evelyn – CHYTAKUNYE, Pepukayi – O'NEILL, Charles: The Impact of Gender on Start-up Capital: A Case of Women Entrepreneurs in South Africa, The Journal of Entrepreneurship, 2014, 23(1) 95-114.

DESSI, Roberta: Start-up Finance, Monitoring and Collusion, The RAND Journal of Economics, 2005, Vol. 36, issue 2, s 255-274.

GILSON, J. Ronald – BLACK Bernard: Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, Journal of Financial Economics, 1998, Vol. 47, issue 3, s 243 – 277, 1998.

GOMPERS, Paul A.: Resource Allocation, Incentives and Control: The Importance of Venture Capital in Financing Entrepreneurial Firms, In Entrepreneurship, SMEs, and the Macroeconomy, Cambridge University Press, 1997.

GOMPERS, Paul A.: The Rise and Fall of Venture Capital, Business and Economic History, Vol. 23, No. 2, s 1-26, 1994.

KENNEY, Martin: Note on „Venture Capital“. BRIE Working Paper 142, s 1-10, 2000.

LERNER, Joshua: The Syndication of Venture Capital Investments, Financial Management, Vol. 23, No. 3, s 16-27, 1994.

MEGGINSON, William L. – WEISS, Kathleen A.: Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, Journal of Finance, Vol. 46, issue 3, s 879-903, 1991.

OLLER, Filip: MiFID II – vybrané otázky novej právnej regulácie, Biatec, 4/2016, s. 11-12, (cit. 2019-01-08).

ROBERTSON, Paul L. – LANGLOIS, Richard N.: Innovation, Network, and Vertical Integration, Research Policy, Vol. 24, issue 4, s 543-562, 1995.

SHERTLER, Andrea: Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis, Kiel Institute for World Economics, Working paper No. 1172, 2003.

SLÁVIK, Štefan a kol.: Podnikateľské modely a podnikateľské stratégie Startupov I., Recenzovaný zborník vedeckých prác, Ekonomická univerzita v Bratislave, Vydavateľstvo EKONÓM, 2015, ISBN 978-80-225-4167-1.

SOHL, Jeffrey: „The Angel Market in 2017: Angels Remain Bullish for Seed and Start-Up Investing“, Center for Venture Research: 1-2, Dostupné na: <https://paulcollege.unh.edu/sites/default/files/resource/files/2017-analysis-report.pdf>, Máj 2018, (cit. 2019-05-10).

SMITH, Janet Kiholm: Venture Capital Approaches to Value Creation: Contracting and Deal Structure, Strategic Change, John Wiley & Sons, Vol. 19 issue 7-8, 2010.

STUCKI, Tobias: Success of start-up firms: the role of financial constraints, Industrial and Corporate Change, Oxford University Press, Vol. 23, issue 1, s 25-64, 2014.

WONG, Andrew, BHATIA, Mihir, FREEMAN, Zachary: Angel finance: the other venture capital, Strategic Change, John Wiley & Sons, Vol. 19 issue 7-8, 2009.

ZAGORŠEK, B.: Podnikateľské modely a podnikateľské stratégie Startupov I., Recenzovaný zborník vedeckých prác, Ekonomická univerzita v Bratislave, Vydavateľstvo EKONÓM, 2015, ISBN 978-80-225-4167-1.

ZÁLEŽÁKOVÁ, Eliška, MIŠUN, Juraj, VOGL, Michaela: Podnikateľské modely a podnikateľské stratégie Startupov I., Recenzovaný zborník vedeckých prác, Ekonomická univerzita v Bratislave, Vydavateľstvo EKONÓM, 2015, ISBN 978-80-225-4167-1.

Legislatívne a ostatné internetové zdroje

ANDACKÝ, Jozef: AI, geovrty, jachtový booking. Aké sú top investície roku 2018 do našich startupov, dostupné na: <https://www.etrend.sk/technologie/ai-geovrty-biotech-jachtovy-booking-ake-su-top-investicie-roka-2018-do-nasich-startupov.html?split=all>, December 2018.

ANNUAL REPORT ON EUROPEAN SMEs 2013/2014 - A Partial and Fragile Recovery, Európska komisia, Júl 2014, dostupné na internete: [Európska komisia](#).

BERKUS, Dave: After 20 Years: Updating the berkus Method of Valuation, dostupné na: <https://www.angelcapitalassociation.org/blog/after-20-years-updating-the-berkus-method-of-valuation/>, November 2016, (cit. 2019-10-19).

BIOMED INCUBATOR, dostupné na: <https://biopark.ee/biomed-incubator?lang=en>.

BUSINESS ANGELS FUNDING, dostupné na: http://www.eban.org/wp-content/uploads/2017/12/Final-Report_Understanding-the-Nature-and-Impact-of-the-business-angels-in-Funding-Research-and-Innovation_FV_Formatted_Revised13.12.2017.pdf, November 2017, (cit. 2019-04-09).

BUSINESS FINLAND CENTURE CAPITAL Ltd., dostupné na: <http://businessfinland.vc/en/>.

COSME, dostupné na <https://innonews.blog/cosme-europsky-program-pre-msp/>.

CROWDFUNDING, dostupné na: <https://www.nbs.sk/sk/dohlad-nad-financnym-trhom/fin-tech/crowdfunding#3>, (cit. 2019-02-20).

CROWDFUNDING – Keď potrebujete peniaze pre biznis, dostupné na: <http://www.sbagency.sk/crowdfunding-ked-potrebuje-peniaze-pre-biznis#.XG0a04pCeHs>, (cit. 2019-02-20).

CROWDFUNDING je alternatívou financovania podnikateľov i neziskovníkov, December 2017, dostupné na: <http://www5.teraz.sk/ekonomika/crowdfunding-je-alternativou-financovani/295533-clanok.html>, (cit. 2019-02-19).

DIGIX, dostupné na: <http://www.digix.eu>.

EBAN zverejnil štatistiky angel investovania v Európe za rok 2017, dostupné na <https://businessangels.sk/blog/eban-zverejnil-statistiky-angel-investovania-v-europe-za-rok-2017>, (cit. 2019-02-18)

EFAMA - European Fund and Asset Management Association, www.efama.org.

EFAMA – Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows, dostupné na: https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/190327_International%20Statistical%20Release%20Q4%202018.pdf, Marec 2019, (cit. 2019-10-22).

EFAMA – Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2018, dostupné na: https://www.efama.org/Publications/Statistics/Quarterly/Quarterly%20Statistical%20Reports/190308_Quarterly%20Statistical%20Release%20Q4%202018.pdf, Marec 2019, (cit. 2019-10-22).

EKONOMICKÁ INFORMÁCIA O TERITÓRIU ESTÓNSKO, Ministerstvo zahraničných vecí SR, dostupné na: <https://www.mzv.sk/documents/10182/620840/Est%C3%B3nsko+-+ekonomick%C3%A9+inform%C3%A1cie+o+terit%C3%B3riu+2019>.

EKONOMICKÁ INFORMÁCIA O TERITÓRIU FÍNSKO, Ministerstvo zahraničných vecí SR, dostupné na: <https://www.mzv.sk/documents/10182/620840/F%C3%ADnsko+-+ekonomické+informácie+o+teritóriu+2019>.

EKONOMICKÁ INFORMÁCIA O TERITÓRIU ÍRSKO, Ministerstvo zahraničných vecí SR, dostupné na: <https://www.mzv.sk/documents/10182/620840/Irsko+-+ekonomické+informácie+o+teritóriu+2019>.

ENTERPRISE IRELAND, dostupné na: <https://www.enterprise-ireland.com/en/>.

EUROPEAN COMMISSION, Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, dostupné na: https://ec.europa.eu/info/system/files/crowdfunding-report-03052016_en.pdf, May 2016, (cit. 2019-02-20).

EURÓPSKE ZDROJE PRE MALÉ A STREDNÉ PODNIKY, dostupné na: <https://www.centire.com/sk/novinky/europske-zdroje-pre-male-a-stredne-podniky>, (cit. 2019-08-01).

EVCA – The European Private Equity and Venture Capital Association, www.investeurope.eu.

FINANČNÉ METRIKY KTORÉ BY STE MALI POZNAŤ, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/financne-metriky-ktore-by-ste-mali-poznat-1-cast>, Január 2019, (cit. 2019-02-19).

FINANČNÉ METRIKY KTORE BY STE MALI POZNAŤ, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/financne-metriky-ktore-by-ste-mali-poznat-2-cast>, Január 2019, (cit. 2019-03-20).

FONDY RIZIKOVÉHO KAPITÁLU V SR, dostupné na <http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/>.

FORTUNE 500 – dostupné na: <https://fortune.com/fortune500/>.

GAME FOUNDER, dostupné na: <http://www.gamefounders.com>.

GLOBSEC Tatra Summit 2019: Shaping the Future of Europe, dostupné na: <https://tatrasummit.globsec.org/wp-content/uploads/2019/10/TS19-top-takeaways-v6.pdf>, Október 2019, s. 1-6, (cit. 2019-10-31).

HEDGE FONDY: Příležitost, nebo riziko?, dostupné na: <https://www.investicniweb.cz/hedge-fondy-prilezitost-nebo-riziko/>, Marec 2017, (cit. 2019-03-04).

HORIZON 2020, dostupné na: http://www.veda-technika.sk/SK/VedaATechnika-VEU/Stranky/program_horizont_2020.html.

HURUN REPORT, Hurun Global Unicorn List 2019, dostupné na: <https://www.hurun.net/EN/Article/Details?num=A38B8285034B>, Október 2019, (cit. 2019-10-30).

INDUSTRIAL DEVELOPMENT AUTHORITY, dostupné na: <https://www.idaireland.com>.

INVEST EUROPE – 2017 EUROPEAN PRIVATE EQUITY ACTIVITY, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf>, August 2018, (cit. 2019-03-28).

INVEST EUROPE – 2017 CENTRAL AND EASTERN EUROPE, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/727455/Invest-Europe-CEE-Activity-Report-2017-05072018.pdf>, Jún 2018, (cit. 2019-03-30).

INVEST EUROPE – 2017 CENTRAL AND EASTERN EUROPE PRIVATE EQUITY STATISTICS, dostupné na: <https://www.investeurope.eu/media/727455/Invest-Europe-CEE-Activity-Report-2017-05072018.pdf>, Jún 2018 (cit. 2019-03-30).

INVESTIČNÉ KOLÁ STARTUPOV, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/investicne-kola-startupov>, (cit. 2019-03-22).

JEREMIE, dostupné na https://ec.europa.eu/regional_policy/sk/funding/special-support-instruments/jeremie/#1.

JEREMIE, EIF dostupné na: http://www.eif.europa.eu/news_centre/publications/Jeremie_leaflet_files/jeremie_leaflet_sk.pdf, (cit.2019-08-01).

JONES, Jennifer: 10 Largest Mutual Fund Companies in the World, dostupné na: <https://largest.org/misc/mutual-fund-companies/>, Apríl 2019, (cit. 2019-10-22).

KISKA, Andrej: Ako odhadnúť cenu startupu a výšku investície, dostupné na: <http://www.startitup.sk/ako-odhadnut-cenu-startupu-a-vysku-investicie/>, máj 2014.

KOLEKTÍVNE INVESTOVANIE prináša aj riziká, December 2017, dostupné na: <http://www.teraz.sk/ekonomika/financie-kolektivne-investovanie-prin/295656-clanok.html>, (cit. 2019-02-14).

KPMG, Startup Survey 2016, dostupné na: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/startup-ecosystem-survey-slovakia-2016.pdf>.

LAW, Ryan: From Pre-Seed to Series C: Startup Funding Rounds Explained, dostupné na: <https://medium.com/the-saas-growth-blog/from-pre-seed-to-series-c-startup-funding-rounds-explained-f6647156e28b>, August 2017, (cit. 2019-10-10).

LEVIN, Nancy: 10 largest Hedge Funds in the World , dostupné na: <https://largest.org/misc/hedge-funds/>, Január 2019, (cit. 2019-03-04).

MAJKOVÁ SOBEKOVÁ, Monika: Due diligence odkryje pri kúpe podniku jeho slabiny, dostupné na: <https://www.podnikajte.sk/investor/due-diligence-podniku>, (cit. 2019-02-11).

METODIKA na klasifikáciu podielových fondov, dostupné na: <http://www.ass.sk/pravidla/vnutorne-predpisy-sass>, Máj 2019, (cit. 2019-07-07).

NA ČOM NAJČASTEJŠIE ZLYHÁVAJÚ STARTUPY?, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/na-com-najcastejsie-zlyhavaju-startupy>, Marec 2018, on-line, (cit. 2019-02-17).

NA ČO SA INVESTORI PÝTAJÚ V RÁMCI DUE DILIGENCE, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/na-co-sa-investori-pytaju-v-ramci-due-diligence-1-cast>, December 2018, (cit 2019-02-05).

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – 2019 – Yearbook, dostupné na: <https://nvca.org/wp-content/uploads/delightful-downloads/2019/03/NVCA-2019-Yearbook.pdf>, Apríl 2019, (cit. 2019-04-16).

PERKINS, Thomas, J.: dostupné na: [https://en.wikipedia.org/wiki/Thomas_Perkins_\(businessman\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Thomas_Perkins_(businessman)).

PORTAL FINANČNEJ OSVETY A OCHRANY FINANČNÉHO SPOTREBITEĽA MF SR, dostupné na internete: <http://www.fininfo.sk/sk/eu-a-financny-trh/ucits-iv/zakladna-charakteristika>, (cit. 2019-01-07).

PREČO JE NÁROČNÉ OCENIŤ STARTUP, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/preco-je-narocne-ocenit-startup>, (cit. 2019-03-22).

RECORDS FOR THE ESTONIAN STARTUP SECTOR NEW WAVE OF ENTREPRENEURS IN THE COMMUNITY 2018, February 2019, dostupné na: www.startupestonia.ee.

SASS – Slovenská asociácia správcovských spoločností, www.ass.sk.

Slovenská asociácia správcovských spoločností, dostupné na: <http://www.ass.sk/fondy/podla-typu-aktiv-v-portfoliu>, August 2019, (cit. 2019-07-23).

SLOVAK BUSINESS AGENCY, Analýza startupov na Slovensku, Február 2018, dostupné na: http://www.sbagency.sk/sites/default/files/5_analyza_startupov_na_slovensku.pdf.

SLOVAK BUSINESS AGENCY, Správa o stave malého a stredného podnikania v Slovenskej republike v roku 2012, dostupné na internete: [Správa o stave malého a stredného podnikania v SR](#).

SLOVCA – Slovak Venture Capital and Private Equity Association, www.slovca.sk.

SMERNICA Európskeho parlamentu a rady 2004/39/ES, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=sk>, Apríl 2004, (cit. 2018-11-11).

SMERNICA Európskeho parlamentu a rady 2014/65/EÚ, dostupné na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/SK/TXT/PDF/?uri=CELEX:02014L0065-20181001&qid=1499331054296&from=EN>, Máj 2014, (cit. 2018-11-11).

STARTUP, Symsite Research, dostupné na www.symsite.sk, #5890, September 2018.

STARTUP WISE GUYS, dostupné na: <https://startupwiseguys.com>.

STEVENSON, Alexandra: Hedge Funds Are the New Venture Firms, dostupné na: <https://www.nytimes.com/2016/04/07/business/dealbook/hedge-funds-are-the-new-venture-firms.html>, Apríl 2016, (cit. 2019-03-05).

SUBOTIČ, Sven: Jak fungují hedgeové fondy?, dostupné na: <https://roklen24.cz/a/wY-Wfp/jak-funguji-hedgeove-fondy>, Október 2015, (cit. 2019-03-04).

ŠSTATISTICKÝ ÚRAD SR, dostupné na: <https://slovak.statistics.sk>.

TALLIN CREATIVE INCUBATOR, dostupné na: <http://www.cross-innovation.eu/practice/1074/>.

TALLIN SCIENCE PARK (Tehnopol), dostupné na: <https://www.tehnopol.ee>.

TESI FINNISH INDUSTRY INVESTMENT, Ltd., dostupné na: <http://www.industryinvestment.com>.

THE NEW KINGS OF CAPITALISM, dostupné na: <http://www.economist.com/node/3398496>.

WHY BUSINESS ANGELS DO NOT INVEST, dostupné na: <http://www.eban.org/wp-content/uploads/2018/02/EBAN-Report-Why-Business-Angels-Do-Not-Invest.pdf>, 2018, (cit. 2019-04-10).

VIETE ČO JE TO KONVERTIBILNÝ ÚVER A KEDY SA POUŽÍVA?, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/viete-co-je-to-konvertibilny-uver-a-kedy-sa-pouziva>, Apríl 2019, (cit. 2019-05-11).

VÝZNAM DUE DILIGENCE PRI INVESTOVANÍ DO STARTUPOV, dostupné na: <https://businessangels.sk/blog/vyznam-due-diligence-pri-investovani-do-startupov>, (cit.2019-02-02).

UZNESENIE VLÁDY Slovenskej republiky č. 307 z 10.06.2015 - Konceptia pre podporu startup a rozvoj startupového ekosystému v Slovenskej republike, dostupné na: http://www.rokovanie.sk/File.aspx/ViewDocumentHtml/Uznesenie-14906?pre-fixFile=u_3].

YURDAY, Erin.: Best Countries in Europe for Startups, dostupné na: <https://www.nimblefins.co.uk/best-countries-europe-startups#topc>, Február 2019.

ZÁKON č. 203/2011 Z.z. Zákon o kolektívnom investovaní, dostupné na: <http://www.epi.sk/zz/2011-203#cast5>, Jún 2011, (cit. 2018-11-11).

Príloha:

Dotazník – Prieskum startupovej scény na Slovensku.

Príloha č. 1

Dotazník									
Názov startupu	Poradie	Zameranie startupu	Počet zakladateľov	Rok založenia startupu	Počiatočný kapitál zakladateľov (v €)	Kapitál získaný od investorov – od založenia do 12/2019 (v €)	Súčasný stav zamestnancov	Investor Domáci (D) Zahraníčný (Z) Kombinovaný (K)	Sídlo startupu
A	1	S	2	2016	5 000	n/a	2	K	BA
B	2	BZ	2	2016	10 000	1 600 000	15	K	n/a
C	3	EC	2	2016	5 000	n/a	35	K	BA
D	4	V	3	2008	n/a	2 500 000	20	K	BA
E	5	PCH	3	2018	2 000	n/a	3	D	BA
F	6	BZ	2	2019	5 000	120 000	6	D	BA
G	7	BZ	2	2018	10 000	5 000	n/a	D	mimo BA
H	8	BZ	3	2018	5 000	n/a	3	D	BA
I	9	V	2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
J	10	S	2	2013	n/a	230 000	2	K	BA
K	11	EC	4	2017	5 000	820 000	13	K	BA
L	12	S	2	2017	5 000	25 000	5	D	BA
M	13	IT	8	2017	34 000	n/a	n/a	n/a	Zahraníčie
N	14	S	2	2019	10 000	n/a	n/a	D	mimo BA
O	15	IT	2	2018	5 000	50 000	6	K	BA
P	16	EC	3	2017	5 000	25 000	8	K	BA
R	17	IT	2	2018	5 000	100 000	10	K	BA
S	18	EN	4	2008	n/a	n/a	140	K	BA
T	19	SP	2	2017	18 000	6000	5	K	BA
U	20	ZPE	2	2019	5 000	n/a	2	D	n/a
V	21	V	3	2017	5 000	n/a	2	D	BA
Podmienkou na poskytnutie informácií od subjektov bolo, že zostanú v anonymite a budú označené len písmenom v abecede. Dôvodom tohto stavu je fakt, že niektoré spoločnosti, ktoré získali investora, resp. sú v procese jeho získavania sú viazané zmluvou o mlčanlivosti a poskytovanie informácií tretím osobám je značne obmedzené.									
Vysvetlivky: Služby S Energie EN Biotechnológie - Zdravotníctvo BZ Šport SP E - Commerce EC Počítačové hry PCH Výroba V Životné prostredie - Ekológia ZPE									

Príloha č. 2

Prieskum		A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	R	S	T	U	V				
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21				
1	Od koho ste získali finančné prostriedky na rozbeh svojho podnikania?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD		Celkom	Podiel v %	
a)	Od rodiny a priateľov.	x				x	x		x	x			x	x	x	x	x					x	x		12	57,14%
b)	Z banky (úver).																								0	0,00%
c)	Business Angel.		x					x				x							x	x					5	23,81%
d)	Kombinácia viacerých zdrojov (ako Crowdfunding, konvertibilný úver, rizikový kapitál...)			x	x						x							x							4	19,05%
																100,00%										
2	S akými najväčšími problémami ste sa stretli pri rozbehu startupu?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD		Celkom	Podiel v %	
a)	Legislatívne problémy pri zakladaní (byrokracia štátu, zmluva medzi zakladateľmi, zápis od obchodného registra, atď.).					x			x				x						x	x					5	23,81%
b)	Problémy s hľadaním investora.		x		x		x					x					x	x				x			7	33,33%
c)	Problémy so hľadaním zamestnancov.			x				x		x	x														4	19,05%
d)	Kombinácia viacerých problémov, akých?	x												x	x	x						x			5	23,81%
																100,00%										
3	Koľko času ste strávili získavaním investorov?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD		Celkom	Podiel v %	
a)	1 mesiac.					x									x										2	9,52%
b)	1 – 6 mesiacov.								x											x					2	9,52%
c)	7 -12 mesiacov.		x					x				x	x			x			x			x			7	33,33%

d)	1 rok a viac.	x		x	x		x			x	x			x			x	x			x			10	47,62%
																									100,00%
4	V čom Vám pomohli investori, ktorí investovali do Vašej spoločnosti?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	Celkom	Podiel v %
a)	Priniesli len peniaze.								x	x		x	x	x				x						8	38,10%
b)	Priniesli peniaze a nové kontakty.	x	x	x	x						x						x			x	x		x	9	42,86%
c)	Priniesli peniaze, kontakty, nové predajné kanály, lepší marketing.							x									x							2	9,52%
d)	Priniesli celkovo lepší manažment a rýchlejší rozvoj firmy, nové trhy.					x			x															2	9,52%
																									100,00%
5	Aké metódy ohodnotenia startupu použil investor pri vstupe do Vašej spoločnosti?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	Celkom	Podiel v %
a)	Nepoužila sa žiadna ohodnocovacia metóda – bola to rýchla dohoda majiteľa startupu s investorom.								x	x				x		x	x					x		6	28,57%
b)	Použila sa len metóda due diligence.														x									1	4,76%
c)	Použila sa metóda due diligence a iné finančné metriky, aké?...		x	x	x												x		x	x		x		7	33,33%
d)	Použili sa iné metódy, aké? ...	x				x	x			x	x	x						x						7	33,33%
																									100,00%
6	Využili by ste možnosť, keby ste na začiatku Vášho podnikania mohli prezentovať svoj	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	Celkom	Podiel v %

	projekt na Burze cen- ných papierov v Brati- slave a prostredníc- tvom nej mohli získať kapitál a investorov?																							
a)	Áno.		x				x			x			x		x					x			5	23,81%
b)	Nie.			x		x	x					x		x				x				6	28,57%	
c)	Nerozmýšľali sme o tejto možnosti, ale ...	x			x				x	x		x		x			x				x	10	47,62%	
d)	Nevyužili by sme túto možnosť, lebo ...																					0	0,00%	
																						100,00%		
7	Ak by bola možnosť prezentovať svoj pro- jekt na Burze cenných papierov, aký veľký poplatok by ste boli ochotní zaplatiť za túto možnosť?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	Celkom	Podiel v %	
a)	Bez poplatku.						x					x			x				x			4	19,05%	
b)	Maximálne do 100 €.								x				x	x			x	x			x	6	28,57%	
c)	Percento (á) z objemu, ktorý chcem získať (ma- ximálne 1 000 €).	x			x			x		x	x				x							6	28,57%	
d)	Iné (napr. kombinácia pevného poplatku a per- cent z objemu investícií, ktoré chcem získať).		x	x		x													x		x	5	23,81%	
																						100,00%		
8	Na aký trh je zame- raný Váš produkt?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	Celkom	Podiel v %	
a)	Len na Európu.					x							x			x					x	4	19,05%	
b)	Len na európsky a ame- rický trh (USA a Ka- nada).		x						x									x			x	4	19,05%	
c)	Len na európsky a ázij- ský trh.																					0	0,00%	
d)	Na celý svet.	x		x	x		x	x		x	x	x		x	x		x	x		x		13	61,90%	

b)	Spoločnosť s ručením obmedzením (s.r.o.).	x	x	x	x		x	x	x	x	x	x			x		x		x		x			14	66,67%
c)	Akciová spoločnosť (a.s.).													x		x				x		x		4	19,05%
d)	Iná právna forma, aká?					x							x											2	9,52%

100,00%

13	Je Vaším zámerom, aby bola Vaša spoločnosť kótovaná na burze cenných papierov?	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	OD	Celkom	Podiel v %
a)	Áno.	x	x		x	x	x	x				x		x	x									2	9,52%
b)	Nie.	x			x	x	x	x						x	x									7	33,33%
c)	Ešte sme o tom neuvažovali.			x						x	x	x				x	x	x		x	x			9	42,86%
d)	Spoločnosť nechceme predať.												x						x			1		3	14,29%

100,00%