

**UNIVERZITA PARDUBICE
FAKULTA EKONOMICKO-SPRÁVNÍ**

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2008

Bc. Martina Šanovcová

**Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní**

Mezaninové financování

Bc. Martina Šanovcová

**Diplomová práce
2008**

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Ústav ekonomie
Akademický rok: 2007/2008

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Martina ŠANOVCOVÁ**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Ekonomika veřejného sektoru**

Název tématu: **Mezaninové financování**

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

1. Úvod
2. Financování a finanční zdroje
3. Mezaninové financování (podstata, charakteristika, zhodnocení)
4. Dluhopisy a mezaninové financování
5. Zhodnocení situace v ČR a EU
6. Závěr

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: cca 50

Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

Seznam odborné literatury:

Synek, M. a kol., Manažerská ekonomika. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 452 s. ISBN 978-80-247-1992-4

Valach, J., Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 465 s. ISBN 80-86929-01-9

Raška, Z., Inovace ve finančním řízení. 1. vyd. Praha: Alfa Publishing, 2007. 212 s. ISBN 978-80-86851-65-5

Synek, M. a kol., Podniková ekonomika. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 479 s. ISBN 80-7179-736-7

Tetřevová, L., Financování projektů. 1. vyd. Professional Publishing, 2006. 182 s. ISBN 80-86946-09-6

Liška, V., Gazda, J., Kapitálové trhy a kolektivní investování. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0

Seknička, P. a kol., Vybrané otázky kapitálových trhů v České republice. Praha: Vodnář, 2003. 107 s. ISBN 80-85889-52-8

Musílek, P. Trhy cenných papírů. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6

Malach, A. a kol., Jak podnikat po vstupu do EU. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 528 s. ISBN 80-247-0906-6

Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů.

Vedoucí diplomové práce:

doc. Ing. Liběna Tetřevová, Ph.D.

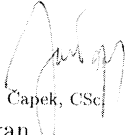
Ústav ekonomie

Datum zadání diplomové práce:

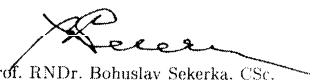
17. října 2007

Termín odevzdání diplomové práce:

26. května 2008


prof. Ing. Jan Čapek, CSc.
děkan

L.S.


prof. RNDr. Bohuslav Sekerka, CSc.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 8. listopadu 2007

Poděkování:

Chtěla bych poděkovat doc. Ing. Liběně Tetřevové, Ph.D. za odborné vedení, poskytnuté informace a cenné rady při zpracování diplomové práce.

SOUHRN

Mezaninové financování představuje obvykle vrstvu financování mezi hlavním závazkem a vlastním kapitálem. Co se týče priority platby, je podřízena hlavnímu dluhu, ale nadřizena kmenovým akciím a jiným formám vlastního kapitálu. Mezi typické investice, které jsou financovány mezaninovým kapitálem patří akvizice podniku, expanze podniku, restrukturalizace podniku, vybudování nového distribučního kanálu a investice typu buy-out, resp. buy-in. Mezaninový dluh je dražší než bankovní úvěr, protože poskytovatelé mezaninového financování vyžadují míru návratnosti nejméně 20 %. V České republice poskytují mezaninové financování Investkredit Bank AG a KBC Private Equity.

KLÍČOVÁ SLOVA

Mezaninové financování; finanční zdroje; private equity; dluhopisy; akcie; Jeremie; Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace; Investkredit Bank AG; KBC Private Equity.

TITLE**Mezzanine financing****ABSTRACT**

Mezzanine debt capital generally refers to that layer of financing between a company's senior debt and equity, filling the gap between the two. Structurally, it is subordinate in priority of payment to senior debt, but senior in rank to common stock or equity. The largest use for mezzanine capital is in acquisition financing, such as management and leverage buy outs. Other uses of mezzanine financing include growth and expansion capital, restructurings, new produkt line, new distribution channel or plant expansion. The mezzanine debt is more expensive than bank debt, because mezzanine investors are looking for between 15 and 25 percent rate of return. Investkredit Bank AG and KBC Private Equity offer mezzanine financing in Czech Republic.

KEYS WORDS

Mezzanine financing; financial sources; bonds; shares; private equity; Jeremie; Competitiveness and Innvation framework Progremme; Investkredit Bank AG; KBC Private Equity.

Obsah

1	ÚVOD	10
2	FINANCOVÁNÍ A FINANČNÍ ZDROJE PODNIKU.....	12
2.1	FINANCOVÁNÍ.....	12
2.1.1	<i>Podstata financování, finančního rozhodování a finančního řízení</i>	<i>12</i>
2.1.2	<i>Druhy financování.....</i>	<i>15</i>
2.1.3	<i>Pravidla financování</i>	<i>16</i>
2.1.4	<i>Finanční a kapitálová struktura</i>	<i>18</i>
2.2	FINANČNÍ ZDROJE	22
2.2.1	<i>Interní zdroje financování</i>	<i>24</i>
2.2.1.1	Odpisy	25
2.2.1.2	Nerozdělený zisk	27
2.2.2	<i>Externí zdroje financování</i>	<i>28</i>
2.2.2.1	Bankovní úvěry	29
2.2.2.2	Kmenové akcie	31
2.2.2.3	Prioritní akcie	32
2.2.2.4	Finanční leasing.....	33
2.2.2.5	Podnikové dluhopisy	36
3	MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ	39
3.1	PODSTATA A CHARAKTERISTIKA MEZANINOVÉHO FINANCOVÁNÍ	39
3.2	MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ JAKO ALTERNATIVNÍ INVESTICE	42
3.2.1	<i>Private equity a alternativní investice</i>	<i>42</i>
3.2.2	<i>Private equity v ČR a ve světě</i>	<i>47</i>
3.3	ZHDNOCENÍ MEZANINOVÉHO FINANCOVÁNÍ A TYPICKÉ INVESTICE MEZANINU.....	50
3.4	TRENDY MEZANINOVÉHO FINANCOVÁNÍ.....	50
4	AKCIE, DLUHOPISY A MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ.....	53
4.1	AKCIE	53
4.1.1	<i>Charakteristika akcií</i>	<i>53</i>
4.1.2	<i>Podoba a forma akcie</i>	<i>54</i>
4.1.3	<i>Druhy akcií.....</i>	<i>55</i>
4.2	DLUHOPISY	55
4.2.1	<i>Historie dluhopisů.....</i>	<i>55</i>
4.2.2	<i>Charakteristika dluhopisů</i>	<i>56</i>
4.2.3	<i>Klasifikace dluhopisů</i>	<i>56</i>
4.2.3.1	Podoba a forma.....	56
4.2.3.2	Časové hledisko klasifikace dluhových instrumentů	57
4.2.3.3	Klasifikace dluhopisů podle konstrukce výnosu.....	58

4.2.3.4	Zvláštní druhy dluhopisů	58
4.2.3.5	Konvertibilní dluhopisy	61
5	MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ V ČR A EU.....	65
5.1	MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ V ČR.....	65
5.1.1	<i>Společnosti poskytující mezaninové financování.....</i>	<i>65</i>
5.1.1.1	KBC PRIVATE EQUITY	65
5.1.1.2	Investkredit Bank AG.....	69
5.2	MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ V EU.....	72
5.2.1	<i>Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace</i>	<i>74</i>
5.2.1.1	Finanční nástroje programu	76
5.2.2	<i>JEREMIE.....</i>	<i>79</i>
6	ZÁVĚR.....	81
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	84
	SEZNAM OBRÁZKŮ	87
	SEZNAM TABULEK.....	88
	SEZNAM ZKRATEK.....	89
	SEZNAM ZKRATEK.....	89
	SEZNAM PŘÍLOH.....	90
	PŘÍLOHY	

1 ÚVOD

Záměrem diplomové práce na téma „Mezaninové financování“ bylo souhrnně zpracovat problematiku mezaninového financování.

K naplnění záměru práce byly stanoveny následující dílčí cíle:

1. vysvětlit problematiku financování a charakterizovat finanční zdroje;
2. vymezit pojem, podstatu a trendy mezaninového financování;
3. charakterizovat akcie a dluhopisy ve vztahu k mezaninovému financování;
4. zhodnotit situaci mezaninového financování v ČR a EU.

V úvodní kapitole jsou zpracovány základní poznatky o financování a finančních zdrojích podniku. Je vymezena podstata pojmů financování, finančního rozhodování a finančního řízení. Pozornost je věnována druhům a pravidlům financování, kapitálové a finanční struktuře, je zmíněna problematika optimální kapitálové struktury a různé teoretické přístupy, jak lze dosáhnout optimální kapitálové struktury. Pozornost je rovněž věnována klasifikaci finančních zdrojů podle různých hledisek.

Kapitola Mezaninové financování obsahuje charakteristiku a vymezení podstaty mezaninového financování. Jsou uvedeny trendy a typické investice mezaninového financování. Pozornost je věnována problematice alternativních investic, zejména private equity, do kterého se zahrnuje i mezaninové financování. Je zachycena situace private equity na českých a světových trzích.

V kapitole Akcie, dluhopisy a mezaninové financování je zpracována problematika cenných papírů, které souvisí s mezaninovým financováním. Jsou uvedeny charakteristiky, podoby, formy a klasifikace akcií a dluhopisů. Je zmíněna problematika konvertibilních dluhopisů, které v sobě zahrnují jak akciovou, tak i dluhopisovou složku.

V kapitole Mezaninové financování v ČR a EU je zhodnocena aktuální situace mezaninového financování. Jsou uvedeny společnosti, které poskytují mezaninové financování na území ČR (KBC PRIVATE EQUITY, Investkredit Bank AG). Dále jsou uvedeny snahy EU zlepšit postavení malých a středních podniků na finančním trhu. Cílem je

zlepšit přístup malých a středních podniků k finančním zdrojům (Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace 2007 - 2013, iniciativa JEREMIE). Oba tyto nástroje se věnují také problematice mezaninového financování.

2 FINANCOVÁNÍ A FINANČNÍ ZDROJE PODNIKU

2.1 Financování

2.1.1 Podstata financování, finančního rozhodování a finančního řízení

Činnost každého podniku má dvě stránky – věcnou (hmotnou, majetkovou) a peněžní (finanční). Z věcného hlediska představuje činnost podniku tok statků (strojů, surovin, materiálů, hotových výrobků) a zahrnuje tři základní aktivity: zásobování, výrobu a prodej (v případě výrobních podniků). Každá z těchto aktivit musí být zabezpečena finančními zdroji. Tok peněz má formu plateb – příjmů nebo výdajů. Má obrácený směr než tok statků. Kromě těchto základních toků plateb spojených se zásobováním, výrobou a prodejem existují další finanční toky, které jsou spojené s rozdělováním zisku (vyplácení dividend), investicemi, výzkumem, vývojem a technickým rozvojem aj. Věcné a finanční toky musí být ve vzájemném souladu: aby mohly být získávány věcné statky a aby mohly probíhat všechny činnosti podniku, musí být zajištěny finančně.¹

Pojem financování lze chápat v užším či širším smyslu. *Užším pojetím* financování se rozumí obstarávání kapitálu, *širší pojetí* zahrnuje vedle obstarávání kapitálu také všechna opatření v kapitálové oblasti, která jsou nezbytná pro uskutečnění podnikové činnosti. Také pojem obstarávání kapitálu lze chápat široce (pak zahrnuje veškerá dlouhodobá a krátkodobá opatření pro zajištění kapitálu) či úzce (kdy obstarání kapitálu obsahuje určitá omezení, která se týkají lhůt, použití a druhu kapitálu). Financováním jako obstaráváním kapitálu v nejširším pojetí se rozumí získávání finančních prostředků všeho druhu pro realizaci podnikových výkonů a pro jejich zhodnocení, pro zajištění určitých mimořádných finančně technických opatření, jako je např. založení podniku, jeho rozšíření, fúze, přeměna právní formy, sanace či likvidace. „Souhrnně lze tedy pod pojmem **financování** rozumět získávání a rozdělování finančních zdrojů.“²

Finanční rozhodování je proces výběru optimální varianty získávání peněz a kapitálu a jejich užití z hlediska základních finančních cílů podnikání. Rozlišuje se dlouhodobé a krátkodobé finanční rozhodování. Předmětem dlouhodobého, strategického finančního rozhodování je rozhodování o celkové výši potřebného kapitálu, o struktuře podnikového

¹ Synek, M. aj. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 320.

² Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 12.

kapitálu v návaznosti na strukturu podnikového majetku, rozhodování o užití podnikového kapitálu a o rozdělování zisku. Krátkodobé finanční rozhodování se týká rozhodování o velikosti a struktuře jednotlivých složek oběžného majetku a o optimální formě krátkodobého kapitálu.³

Finanční řízení (finanční management) se v posledních letech stalo hlavní složkou řízení podniku. Mezi jeho cíle patří:

- ❖ zajištění růstu tržní hodnoty podniku (u a. s. maximalizace tržní ceny akcií);
- ❖ zajištění platební schopnosti (solventnosti) a průběžné likvidity podniku.

Finanční řízení má tyto hlavní úkoly⁴:

- ❖ získávat kapitál (peníze, fondy) pro běžné i mimořádné potřeby podniku a rozhodovat o jeho struktuře a jejích změnách (získat úvěr, vydat akcie nebo dluhopisy, restrukturalizovat zdroje aj.);
- ❖ rozhodovat o umístění kapitálu (nakoupit aktiva a financovat běžnou činnost podniku, vývoj nových výrobků a nových technologií, vracet vypůjčený kapitál investorům, volný kapitál investovat do pozemků a jiných hmotných statků nebo do akcií a jiných cenných papírů);
- ❖ rozhodovat o rozdělení zisku (reinvestovat jej nebo vyplatit ve formě dividend, tj. navrhnout dividendovou politiku podniku – týká se a. s.);
- ❖ prognózovat, plánovat, zaznamenávat, analyzovat, kontrolovat a řídit hospodářskou stránku podniku.

Veškeré financování a finanční řízení je ovlivňováno dvěma faktory:

- ❖ faktorem času;
- ❖ faktorem rizika.

Faktor času spočívá v časovém nesouladu příčin, tj. určitého rozhodnutí, a následků, tj. vlivu rozhodnutí na ekonomiku podniku. Stručně jej lze charakterizovat tak, že dnešní rozhodnutí ovlivňuje budoucí tok peněz (budoucí cash flow). Peněžní jednotka (Kč) vyplacená nebo přijatá v různých časových okamžicích má rozdílnou hodnotu, koruna dnešní je cennější než koruna získaná později (např. za rok), neboť tu, kterou máme dnes, můžeme

³ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 11.

⁴ Synek, M. aj. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 320 – 321.

investovat tak, aby nám přinesla úrok (např. zisk). Početní postup, kterým zjišťujeme budoucí hodnotu peněz, nazýváme úrokováním.⁵

$$FV = PV * (1 + i)^n$$

FV – budoucí hodnota (konečná částka na konci n roků);

PV – současná hodnota (počáteční částka);

i – úroková míra;

n – počet let (období) úročení;

$(1 + i)^2$ – úročitel.

Faktor rizika spočívá v tom, že ten, kdo rozhoduje, tj. vybírá jednu z možných variant, si není jist výsledky těchto variant, neboť varianta s větším rizikem přináší větší zisk (vyšší hodnotu ROE), varianta s menším rizikem přináší menší zisk (nižší hodnotu ROE). Riziko vzniká z vnějších příčin, jako jsou přírodní katastrofy, hospodářské krize, inflace, nebo z vnitřních příčin samotného podniku, jako je chybný odhad poptávky, nebo chybné zaměření investice. Riziko ztráty vynaložených prostředků se snižuje jejich rozložením do více akcí (vytvořením tzv. portfolia), diverzifikací výrobního programu (neúspěch určitého výrobku je vyrovnán úspěchem výrobků jiných), vytvořením rezervních fondů, pojištěním apod.⁶ Rizik existuje bezpočet např. čisté riziko (způsobuje jenom ztrátu – např. požár), spekulativní riziko (nový výrobek), riziko poptávky, riziko v inputech, finanční riziko (plyne z finančních operací – např. změny úrokových sazeb nebo měnových kurzů), riziko plynoucí z nových zákonů na ochranu životního prostředí aj. Přenést riziko na jiný subjekt či se částečně vyhnout riziku se snaží rizikový management.⁷

V souvislosti s rizikem lze odvodit všeobecná pravidla pro finanční rozhodování, kterými se investoři a manažeři řídí⁸:

- ❖ při stejném riziku se preferuje vždy větší výnos před výnosem menším;
- ❖ při stejném riziku se preferuje vždy menší riziko před rizikem větším;
- ❖ za větší riziko se požaduje větší výnos;
- ❖ preferují se peníze obdržené dříve před stejnou částkou peněz obdrženou později;

⁵ Synek, M. Podniková ekonomika. Praha: C. H. Beck, 2002, s. 234.

⁶ Synek, M. Podniková ekonomika. Praha: C. H. Beck, 2002, s. 234.

⁷ Synek, M. aj. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 321.

⁸ Synek, M. Podniková ekonomika. Praha: C. H. Beck, 2002, s. 234.

- ❖ motivací investování do určité akce je očekávání většího výnosu, než by přineslo investování do jiné akce, ovšem s přihlédnutím k míře rizika;
- ❖ motivací veškerého investování je zvětšení majetku.

2.1.2 Druhy financování

Existuje několik hledisek, podle kterých můžeme druhy financování klasifikovat. V praxi se nejčastěji používají tři hlediska - hledisko pravidelnosti financování, hledisko původu finančních prostředků a hledisko doby, po kterou je kapitál podniku k dispozici.⁹

Podle pravidelnosti financování rozeznáváme¹⁰:

- ❖ **financování běžné** spočívá v zajišťování a vynakládání peněz na běžný provoz podniku, tj. na nákup materiálu, paliva, energie, na výplatu mezd a platů, placení nájemného, přepravného, daní, splacení krátkodobých závazků, vyplácení dividend a na úhradu jiných výdajů, toto financování se převážně týká oběžných aktiv, uskutečňuje se opakovaně;
- ❖ **financování mimořádné** je takové financování, které se uskutečňuje jednorázově, může se jednat o financování při zakládání podniku, tj. zajištění peněz na pořízení pozemků, budov, strojů, zásob surovin a materiálů a částek na mzdy a platy do doby, než začne příliv peněz ve formě tržeb; při rozšiřování podniku a jeho aktiv (alokace volných fondů do věcných a finančních investic, tj. nákup dalšího výrobního zařízení, nákup akcií cizích podniků, státních a podnikových dluhopisů, finanční účasti aj.); financování při spojování nebo sanaci podniku; financování při likvidaci podniku (vyrovnání dluhů).¹¹

Podle původu finančních prostředků rozeznáváme:

- ❖ **financování vlastním kapitálem** (emisí akcií, peněžními a věcnými vklady majitelů);
- ❖ **financování cizím kapitálem** (bankovním úvěrem, dluhopisy, zálohami odběratelů);
- ❖ **samofinancování** (financování ziskem, odpisy, popř. dalšími vnitřními zdroji, např. financováním z rezerv – to je samofinancování v širším pojetí, v užším pojetí zahrnuje jen financování ze zisku).

⁹ Synek, M. aj. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 322.

¹⁰ Synek, M. aj. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 322 - 323.

¹¹ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 13.

Podle doby, po kterou je kapitál podniku k dispozici, rozeznáváme financování:

- ❖ **dlouhodobé** (přeměna investičního majetku na peněžní formu trvá déle než u běžného majetku a peněžní prostředky jsou vázány v investičním majetku po delší dobu, v teorii podnikových financí se však dlouhodobé financování nespojuje jen s financováním podnikových investic do dlouhodobého fixního majetku, ale dlouhodobé financování zahrnuje i financování části oběžného majetku, který má trvalý charakter.)¹²;
- ❖ **krátkodobé**.

2.1.3 Pravidla financování

Pravidla financování vycházejí z dané kapitálové potřeby a stanovují základní zásady, které prostředky financování je třeba použít za určitých předpokladů ke krytí kapitálové potřeby. Kapitálovou potřebou se rozumí výše jednotlivých složek majetku, které podnik potřebuje ke splnění svých cílů. Kapitálová potřeba vzniká v okamžiku placení při nákupu strojů, zařízení, surovin, materiálu apod. a trvá do té doby než se vynaložené prostředky vrátí zpět do podniku. Kapitálová potřeba dlouhodobého majetku je stanovena pořizovacími náklady. Zjištění kapitálové potřeby pro oběžný majetek je komplikovanější. Obecně ji lze určit jako součin účetních nákladů jednoho výrobního dne (denní výše vázaného kapitálu) a průměrné doby vázanosti kapitálu.¹³

Mezi **základní pravidla financování** patří:

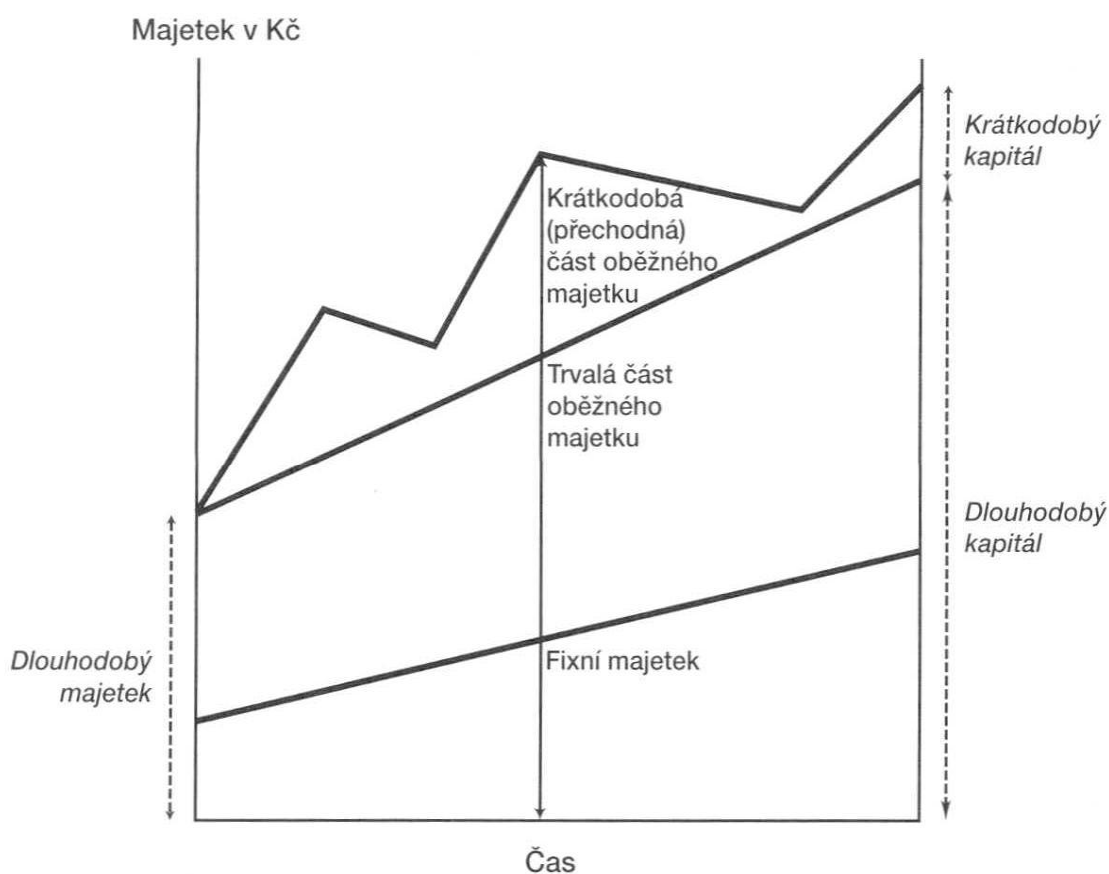
1. pravidlo horizontální majetkově-kapitálové struktury (má dvě varianty):
 - a) zlaté pravidlo financování (zlaté bankovní pravidlo);
 - b) zlaté bilanční pravidlo;
2. pravidlo vertikální kapitálové struktury.

Zlaté pravidlo financování – mezi dobou, během níž jsou vázány prostředky v majetku a dobou, během níž je kapitál získaný pro jejich krytí k dispozici, musí být shoda. Tuto zásadu je třeba klást jako minimální požadavek v tom smyslu, že kapitál nemá mít kratší lhůtu splatnosti, než jsou zapotřebí příslušné složky majetku.

¹² Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 259.

¹³ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 29.

„**Zlaté bilanční pravidlo** (viz Obrázek 1) v nejužším pojetí říká, že investiční majetek je třeba financovat vlastním kapitálem, v širším pojetí, že investiční majetek je třeba financovat dlouhodobým kapitálem, tedy vlastním a dlouhodobým cizím kapitálem, v nejširším pojetí říká, že všechny dlouhodobě vázaný majetek má být dlouhodobě profinancován, tzn. nejen investiční majetek, ale i dlouhodobě vázaný oběžný majetek (tj. zásoby surovin, pomocných a provozních látek nebo zboží, které jsou nutné pro udržení chodu podniku). Další části majetku mohou být financovány krátkodobě.“¹⁴



Obrázek 1 Zlaté bilanční pravidlo¹⁵

Pravidlo vertikální finanční struktury se týká pouze skladby kapitálu – finančních zdrojů, nevztahuje se k použití finančních prostředků. Pravidlo říká, že vztah vlastního a cizího kapitálu má být 1 : 1. Vlastníci podniku se mají podílet na financování přinejmenším stejným dílem jako věřitelé.

¹⁴ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 30.

¹⁵ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 260.

Aby byl podnik schopen získat cizí kapitál, musí mít určitou výši vlastních zdrojů. Má-li podnik za cíl maximalizaci rentability vlastního kapitálu, přispívá k jejímu zvýšení cizí financování, a to za předpokladu, že úročení celkového kapitálu je vyšší než pevně stanovený úrok pro cizí kapitál, získané vyšší úročení cizího kapitálu pak připadá kapitálu vlastnímu. Rentabilita vlastního kapitálu je potom o to vyšší, o co menší je procentuální podíl vlastního kapitálu na celkovém. Zvýšení rentability vlastního kapitálu cizím financováním investic, jejichž celková rentabilita leží nad smluveným úrokem pro cizí kapitál, označujeme jako pákový efekt zvýšeného zadlužení na rentabilitu vlastního kapitálu. Zvýšení výnosnosti vlastního kapitálu je způsobeno jednak použitím levnějšího cizího kapitálu (akcionáři za vyšší riziko při investici požadují vyšší výnos), tak tzv. daňovým efektem (daňovým štítem), neboť úroky z cizího kapitálu jsou součástí nákladů snižující zisk, ze kterého se platí daně, a tím snižují daňové zatížení podniku.

Efekt finanční páky však může působit i negativně, a to v případě, že úrok z cizího kapitálu je vyšší než celková rentabilita, potom rentabilita vlastního kapitálu klesá o to více, o čí vyšší je procentní podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu. Může dojít i ke snížení vlastního kapitálu, neboť úrok z cizího kapitálu musí být zaplacen.

Se zvyšováním podílu cizího kapitálu na celkovém kapitálu se zvyšuje zadluženost firmy, což významně ovlivňuje její finanční stabilitu. Získání každého dalšího dluhu je pro firmu obtížnější a nákladnější, neboť roste riziko nesplacení dlužných částek. Použití cizího kapitálu tedy může působit pozitivně i negativně. Management podniku musí tedy usilovat o dosažení optimální finanční struktury¹⁶.

2.1.4 Finanční a kapitálová struktura

Vedle pojmu kapitálová struktura se používá pojem **finanční struktura podniku**. V praxi jsou tyto kategorie často zaměňovány, finanční teorie je důsledně odděluje. Za finanční strukturu považujeme strukturu celkového podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho celkový majetek.¹⁷ Optimální je taková finanční struktura, kdy jsou finanční

¹⁶ Tetřevová, L. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 30.

¹⁷ Valach, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2005, s. 264.

zdroje rozloženy tak, že náklady na jejich pořízení a udržení jsou minimální a zároveň je respektován předpokládaný vývoj tržeb a zisku i majetková struktura.¹⁸

Kapitálová struktura podniku je ve finanční teorii charakterizována jako struktura dlouhodobého kapitálu (finančních zdrojů), ze kterého je financován dlouhodobý majetek, tj. fixní majetek a trvalá část majetku oběžného. Ze statistického hlediska je zachycena v části pasiv rozvahy jako stav k určitému datu. Z dynamického hlediska ukazuje složení dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován přírůstek dlouhodobého majetku za určité období.¹⁹ Kapitálová struktura je významnou součástí finanční struktury podniku.²⁰

Celková velikost podnikového kapitálu závisí na mnoha okolnostech, především na²¹:

- ❖ velikosti podniku (obecně platí: čím větší podnik, tím větší kapitál vyžaduje)
- ❖ stupni mechanizace, automatizace, robotizace (čím vyšší použití techniky, tím větší kapitál)
- ❖ rychlosti obrátu kapitálu (čím rychlejší obrat, tím menší kapitál)
- ❖ organizaci odbytu (podnik s vlastní prodejní sítí vyžaduje vyšší kapitál než prodej přes obchodní podniky).

Podnik by měl mít právě tolik kapitálu, kolik potřebuje. Má-li kapitálu více, je jeho využití nehospodárné, říká se, že podnik je překapitalizován. To u akciové společnosti znamená, že bylo emitováno více akciového kapitálu, než může být efektivně použito. Výsledkem potom je to, že akciová společnost není s to vytvořit takový zisk, aby akcionáři dostali požadovanou míru dividend. Obvyklým ukazatelem překapitalizování podniku je poměr vlastního kapitálu a dlouhodobého majetku (stálých aktiv). Je-li tento podíl větší než 1, hovoříme o překapitalizování.²²

Má-li kapitálu tak málo, že to způsobuje poruchy v chodu podniku, říkáme, že podnik je podkapitalizován. K tomu často dochází v období expanze podniku, kdy podnik prudce rozšiřuje výrobu a prodej, čímž spontánně rostou jeho aktiva (zásoby, pohledávky i hmotný majetek), která nejsou kryta potřebnými finančními zdroji. Podnik se zadlužuje u svých

¹⁸ Tetřevová, L. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 32.

¹⁹ Valach, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2005, s. 264.

²⁰ Tetřevová, L. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 33.

²¹ Synek, M. *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 50.

²² Synek, M. *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 50.

dodavatelů a tímto krátkodobým cizím kapitálem je kryt i dlouhodobý majetek. Podnik se dostává do platební neschopnosti, což bývá počátkem jeho konce. Ukazatelem odkapitalizování může být poměr dlouhodobého majetku (stálých aktiv) k dlouhodobým zdrojům (dlouhodobým pasivům), je-li jeho hodnota větší než 1, jsou stálá aktiva kryta i krátkodobými závazky a podnik je podkapitalizován.²³

Podle klasického (tradičního) přístupu, který většinou převládá, se za optimální kapitálovou strukturu považuje takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při němž jsou průměrné náklady kapitálu^{poznámka} minimální. Jestliže podniková kapitálová struktura je optimální, je možné předpokládat, že celková tržní hodnota firmy dosahuje svého maxima. Je tomu tak proto, že tržní hodnota firmy (kterou můžeme zjednodušeně vyjádřit jako očekávané výnosy * 100/průměrné náklady kapitálu) se zvyšuje, jestliže se průměrné náklady kapitálu snižují. Předpokládáme přitom, že očekávaný výnos zůstává konstantní.²⁴

Praxe finančního řízení zdůrazňuje při pokusech o uplatňování teorie optimální kapitálové struktury zejména dva problémy²⁵:

- ❖ **obtížnost zjištění průměrných nákladů kapitálu**, zejména pak nákladů vlastního kapitálu, a tím i určení optimálního poměru dluhu a vlastního kapitálu;
- ❖ nutnost zohledňovat při volbě kapitálové struktury i **jiné faktory** než náklady kapitálu, mezi tyto další faktory patří: velikost a stabilita realizovaného zisku podniku, majetková struktura podniku, odvětvové standardy, požadavky věřitelů, postoje manažerů k riziku, snaha o udržení kontroly nad činností podniku.

Z výše uvedených dalších faktorů je zdůrazňována zejména role zisku a majetkové struktury podniku při rozhodování o optimálním složení dlouhodobého kapitálu. Tato skutečnost se pak projevuje i v určité modifikaci definice optimální kapitálové struktury: za optimální se považuje takové rozložení kapitálu, které vychází z minimalizace průměrných

²³ Synek, M. Manažerská ekonomika. Praha: Grada Publishing, 2007, s. 50.

^{poznámka} Průměrné náklady celkového podnikového kapitálu můžeme vypočítat jako vážený aritmetický průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, kde vahou je podíl příslušného druhu kapitálu na celkovém podnikovém kapitálu, přičemž součet vah je roven 1. Mezi náklady jednotlivých druhů kapitálu patří: náklady dluhu, náklady dluhu získaného emisí podnikových dluhopisů, náklady prioritních a kmenových akcií a náklady nerozděleného zisku.

²⁴ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 288 – 289.

²⁵ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 292 – 293.

nákladů kapitálu a které je zároveň v souladu s předpokládaným vývojem podnikového zisku a předpokládanou strukturou podnikového majetku.²⁶

Teorie kapitálové struktury je jednou z nejdiskutovanějších otázek dlouhodobého finančního managementu. Prvním pokusem o charakteristiku vlivu zadlužení na náklady kapitálu a tržní hodnotu firmy byly studie a články *Durandovy*, které vyústily v tradiční charakteristiku nákladů kapitálu. Podle ní zapojení dluhu do kapitálové struktury podniku vede ke snížení průměrných nákladů kapitálu (a k růstu tržní hodnoty firmy), ale jen do určité výše dluhu. Při překročení této výše začínají průměrné náklady kapitálu stoupat (a tržní hodnota firmy klesat).²⁷

Rozhodující vliv na další vývoj diskuzí okolo optimální kapitálové struktury měli *Modigliani a Miller*, kteří v letech 1958 – 1965 přišli se zcela odlišným závěrem, že - za určitých předpokladů – průměrné náklady kapitálu jsou nezávislé na kapitálové struktuře, taktéž i tržní hodnota firmy. Toto jejich tvrzení je všeobecně označováno za M-M tvrzení I. M-M při něm zejména předpokládali²⁸:

- ❖ existuje dokonalý kapitálový trh;
- ❖ neexistuje zdanění zisku;
- ❖ neexistují náklady úpadku;
- ❖ všichni investoři očekávají stejnou velikost zisku před zdaněním a úroky.

Vliv daní ze zisku na kapitálovou strukturu M-M sami později uznali za podstatný a upravili své původní tvrzení I o nezávislosti průměrných nákladů kapitálu na kapitálové struktuře na tvrzení II: průměrné náklady kapitálu v důsledku úrokového daňového štítu se stupněm zadlužení klesají a tržní hodnota firmy roste.²⁹

Kompromisní teorie kapitálové struktury chápe volbu kapitálové struktury jako kompromis mezi úrokovým daňovým štítem, který do určité míry zadlužení snižuje průměrné náklady kapitálu a náklady finanční tísně, které zvyšují průměrné náklady kapitálu. Za optimální považuje takové složení kapitálu, při němž daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně.

²⁶ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 294.

²⁷ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 294.

²⁸ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 294.

²⁹ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 298.

Teorie hierarchického pořádku zdůrazňuje značný vliv podnikových manažerů na volbu kapitálové struktury, protože mají podrobnější a rychlejší informace než vlastníci, event.věřitelé. Neuznává tedy předpoklad homogenních očekávání budoucích zisků všemi subjekty podnikání, jako tomu bylo u M-M tvrzení I. Teorie předpokládá stabilní dividendovou politiku, kdy kapitálová struktura se podřizuje požadavku zachování míry dividend, a proto se průběžně upravuje podle výkyvů v dosahovaném zisku. Podle této teorie uskutečňuje podnik financování svých dlouhodobých potřeb v tomto pořadí³⁰:

- ❖ interní zdroje (zadržovaný zisk při strnulé dividendové politice);
- ❖ dlouhodobý úvěr, emise dlouhodobých dluhopisů;
- ❖ emise akcií.

Teorie R. A. Brealeyho – S. C. Myerse dochází k závěru, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný úhledný vzorec. Při úvahách o kapitálové struktuře doporučuje respektovat čtyři dimenze³¹:

- ❖ daně – ve svém důsledku vedou k úrokovému daňovému štítu (pokud je podnik ziskový);
- ❖ riziko – velké riziko podnikání by mělo vést k menšímu zadlužení firmy;
- ❖ typ aktiv – firmy s převahou nehmotných aktiv by se neměly příliš zadlužovat;
- ❖ finanční volnost – tržní hodnota firmy závisí v delším období více na investičních rozhodnutích než na struktuře financování projektu.

2.2 Finanční zdroje

Pojem finanční zdroj není definován jednoznačně. Ve finanční praxi se za **finanční zdroj** obvykle nepovažují celkové tržby, ale jen ta část, která vyjadřuje odpisy a zadržovaný zisk. Je to zúžené pojetí, které se vztahuje na zdroje sloužící k obnově a rozšiřování převážně stálých, dlouhodobých aktiv podniku – tedy k financování investic (v klasickém pojetí). Je nesporné, že i ta část tržeb, která slouží k úhradě mezd, nákupu surovin a materiálů apod., představuje pro podnik finanční zdroj, kterým získává finanční prostředky. Tato část tržeb je

³⁰ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 303.

³¹ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 304.

zdrojem tvorby krátkodobých peněžních prostředků, krátkodobých finančních zdrojů. Finanční zdroje lze použít buď na financování běžné či mimořádné.³²

Pod pojmem *finanční zdroje* tedy rozumíme zdroje, které podnik využívá k financování obnovy a rozšíření svého majetku. Finanční zdroje lze rozdělit podle různých hledisek (viz Obrázek 2)³³:

Hledisko vlastnictví:

- ❖ *vlastní finanční zdroje* – vklady vlastníků, zdroje získané realizací výrobků a služeb ve formě odpisů a zisku po zdanění a úhradě dividend, zdroje z prodeje nepeněžních částí majetku;
- ❖ *cizí finanční zdroje* – úvěry, závazky, dotace, leasing.

Hledisko subjektu tvorby finančního zdroje:

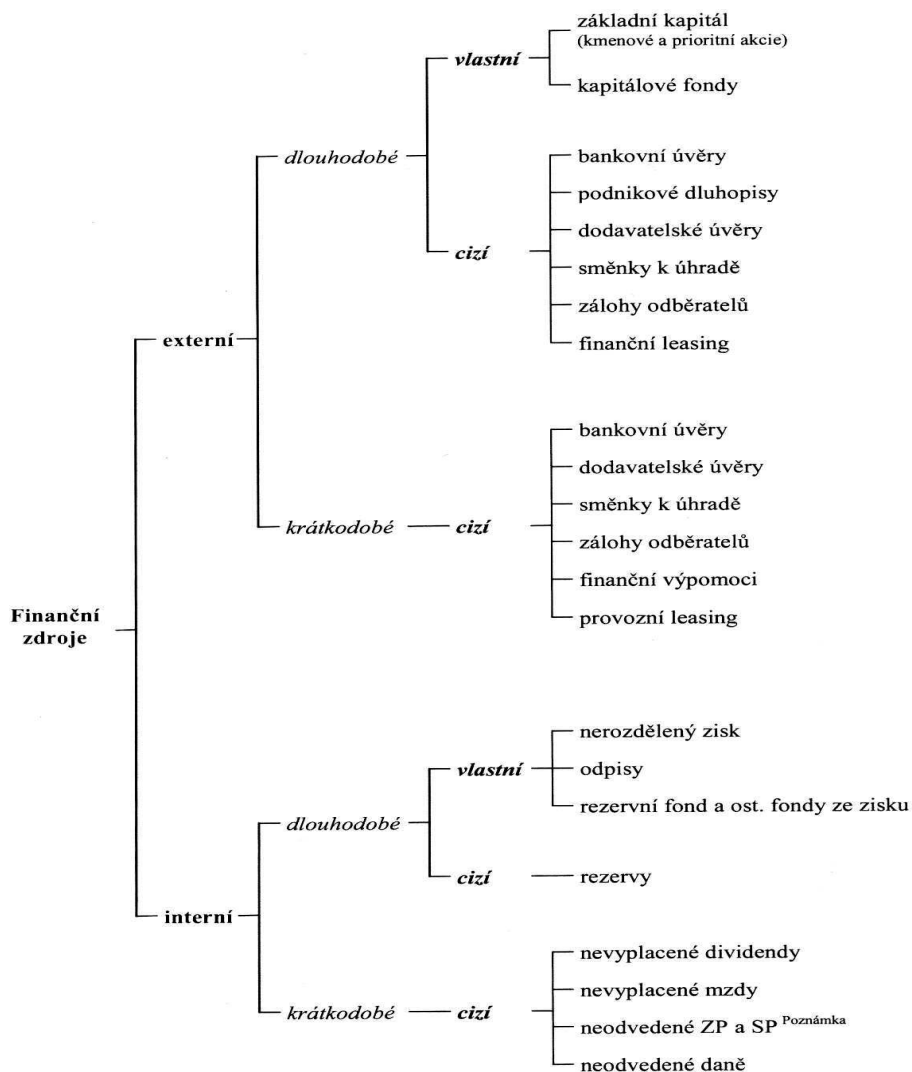
- ❖ *interní finanční zdroje* – podnik je vytvořil vlastní činností, patří sem nerozdělený zisk, odpisy aj.;
- ❖ *externí finanční zdroje* – zdroje, které byly vytvořeny mimo podnik, např. úvěry, dotace, vklady vlastníků.

Hledisko času – doby splatnosti:

- ❖ *krátkodobé finanční zdroje* – splatnost do 1 roku;
- ❖ *dlouhodobé finanční zdroje* – splatnost delší než 1 rok, v rámci dlouhodobých zdrojů se někdy rozlišují střednědobé zdroje – splatnost 4 až 5 let, vlastní zdroje se považují za zdroje s neomezenou splatností.

³² Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 13.

³³ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 13.



Obrázek 2 Finanční zdroje³⁴

2.2.1 Interní zdroje financování

Mezi interní dlouhodobé vlastní finanční zdroje patří *odpisy a nerozdělený zisk*. K internímu financování rozvoje podniku lze v menší míře využívat i *rezervní fondy*. V akciových společnostech se tyto fondy tvoří ze zákona povinně, k financování rozvoje může sloužit jen ta jejich část, jejíž užití není povinně určeno. Rezervní fondy jsou součástí vlastního kapitálu.³⁵ Do dlouhodobých cizích zdrojů patří rezervy. Rezervy tvoří podnik z důvodů snížení rizik nebo k pokrytí ztráty. Dělí se na zákonné, rezervy na kursové ztráty a ostatní.³⁶ Mezi krátkodobé cizí zdroje financování patří tzv. stálá pasiva (v minulosti

³⁴ Tetřevová, L. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 80.

³⁵ Duchoň, B. *Inženýrská ekonomika*. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 170.

³⁶ Wagnerová, E. *Ekonomika podniku*. Opava: Slezská univerzita v Opavě, 2001, s. 26.

označována také jako „prostředky vlastním podobné“), jde o finanční prostředky, které již podniku nepatří, ale se kterými ještě disponuje. Jsou to např. dosud nevyplacené dividendy, nevyplacené mzdy, neodvedené pojistné na všeobecné zdravotní pojištění a pojistné na sociální zabezpečení a příspěvek na státní politiku zaměstnanosti, neodvedené daně.³⁷ Interní finanční zdroje nám označují úroveň vnitřní schopnosti podniku vytvořit peníze.³⁸

2.2.1.1 Odpisy

Dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek funguje v podniku několik let. Nemůže být proto zahrnován do provozních nákladů najednou, ale postupně, v jednotlivých letech životnosti. **Odpisy** představují systematickou alokaci pořizovací ceny (eventuálně účetní hodnoty stanovené při přecenění) do nákladů podniku. Jsou zachycovány ve výsledovce podniku. Podnik začíná aktivum odpisovat v okamžiku, kdy je aktivum způsobilé k uvedení do používání. Z finančního hlediska představují součást interně generovaných finančních zdrojů podniku.³⁹

Odpisy, kromě toho, že přibližně v peněžích vyjadřují stupeň opotřebení hmotného a nehmotného dlouhodobého majetku, mají pro finanční hospodaření podniku i další **význam**⁴⁰:

- ❖ jako složka provozních nákladů ovlivňují výši vykazovaného hospodářského výsledku, a tím i základ daně ze zisku a rentabilitu podnikání;
- ❖ do doby obnovy dlouhodobého majetku vystupují jako volný finanční zdroj, použitelný k jakémukoliv účelu, odpisy představují sice součást provozních nákladů, ale nejsou zároveň peněžním výdajem (ten se uskutečnil jednorázově při pořízení dlouhodobého majetku, příp. dále při jeho obnově), odpisy nepředstavují odliv peněžních prostředků firmy.

Někteří autoři finančních publikací nepovažují odpisy za finanční zdroj. Argumentují tím, že finančním zdrojem jsou příjmy z prodeje a odpisy představují jen částku zadrženu (nezdaněnou) v podniku.

³⁷ Wagnerová, E. *Ekonomika podniku*. Opava: Slezská univerzita v Opavě, 2001, s. 24.

³⁸ Krauseová, J. a kol. *Zakladatelský finanční záměr firmy do kapsy*. Slaný: Melandrium, 2007, s. 39.

³⁹ Dvořáková, D. *Finanční účetnictví a výkaznictví podle mezinárodních standardů IAS/IFRS*. Brno: Computer Press, 2006, s. 115.

⁴⁰ Duchoň, B. *Inženýrská ekonomika*. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 133.

Odpisy jako nepeněžní náklad nejsou výdajem, jsou naopak součástí celkových příjmů podniku v podobě inkasovaných tržeb (ceny výrobků zahrnují i kalkulované odpisy). Spolu s inkasovaným ziskem tvoří obvykle (pod společným názvem „provozní peněžní tok“, „uvnitř vytvářená hotovost“, „interní generovaný fond“) dominantní zdroj krytí kapitálových požadavků firem na obnovu a příp. rozšíření fixního majetku ve většině průmyslově vyspělých zemí (viz Tabulka 1).⁴¹

Tabulka 1 Podíl odpisů na investicích v letech 1997 – 2004 v ČR⁴²

	1997	1998	1999	2004
Hmotné a nehmotné investice nefinančních podniků v mld. Kč	251	245	236	260
Odpisy hmotného a nehmotného majetku v mld. Kč	131	142	159	200
Podíl odpisů na investicích v %	52	58	67	77

Odpisy, na rozdíl od zisku (po zdanění a úhradě dividend), jsou relativně stabilní zdroj financování. Je tomu tak proto, že:

- ❖ odpisy nejsou ovlivněny tak velkým množstvím proměnlivých faktorů jako zisk;
- ❖ podnik je má k dispozici i v těch případech, kdy nevytvořil žádný zisk a tržby pokrývají pouze úroveň nákladů.

System odepisování hmotného a nehmotného dlouhodobého majetku má značný vliv nejen na finanční hospodaření podniku, ale i na celkové ekonomické jednání a rozhodování podniku. Výrazně ovlivňuje možnost modernizace majetku, zejména softwaru, strojů a zařízení, dopravních prostředků. Tímto způsobem se může podílet na restrukturalizaci podniku, celých oborů a odvětví podnikání i na jejich produktivitě.⁴³ Odpisy je nutné rozlišit na účetní odpisy (stanovené zákonem č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů) a daňové odpisy (stanovené zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, ve znění pozdějších předpisů). Pro určení základu daně z příjmů je rozhodující výše daňových odpisů.⁴⁴

⁴¹ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 316 – 317.

⁴² Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 317.

⁴³ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 317 – 318.

⁴⁴ Krauseová, J. a kol. Zakladatelský finanční záměr firmy do kapsy. Slaný: Melandrium, 2007, s. 39.

2.2.1.2 Nerozdělený zisk

Nerozdělený zisk je dlouhodobým, interním, vlastním zdrojem financování investic, někdy se pro jeho označení používá termín „zadržovaný zisk“. Je druhým kvantitativně nejvýznamnějším zdrojem interního financování. Je to část zisku po zdanění, která není použita na výplatu dividend či podílů na zisku, která se už nebude rozdělovat mezi majitele, ale bude sloužit k dalšímu podnikání. Nerozdělený zisk rozlišujeme jako nerozdělený zisk běžného roku a nerozdělený zisk minulých let.⁴⁵

Na výši nerozděleného zisku mají rozhodující vliv zejména tyto faktory⁴⁶:

- ❖ zisk běžného roku;
- ❖ daň ze zisku (ovlivňuje nerozdělený zisk nepřímo, z dlouhodobého hlediska jsou podstatné úvahy o změně daňových sazeb, a dalších položek, tzv. daňově uznatelných nebo neuznatelných nákladů);
- ❖ dividendy vyplacené akcionářům (výše a dynamika nerozděleného zisku je dále nepřímo závislá na výši dividend a dividendové politice podniků);
- ❖ tvorba rezervních fondů ze zisku.

Nerozdělený zisk je někdy považován za nejlevnější finanční zdroj. Někteří ekonomové se domnívají, že nerozdělený zisk má podnik zadarmo, že s jeho získáním nejsou spojeny žádné náklady. Vezmeme-li v úvahu teorii nákladů příležitosti, dojdeme k jinému závěru. Jestliže byl nerozdělený zisk použit na reinvestování, akcionáři se museli vzdát výplaty dividend a možnosti dalšího investování. Přinejmenším mohli získat takový výnos, který jim přináší jejich současný investiční vklad. Náklady nerozděleného zisku jsou stejné, jako náklady na získání kmenových akcií, snížené o emisní náklady.⁴⁷

Financování investic prostřednictvím nerozděleného zisku a dlouhodobých rezerv se nazývá **samofinancováním**. Často je do něj zahrnováno i financování prostřednictvím odpisů. Samofinancování se může uskutečnit zjevně nebo skrytě. Zjevné samofinancování se uskutečňuje, pokud bilanční zisky nejsou rozděleny mimo podnik, ale zůstávají u podniků fyzických osob a partnerských společností na kapitálových účtech společníků, u podniků s pevným základním jměním na účtech rezervních fondů (nerozděleného zisku). Skrytá forma

⁴⁵ Wagnerová, E. *Ekonomika podniku*. Opava: Slezská univerzita v Opavě, 2001, s. 47.

⁴⁶ Wagnerová, E. *Ekonomika podniku*. Opava: Slezská univerzita v Opavě, 2001, s. 47.

⁴⁷ Tetřevová, L. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 95.

samofinancování se uskutečňuje tvorbou tichých rezerv. Tiché rezervy vznikají tím, že se v rozvaze v rámci oceňovacích možností, které má účetnictví, nevykazují docílené zisky nebo růst hodnoty majetku, popřípadě jsou skryta v pasivních položkách.⁴⁸

Mezi *výhody samofinancování* patří⁴⁹:

- ❖ při samofinancování se nemění stávající podílové vztahy a tím ovládnání společnosti;
- ❖ nevznikají emisní náklady;
- ❖ růst vlastního kapitálu pomocí samofinancování snižuje finanční riziko firmy (riziko zadlužení), a tím i riziko vzniku nákladů finanční tísně či úpadku;
- ❖ možnost financování investic s vysokým stupněm rizika, na které se obtížně získávají externí zdroje.

Nevýhodou samofinancování z nerozděleného zisku je to, že⁵⁰:

- ❖ se jedná o méně stabilní finanční zdroj;
- ❖ zde nepůsobí úrokový daňový štít (ve srovnání s úvěrem či dluhopisy je to relativně dražší zdroj);
- ❖ zde vzniká nebezpečí méně intenzivního tlaku na efektivnost;
- ❖ dochází k omezení výplaty podílu na zisku.

2.2.2 Externí zdroje financování

Možnosti rozvoje podniku obvykle přesahují možnosti interního financování a chce-li podnik využít příležitosti, musí počítat s významnou úlohou externích finančních zdrojů.⁵¹ Externí zdroje používající se na financování dlouhodobého majetku, jsou mnohem rozmanitější než interní finanční zdroje. Jejich různorodost souvisí s rozvojem a inovacemi na kapitálových trzích. Mnoho firem používá při financování svých investic vedle externích vlastních zdrojů i dlouhodobé dluhy. Jsou to různé návratné finanční zdroje dlouhodobého kapitálu podniku, jejichž splatnost přesahuje dobu jednoho roku^{poznámka}. Mezi dlouhodobé

⁴⁸ Wöhe, G. Úvod do podnikového hospodářství. Praha: C. H. Beck, 1995, s. 525 a 526.

⁴⁹ Wöhe, G. Úvod do podnikového hospodářství. Praha: C. H. Beck, 1995, s. 534

⁵⁰ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 335 a Tetřevová, L., Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 96 – 97.

⁵¹ Krauseová, J. a kol. Zakladatelský finanční záměr firmy do kapsy. Slaný: Melandrium, 2007, s. 39.

^{poznámka} Někdy se dlouhodobé dluhy s dobou splatnosti jeden až pět let považují za střednědobé a teprve dluhy s delší než pětiletou splatností jsou označovány za dlouhodobé.

dluhy podniku patří především emitované podnikové dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, dlouhodobé dodavatelské úvěry, dlouhodobé přijaté zálohy od odběratelů a dlouhodobé směnky. Financování investic pomocí těchto různorodých dlouhodobých návratných zdrojů financování se nazývá také dluhovým či návratným financováním nebo financováním z cizích zdrojů.

V USA se na dluhovém financování investic společností podílejí ve značném rozsahu především podnikové dluhopisy. V evropských zemích (zejména v Německu a ve Francii a také v ČR) a v Japonsku mají naopak větší váhu úvěry od bank či jiných finančních institucí. Do externích finančních zdrojů řadíme především bankovní úvěry, finanční leasing, kmenové a prioritní akcie a emise podnikových dluhopisů.⁵²

2.2.2.1 Bankovní úvěry

V České republice patří mezi nejčastější cizí dlouhodobé zdroje financování bankovní neboli finanční úvěry, které jsou poskytovány ve formě peněz komerčními bankami, pojišťovnami a penzijními fondy. Dlouhodobý bankovní úvěr mohou podniky získávat nejčastěji jako:

- ❖ termínovanou půjčku;
- ❖ hypoteční úvěr^{poznámka}.

Termínované půjčky jsou poskytovány většinou na rozšiřování hmotného dlouhodobého majetku podniku. V naší praxi jsou proto obvykle označovány jako investiční úvěry. Mohou však být poskytovány i na trvalé rozšiřování oběžného majetku, na pořízení nehmotného majetku (nákup licencí, pořízení nehmotného majetku vlastním výzkumem), na nákup dlouhodobých cenných papírů apod.

„**Hypoteční úvěr** je úvěr, jehož splacení včetně příslušenství je zajištěno zástavním právem k nemovitosti, i rozestavěné.“⁵³ Zpravidla jde o pozemkový a bytový majetek –

⁵² Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 341 a 358.

^{poznámka} Počínaje rokem 2004 začaly banky v ČR poskytovat tzv. americkou hypotéku. Jde většinou o neúčelový úvěr, který je zajištěn zástavním právem k nemovitosti. Firma při úvěru nemůže uplatňovat nárok na žádnou státní dotaci a nemůže si také úroky odečítat z daňového základu. Banky nabízejí tuto hypotéku jen do 50 – 70 % odhadní ceny a jsou spojeny s vyššími úrokovými sazbami 6 – 9 %.

⁵³ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 28.

nikoliv majetek průmyslový, jehož hodnota je značně kolísavá.⁵⁴ Hypoteční úvěr patří k nejstarším druhům bankovního úvěru.⁵⁵ Jedná se o dlouhodobý účelový úvěr k financování investic do nemovitostí. Doba splatnosti může být až 20 let a je zpravidla poskytován s pevnou úrokovou sazbou stanovenou na 1 rok nebo 5 let. Úvěr je splácen formou pevných pravidelných měsíčních splátek nebo na základě individuálního splátkového kalendáře. Lze jej poskytnout do výše 70 % hodnoty nemovitosti stanovené bankou na základě znaleckého ocenění.⁵⁶ Hypoteční úvěr může být realizován jako úvěr pomocí hypotečních zástavních listů nebo hypoteční stavební úvěr.

Úvěr pomocí hypotečních zástavních listů je úvěr, který podnik získá proti zástavě nemovitého majetku a je refinancován emisí hypotečních zástavních listů. Hypoteční zástavní listy emitují jen banky, které k tomu mají oprávnění, ručí za ně svým vlastním kapitálem.⁵⁷ Hypoteční banky získávají emisí hypotečních zástavních listů finanční zdroje pro poskytování hypotečních úvěrů.⁵⁸ Podstata *hypotečního stavebního úvěru* spočívá v tom, že investor nezíská celou sumu úvěru najednou, ale úvěr je poskytován postupně, tak, jak jsou prováděny stavební práce. Banka tento úvěr neposkytuje v hotovosti, ale pouze proplácí dodavatelské faktury. Tato forma úvěru se poskytuje v případech, že podnik nemá k dispozici záruku v podobě nemovitosti.⁵⁹

Výhody bankovního úvěru spočívají v tom, že⁶⁰:

- ❖ přijetí bankovního úvěru umožní dosáhnout větší pružnosti v kapitálové struktuře podniku a podnik je tak schopen rychleji reagovat na měnící se podmínky na trhu;
- ❖ bankovní úvěry mohou získat i podniky, které nemohou emitovat a umístit akcie;
- ❖ podmínky bankovního úvěru jsou sjednávány individuálně (podle situace podniku);
- ❖ placené úroky představují daňově uznatelný náklad, v případě ziskovosti podniku lze využít úrokového daňového štítu;
- ❖ přijetím bankovního úvěru neztrácí akcionáři svou kontrolu nad činností podniku;
- ❖ s přijetím bankovního úvěru nejsou spojeny vysoké emisní náklady;

⁵⁴ Kroh, M. Jak si vzít úvěr. Praha: Grada Publishing, 1999, s. 22 a 117.

⁵⁵ Sekerka, B. Bankovníctví II. díl. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2005, s. 31.

⁵⁶ http://www.csas.cz/banka/menu/cs/firmy/nav00000_firmy_grp_215_prod_26 (cit. 26. 10. 2007).

⁵⁷ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 28.

⁵⁸ Sekerka, B. Bankovníctví II. díl. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2005, s. 31.

⁵⁹ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 371 a Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 98 – 100.

⁶⁰ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 100 – 101.

- ❖ v důsledku závaznosti splátek úroků a úmorů dochází k vyjasnění pohledu manažerů na výnosnost jednotlivých investic.

Mezi *nevýhody bankovních úvěrů* lze zařadit⁶¹:

- ❖ získání pouze omezeného objemu finančních prostředků, pro překročení určité míry zadluženosti přestává být bankovní úvěr pro podnik výhodný a alternativou s nižšími náklady se stává emise dluhopisů;
- ❖ určité množství vlastních finančních prostředků, které podnik musí mít k dispozici při přijetí bankovního úvěru;
- ❖ jištění ve formě zástav majetku;
- ❖ nutnost včasné úhrady výnosů a jistiny;
- ❖ kladení určitých omezujících podmínek věřiteli.

2.2.2.2 *Kmenové akcie*

„**Akcie** je cenným papírem, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti.“⁶²

Kmenové akcie se liší od ostatních finančních instrumentů tím, že nemají den splatnosti, jsou v oběhu tak dlouho, jak existuje společnost. Kmenové akcie nemají horní limit výplaty dividend a dividendy nemusí být vyplaceny vůbec. Kmenové akcie představují reziduální formu vlastnictví, která je charakterizována tím, že kmenoví akcionáři mají právo na reziduální podíl na příjmu společnosti poté, co jsou vyplaceni držitelé dluhopisů, prioritních akcií a jsou uspokojeny požadavky státu (např. daně).⁶³ Majitel má také právo zúčastnit se hlasování na valné hromadě, právo na podíl z likvidačního výnosu v případě likvidace firmy a předkupní právo na nové akcie (umožňuje zachovat původní podíl akcionáře na majetku firmy). Obvykle jsou vydávány na majitele a jsou volně převoditelné. Akciová společnost v tomto případě nezná své akcionáře podle jména.⁶⁴ Tržní cena kmenových akcií je daleko více pohyblivější než ceny obligací či prioritních akcií. Kmenové akcie jsou trvalou

⁶¹ Kroh, M. Jak si vzít úvěr. Praha: Grada Publishing, 1999, s. 22 a 117.

⁶² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů, § 155.

⁶³ Jindřichovská, I., Blaha, Z. S. Podnikové finance. Praha: Management Press, 2001, s. 113.

⁶⁴ Liška, V., Gazda, J. IPO kmenové akcie a jejich primární emise. Praha: HZ Editio, 2001, s. 8.

permanentní formou externího financování investic, protože – na rozdíl od různých forem dluhů a některých druhů prioritních akcií – nejsou splatné.⁶⁵

Výhody financování pomocí *kmenových akcií* mohou být především následující skutečnosti⁶⁶:

- ❖ neexistují pevné závazky na úhradu dividend;
- ❖ financování pomocí kmenových akcií může být výhodné pro ty podniky, v jejichž kapitálové struktuře je vyšší než optimální úroveň dluhů (v tomto případě financování pomocí kmenových akcií snižuje průměrné náklady kapitálu);
- ❖ jsou snáze prodejné než prioritní akcie a obligace, protože jejich výnosnost je obvykle vyšší.

Nevýhody financování rozvoje podniku prostřednictvím *kmenových akcií* jsou spatřovány především v tom, že⁶⁷:

- ❖ kmenové akcie jsou z hlediska investora více riskantnější než obligace či prioritní akcie, investoři proto žádají vyšší výnosnost kmenových akcií, což zvyšuje náklady na získání kmenového kapitálu ve srovnání s prioritním kapitálem a dluhy;
- ❖ dividendy nejsou odpočitatelnou položkou pro účely zdanění, v důsledku toho jsou náklady na získání kmenového kapitálu vyšší;
- ❖ jsou spojeny s vysokými emisními náklady;
- ❖ emise kmenových akcií rozšiřuje hlasovací práva na další akcionáře, a tím i rozšiřuje kontrolu nad společností;
- ❖ zde vzniká nebezpečí tzv. „nepřátelského převzetí“;
- ❖ jsou charakteristické dlouhou dobou přípravy emise (v ČR obvykle 6 – 9 měsíců) a emise je administrativně náročnou aktivitou.

2.2.2.3 *Prioritní akcie*

Prioritní akcie jsou svou povahou dlouhodobým zdrojem, který leží uprostřed mezi kmenovými akciemi a dlouhodobým dluhem. Název „prioritní“ je odvozen od toho, že mají prioritu před kmenovými akciemi při výplatě dividend, příp. při rozdělování likvidačního

⁶⁵ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 344.

⁶⁶ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 346.

⁶⁷ Duchoň, B. Inženýrská ekonomika. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 180.

zůstatku firmy. Většinou jsou prioritní akcie zahrnovány do vlastního kapitálu podniku. Podobně jako kmenové akcie nejsou obvykle splatné, dividendy z nich nesnižují daňový náklad. S dlouhodobými dluhy mají prioritní akcie také některé společné rysy. Majitelé prioritních akcií nemají zpravidla hlasovací právo, a tím ani právo podílet se na řízení společnosti. Dividendy z prioritních akcií jsou obvykle pevně stanoveny a nejsou plně závislé na dosaženém hospodářském výsledku podniku. Přinášejí pevný výnos, podobně jako většina obligací. Pro tyto zvláštní rysy jsou prioritní akcie některými teoretiky zařazovány mezi zvláštní skupinu hybridního financování^{poznámka}, zároveň s konvertibilními dluhopisy. Podíl prioritních akcií na celkovém akciovém kapitálu je obvykle omezen buď zákonem, nebo stanovami akciové společnosti. V ČR je to nejvýše 50 % základního kapitálu.⁶⁸

Výhodou financování pomocí **prioritních akcií** je především to, že⁶⁹:

- ❖ nepředstavují pro emitenta riziko bankrotu v případě nevyplacení dividendy;
- ❖ dividendy mají většinou pevně stanovenou výši - relativní stabilita dividend z prioritních akcií při růstu zisku;
- ❖ prioritní akcie nejsou spojeny s hlasovacím právem, kromě případů, kdy společnost neplatí prioritní dividendu.

Nevýhody používání **prioritních akcií** jsou spatřovány především v tom, že⁷⁰:

- ❖ dividendy nejsou odečitatelnou položkou pro účely zdanění a prioritní kapitál je proto z tohoto důvodu dražší než dluh (dluhopisy);
- ❖ při poklesu zisku musí emitent uhradit dohodnutou stabilní výši dividendy.

2.2.2.4 *Finanční leasing*

Z finančního hlediska můžeme leasing charakterizovat jako alternativní speciální formu financování potřeb podniku cizím kapitálem. **Finanční leasing** představuje dlouhodobější pronájem s následným odprodejem, kdy se zařízení pronajímá na celou dobu životnosti. Nájemní smlouvu nelze vypovědět za dobu trvání smlouvy, platby za nájemné

^{poznámka} Hybridními zdroji financování jsou nazývány zdroje, které jsou obtížně jednoznačně přiřaditelné k vlastním nebo cizím zdrojům.

⁶⁸ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 347.

⁶⁹ Jindřichovská, I., Blaha, Z. S. Podnikové finance. Praha: Management Press, 2001, s. 122 a 123.

⁷⁰ Duchoň, B. Inženýrská ekonomika. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 180. a Jindřichovská, I., Blaha, Z. S. Podnikové finance. Praha: Management Press, 2001, s. 120.

musí uhradit cenu zařízení. Znamená to, že platby nájemného pokračují i v případě funkční neschopnosti pronajatého zařízení. Zpravidla se vždy dodržuje předpoklad, že nájemce udržuje zařízení, má je pojištěno a platí daně. Finanční leasing lze přirovnat k bankovní půjčce: nájemce má okamžitý peněžní příjem (nepožizuje sám potřebné zařízení) a zavazuje se platit pravidelné splátky.⁷¹

Leasing jako zdroj dlouhodobého financování podnikových potřeb se rozšířil zejména od počátku 50. let v USA. Dnes je využíván velmi intenzivně ve všech moderních tržních ekonomikách. Je považován za velmi pružný nástroj financování potřeb podniku, který umožňuje investorovi efektivní uplatnění nejnovějších poznatků vědy a technického rozvoje do praxe a který bezprostředně spojuje investiční činnost s následným vývojem produkce a tržeb. Využívá se i při financování nově vznikajících podniků. Jeho význam bývá spatřován i v tom, že je to prostředek podpory odbytu – jeho masovým rozšířením se podstatně zkrátil cyklus obnovy např. automobilů, počítačů a jiných druhů investičních statků.⁷² „Finanční leasing představuje v současných ekonomických podmínkách určité řešení nejen při řízení cash flow, daňových toků, při boji s důsledky inflace, ale i při realizaci investičních záměrů a v některých případech může znamenat i zajištění provozu zařízení, dopravního prostředku či nemovitosti prostřednictvím doprovodných služeb leasingové společnosti.“⁷³

Specifickou formou finančního leasingu je **zpětný leasing**. Rozdíl je v tom, že leasingová společnost odkupuje předmět leasingu od původního majitele, kterému ho pak zpět pronajímá. Častou motivací k využití této formy leasingu je uvolnění finančních prostředků podniku k jiným účelům.⁷⁴

V **ČR** dnes funguje na *leasingovém trhu* mnoho leasingových společností různého druhu (nezávislé leasingové společnosti, dceřiné společnosti, dceřiné společnosti bank, společnosti větších výrobců a dovozců). Leasing uskutečňují i některé banky přímo nebo některé společnosti jako svou doplňkovou činnost. Nejdříve na leasingovém trhu v ČR převyšovala poptávka nad nabídkou. Vyplývalo to z nedostatečné vybavenosti podniků vlastním kapitálem a z přetrvávající poměrně silné úvěrové restriktce a omezeného emitování podnikových obligací. Postupně se leasingový trh začal konsolidovat a rovněž se zvýšila

⁷¹ Duchoň, B. Inženýrská ekonomika. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 181.

⁷² Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 389 – 390.

⁷³ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 101 – 102.

⁷⁴ Krauseová, J. a kol. Zakladatelský finanční záměr firmy do kapsy. Slaný: Melandrium, 2007, s. 113.

konkurence na straně nabídky. To vše vedlo ke snížení ziskových marží leasingových společností, k pestřejším a výhodnějším nabídkám pro nájemce s využitím různých slev, nestandardních způsobů splátek apod.⁷⁵

Leasingové společnosti, členové České leasingové a finanční asociace (ČLFA) předaly v roce 2006 do užívání movité věci za více než 100 miliard korun (bez DPH) -viz Tabulka 2. Pokud vezmeme v úvahu, že členové pokrývají téměř 97 % trhu, pak celkový objem leasingu dosáhl bezmála 110 miliard korun. V posledním desetiletí se tak objem leasingu movitých věcí více jak zdvojnásobil (v roce 1996 byl celkový objem movitých věcí 46 mld. Kč). Přestože celkový leasingový objem zaznamenal nárůst, počet uzavřených smluv rok od roku klesá. Členové ČLFA ohlásily v roce 2006 uzavření 157 065 smluv, o rok dříve to bylo 160 181 leasingových smluv (v roce 2004 bylo uzavřeno 197 891 smluv, v roce 2003 jich bylo dokonce 237 343 smluv). Pokračuje tak trend let minulých, kdy se zvyšuje průměrná hodnota financovaná jednotlivou leasingovou smlouvou.⁷⁶

Tabulka 2 Leasingové společnosti v ČR podle objemu předaného majetku v roce 2006 (v mil. Kč bez DPH)⁷⁷

	2006
ČSOB Leasing	17 547
CAC Leasing	13 195
ŠkoFIN	9 894
SG Equipment Finance	8 461
VB Leasing CZ	8 400
SAutoleasing	5 180
Immorent	5 065
Credium	4 598
DaimlerChrysler SB	4 521
Raiffeisen-Leasing	3 692

Výhody finančního leasingu lze obecně spatřovat zejména v následujících skutečnostech⁷⁸:

- ❖ pro nájemce: leasingové splátky představují při splnění určitých podmínek daňově uznatelný náklad, ušetřené prostředky lze používat na financování jiných potřeb a předmět pronájmu se nezahrnuje do bilance;
- ❖ pro dodavatele: jistější odbyt a stálé platby;

⁷⁵ Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 390.

⁷⁶ <http://www.finance.cz/leasing/statistika/> (cit. 29. 10. 2007).

⁷⁷ <http://www.finance.cz/leasing/statistika/> (cit. 29. 10. 2007).

⁷⁸ Wagnerová, E. Ekonomika podniku. Opava: Slezská univerzita v Opavě, 2001, s. 28.

- ❖ pro pronajímatele: nižší riziko s poskytováním finančních prostředků uplatněním zástavního práva ve smlouvě, pružnost rozhodování.

Nevýhody finančního leasingu lze spatřovat v následujících skutečnostech⁷⁹:

- ❖ platby za nájem obvykle převyšují tvorbu odpisů zařízení, pokud je pořízeno z vlastního kapitálu či na úvěr (proto je nutno porovnat příjmy a výdaje získané leasingem s příjmy a výdaji z titulu úvěru);
- ❖ využití leasingu vyžaduje, aby podnik disponoval určitým množstvím vlastních zdrojů, a to na úhradu akontace;
- ❖ užívací práva nájemce jsou omezena leasingovou smlouvou;
- ❖ vznikají zde obtíže při provádění potřebných úprav majetku (rekonstrukce, modernizace), protože vyžadují souhlas pronajímatele;
- ❖ nebezpečí bankrotu leasingové společnosti, který by znamenal vrácení majetku pronajímateli, různá jednání o narovnání leasingových splátek, vznik škody nájemci a její náhrada.

2.2.2.5 Podnikové dluhopisy

Dluhopis je cenný papír, z něhož vyplývá závazek emitenta zaplatit majiteli cenného papíru k určitému datu částku, která je v dluhopisu uvedena. Emitent dluhopisu si vydáním tohoto druhu cenného papíru půjčuje peníze, stává se tedy dlužníkem a majitel cenného papíru věřitelem. Věřiteli náleží za poskytnutí peněz odměna a tato odměna má zpravidla formu úroku.⁸⁰ Jedná se o cenný papír dlouhodobý, tzn. že je emitován ve větších sériích, zpravidla je také veřejně obchodovatelný, tzn. že tento cenný papír lze koupit či prodat na veřejných trzích.⁸¹ Majitel podnikového dluhopisu není spoluvlastníkem emitující firmy, nemá – až na výjimky hlasovací právo. Vystupuje jako věřitel a nepodílí se na rozhodování firmy. Splácení úroků z dluhopisů věřiteli je považováno v účetních a daňových předpisech za náklad podniku a snižuje zdanitelný zisk. Podnik tak získává daňový štít. Úrokový daňový štít představuje pro podnik daňovou úsporu – je to ta část úroku, která dopadá na stát.⁸²

⁷⁹ Duchoň, B. Inženýrská ekonomika. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 182.

⁸⁰ Havel, J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha: Karolinum, 2000, s. 92.

⁸¹ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 112.

⁸² Valach, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2005, s. 358 – 359.

$$U_{\xi} = U * d$$

U_{ξ} - úrokový daňový štít v Kč;

U - úrok v Kč;

d - daňový koeficient.

Výhody emisí podnikových dluhopisů lze spatřovat zejména v následujících skutečnostech⁸³:

- ❖ vydání podnikových dluhopisů umožní dosáhnout větší pružnosti v kapitálové struktuře podniku;
- ❖ emisí lze získat značné množství peněžních prostředků, které poskytne velký počet věřitelů;
- ❖ pro podnik po překročení určité míry zadluženosti přestává být výhodný bankovní úvěr;
- ❖ výnosy z podnikových dluhopisů představují daňově uznatelný náklad;
- ❖ emisí podnikových dluhopisů neztrácí akcionáři svou kontrolu nad činností podniku;
- ❖ vydání podnikových dluhopisů často nevyžaduje jištění ve formě zástav majetku;
- ❖ úspěšné vydání (a umístění) podnikových dluhopisů se považuje za prestižní záležitost, která zlepšuje postavení podniku v očích veřejnosti i obchodních partnerů.

Nevýhody emisí podnikových dluhopisů lze spatřovat především v následujících skutečnostech⁸⁴:

- ❖ pevná splátka - výnosy a jistina musí být hrazeny včas;
- ❖ emise dluhopisů je spojena se značnými emisními náklady^{poznámka};
- ❖ úrok je vyšší než u krátkodobých cenných papírů;
- ❖ riziko změny podmínek během dlouhodobé splatnosti.

⁸³ Tetřevová, L. *Financování projektů*. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 113 – 114 a Duchoň, B. *Inženýrská ekonomika*. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 175.

⁸⁴ Duchoň, B. *Inženýrská ekonomika*. Praha: C. H. Beck, 2007, s. 175.

^{poznámka} Emisní náklady jsou tvořeny náklady vydání (bezprostředně související s vydáním podnikových dluhopisů – příprava emise, získání povolení emise, registrace emise, zveřejnění emise, umístění emise, přijetí emise k obchodování na burze) a náklady životnosti dluhopisů (náklady související s danou emisí, vznikající v průběhu životnosti a v souvislosti se splácením emise).

Využití podnikových dluhopisů může být spojeno i s některými dalšími riziky a problémy, které se mohou projevit jak na straně poptávky, tak na straně nabídky kapitálu. Hlavní rizika podnikových dluhopisů v českých podmínkách jsou uvedeny v Tabulce 3.

Tabulka 3 Rizika emisí podnikových dluhopisů⁸⁵

Rizika na straně poptávky po kapitálu	Rizika na straně nabídky kapitálu
<ul style="list-style-type: none"> ❖ nedostatek investičních záměrů ❖ obavy z neumístění ❖ náklady vydání emise ❖ ekonomický vývoj a podmínky v ČR 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ nedostatek informací u investorů ❖ nedůvěra investorů ❖ zdanění výnosů z dluhopisů

⁸⁵ Tetřevová, L. Financování projektů. Praha: Professional Publishing, 2006, s. 115.

3 MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ

Finanční nástroje byly tradičně buď ve formě dluhu, nebo vlastního kapitálu. Nicméně vývoj na finančních trzích a finanční inovace vedly ke vzniku různých dalších finančních nástrojů, které sdílí charakteristiky dluhu i vlastního kapitálu. Tyto nástroje jsou obvykle popsány jako překlenovací (mezaninové) finanční nástroje. Mezaninové finance zaujímají střední polohu mezi nadřazeným, prioritním dluhem^{poznámka} a běžným kapitálem.⁸⁶

I v České republice se postupně začínají uplatňovat moderní úvěrové nástroje typu mezaninové financování či financování manažerských odkupů a další speciální nástroje.

3.1 Podstata a charakteristika mezaninového financování

Mezaninové financování má převážně charakter podřízeného dluhu se zástavním právem na akcie. Další variantou je forma splatitelných prioritních akcií (redeemable preferred shares). V případě neúspěchu společnosti (projektu) se nároky investorů, kteří tento kapitál poskytují, uspokojují až po bankovních úvěrech, ale před nároky akcionářů. Dnes působí v ČR několik institucí na poskytování mezaninového kapitálu, vážně se touto formou financování již zabývají také české komerční banky, zatím však prahová úroveň výše kapitálu poskytnutého touto formou se pohybuje řádově v oblasti několika desítek miliónů korun a výše. Malý a střední podnik se takto k finančním prostředkům tohoto typu dostane zatím jen vzácně.⁸⁷

Mezaninové financování představuje obvykle vrstvu financování mezi hlavním závazkem a vlastním kapitálem. Co se týče priority platby, je podřízena hlavnímu dluhu, ale nadřizena kmenovým akciím a jiným formám vlastního kapitálu. V důsledku vyššího rizika ve srovnání s přednostním dluhem vyžaduje poskytovatel úvěru vyšší efektivní zúročení.⁸⁸

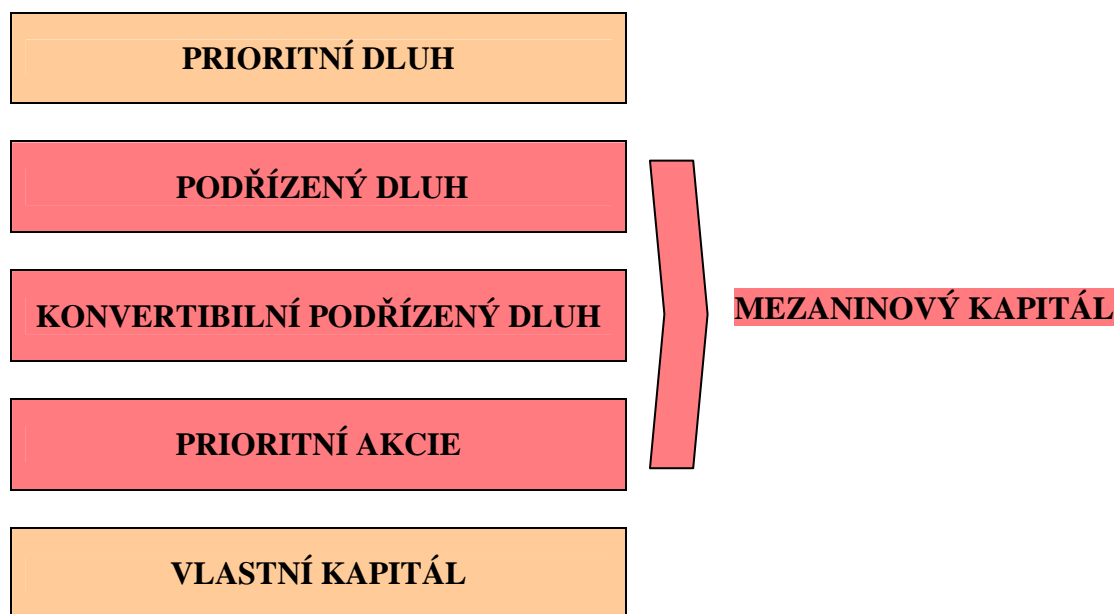
^{poznámka} V případě nedodržení závazku mají věřitelé prioritního dluhu právo prvního požadavku na aktiva projektu.

⁸⁶ Merna, T., Al-Thani, F. F. Risk management – Řízení rizika ve firmě. Brno: Computer Press, 2007, s. 72.

⁸⁷ http://www.vokac.cz/finInovaMsp_1.html#mezaninFinace (cit. 5. 11. 2007).

⁸⁸ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ.do?uri=CELEX:52005DC0075:CS:HTML> (cit. 5. 11. 2007).

V širším pojetí může být do mezaninového financování zahrnut klasický podřízený dluh, konvertibilní podřízený dluh a prioritní akcie (viz Obrázek 3). Pro udržení optimální kapitálové struktury podniku se doporučuje použít efektivní kombinaci hlavního dluhu, mezaninu a vlastního kapitálu (viz Obrázek 4).⁸⁹



Obrázek 3 Širší pojetí mezaninového financování⁹⁰

Typická struktura kapitálu (podíl v %)	Očekávaná míra návratnosti
PRIORITNÍ DLUH 30 % - 60 %	5 % - 12 %
MEZANINOVÝ KAPITÁL 20 % - 30 %	13 % - 25 %
VLASTNÍ KAPITÁL 20 % - 30 %	25 % +

Obrázek 4 Typická struktura kapitálu firmy⁹¹

Iniciativa JEREMIE charakterizuje mezaninové financování takto: „Mezaninové financování je založeno spíše na hotovostních tocích z finančně podporovaných podniků než na skutečných zárukách. Splatnost mezaninového úvěru se pohybuje od 4 do 8 let.“⁹²

⁸⁹ http://www.bondcapital.ca/media/pdf/Bond_Capital_Mezzanine_Finance.pdf (cit. 5. 11. 2007).

⁹⁰ http://www.bondcapital.ca/media/pdf/Bond_Capital_Mezzanine_Finance.pdf (cit. 5. 11. 2007).

⁹¹ http://www.bondcapital.ca/media/pdf/Bond_Capital_Mezzanine_Finance.pdf (cit. 5. 11. 2007).

Investkredit Bank AG, která je druhou největší rakouskou bankou, poskytuje dlouhodobé půjčky pro střední a velké podniky. Investkredit působí v ČR jako specializovaná bankovní skupina pro podnikové financování, financování místní samosprávy a financování nemovitostí. Svou činnost opírá o specializované finanční produkty, které již rakouské firmy využívají. V pojetí této instituce „mezaninové financování spojuje financování formou přímých investic a klasických nástrojů projektového financování, mezaninové financování se nabízí v kombinaci s tzv. equity kicker, znamená to, že banka má možnost získat akcie společnosti, která projekt realizuje a podílet se na ziscích z prodeje majetku nebo akcií této společnosti.⁹³

KBC Private Equity je investiční společnost Skupiny KBC, která poskytuje rozvojový kapitál a financuje odkupy pro středně velké společnosti působící v Belgii a v zemích střední a východní Evropy, jež jsou domácími trhy skupiny KBC. S velkým a zkušeným týmem 30 profesionálů KBC Private Equity ve svém portfoliu spravuje více než 70 aktivních investic v celkové tržní hodnotě přesahující 450 mil. EUR.⁹⁴ KBC Private Equity definuje mezaninové financování jako podřízený úvěr, který lze zcela nebo zčásti převést na akciový kapitál. Financování s prvkem vlastního kapitálu tj. mezaninové financování, kde KBC Private Equity poskytuje úvěr na dobu alespoň pěti let a je jednorázově splatný. Obvykle se jedná o úvěr podřízený stávajícímu bankovnímu financování společnosti. Úvěr bývá obvykle spojen s akciovými právy (warrants), která umožňují KBC Private Equity za předem daných podmínek převést celou jistinu nebo její část na formu vlastního kapitálu společnosti.⁹⁵

Tyto produkty jsou rizikovější, než tradiční formy bankovního financování, a proto mají vyšší požadovanou návratnost. Většina společností, které poskytují mezaninové financování vyžaduje míru návratnosti nejméně 20 %.⁹⁶ V rámci skupiny KBC se takovými produkty zabývá pouze společnost KBC Private Equity (viz Obrázek 5).

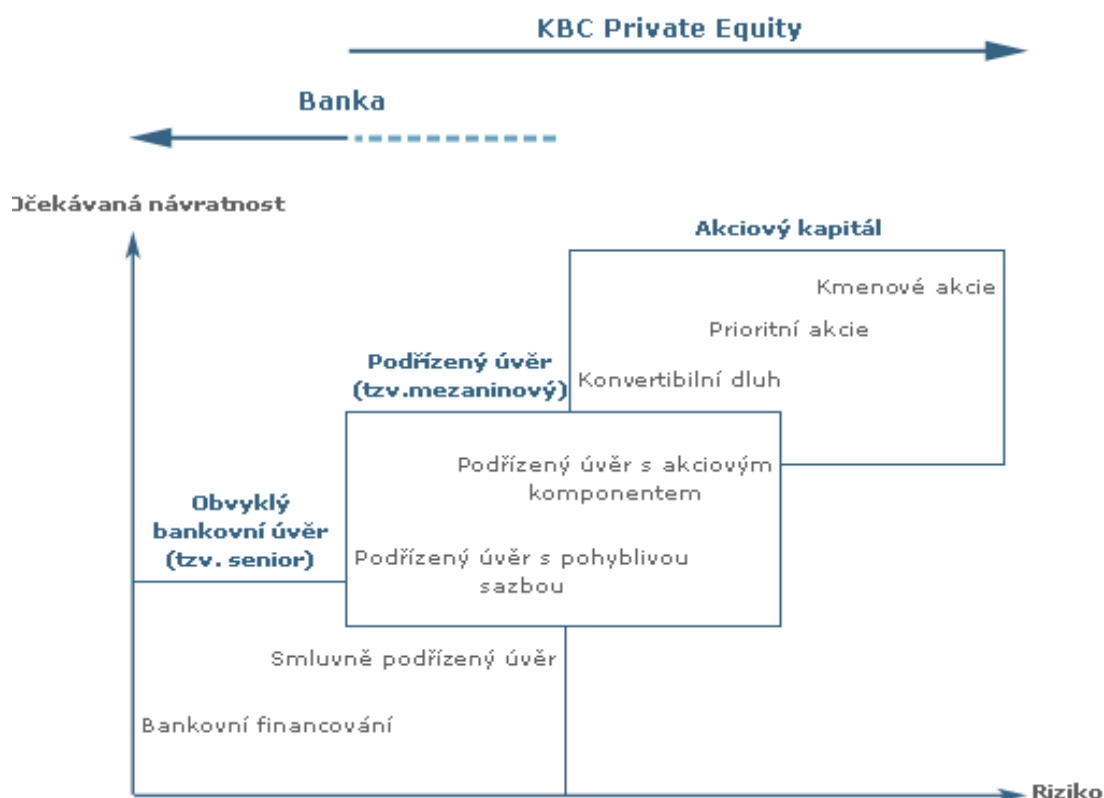
⁹² http://eescopinions.esc.europa.eu/viewdoc.aspx?doc=//esppub1/esp_public/ces/eco/eco174/cs/ces408-2006_ac_CS.doc (cit. 5. 11. 2007).

⁹³ <http://www.finance.cz/zpravy/finance/19147-objevuje-se-nova-bankovni-skupina/> (cit. 6. 11. 2007).

⁹⁴ <http://www.kbcpe.be/cz/mission.htm> (cit. 1. 2. 2008).

⁹⁵ <http://www.kbcpe.be/cz/products.htm> (cit. 6. 11. 2007).

⁹⁶ http://www.mbda.gov/?section_id=3&bucket_id=134&content_id=2279&well=entire_page (cit. 6. 11. 2007).



Obrázek 5 Produkty KBC Private Equity⁹⁷

Mezaninové financování se může provádět dvěma způsoby⁹⁸:

- ❖ *podřízený dluh* (půjčka úročená pevnou nebo indexovanou úrokovou sazbou);
- ❖ *equity kicker* (věřitel/investor má nárok na určitý procentuální podíl z nárůstu hodnoty majetku, na který se vztahuje půjčka).

3.2 Mezaninové financování jako alternativní investice

3.2.1 Private equity a alternativní investice

Pojem private equity se často řadí mezi tzv. alternativní investice, které zahrnují řadu investičních technik, strategií a skupin aktiv doplňujících tradiční akciová a dluhopisová portfolia (viz Tabulka 4).⁹⁹

⁹⁷ <http://www.kbcpe.be/cz/strategy.htm> (cit. 4. 11. 2007).

⁹⁸ http://eescopinions.eesc.europa.eu/viewdoc.aspx?doc=//esppub1/esp_public/ces/eco/eco174/cs/ces408-2006_ac_CS.doc (cit. 5. 11. 2007).

⁹⁹ <http://www.pentainvestments.com/cz/private-equity/definice-private-equity> (cit. 5. 11. 2007).

Tabulka 4 Alternativní investice¹⁰⁰

Alternativní investice			
Private Equity	Hedge fondy	Nemovitosti	Fyzické komodity
<ul style="list-style-type: none"> ❖ rizikový kapitál ❖ buy-out ❖ speciální situace ❖ mezaninový kapitál 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ arbitráže 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ kanceláře ❖ obchodní centra ❖ rezidence ❖ REITs (realitní trusty) 	<ul style="list-style-type: none"> Úrokové sazby Přírodní zdroje Měny

Private equity znamená střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze a které mají potenciál pro tvorbu hodnoty v budoucnu. I při private equity investicích ale existují určité rozdíly. Zatímco v některých případech se pod tímto pojmem skrývají pouze transakce související s odkupem firem firemním nebo externím managementem (tyto aktivity jsou označovány jako buy-out, resp. buy-in), v jiných se pro všechny fáze investování používá pojem venture kapitál, který je ekvivalentem private equity.

Private equity investor je investor jako každý jiný, a tak hledá zajímavou příležitost pro zhodnocení svých prostředků. Z investorů se stávají akcionáři a návratnost jejich investic je závislá na růstu a ziskovosti konkrétního podniku (nejčastěji se forma vstupu realizuje prostřednictvím vkladu do základního kapitálu). Obecně tak lze říci, že hledají firmu, která má¹⁰¹:

- ❖ potenciál k tvorbě hodnoty;
- ❖ zajímavý produkt nebo službu, která má konkurenční výhodu nebo výjimečné vlastnosti z hlediska realizace na trhu;
- ❖ široký a různorodý okruh zákazníků;
- ❖ dlouhodobě vyrovnaný cash flow atd.

Základem je ale kvalifikované vedení podniku s potřebnými zkušenostmi. Investiční horizont je obvykle 3 až 7 let.¹⁰²

¹⁰⁰ <http://www.pentainvestments.com/cz/private-equity/definice-private-equity> (cit. 5. 11. 2007).

¹⁰¹ <http://www.bizvoicemagazine.com/archives/04mayjun/Finance.pdf> (cit. 5. 11. 2007).

¹⁰² <http://ipoint.financninoviny.cz/skola-investora-private-equity-kdo-co-a-jak.html> (cit. 1. 2. 2008).

*Vztah mezi private equity investorem a společností má dvě formy*¹⁰³:

- ❖ **hands-on** - jedná se o aktivní přístup private equity investora k podniku, což znamená, že investor v zájmu zvyšování hodnoty podniku poskytuje kromě poradenství v oblasti strategie a dalšího rozvoje rovněž své obchodní kontakty. Tento přístup je dle CVCA vhodný pro společnosti, které se chystají na rychlou expanzi. Investor má zpravidla své zastoupené v představenstvu podniku (nemusí být nutně členem, může působit rovněž na pozici externího konzultanta představenstva - za tyto služby podnik hraří určitý poplatek), investor se aktivně zajímá o chod společnosti, v důsledku čehož očekává (zpravidla na měsíční bázi) zprávy o účetnictví podniku, zápisy ze setkání vedení, konzultování všech důležitých rozhodnutí v oblasti obchodních aktivit, které by podnik rád realizoval. Jedná se zejména o významnější kapitálové investice nebo využití nových forem financování (například úvěrem), změny ve strategickém zaměření společnosti, případné akvizice nebo odprodej majetku, změny v představenstvu nebo ve vazbách na auditora apod.;
- ❖ **hands-off** - opakem přístupu hands-on je pasivní přístup, kdy private equity investor hraje v podniku méně aktivní roli. Společnost vede její management bez jakýchkoli zásahů ze strany investora, a to až do chvíle, kdy se investor rozhodne z projektu „vystoupit“. Podobně jako v předchozím případě však očekává, že mu budou pravidelně doručovány zprávy o vývoji společnosti, a to jak z finančního, tak i výrobního hlediska. Jelikož daný typ investice je investice jako každá jiná, investor hlídá její návratnost. Je tedy zřejmé, že pokud se společnost, do níž investoval, dostává do potíží a přestává plnit dohodnuté cíle, zpravidla se investor aktivně zapojuje do jejího řízení.

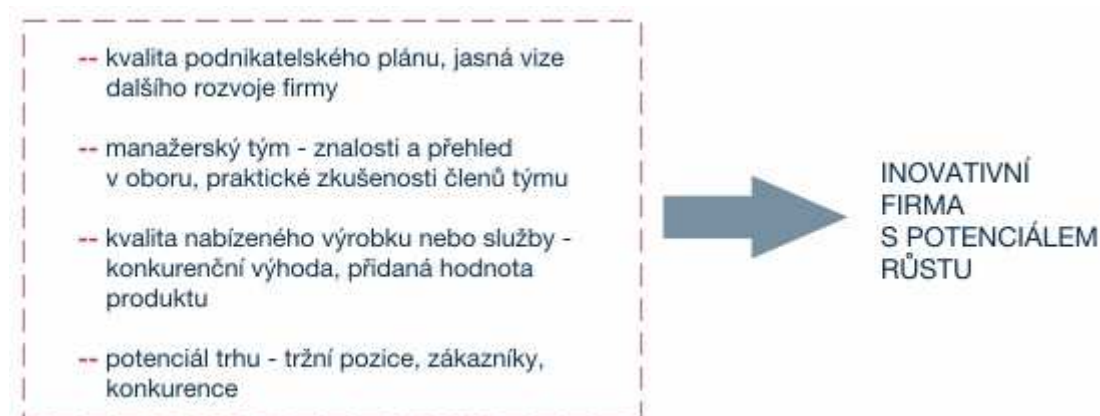
Rozvojový neboli rizikový kapitál (venture kapitál), popisovaný jako „podnikání ve výstavbě podniků“, představuje investice do společností, jejichž produkty či výnosy jsou nerozvinuté nebo se teprve rozvíjejí. Rizikový kapitál je primárně zaměřený na financování kvalitního a reálného podnikatelského záměru, méně již na rozvinuté podniky.¹⁰⁴

Venture kapitál představuje finanční prostředky sloužící k investování do velmi rychle rostoucích inovativních projektů, je založen na vstupu investora do vybraného podniku

¹⁰³ <http://ipoint.financninoviny.cz/skola-investora-private-equity-vztah-mez-podnikem-a-investorem.html> (cit. 1. 2. 2008).

¹⁰⁴ <http://www.pentainvestments.com/cz/private-equity/definice-private-equity> (cit. 5. 11. 2007).

prostřednictvím navýšení jeho základního kapitálu. Tento finanční nástroj nabízí fondy rizikového kapitálu^{poznámka}. Fond vstoupí do podniku a dodá mu potřebný kapitál, čímž získá příslušný, zpravidla menšinový podíl. Vedle finančních zdrojů investor přináší i aktivní přístup k řízení firmy formou strategického, obchodního a finančního poradenství. Taková investice by měla podpořit postup firmy do další fáze jejího vývoje a přispět k růstu její tržní hodnoty. Investor určuje i tzv. exit – plánovaný výstup ze společnosti, který je zpravidla realizován prodejem podílu jinému investorovi, popř. původnímu majiteli firmy. Výraz venture kapitál je často překládán jako rizikový kapitál – v tomto případě podstupuje riziko především investor, neboť jeho finanční prostředky jsou většinou vkládány do projektů firem v ranné fázi jejich životního cyklu, popř. při další expanzi firmy. Obě varianty představují zatím neproověřenou možnost růstu firmy, což znamená, že nemusí dojít k plánovanému zhodnocení zafinancovaného projektu - investice. Tím, že na sebe bere investor větší riziko spojené s realizací projektu, očekává značné zhodnocení v podobě budoucích výnosů mezi 30 - 40% ze své investice během 3 - 5 let.¹⁰⁵ Než investor vstoupí do společnosti, věnuje pozornost situaci v podniku, hodnotí kvalitu podnikatelského plánu, manažerský tým a jeho znalosti, kvalitu nabízeného výrobku nebo služby, potenciál trhu (viz Obrázek 6).¹⁰⁶



Obrázek 6 Kritéria pro vstup venture kapitálu¹⁰⁷

Buy-out fond se typicky zaměřuje na akvizice významných podílů nebo většinové kontroly v podnicích, což s sebou obvykle přináší změnu vlastnictví. Buy-out fondy

^{poznámka} Většina fondů rozvojového kapitálu hledá investice alespoň ve výši 2-5 milionů Eur a mnoho jich preferuje investice ve výši minimálně 10 milionů Eur. Protože tyto částky jsou obvykle větší než je začínající společnost schopna pojmout, společnosti, které hledají jiné zdroje financování než je bankovní úvěr, se setkávají s určitou mezerou právě mezi zdroji bankovními a vlastními kapitálovými.

¹⁰⁵ <http://www.czechinvest.org/data/files/snadna-cesta-k-rozvoji-firmy-472.pdf> (cit. 2. 2. 2008).

¹⁰⁶ <http://www.czechinvest.org/venture-kapital> (cit. 2. 2. 2008).

¹⁰⁷ <http://www.czechinvest.org/venture-kapital> (cit. 2. 2. 2008).

zpravidla investují do vyspělejších společností s vypracovanými podnikatelskými plány s cílem financovat jejich expanze, konsolidace, turnaroundy a prodeje anebo spin-outy divizí či dceřiných společností. Financování expanze prostřednictvím vícenásobných akvizic se často označuje jako strategie „buy and build“. Investiční styly buy-out fondů jsou velmi rozmanité; od strategie růstu ke strategii maximalizace hodnoty, od rané fáze životního cyklu firmy po pozdní. Kromě toho se buy-out fondy liší tím, že mohou hrát buď aktivní nebo pasivní manažerskou roli.¹⁰⁸

Investování ve zvláštních situacích je širší pojem a zahrnuje rizikové pohledávky, pohledávky vázané na finanční aktiva kapitálového trhu (equity-linked), projektové financování, jednorázové příležitosti vyplývající z měnících se průmyslových trendů či vládních nařízení a také leasing. Tato kategorie zahrnuje rovněž investování do podřízených (subordinated) dluhů, které se někdy označuje také jako mezaninové dluhové financování (mezzanine debt financing), kdy věřitel očekává zhodnocení vlastního kapitálu prostřednictvím tzv. práv souvisejících s dluhem, warranty (právo koupit přímo od firmy konkrétní počet akcií firmy za určenou cenu) nebo opcí.¹⁰⁹

Poskytovatelé mezaninového financování upřednostňují investice do společností, ve kterých manažerské týmy vlastní dostatečně velkou část majetku podniku, což je záruka toho, že manažerský tým bude silně motivován k vybudování úspěšné a prosperující firmy.¹¹⁰

Jestliže se investor rozhodne pro **ukončení investice**, má několik možností jak toho dosáhnout. Možnost odchodu ze společnosti bývá zakotvena ve smlouvách, které jsou podepisovány v souvislosti se vstupem investora do podniku. Způsobu výstupu je hned několik, přičemž investor nemusí současně prodat celý svůj podíl, ale snižovat své zastoupení postupně. Jedná se o¹¹¹:

- ❖ *prodej podniku* - investor prodává akcie jinému podniku, který například může působit ve stejném odvětví, jako prodávaná společnost. Dle CVCA daný typ výstupu převažuje. Často totiž přináší vyšší ocenění podniku, než jakého by investor dosáhl po vstupu na burzu. Investorská matematika je jasná – zájemce je ochoten nabídnout

¹⁰⁸ <http://www.pentainvestments.com/cz/private-equity/definice-private-equity> (cit. 5. 11. 2007).

¹⁰⁹ <http://www.pentainvestments.com/cz/private-equity/definice-private-equity> (cit. 5. 11. 2007).

¹¹⁰ <http://www.bizvoicemagazine.com/archives/04mayjun/Finance.pdf> (cit. 7. 11. 2007).

¹¹¹ <http://ipoint.financninoviny.cz/skola-investora-private-equity-jak-vystoupit-z-investice.html> (2. 2. 2008).

vyšší cenu než drobní akcionáři, jelikož platí i za získání rozhodujícího podílu, a tedy je v ceně zahrnuta tzv. strategická prémie;

- ❖ *zpětný odkup* - kupcem podílu je samotný podnik, z něhož investor vystupuje, případně jeho management;
- ❖ *refinancování* - zájem o prodávaný podíl může projevit i další investor. Daný typ výstupu je dle CVCA nejvhodnější pro společnost, která v okamžiku výstupu ještě není připravena na vstup na burzu nebo daný krok z vlastního rozhodnutí nechce uskutečnit, nicméně investor z ní potřebuje odejít;
- ❖ *vstup na burzu* - uskutečnění primární nabídky akcií (IPO) na tuzemské nebo některé ze zahraničních burz.

3.2.2 Private equity v ČR a ve světě

CVCA (Czech Venture Capital and Private Equity Association) je asociace, která zastupuje společnosti působící v oblasti rizikového kapitálu v České republice. Jejími členy jsou firmy investující „venture capital“ - rizikový kapitál (stálí členové) a společnosti, které v oblasti rizikového kapitálu vykonávají poradenské služby (přidružení členové). Hlavním cílem CVCA je propagace fenoménu rizikového kapitálu v České republice. Jedním ze způsobů takovéto osvětové činnosti je poskytování informací těm firmám, které by rizikový kapitál mohly využívat. CVCA představuje hlavní zdroj rizikového kapitálu v České republice.¹¹²

Jejím prvořadým cílem je zvýšit pozornost a povědomí o možnostech rizikového kapitálu trvalým kontaktem s poskytovateli investic a příslušnými politickými, regulačními a mediálními subjekty, a to následujícími způsoby¹¹³:

- ❖ poskytováním informací o svých členech těm, kdo hledají rizikový kapitál;
- ❖ prezentováním názorů a zájmů svých členů při jednáních s vládou a ostatními orgány;
- ❖ poskytováním prostoru pro výměnu názorů mezi členy asociace;
- ❖ působením jako zdroj vzdělávání a školení pro zaměstnance členských firem;
- ❖ rozvojem a podporou profesionální praxe na vysoké úrovni.

¹¹² <http://www.finance.cz/firmy/informace/financovani-firem-fondy-rizikoveho-kapitalu/uvod/> (1. 2. 2008).

¹¹³ <http://www.finance.cz/firmy/informace/financovani-firem-fondy-rizikoveho-kapitalu/uvod/> (1. 2. 2008).

Česká republika má v Evropě nejhorší podmínky pro rozvoj rizikového kapitálu. Ačkoliv ve světě zažívá tento druh investování nejlepší období za posledních pět let. V hodnocení Evropské asociace rizikového kapitálu (EVCA) z roku 2006 získala Česká republika 2,21 bodů, čímž se dostala na dno žebříčku společně s Rumunskem, Slovenskem a Slovinskem. Nejlépe na tom jsou Irsko, Velká Británie či Francie s hodnocením kolem 1,3 bodu (viz Příloha A – Umístění zemí podle podmínek pro rozvoj rizikového kapitálu zpracovaného Evropskou asociací rizikového kapitálu). Účastníci listopadového Fóra investorů konaného v České národní bance se shodli na tom, že jedinou možností, jak situaci vylepšit, je změna zákonů.

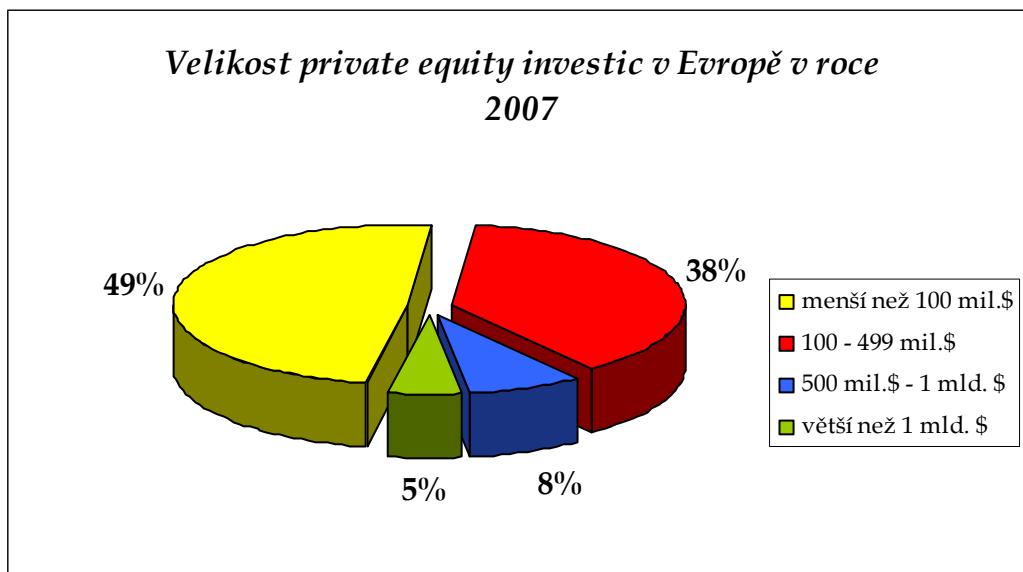
Počet private equity investic v Česku se pohybuje kolem deseti ročně. Nejdrastičtější pokles byl v roce 2003, poté se křivka odrazila a vystoupila až na číslo 14. V Evropě stojí za růstem objemu investic do rizikového kapitálu penzijní fondy, které táhnou celé odvětví přibližně z jedné třetiny. České penzijní fondy podle Vladislava Ježe (předsedy CVCA) chtějí investovat, ale neumožňuje jim to současná legislativa. Fond se nesmí v podstatě dostat do ztráty, což je v ostrém kontrastu s private equity, jenž je dlouhodobou záležitostí a v prvních letech nemusí končit v černých číslech.

Celosvětově se vývoj počtu investic a jejich objemu zvyšuje. Zpráva Ernst & Young potvrdila, že v loňském roce dosáhly investice v USA, Evropě, Izraeli a Číně celkem 35,2 miliardy dolarů, což je nejvíce od roku 2001. I nadále dominují trhu vyspělé ekonomiky, jako jsou USA, Evropa a Izrael, velký potenciál má i Indie a Čína.¹¹⁴ Hodnota amerických společností vlastněných private equity investory se meziročně zvýšila o 33 % a evropských o 23 %, u srovnatelných veřejně obchodovaných společností vzrostla v Americe pouze o 11 % a v Evropě o 15 %. Průzkum znovu ukázal, že private equity sektor umí velice dobře zhodnotit podniky, do nichž se rozhodl investovat. U amerických společností se hodnota společností daná součtem tržní kapitalizace a čistého dluhu zvýšila z průměrných 1,2 mld. USD v době akvizice až na 2,2 mld. USD při prodeji. Hodnota evropských společností se zvýšila z průměrných 800 mil. na 1,5 mld. USD.¹¹⁵ V Evropě se uskutečňuje více investic menšího objemu, 49 % všech private equity investic bylo v rozsahu do 100 mil. \$, pro USA jsou typické i investice většího rozsahu (viz Obrázek 7 a Obrázek 8).¹¹⁶

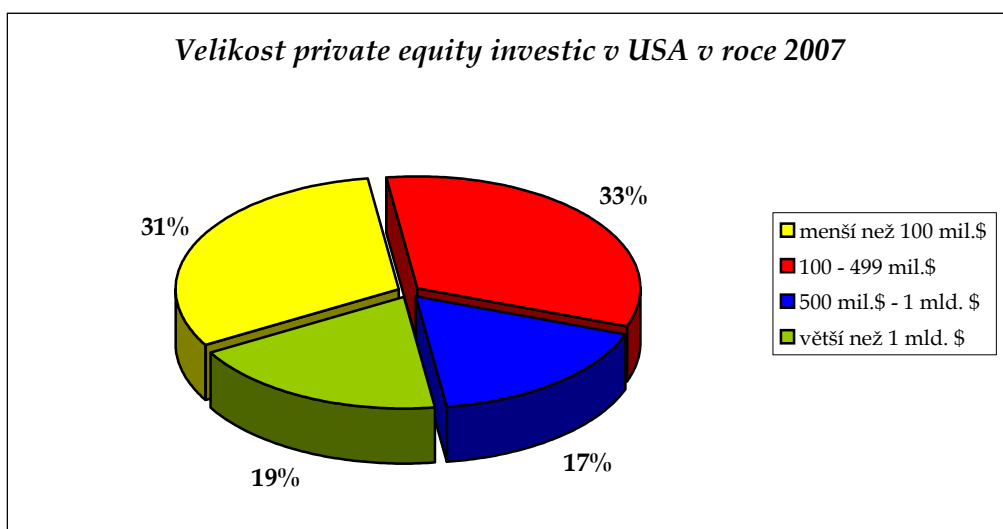
¹¹⁴ <http://www.casopis.biz/?q=node/975> (cit. 1. 2. 2008).

¹¹⁵ http://www.ey.com/global/content.nsf/Czech_Republic/2007_private_equity_CZ (1. 2. 2008).

¹¹⁶ [http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/cz\(en\)_2007_global_venture_capital_survey.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/cz(en)_2007_global_venture_capital_survey.pdf) (cit. 2. 2. 2008).



Obrázek 7 Velikost private equity investic v Evropě v roce 2007¹¹⁷



Obrázek 8 Velikost private equity investic v USA v roce 2007¹¹⁸

¹¹⁷ [http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/cz\(en\)_2007_global_venture_capital_survey.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/cz(en)_2007_global_venture_capital_survey.pdf) (cit. 2. 2. 2008).

¹¹⁸ [http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/cz\(en\)_2007_global_venture_capital_survey.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/cz(en)_2007_global_venture_capital_survey.pdf) (cit. 2. 2. 2008).

3.3 Zhodnocení mezaninového financování a typické investice mezaninu

Mezaninové financování představuje vhodnou finanční alternativu pro management podniku v případě, že chce rozšířit kapitál v pozdějších fázích vývoje firmy. Naopak mezaninové financování se nedoporučuje používat při financování v počáteční fázi života podniku (výzkum trhu, vývoj nového produktu a rozvoj produktů).

Mezi **typické investice**, které jsou **financovány mezaninovým kapitálem** patří¹¹⁹:

- ❖ expanze podniku;
- ❖ restrukturalizace podniku;
- ❖ akvizice podniku;
- ❖ vybudování nového distribučního kanálu;
- ❖ zvýšení poměru aktiv k vlastnímu kapitálu;
- ❖ buy-out, resp. buy-in.

Výhody mezaninového financování lze spatřovat v následujících skutečnostech¹²⁰:

- ❖ úrok z mezaninového dluhu je odpočitatelnou položkou pro účely zdanění;
- ❖ je-li mezaninový dluh používán současně s prioritním dluhem, redukuje množství potřebného kapitálu;
- ❖ nedochází k rozšíření kontroly nad společností.

3.4 Trendy mezaninového financování

Mezaninové financování není doposud přesně definováno, proto jsou statistické údaje neúplné a dosti neurčité, ale i tak již lze vyzorovat určité trendy¹²¹:

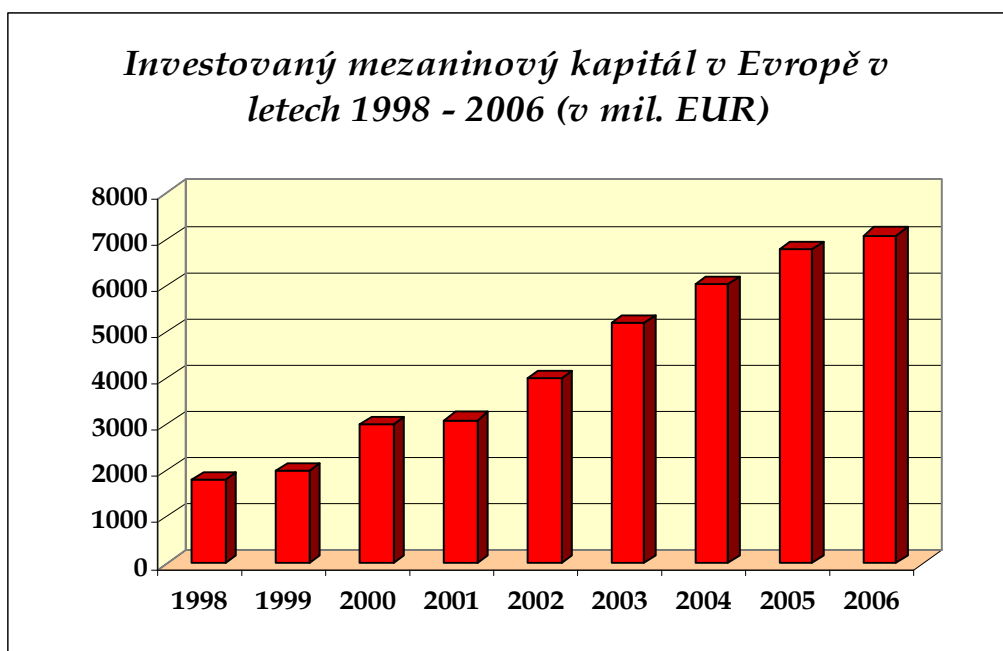
- ❖ od roku 1995 se objem mezaninového kapitálu zvyšuje a tento trend přetrvává (viz Obrázek 9);
- ❖ 50 % mezaninového kapitálu je investováno ve Velké Británii a Irsku, ale v posledních letech se podíl mezaninu zvyšuje i v kontinentální Evropě;

¹¹⁹ <http://www.bizvoicemagazine.com/archives/04mayjun/Finance.pdf> (cit. 7. 11. 2007),
http://www.eif.org/cms/htm/en/eif.org/attachments/presentations/map_conference_12.pdf (cit. 7. 11.2007),
http://www.bondcapital.ca/media/pdf/Bond_Capital_Mezzanine_Finance.pdf (cit. 7. 11. 2007).

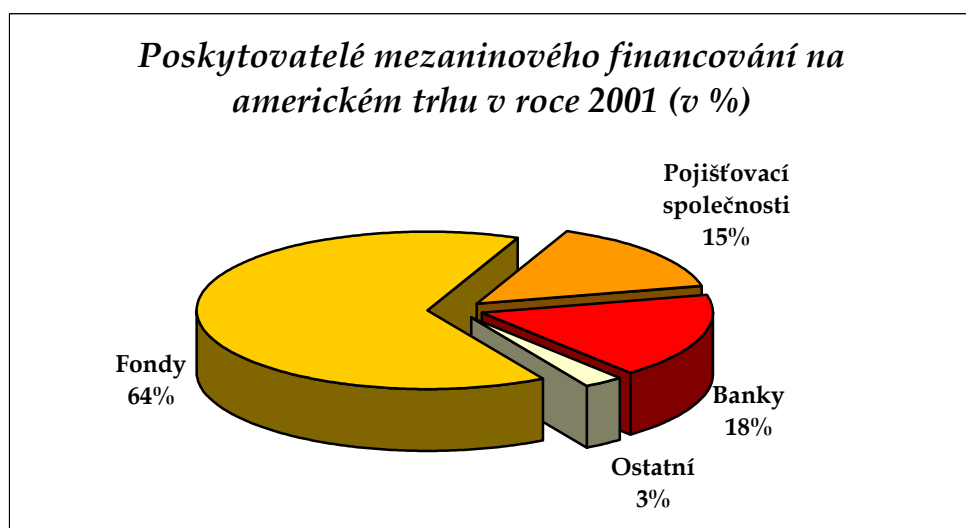
¹²⁰ <http://www.bizvoicemagazine.com/archives/04mayjun/Finance.pdf> (cit. 7. 11. 2007),
http://www.bondcapital.ca/media/pdf/Bond_Capital_Mezzanine_Finance.pdf (cit. 7. 11. 2007).

¹²¹ http://www.eif.org/cms/htm/en/eif.org/attachments/presentations/map_conference_12.pdf (cit. 7. 11. 2007).

- ❖ mezaninové financování se uskutečňuje především ve velkých podnicích;
- ❖ v 80. letech na americkém trhu byly nejčastějšími poskytovateli mezaninového financování pojišťovny, v 90. letech to byly banky a fondy (viz Obrázek 10), fondy zaznamenaly značný růst investic do mezaninového financování (viz Obrázek 11)¹²²;
- ❖ přístup k mezaninovému financování byl pro malé a střední podniky doposud velice obtížný.



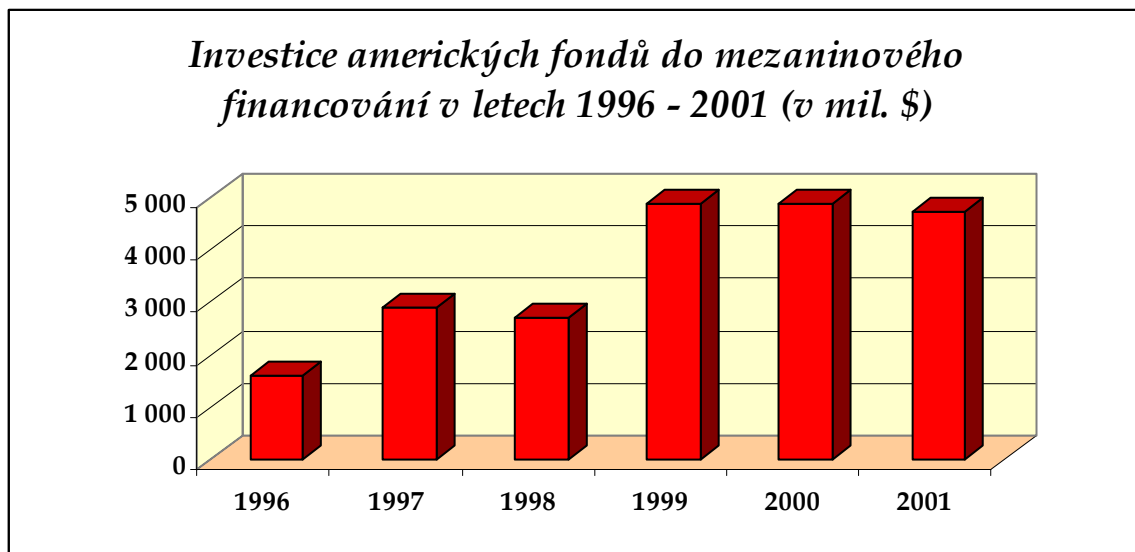
Obrázek 9 Investovaný mezaninový kapitál v Evropě v letech 1998 - 2006 (v mil. EUR)¹²³



Obrázek 10 Poskytovatelé mezaninového financování na americkém trhu v roce 2001 (v %)¹²⁴

¹²² <http://giddy.org/leveraged/mezzanine1.pdf> (cit. 8. 11. 2007).

¹²³ http://www.eif.org/cms/htm/en/eif.org/attachments/presentations/map_conference_12.pdf (cit. 8. 11. 2007).



Obrázek 11 Investice amerických fondů do mezaninového financování v letech 1996 - 2001 (v mil. \$)¹²⁵

¹²⁴ <http://giddy.org/leveraged/mezzanine1.pdf> (cit. 8. 11. 2007).

¹²⁵ <http://giddy.org/leveraged/mezzanine1.pdf> (cit. 8. 11. 2007).

4 AKCIE, DLUHOPISY A MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ

Mezaninové financování se nabízí v kombinaci s tzv. „*equity kicker*“. Znamená to, že banka má možnost získat akcie společnosti, která projekt realizuje a podílet se tak na ziscích z prodeje majetku nebo akcií této společnosti.¹²⁶ Mezi nástroje mezaninového financování řadíme i dluhopisy, které představují zabezpečení fixního příjmu. Rozdíl mezi dluhopisy a ostatními formami zadluženosti (jako jsou termínové půjčky a zajištěné dluhopisy) je v tom, že dluhopisy jsou podřízenou formou dluhu ve srovnání s termínovou půjčkou a zajištěnými dluhopisy.¹²⁷

4.1 Akcie

4.1.1 Charakteristika akcií

Akcie jsou nejfrekventovanějším cenným papírem na českých veřejných kapitálových trzích. Jejich masovému rozšíření napomohla zejména kuponová privatizace. Další akcie vznikly především navyšováním jmění nejbonitnějších subjektů (bank) na straně jedné a kapitalizací dlouhodobých pohledávek (vzájemné zadluženosti a platební neschopnosti) na straně druhé.¹²⁸

Akcie je deklaratorní cenný papír, kterým se osvědčuje právo akcionáře podílet se na majetku akciové společnosti, na jejím řízení a jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti. Počet akcií vydaných akciovou společností, jejich nominální hodnota a výše akciového kapitálu je určena stanovami akciové společnosti. Akcie je majetkový cenný papír, protože její držitel získává podíl na podnikání emitenta a obdrží podíl na výsledcích podnikání (např. ve formě dividendy).¹²⁹ Akcionář může však zaznamenat také ztrátu a v krajním případě při likvidaci společnosti přijít o celý investovaný kapitál, neboť po dobu trvání společnosti, ani v případě jejího zániku, nemůže žádat vrácení majetkového vkladu. Při likvidaci společnosti se nejprve uspokojí pohledávky věřitelů a teprve zůstatek majetku se

¹²⁶ www.finance.cz/zpravy/finance/19147-objevuje-se-nova-bankovni-skupina/?MailcenDivLogin=1 (cit. 24. 1. 2008).

¹²⁷ Merna, T., Al-Thani, F. F. Risk management – Řízení rizika ve firmě. Brno: Computer Press, 2007, s. 74.

¹²⁸ Havel, J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha: Karolinum, 2000, s. 37.

¹²⁹ Liška, V., Gazda, J. IPO kmenové akcie a jejich primární emise. Praha: HZ Editio, 2001, s. 7.

rozdělí mezi akcionáře. Akcie jsou z tohoto hlediska nejrizikovější cenné papíry.¹³⁰ To je zásadní rozdíl oproti dlužným cenným papírům typu dluhopisů, které představují právní nárok držitele cenného papíru na vrácení nominální hodnoty dluhopisu a na inkaso kupónových plateb.¹³¹

4.1.2 Podoba a forma akcie

Podoba akcií může být listinná nebo zaknihovaná (dematerializovaná). Zákonem bylo stanoveno, že akcie z kuponové privatizace, jakož i akcie investičních privatizačních fondů musí mít zaknihovanou podobu po tři roky od vydání akcionářům. Naprostá většina akcií na českých kapitálových trzích má proto dematerializovanou podobu. Je tomu tak proto, že změna na listinnou podobu by byla spojena se značnými náklady a administrativními obtížemi. Dematerializované podobě jsou přizpůsobeny i veřejné trhy cenných papírů v ČR (nicméně nevyklučují užití listinných akcií). Nevýhodou zaknihované podoby je nemožnost utajení majitele a zneužití databáze majitelů. Listinné akcie mají svou důležitou úlohu zejména tam, kde se nepočítá s veřejnou obchodovatelností. Listinné akcie lze v našich podmínkách doporučit především u menších společností nebo společností s menším množstvím akcionářů. Listinné akcie mají dále použití tam, kde společnost relativně často zvyšuje základní kapitál. Pak je výhodnější postupně vydávat listinné akcie (popř. hromadné listiny nahrazující cenné papíry) a jednou za určitou dobu (např. za dva roky) je změnit na akcie zaknihované.¹³²

Obchodní zákoník původně nepočítal se zaknihovanými cennými papíry, úprava v této oblasti je tak řešena především zákonem č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.¹³³ Akcie dle obchodního zákoníku mohou znít na jméno nebo na majitele (viz Příloha A - Akcie na majitele společnosti Agrovysočina, a. s.). Tato terminologie nesouhlasí se zákonem o cenných papírech. Lze říci, že listinná akcie na majitele je cenným papírem na doručitele, listinná akcie na jméno je cenným papírem na řad.¹³⁴

¹³⁰ Liška, V., Gazda, J. Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional Publishing, 2004, s. 51.

¹³¹ Liška, V., Gazda, J. IPO kmenové akcie a jejich primární emise. Praha: HZ Editio, 2001, s. 7.

¹³² Havel, J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha: Karolinum, 2000, s. 69 a 70.

¹³³ Havel, J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha: Karolinum, 2000, s. 70.

¹³⁴ Havel, J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha: Karolinum, 2000, s. 70.

4.1.3 Druhy akcií

Akciová společnost může emitovat několik druhů akcií¹³⁵:

- ❖ *kmenové akcie* – s těmito akciemi jsou spojena všechna práva bez omezení, obvykle jsou vydávány na majitele a jsou volně převoditelné;
- ❖ *zakladatelské akcie* – jde o modifikovanou formu kmenových akcií, mohou zvýhodňovat vlastníky při hlasování na valné hromadě;
- ❖ *zaměstnanecké akcie* – jsou spojené s určitými výhodami pro zaměstnance akciové společnosti, jsou převoditelné pouze mezi zaměstnanci;
- ❖ *prioritní akcie* – s těmito akciemi je spojeno přednostní právo na výplatu dividendy (viz Příloha A – Prioritní akcie AC Sparty Praha fotbal, a. s.).

4.2 Dluhopisy

Vedle akcií jsou dluhopisy druhým základním kamenem všech investičních strategií. Na rozdíl od akcií mají dluhopisy velmi přesně definované finanční toky a jejich doba existence je téměř vždy konečná. Tyto dva faktory způsobují, že dluhopisy lze poměrně přesně ocenit, ale na druhé straně je jejich výnos omezený a zpravidla nižší než u akciových investic. Z tohoto hlediska se dluhopisy považují za konzervativní investiční příležitosti, které slibují sice nižší, ale stabilní dlouhodobý výnos. Dluhopisy více vyhovují investorům, jejichž cílem není rychlé zhodnocení spravovaného majetku, ale dlouhodobé řízení finančních toků na straně aktiv tak, aby odpovídaly očekávaným finančním potřebám v budoucnosti. Dluhopisy typicky zaujímají hlavní místo v portfoliích bank, penzijních fondů nebo pojišťoven.¹³⁶

4.2.1 Historie dluhopisů

Určité zárodky dluhových cenných papírů se objevují již v době alexandrijské. K rozmachu dluhových cenných papírů dochází zejména v období středověku^{poznámka}. Značného a rozhodujícího významu doznávají dluhové cenné papíry s rozvojem tržní

¹³⁵ Liška, V., Gazda, J. IPO kmenové akcie a jejich primární emise. Praha: HZ Editio, 2001, s. 8 - 10.

¹³⁶ Kohout, P., Hlušek, M. Peníze, výnosy a rizika. Praha: Ekopress, 2002, s. 177.

^{poznámka} První dluhopisy se na českém území objevily v období vlády habsburských panovníků.

ekonomiky. Postupně dochází ke zdokonalování techniky bankovních operací a k institucionalizaci úvěrových vztahů do různých druhů cenných papírů. K rozvoji dluhových cenných papírů přispělo po II. světové válce rovněž vládní deficitní financování.¹³⁷

4.2.2 Charakteristika dluhopisů

Dluhopis (obligace: z lat. obligare = zavázat, obligatio = závazek) je dlužnický cenný papír, který potvrzuje podmínky, za jakých si emitent půjčuje dočasně volné peněžní prostředky. Jde o závazek emitenta splatit majiteli dluhopisu dlužnou nominální částku a vyplácet výnosy k určitému datu. Emitent si emisí dluhopisů opatřuje finanční zdroje převážně pro uskutečnění svých investičních záměrů nebo krytí schodku státního rozpočtu.¹³⁸

Dluhopisy představují dlouhodobé úvěrové cenné papíry, jejichž splatnost je zpravidla pevně stanovena. Podstata dluhopisů a jejich náležitosti jsou v České republice upraveny zákonem o dluhopisech – Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů).¹³⁹

4.2.3 Klasifikace dluhopisů

4.2.3.1 Podoba a forma

Dluhopisy mohou být vydány jak v podobě listinné, tak i zaknihované (tzv. dematerializované). Dluhopisy emitované v podobě fyzického cenného papíru mají dvě části¹⁴⁰:

- ❖ **plášť** (tj. vlastní dlužní úpis) – nese na své přední straně jméno a sídlo emitenta, dobu splacení, velikost úroku, podmínky splacení úroku a dlužné částky, datum emise, sérii a číslo cenného papíru (ISIN) a název dluhopisu;
- ❖ **kupónový arch s talónem**^{poznámka} – obsahuje poukázky (kupóny) na výplatu výnosu, počet kupónů je závislý na délce období splatnosti dluhopisu, u většiny dluhopisů se

¹³⁷ Musílek, P. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002, s. 39.

¹³⁸ Seknička, P. a kol. Vybrané otázky kapitálových trhů v České republice. Praha: Vodnář, 2003, s. 27.

¹³⁹ Musílek, P. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002, s. 39.

¹⁴⁰ Liška, V., Gazda, J. Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional Publishing, 2004, s. 43.
^{poznámka} Pokud to emisní podmínky nevyklučují, může být právo na výnos dluhopisu od dluhopisu odděleno a spojeno s kupónem jako samostatným cenným papírem vydaným k uplatnění tohoto práva. Talón není cenným papírem, je legitimačním listem opravňujícím k vyzvednutí nového kupónového archu.

zpravidla výnosy vyplácí pololetně (ale záleží na podmínkách emitenta, jakou četnost výplat výnosů zvolí), každý kupón obsahuje číslo a sérii dluhopisu, pořadové číslo, datum splatnosti výnosu, popř. další údaje¹⁴¹.

Dluhopisy znějí na majitele (doručitele) a na jméno. V současné době převládají dluhopisy na majitele, které lze převést pouhým předáním listiny. Listinný dluhopis na jméno je převoditelný rubopisem a předáním.¹⁴² Převoditelnost dluhopisu znějícího na jméno nelze emisními podmínkami ^{poznámka} omezit.¹⁴³

4.2.3.2 Časové hledisko klasifikace dluhových instrumentů

Krátkodobé dluhové instrumenty jsou obchodovány na peněžních trzích, na kterých se kromě dluhových instrumentů obchoduje i s penězi centrální banky. Za základní druhy krátkodobých dluhových instrumentů považujeme¹⁴⁴:

- ❖ státní pokladniční poukázky;
- ❖ depozitní certifikáty;
- ❖ komerční papíry.

Dlouhodobé dluhové instrumenty jsou dluhopisy, jejichž splatnost je delší než jeden rok a jsou emitovány s cílem získat peněžní prostředky na delší dobu.¹⁴⁵ Dlouhodobé dluhopisy je možno rozdělit podle emitenta na¹⁴⁶:

- ❖ státní dluhopisy, které emituje vláda nebo její instituce;
- ❖ komunální dluhopisy, které jsou vydávané územním samosprávným celkem, součástí názvu tohoto dluhopisu je označení komunální, jiné dluhopisy nesmí toto označení používat;
- ❖ bankovní dluhopisy vydávané peněžními ústavy;
- ❖ podnikové dluhopisy emitované podnikatelským sektorem (viz Příloha A – Dluhopis společnosti Credit and Development Copany, a. s.).

¹⁴¹ Seknička, P. a kol. Vybrané otázky kapitálových trhů v České republice. Praha: Vodnář, 2003, s. 28.

¹⁴² Havel, J. Úvod do úpravy kapitálových trhů. Praha: Karolinum, 2000, s. 98 a 99.

^{poznámka} Emisní podmínky vymezují práva a povinnosti emitenta a vlastníka dluhopisu, jakož i podrobnější informace o emisi dluhopisů.

¹⁴³ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 5.

¹⁴⁴ Revenda, Z. a kol. Peněžní ekonomie a bankovnictví. Praha: Management Press, 1999, s. 230 a 231.

¹⁴⁵ Revenda, Z. a kol. Peněžní ekonomie a bankovnictví. Praha: Management Press, 1999, s. 234.

¹⁴⁶ Rejnuš, O. Teorie a praxe obchodování s cennými papíry. Computer Press, 2001, s. 119.

4.2.3.3 Klasifikace dluhopisů podle konstrukce výnosu

Výnos dluhopisu se skládá z úrokového výnosu a kapitálového zisku – ztráty.¹⁴⁷ V současnosti se používají 4 druhy výnosů, v minulosti bylo 7 druhů. Jednotlivé druhy výnosů lze kombinovat¹⁴⁸:

- ❖ *dluhopisy s pevnou (fixní) úrokovou sazbou* patří k nejčastějšímu druhu dluhopisů, úrok je konstruován jako procento z nominální hodnoty dluhopisu, je konstantní a bývá vyplácen ročně nebo pololetně;
- ❖ *dluhopisy s pohyblivou (pružnou) úrokovou sazbou* jsou také velice rozšířené a emitenti jimi řeší nedostatky dluhopisů s pevnou úrokovou sazbou. Pro tyto dluhopisy je charakteristické, že v podmínkách emise je stanoven pouze způsob a podmínky stanovení výše úrokové sazby z období na období. Častokrát je úroková sazba vázána na diskontní sazbu (tj. úroková míra, za kterou centrální banka poskytuje úvěry ostatním bankám). Základem může být také sazba LIBOR (London Interbank Offered Rate) či hodnota určitého indexu (indexované dluhopisy). Používá se také přizpůsobování úroku oficiálně vykazované míře inflace. Prakticky to znamená určení úrokové sazby jako hodnoty základní veličiny (diskontní sazba, LIBOR, ...) navýšenou o procenta stanovená emisními podmínkami;
- ❖ *rozdíl mezi jmenovitou hodnotou a nižším emisním kurzem (diskont)*;
- ❖ *slovoatelná prémie nebo prémie v závislosti na lhůtě splatnosti* (vyskytuje se zřídka).

4.2.3.4 Zvláštní druhy dluhopisů

a) Státní dluhopisy

Státní dluhopisy jsou vydávány na základě zvláštního zákona o státním dluhopisovém programu, nebo zvláštního zákona, který pověřuje Ministerstvo financí ČR vydat státní dluhopisy nebo mu vydání státních dluhopisů umožňuje. Ministerstvo určuje emisní podmínky, vyhlašuje je ve Sbírce zákonů^{poznámka}. Státní dluhopisy se v tuzemsku vydávají prostřednictvím ČNB, v zahraničí se vydávají prostřednictvím obchodníka s cennými papíry

¹⁴⁷ Steigauf, S. Investiční matematika. Grada Publishing, 1999, s. 84.

¹⁴⁸ Liška, V., Gazda, J. Kapitálové trhy a kolektivní investování. Praha: Professional Publishing, 2004, s. 44 - 46.
^{poznámka} Nejde-li o emisní podmínky státního dluhopisu vydávaného v zahraničí.

oprávněného k této činnosti v daném státu, se kterým ministerstvo uzavře smlouvu o obstarání vydání státních dluhopisů.¹⁴⁹

b) Komunální dluhopisy

Komunální dluhopisy jsou dluhopisy, které vydávají územní samosprávné celky (obce, kraje). Jejich prodejem si orgány samosprávy opatřují dlouhodobé finanční prostředky. Získané prostředky slouží k financování deficitů rozpočtů, k financování investic a k financování speciálních úvěrových programů. Věřitelé mají nárok na úrok, který se vyplácí z rozpočtu příslušného emitenta.¹⁵⁰ Žádost územního samosprávného celku o souhlas s vydáním komunálních dluhopisů obsahuje zdůvodnění záměru vydat komunální dluhopisy, základní údaje budoucích emisních podmínek, ekonomický rozbor důvodů vydání komunálních dluhopisů a jeho dopadů na hospodářskou a finanční situaci včetně údajů o stavu zadluženosti. Ministerstvo financí ČR souhlas neudělí, dospěje-li k názoru, že ekonomická situace územního samosprávného celku neumožňuje splnění závazků spojených s jejich vydáním.¹⁵¹

c) Hypoteční zástavní listy

Hypoteční zástavní listy jsou dluhopisy, jejichž jmenovitá hodnota a poměrný výnos jsou plně kryty pohledávkami z hypotečních úvěrů nebo částí těchto pohledávek (řádné krytí) a popřípadě náhradním způsobem (náhradní krytí). Součástí názvu tohoto dluhopisu je označení hypoteční zástavní list. Hypoteční zástavní listy může vydávat jen banka podle zvláštního právního předpisu upravujícího činnost bank se sídlem v České republice. Emitent hypotečních zástavních listů zajišťuje dostatečné krytí závazků z hypotečních zástavních listů v oběhu tak, aby součet pohledávek z hypotečních úvěrů^{poznámka} nebo jejich částí, sloužících k řádnému krytí, a celkového náhradního krytí nepoklesl pod celkovou výši závazků ze všech jím vydaných hypotečních zástavních listů v oběhu.¹⁵²

¹⁴⁹ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 25 a 26.

¹⁵⁰ Musílek, P. Trhy cenných papírů. Praha: Ekopress, 2002, s. 40.

¹⁵¹ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 27.

^{poznámka} Hypoteční úvěr je úvěr, jehož splacení včetně příslušenství je zajištěno zástavním právem k nemovitosti, i rozestavěné. Úvěr se považuje za hypoteční úvěr dnem vzniku právních účinků zástavního práva. Zástavní hodnotu zastavených nemovitostí stanoví emitent hypotečních zástavních listů. Zástavní hodnota zastavených nemovitostí, nesmí převyšovat jejich obvyklou cenu.

¹⁵² Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 28 a 29.

d) Vyměnitelné dluhopisy

Vyměnitelný dluhopis je dluhopis, se kterým je spojeno právo na jeho výměnu za jiný dluhopis nebo jiné dluhopisy anebo právo na jeho výměnu za akcii nebo akcie stejného emitenta, které jejich emitent vydá podle zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku; ve znění pozdějších předpisů. Toto právo může být uplatněno namísto práva na splacení dluhopisu. Skutečnost, že jde o vyměnitelný dluhopis, musí být zřetelným způsobem vyznačena na listinném dluhopisu nebo v evidenci zaknihovaných dluhopisů a ve všech materiálech používaných k propagaci takového dluhopisu.¹⁵³

e) Prioritní dluhopisy

Prioritní dluhopis je dluhopis, se kterým je spojeno právo na jeho splacení a vyplacení výnosu z dluhopisu, právo na přednostní upisování akcií, které jeho emitent vydá podle zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku; ve znění pozdějších předpisů. Skutečnost, že jde o prioritní dluhopis, musí být zřetelným způsobem vyznačena na listinném dluhopisu nebo v evidenci zaknihovaných dluhopisů a ve všech materiálech používaných k propagaci takového dluhopisu.¹⁵⁴

f) Podřízené dluhopisy

Podřízené dluhopisy jsou dluhopisy, kde v případě vstupu emitenta do likvidace, prohlášení konkurzu na majetek emitenta, povolení vyrovnání, nebo je-li emitentem zahraniční osoba, budou uspokojeny pohledávky s nimi spojené až po uspokojení všech ostatních pohledávek. Skutečnost, že jde o podřízený dluhopis, musí být zřetelným způsobem vyznačena na listinném dluhopisu nebo v evidenci zaknihovaných dluhopisů a ve všech materiálech používaných k propagaci takového dluhopisu. Podřízený dluhopis vydávaný v listinné podobě může znít pouze na jméno.¹⁵⁵

g) Sběrný dluhopis

Sběrný dluhopis je listinný dluhopis, který představuje souhrn jednotlivých dluhopisů dané emise, které jsou v rámci emisní lhůty upsány v upisovací listině. Každý sběrný dluhopis je samostatnou emisí. Počet upsaných dluhopisů každého vlastníka představuje jeho podíl na sběrném dluhopisu. Sběrný dluhopis je společným vlastnictvím vlastníků podílů na sběrném

¹⁵³ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 33.

¹⁵⁴ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 33.

¹⁵⁵ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 34.

dluhopisu. Vlastník podílu na sběrném dluhopisu má veškerá práva, která jsou spojena s vlastnictvím dluhopisu. Sběrný dluhopis musí být uložen a evidován u osoby oprávněné k vedení samostatné evidence podle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálových trzích; ve znění pozdějších předpisů.¹⁵⁶

4.2.3.5 *Konvertibilní dluhopisy*

Dlouhodobé dluhopisy a prioritní akcie mohou mít připojenu opci, která jejich držitelům umožní za určitých, předem známých, podmínek převod do určitého počtu kmenových akcií. Jakmile investor promění své konvertibilní instrumenty do kmenových akcií, nemůže je již konvertovat zpět. Od tohoto okamžiku se držitel konvertibilních dluhopisů stává akcionářem a budou mu vypláceny dividendy.¹⁵⁷ Konvertibilní dluhopisy též někdy nazývané hybridní dluhopisy^{poznámka} jsou při současném rozložení trhů velmi zajímavým segmentem. Dokáží částečně participovat na růstu akciových trhů, ale přitom jsou chráněny před vyšším propadem.

Konvertibilní dluhopisy jsou specifickou třídou aktiv, která se nachází na rozhraní akcií a dluhopisů. Konvertibilní dluhopis představuje investiční nástroj, který v sobě zahrnuje jak akciovou, tak i dluhopisovou složku. Současně s dluhopisem totiž investor kupuje i právo v podobě kupní opce (call opce). Ta mu umožňuje se rozhodnout, zda si v době splatnosti dluhopisu nechá vyplatit nominální hodnotu dluhopisu nebo si nechá dluhopis „přeměnit“ na akcie společnosti emitující dluhopis v předem stanoveném kurzu. Rozhodnutí investora je závislé od aktuální hodnoty akcií v době splatnosti dluhopisu. V případě, že je cena akcií vyšší než cena předem smluvená, přistoupí investor logicky k výplatě akcií, v opačném případě si nechá vyplatit nominální hodnotu dluhopisu. V případě přeměny na akcie většinou neobdrží majitel dluhopisu samotné akcie, ale emitent mu pouze dorovná rozdíl ceny.¹⁵⁸

Konvertibilní dluhopis je tedy v době splatnosti možné „proměnit“ do toho aktiva, které je pro investora výhodnější. Jedná se tedy o nástroj, který dokáže participovat na

¹⁵⁶ Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů, § 35 a 36.

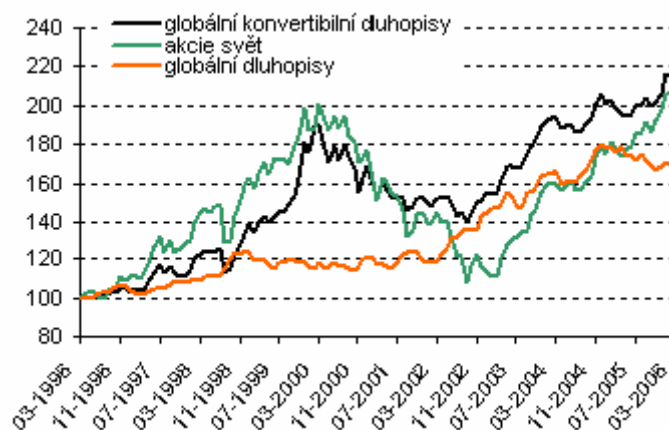
¹⁵⁷ Jindřichovská, I., Bláha, Z. S. Podnikové finance. Praha: Management Press, 2001, s. 129.

^{poznámka} Konvertibilní dluhopisy a prioritní akcie na jedné straně poskytují stabilní příjem z pravidelných kuponů nebo dividend, na druhé straně nabízejí participaci na kapitálových výnosech spojovaných s kmenovými akciemi. Kombinace těchto charakteristik vedla k tomu, že se tyto cenné papíry označují jako hybridní instrumenty.

¹⁵⁸ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).

akciovém trhu, ale dokáže částečně také ochránit před jeho poklesem. Cenou za tyto vlastnosti konvertibilních dluhopisů je nižší dluhopisový kupón proti klasickým dluhopisům. Nižší kupón je nutné brát v úvahu také z toho důvodu, že konvertibilní dluhopisy jsou zpravidla emitovány společnostmi s vyšším kreditním rizikem. Ze strany emitenta je nízký kupón rozhodujícím kritériem, proč se snaží získat prostředky právě pomocí formy konvertibilních dluhopisů, jelikož klasické firemní dluhopisy jsou pro tyto společnosti díky vysokým kupónům vzhledem k bonitě společnosti drahé. Konvertibilní dluhopisy jsou tak „levnějším“ zdrojem financování.¹⁵⁹

Při srovnání konvertibilních dluhopisů s akciovým a dluhopisovým trhem je vidět, že konvertibilní dluhopisy prošly pádem akciových trhů v období 2000 až 2003 lépe než samotné akciové trhy a dokázaly tyto ztráty tlumit. Více je to patrné na evropském trhu, kde za posledních deset let mají konvertibilní dluhopisy stejnou výkonnost jako akciový trh, ale volatilita byla o poznání nižší (viz Obrázek 12 a Obrázek 13). V žádném případě se ale nejedná o „bezrizikovou“ třídu aktiv, protože i v období poklesu evropských akciových trhů evropské konvertibilní dluhopisy ztratily více než 15 % a světové konvertibilní dluhopisy téměř 30 %.¹⁶⁰

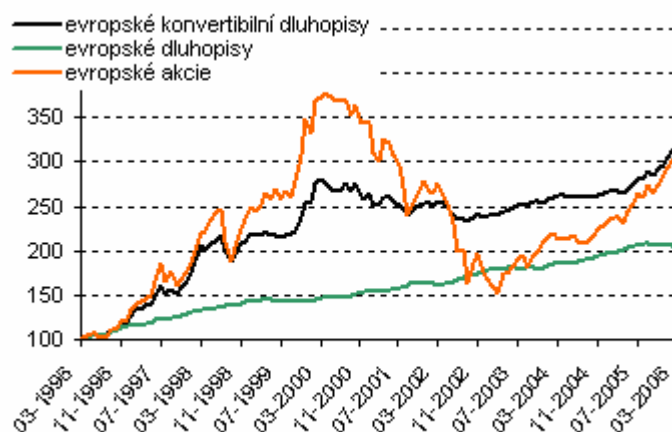


Obrázek 12 Srovnání vývoje akcií, dluhopisů a konvertibilních dluhopisů na americkém trhu v USD¹⁶¹

¹⁵⁹ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).

¹⁶⁰ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).

¹⁶¹ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).



Obrázek 13 Srovnání vývoje akcií, dluhopisů a konvertibilních dluhopisů na evropském trhu v EUR¹⁶²

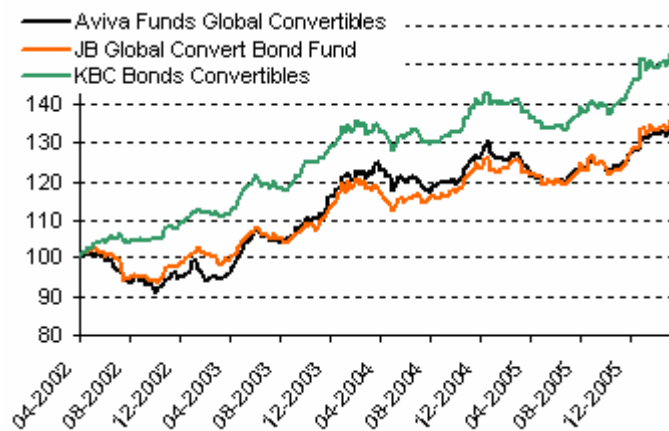
Zajímavá je také výkonnost konvertibilních dluhopisů, které jsou emitovány asijskými společnostmi s výjimkou Japonska. Zatímco asijský trh je poměrně dost volatilní, asijské konvertibilní dluhopisy dosahují v posledních deseti letech téměř „konstantního“ růstu při minimální volatilitě. Celkový objem emitovaných konvertibilních dluhopisů ve světě dosahuje téměř 500 mld. dolarů. Vedoucí postavení má USA. Američtí emitenti se na emisích podílejí z více než poloviny. Podíl Evropy tvoří 27 %.¹⁶³

Produktová nabídka fondů konvertibilních dluhopisů se v posledních pěti letech rozšířila a investoři si již mohou vybírat. K dispozici jsou dvě základní skupiny konvertibilních dluhopisů: se zaměřením na Evropu a globálním zaměřením. Zástupci evropského trhu konvertibilních dluhopisů jsou fondy CS Convert Europe, Fortis Bond Convertible Europe, Parvest European Convertible Bond a ABN AMRO Europe Convertible Bond. Globální trh konvertibilních dluhopisů zastupují KBC Bonds Convertibles, JB Global Convertible Bond, Aviva Global Convertibles a Fortis bond Convertible World. Jedinou možností, jak investovat na asijském trhu konvertibilních dluhopisů, je fond Parvest Asian Convertible Bond. Nejlepší výkonnost má fond KBC Bond Convertibles a na evropském trhu fond Fortis Bond Convertible Europe. (viz Obrázek 14 a Obrázek 15).¹⁶⁴

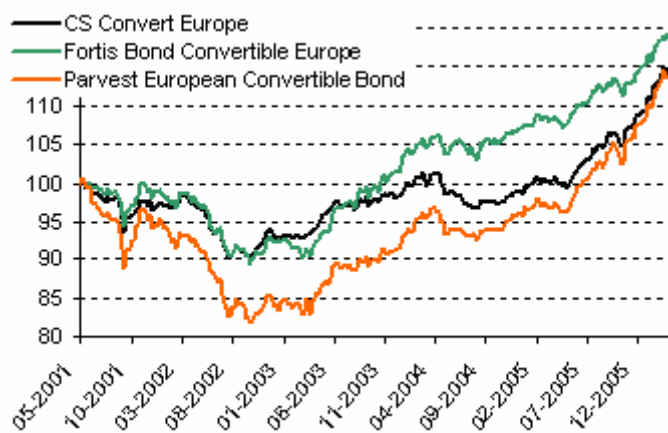
¹⁶² http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).

¹⁶³ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).

¹⁶⁴ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).



Obrázek 14 Srovnání fondů globálních konvertibilních dluhopisů v USD¹⁶⁵



Obrázek 15 Srovnání fondů evropských konvertibilních dluhopisů v EUR¹⁶⁶

¹⁶⁵ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).

¹⁶⁶ http://www.fondshop.cz/index.asp?id=27&action=p_kh_kd (cit. 5. 2. 2008).

5 MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ V ČR A EU

5.1 Mezaninové financování v ČR

Klasický provozní nebo investiční úvěr využívá většina tuzemských podniků. I tak tradiční nástroj financování jako je úvěr se však neustále vyvíjí. I v České republice se pomalu uplatňují moderní úvěrové nástroje typu mezaninového financování či financování manažerských odkupů a dalších speciálních nástrojů.

O tom, že na český trh se dostávají i speciální bankovní produkty, svědčí například zpráva o mezaninovém financování manažerského odkupu Sokolovské uhelné. Za transakcí stála firma KBC Investco ze skupiny KBC. Podle údajů Asociace rizikového kapitálu KBC Investco poskytuje převážně rozvojový kapitál nebo investice v oblasti manažerských odkupů rostoucích společností generujících cash flow. Mezaninové financování nabízí i sesterská společnost KBC Investca Patria Finance.

K rozvoji specializovaných nástrojů financování by na českém trhu měl přispět příchod banky Investkredit, která je zaměřena výlučně na korporátní klienty a jednotlivé projekty. Nabízí jim střednědobé až dlouhodobé financování především developerských či nemovitostních projektů.¹⁶⁷

5.1.1 Společnosti poskytující mezaninové financování

5.1.1.1 KBC PRIVATE EQUITY

KBC Private Equity NV vznikla fúzí mezi společnostmi KBC Investco NV a Ortelius NV, její kořeny tedy sahají více než 60 let do minulosti. Fakticky Společnost Investco NV – bývalá investiční společnost skupiny Almanij-Kredietbank Group – existuje od roku 1943, kdy byla založena pod názvem Kolendelving NV, který vlastnil majetkový podíl v hnědouhelném dole v Maďarsku.

V padesátých letech minulého století zavedl Fernand Collin, tehdejší prezident společnosti Kredietbank, nový typ finančních služeb: dočasné upisování akcií a dluhopisů

¹⁶⁷[http://modernirizeni.ihned.cz/index.php?p=600000_d&&article\[id\]=15979050&article\[what\]=mezaninov%E9+financov%E1n%ED](http://modernirizeni.ihned.cz/index.php?p=600000_d&&article[id]=15979050&article[what]=mezaninov%E9+financov%E1n%ED) (cit. 1. 2. 2008).

společností při zakládání nebo expanzi těchto společností. V roce 1957 podnikatelské aktivity společnosti dále rozšířil prof. André Vlerick, který také přišel s novým jménem pro společnost - Investco. V roce 1992 společnost učinila první investiční krok (i když skromný) v České republice a v roce 1997 získala společnost Limburgse Participatie Maatschappij. V roce 2001 získala nad společností Investco NV kontrolu KBC Bank a portfolio i tým společnosti byly sloučeny s týmem a portfoliem KBC Invest, což je subjekt, pod nímž banka KBC od roku 1999 seskupovala své vlastnické podíly v oblasti private equity.

Společnost Gevaert NV, investiční společnost od roku 1980, investuje do veřejně obchodovaných společností a poskytuje financování v oblasti private equity. Majetkové podíly společnosti Gevaert NV v oblasti private equity byly převedeny na společnost Ortelius NV, dceřinou společností Gevaert NV.

Po fúzi společností Almanij, KBC Bank a Insurance Holding Company byly sloučeny také aktivity, jež doposud byly v každé z těchto společností realizovány paralelně, a došlo také ke zjednodušení odpovídajících organizačních struktur. Takto společnosti KBC Investco a Ortelius, které spravovaly většinu podnikatelských aktivit Gevaert v oblasti private equity, spojily své síly a od 29. července 2005 začaly působit pod názvem „KBC Private Equity“. Jak tento název naznačuje, KBC Private Equity je jedinou společností skupiny KBC Group zabývající se aktivitami v oblasti private equity.¹⁶⁸

Cílem KBC Private Equity je stát se jedním z vedoucích poskytovatelů služeb v oblasti private equity na domácích trzích Skupiny KBC. Jako aktivní akcionář s dlouhodobými investičními cíli KBC Private Equity aktivně participuje na strategickém rozhodování vlastněných společností a poskytuje podporu managementu.¹⁶⁹

KBC Private Equity poskytuje středně velkým privátním společnostem rozvojový kapitál a financuje jejich odkupy v objemu investice mezi 2 mil. a 50 mil. EUR. KBC Private Equity se tak člení mezi široce zaměřený segment trhu, mezi malými investičními fondy na jedné straně a velkými anglosaskými hráči na straně druhé. Společnost KBC Private Equity se zaměřuje na dobře prosperující společnosti působícími v různých oborech podnikání. Tyto společnosti obvykle vykazují pozitivní ukazatel EBITDA minimálně ve výši 1,5 mil. EUR.

¹⁶⁸ <http://www.kbcpe.be/cz/history.htm> (cit. 30. 1. 2008).

¹⁶⁹ <http://www.kbcpe.be/cz/mission.htm> (cit. 30. 1. 2008).

Zvláštní pozornost je věnována společnostem, které si vydobily přední postavení v úzce specializovaném odvětví a které mají jasné růstové příležitosti.

KBC Private Equity poskytuje finanční zdroje ve formě¹⁷⁰:

- ❖ *vlastního kapitálu* (prostřednictvím navýšení kapitálu nebo odkupu existujících majetkových podílů);
- ❖ *mezaninového financování* (většinou se jedná o podřízený úvěr, který lze zcela nebo zčásti převést na akciový kapitál).

V některých případech jsou oba produkty kombinovány s cílem vytvořit pro společnost řešení přímo na míru projektu. KBC Private Equity může investovat jak do většinových, tak i menšinových majetkových podílů ve společnostech. Ve všech případech přisuzuje KBC Private Equity velkou důležitost těsné spolupráci s ostatními akcionáři a managementem společnosti, kteří jsou většinou zainteresováni podílem na zisku nebo jsou zapojeni do jiných pobídkových programů.

Kromě poskytování finančních zdrojů se KBC Private Equity také snaží vytvořit hodnotu v oblastech, kde má k dispozici odborné znalosti a zkušenosti, aniž by se však přitom zapojovala do každodenních provozních záležitostí společností. KBC Private Equity má většinou jednoho zástupce v dozorčí radě cílové společnosti.

Společnost KBC Private Equity je proto stabilním partnerem s otevřenými možnostmi pro následné investice, pro které je ovšem podmínkou transparentnost, fungující struktura společnosti a dodržování zásad řádné správy a řízení podniku (corporate governance). V praxi společnost KBC Private Equity prokázala, že dokáže být přínosem v pěti hlavních oblastech¹⁷¹:

- ❖ posouzení vnitřních a vnějších růstových příležitostí (tzv. přístup 'buy and build');
- ❖ optimalizace finanční struktury společnosti;
- ❖ zavedení nových dodavatelsko-odběratelských vztahů;
- ❖ zdokonalení systémů reportování (v případě potřeby);
- ❖ sdílení specifických odvětvových znalostí.

¹⁷⁰ <http://www.kbcpe.be/cz/products.htm> (cit. 30. 1. 2008).

¹⁷¹ <http://www.kbcpe.be/cz/strategy3.htm> (cit. 30. 1. 2008).

KBC Private Equity se zaměřuje především na domácí trhy skupiny KBC Group, tj. na Belgie a střední a východní Evropu. Společnost však nevyklučuje ani projekty v jiných zemích. Tým KBC Private Equity působí v Belgii, České republice (od 15. září 2005), Polsku (také od 15. září 2005) a Maďarsku (od 1. února 2006). Tým ve střední a východní Evropě, podporovaný centrálním týmem v Bruselu, se také zaměří na slovinský a slovenský trh.¹⁷²

Proces investice lze rozdělit na čtyři fáze¹⁷³:

- a) hodnocení;
- b) analýza;
- c) vyjednávání;
- d) schválení a rozvoj.

V praxi na sebe jednotlivé fáze přesně nenavazují, ale spíše probíhají paralelně. Společnost KBC Private Equity se vždy snaží jednat velice pružně tak, aby splnila stanovené termíny. K tomu přispívá i rychlost rozhodování a kompaktní investiční výbor.

a) Hodnocení

Na týdenních schůzkách o stavu transakcí, kterých se účastní management i odborný personál KBC Private Equity, jsou prezentovány a vyhodnocovány nové investiční příležitosti podle stanovených kritérií. Je zde dále hodnocen aktuální stav projektů schválených na předchozích schůzkách. V případě pozitivního rozhodnutí o investici je projektu přidělen jeden nebo více investičních manažerů. Ti pak dohlížejí na celý postup transakce a úzce spolupracují s výkonnými řediteli.

b) Analýza

V případě pozitivního rozhodnutí o pokračování v investici je daná investiční příležitost analyzována mnohem podrobněji. Pozornost je věnována především obchodnímu plánu, historickým výsledkům společnosti, postavení společnosti na trhu a konkurenčnímu prostředí, managementu a zaměstnancům společnosti, know-how, fungování a aktivitám společnosti atd. Při této analýze je velice důležité spolupracovat s managementem cílové společnosti, jejími akcionáři a poradci. Jen tak lze dobře pochopit, jaké produkty nebo služby

¹⁷² <http://www.kbcpe.be/cz/strategy2.htm> (cit. 30. 1. 2008).

¹⁷³ <http://www.kbcpe.be/cz/investprocedure3.htm> (cit. 30. 1. 2008).

společnost nabízí, jaké je její postavení na trhu, její minulost, plány do budoucna a finanční potřeby.

c) Vyjednávání

Podmínky potenciální investice jsou vyjednávány souběžně s analýzou transakce.

d) Schválení a rozvoj

Projekt je předkládán investičnímu výboru ke schválení ve formě investičního memoranda. Pokud je projekt schválen, začíná probíhat due diligence (nebo se v due diligence pokračuje) a jsou připravovány příslušné právní dokumenty. V této fázi je nutné zajistit přesnou a zároveň stručnou formulaci ujednání a vzájemných práv a závazků. Nakonec dochází k převodu prostředků a v případě potřeby i k převodu vlastnických práv a k získání nových akcií.

5.1.1.2 Investkredit Bank AG

Se zastoupeními v Praze, Budapešti, Varšavě, Bukurešti, Bratislavě a s pobočkou ve Frankfurtu rozšiřuje Investkredit svou klientelu a pokračuje ve své cestě za růstem a internacionalizací. Pobočka a jednotlivá zastoupení nabízejí firemním zákazníkům kompletní škálu služeb společnosti Investkredit Bank AG. V závislosti na stavu rozvoje příslušného trhu se jedná o:

- ❖ klasické půjčky firmám;
- ❖ firemní finanční služby;
- ❖ financování projektů, zejména v segmentu realit.

Pražské zastoupení se zaměřuje na financování související s realitami a službami mezinárodního a firemního financování. V oblasti půjček firmám je jasná priorita kladena na oblast bilaterálních půjček pro průmyslové podniky. V těchto případech funguje Investkredit většinou jako vedoucí manažer. To vše je doplněno intenzivní spoluprací s českými bankami prostřednictvím transakcí se syndikátními půjčkami a cennými papíry, což je umožněno aktivní komunikací jednotlivých zastoupení s lokální finanční komunitou.¹⁷⁴

¹⁷⁴ http://www.investkredit.com/at/en/prague_cz.html (cit. 30. 1. 2008).

Mezaninové financování je často používaným finančním nástrojem v zemích, které mají vysoce rozvinuté kapitálové trhy. Mezaninové financování má usnadnit společnostem přizpůsobit se novým podmínkám na trhu – trhy se stávají více globalizované, liberálnější.

Společnost Investkredit Bank AG prostřednictvím svého mezaninového fondu (Invest Mezzanin), který byl prvním mezaninovým fondem v Rakousku, poskytuje mezaninové financování společnostem, které:

- ❖ jsou finančně stabilní;
- ❖ mají pozitivní cash flow;
- ❖ mají obrát prodeje vyšší než je 15 mil. EUR v předcházejícím roce obchodování;
- ❖ požadují mezaninový kapitál minimálně ve výši 2 mil. EUR;
- ❖ mají zkušený management, který je ochoten spolupracovat;
- ❖ plánují využití mezaninového kapitálu na dobu 7 až 8 let.

Investkredit Bank AG poskytuje mezaninový kapitál nejvíce „německy mluvícím“ společnostem (Německo, Rakousko, Švýcarsko), svoji pozornost soustředí také na střední a východní Evropu (Česká republika, Slovensko, Maďarsko, Polsko a Slovinsko), blíže viz Obrázek 16. Investkredit Bank AG umožňuje využití mezaninového kapitálu ve všech odvětvích ekonomiky, výjimkou jsou peněžní služby, realitní služby a cestovní ruch.¹⁷⁵



Obrázek 16 Regionální kritérium pro poskytnutí mezaninového kapitálu Investkredit Bank AG¹⁷⁶

¹⁷⁵ http://www.investkredit.com/at/en/docs/Mezzanin_Folder_2004_EN.pdf (cit. 30. 1. 2008).

¹⁷⁶ http://www.investkredit.com/at/en/docs/Mezzanin_Folder_2004_EN.pdf (cit. 30. 1. 2008).

Zprostředkování mezaninového kapitálu probíhá ve 3 fázích (viz Tabulka 5). **První fáze** – obchodní plán a předběžná smlouva. Každá společnost, která žádá o mezaninový kapitál, předkládá obchodní plán, který odráží ekonomickou situaci společnosti, vztah společnosti k životnímu prostředí a projekt, který bude v budoucnu financován prostřednictvím mezaninu. Jestliže se Investkredit Bank AG rozhodne poskytnout mezaninový kapitál společnosti, vypracuje se předběžná smlouva, která vymezí hlavní podmínky navrhované investice. **Druhá fáze** začíná po podepsání předběžné smlouvy, vzniká oboustranný závazek, je vypracováván investiční záznam a Invest mezzanine provede náležitou péči. V průběhu **třetí fáze** je předběžná smlouva nahrazena dohodou a dochází k vyplacení kapitálu.

Během investičních fází získá společnost v Investkredit Bank AG partnera. Cíle, které se týkají vymezené investice, odsouhlasí společně. Investkredit Bank AG nemá vliv na rozhodnutí týkající se každodenního obchodování, ale v případě strategických rozhodnutí (akvizice, pronikání na nové trhy) poskytuje poradenství v oblasti financí s cílem zajistit optimální finanční řešení dané situace.¹⁷⁷

Tabulka 5 Investiční proces poskytování mezaninového kapitálu Investkredit Bank AG¹⁷⁸

FÁZE 1 zahájení	FÁZE 2 vazba - závazek	FÁZE 3 ukončení	AKTIVITY
Obchodní plán			Analýza obchodního plánu
Předběžná smlouva	Hloubková analýza firmy		Požadavky na investici
	Investiční záznam		Obchodní, finanční a legislativní činnosti
		Dohoda	Zpráva, možnosti, rizika, plány
			Předběžná smlouva → dohoda
		Investice	Vyplacení kapitálu

¹⁷⁷ http://www.investkredit.com/at/en/docs/Mezzanin_Folder_2004_EN.pdf (cit. 30. 1. 2008).

¹⁷⁸ http://www.investkredit.com/at/en/docs/Mezzanin_Folder_2004_EN.pdf (cit. 30. 1. 2008).

5.2 Mezaninové financování v EU

Partnerství pro růst a zaměstnanost zaujímá mezi politikami Evropské komise zásadní místo. Úspěch tohoto partnerství závisí na tom, zda malé a střední podniky^{poznámka} v Evropě naplní svůj potenciál, neboť tyto podniky jsou naprosto nezbytné pro posílení podnikání, hospodářské soutěže a inovace, které vedou k udržitelnému růstu a rozvoji. Malých a středních podniků je přibližně 25 milionů, což je 99 % všech podniků, a zaměstnávají přibližně 95 milionů osob, což představuje 55 % pracovních míst v soukromém sektoru.¹⁷⁹ Závěry zasedání Evropské rady z jara 2006 navíc zdůraznily, že pro růst malých a středních podniků je důležitý plně integrovaný finanční trh a dostatečný přístup k finančním prostředkům. Právě lisabonský proces poskytuje rámec pro zlepšení přístupu k finančním prostředkům prostřednictvím reformy na úrovni jednotlivých zemí i EU. Takové zlepšení je nezbytné, i když v mnohých členských státech je již financování malých a středních podniků na světové úrovni.¹⁸⁰

Při zlepšování přístupu k finančním prostředkům je rozmanitost malých a středních podniků v EU výhodou. Liší se nejen co do kultury, ale i co do metod inovace. Některé přinášejí špičkové technologie, zatímco jiné vylepšují procesy a výrobky nebo vyvíjejí nové marketingové strategie. Další sice žádné inovace nepřinášejí, ale přesto představují pro společnost zásadní přínos. Tato rozmanitost znamená odlišné potřeby financování u jednotlivých podniků. Členským státům také poskytuje možnost zlepšit své politiky tím, že se vzájemně poučí o osvědčených postupech, a tím usnadní přístup k rizikovému kapitálu a dluhovému financování.

Průzkum Flash Eurobarometr 174 (září 2005) ukázal, že 14 % z 23 milionů malých a středních podniků registrovaných v Evropské unii potřebuje lepší přístup k dluhovému financování, neboť stále ještě mohou narazit na problémy při žádosti o úvěr nebo mikroúvěr pro svůj další projekt.^{poznámka} Na druhou stranu také mnoho podnikatelů potřebuje poradit,

^{poznámka} Evropská charta pro malé podniky, která byla schválena Evropskou radou na zasedání v Santa Maria da Feira ve dnech 19. a 20. června 2000, popisuje malé podniky jako „páteř evropského hospodářství“.

¹⁷⁹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:110:0039:0046:CS:PDF> (31. 1. 2008).

¹⁸⁰ http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/com2006_financing_sme_growth/sec2006_841_financing%20sme%20growth_cz.pdf (31. 1. 2008).

^{poznámka} Přibližně 4 mil. podniků, což je 20 % všech podniků, se domnívá, že přístup k financování představuje vážnou překážku jejich růstu. (Konzultační dokument k programu Společenství pro podnikavost a konkurenceschopnost, 2006/2010 GR pro podniky.)

jaké jsou výhody a nevýhody různých forem financování a jak nejlépe prezentovat investiční projekty těm, kdo by je mohli financovat. Celkově je třeba v Evropě vytvořit prostředí, v němž budou podnikatelé i poskytovatelé finančních prostředků ochotnější přijímat a sdílet rizika. Vyřešení tohoto problému je naprosto zásadní, jelikož malé a střední podniky jsou důležitým zdrojem inovace a nových pracovních míst, pohánějí evropský růst a svou činností podporují strukturální změny a lepší životní podmínky v celé Evropě.¹⁸¹

Účinná hospodářská soutěž na finančních trzích zlepšuje přístup k finančním prostředkům, jelikož snižuje cenu kapitálu. Komise zahájila průzkumy v sektoru finančních služeb, aby zjistila, zda na těchto trzích soutěž funguje. Tyto kroky navazují na snahu Komise odstranit regulační překážky na jednotném trhu. Členské státy by měly zavádět správné postupy pro používání záruk, a tím podporovat bankovní úvěry v souladu s pravidly EU pro státní podpory. Záruky by měly být zejména využity na pomoc inovativním malým a středním podnikům, aby mohly financovat výzkum a inovace (včetně ekologicky zaměřených inovací), a na převody podniků. Záruky na úvěry snižují riziko bankovních úvěrů a částečné, dobře cílené státní záruky mohou mít velký vliv na poskytování úvěrů malým a středním podnikům. Záruky také mohou být proticyklické a pomáhat bankám udržet objem úvěrů v době zpomalení ekonomiky. Členské státy by také měly zajistit, aby jejich vnitrostátní právní předpisy usnadňovaly poskytování mikroúvěrů (úvěrů nižších než 25 000 EUR). Tyto půjčky jsou významným prostředkem podpory podnikání ve formě živnostenského podnikání a mikropodniků, a to zejména u žen a menšin. Tento nástroj podporuje nejen konkurenceschopnost a podnikavost, ale také začlenění do společnosti. Členské státy by tudíž měly podporovat rozvoj trhu hybridních nástrojů a uvědomit si, že se nejedná o zvýhodněné úvěry (soft loans), že je nezbytné zabránit vytlačování soukromého financování a že by měly zajistit, aby vládní programy byly udržitelné a nenarušovaly trh.

Komise řadí mezi hybridní nástroje mezaninové financování, které nabízí prostor pro inovativní řešení určitých problémů. Mezaninové nástroje mohou například předejít rozmělnění vlastnictví a zároveň efektivně financovat růst, mohou pomoci naplnit potřebu

¹⁸¹http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/com2006_financing_sme_growth/sec2006_841_financing%20sme%20growth_cz.pdf (31. 1. 2008).

silnějších rozvah, a tak splnit očekávání bank v novém finančním prostředí, mohou také pomoci financovat převody podniků.¹⁸²

Hlavními nástroji EU na podporu podnikání a inovací a zlepšení přístupu malých a středních podniků k finančním prostředkům jsou *Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovaci (CIP)* a *Společné evropské zdroje pro nejmenší až střední podniky (JEREMIE)* v rámci strukturálních fondů. *Sedmý rámcový program pro výzkum* bude zahrnovat opatření na pomoc malým a středním podnikům, aby uspokojily některé své potřeby finančních prostředků v souvislosti s výzkumem.¹⁸³

5.2.1 Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace

Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace (Competitiveness and Innovation framework Programme - CIP) na léta 2007 až 2013 se zaměřuje na potřeby malých a středních podniků (MSP), pro které je vedle strukturálních fondů nejvýznamnějším podpůrným instrumentem Evropské unie. Intervence programu jsou doplňkové také k dalším hlavním politikám EU typu podpory výzkumu a technologického rozvoje (7. rámcový program) či celoživotního vzdělávání (Comenius, Erasmus, Leonardo da Vinci, Grundtvig).¹⁸⁴

Tento program je v souladu se sdělením Komise jarnímu zasedání Evropské rady ze dne 2. února 2005 s názvem „Pracujme společně pro růst a pracovní místa – nový začátek pro lisabonskou strategii“, které vyzývá k akci, jež zajistí růst a konkurenceschopnost a vytvoří z Evropy přitažlivější místo pro investování a práci, přičemž musí být podněcována podnikatelská iniciativa, přilákán dostatečný rizikový kapitál pro zakládání nových podniků a udržen silný evropský průmyslový základ a zároveň by měly být podporovány inovace, a to zejména ekologické inovace, zaváděny informační a komunikační technologie. Zatímco pro konkurenceschopnost je z velké části rozhodující činnost dynamických podniků, jež působí na otevřených a konkurenceschopných trzích a jejichž činnost je podporována řádnými rámcovými podmínkami, zejména regulačním rámcem příznivým pro inovace, má

¹⁸²http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/com2006_financing_sme_growth/sec2006_841_financing%20sme%20growth_cz.pdf (cit. 31. 1. 2008).

¹⁸³http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/com2006_financing_sme_growth/sec2006_841_financing%20sme%20growth_cz.pdf (cit. 31. 1. 2008).

¹⁸⁴ <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/zdroje-financovani-z-eu-2007-2013/ramcovy-program-pro-konkurenceschopnost/1001573/44079/> (cit. 31. 1. 2008).

financování Společenství za úkol poskytovat podporu a dodatečné finanční prostředky pro nápravu situace při selhání trhu. Celková finanční podpora bude poskytnuta ve výši 3 621 mil. EUR (viz. Tabulka 6 a Obrázek 17).¹⁸⁵

Rámcový program má tyto cíle:

- ❖ posílit konkurenceschopnost podniků, zejména malých a středních;
- ❖ podporovat inovace ve všech formách, včetně ekologických inovací;
- ❖ urychlit vývoj udržitelné, konkurenceschopné, inovativní informační společnosti;
- ❖ podporovat energetickou účinnost a nové obnovitelné zdroje energie ve všech odvětvích, včetně dopravy.

Z toho vyplývají i tři hlavní části programu:

1. **Program pro podnikání a inovace** (Entrepreneurship and Innovation Programme - EIP);
2. **Program na podporu politiky informačních a komunikačních technologií** (ICT Policy Support Programme);
3. **Program Inteligentní energie - Evropa** (Intelligent Energy-Europe Programme - IEE).

Tabulka 6 Rozdělení rozpočtu rámcového programu CIP¹⁸⁶

Program	mil. EUR	%
Podnikání a inovace	2 166	60
Podpora ICT	728	20
Inteligentní energie - Evropa	727	20



Obrázek 17 Rozdělení rozpočtu rámcového programu CIP

¹⁸⁵ ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/innovation/docs/cip_cs.pdf (cit. 31. 1. 2008).

¹⁸⁶ <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/zdroje-financovani-z-eu-2007-2013/ramcovy-program-pro-konkurenceschopnost/1001573/44079/> (cit. 1. 2. 2008).

5.2.1.1 Finanční nástroje programu

Finanční nástroje programu by měly usnadnit malým a středním podnikům přístup k finančním prostředkům v určitých fázích jejich životního cyklu¹⁸⁷:

- ❖ v počáteční fázi;
- ❖ ve fázi zahájení podnikání;
- ❖ ve fázi rozvoje;
- ❖ ve fázi převodu či přechodu podniku.

Mezi finanční nástroje programu patří¹⁸⁸:

- a) Finanční mechanismus pro MSP inovativní a s vysokým růstem (GIF - Growth and Innovative SME Facility);
- b) Záruční mechanismus malých a středních podniků (SMEG – SME Guarantee Facility);
- c) Finanční mechanismus pro budování kapacit (CBS – Capacity Building Scheme).

a) Finanční mechanismus pro MSP inovativní a s vysokým růstem

Mechanismus GIF spravuje jménem Komise Evropský investiční fond a zahrnuje tyto úkoly:

- ❖ přispívat k zakládání a financování MSP a ke snižování nedostatku vlastního a rizikového kapitálu na trhu, jenž jim brání ve využívání jejich růstového potenciálu, a to s cílem rozvinout evropský trh rizikového kapitálu;
- ❖ podporovat inovativní MSP s vysokým růstovým potenciálem, zejména podniky zabývající se výzkumem, vývojem a dalšími inovačními činnostmi.

Mechanismus GIF je tvořen dvěma nástroji:

- ❖ **GIFI** - zaměřuje se na investice v raných fázích (počáteční fáze a fáze zahájení podnikání). Investuje do specializovaných fondů rizikového kapitálu, jako např. fondů pro rané fáze, regionálně působících fondů, fondů zaměřených na určitá odvětví, technologie nebo výzkum a technologický rozvoj, jakož i fondů spjatých s inkubátory, které pak následně poskytují kapitál malým a středním podnikům. Může rovněž

¹⁸⁷ <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/zdroje-financovani-z-eu-2007-2013/ramcovy-program-pro-konkurenceschopnost/1001573/44079/> (cit. 1. 2. 2008).

¹⁸⁸ ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/innovation/docs/cip_cs.pdf (cit. 1. 2. 2008).

spoluinvestovat do fondů a investičních nástrojů podporovaných investory typu „business angels“;

- ❖ **GIF2** - financují se z něho investice ve fázi rozvoje a investuje do specializovaných fondů rizikového kapitálu, které pak následně inovativním malým a středním podnikům s vysokým růstovým potenciálem poskytují během fáze rozvoje kvazivlastní nebo vlastní kapitál. Investice prostřednictvím nástroje GIF2 se vyhýbají odkupu nebo financování přesunu kapitálu, jejichž cílem je spekulativní rozprodej části majetku.

V rámci mechanismu GIF je možné investovat do zprostředkovatelských subjektů, a to v rámci případné spolupráce s celostátními nebo regionálními režimy podporujícími malé obchodní investiční společnosti.

b) Záruční mechanismus malých a středních podniků

Také mechanismus SMEG spravuje jménem Komise Evropský investiční fond a zahrnuje tyto úkoly:

- ❖ poskytovat protizáruky nebo případně společné záruky pro záruční režimy uplatňované v programu zahrnutých zemí;
- ❖ poskytovat přímé záruky jinému vhodnému finančnímu zprostředkovateli.

Mechanismus SMEG tvoří čtyři nástroje¹⁸⁹:

- ❖ financování prostřednictvím úvěrů nebo leasingu - zmenší obtíže, se kterými se setkávají obzvláště malé a střední podniky, potřebují-li si zajistit přístup k finančním prostředkům, a to buď v důsledku toho, že investice do určitých činností souvisejících s vědomostmi, jakými je např. technologický rozvoj, inovace či přenos technologií, jsou vnímány jako rizikovější, nebo v důsledku nedostatečného zajištění;
- ❖ financování mikroúvěry - podpoří finanční instituce, aby hrály větší úlohu v poskytování úvěrů menšího rozsahu, což by pro dlužníky s nedostatečným zajištěním obvykle představovalo poměrně vyšší náklady. Vedle záruk nebo protizáruk mohou finanční zprostředkovatelé obdržet dotace na částečné vyrovnání vysokých administrativních nákladů spojených s financováním mikroúvěrů;

¹⁸⁹ ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/innovation/docs/cip_cs.pdf (cit. 1. 2. 2008).

- ❖ záruky pro investování do vlastního nebo kvazivlastního kapitálu MSP - zahrnuje investice, které poskytují kapitál pro počáteční fázi nebo fázi zahájení podnikání, jakož i mezaninové financování, aby se snížily určité obtíže, kterým malé a střední podniky čelí kvůli své malé finanční síle, a obtíže související s převodem či přechodem podniků;
- ❖ sekuritizace portfolií pohledávek MSP - mobilizuje dodatečné dluhové financování MSP na základě příslušných ujednání o sdílení rizik s dotčenými institucemi. Podpora pro takové transakce závisí na tom, zda se emitující instituce zavázá poskytnout značnou část vzniklé likvidity mobilizovaného kapitálu pro další úvěrování sektoru MSP.

c) Finanční mechanismus pro budování kapacit

Mechanismus CBS je provozován spolu s mezinárodními finančními institucemi, včetně Evropské banky pro obnovu a rozvoj, Evropské investiční banky, Evropského investičního fondu a Rozvojové banky Rady Evropy. Mechanismus CBS zahrnuje tyto úkoly¹⁹⁰:

- ❖ zvyšovat investiční a technologickou odbornost fondů a dalších finančních zprostředkovatelů investujících do inovativních MSP nebo těch, kteří mají růstový potenciál;
- ❖ podněcovat poskytování úvěrů malým a středním podnikům posílením postupů pro schvalování úvěrů pro MSP.

Mechanismus CBS sestává z akce pro počáteční kapitál a akce pro partnerství¹⁹¹:

- ❖ **akce pro počáteční kapitál** - poskytuje granty k podpoře poskytování rizikového kapitálu pro inovativní MSP a jiné MSP s růstovým potenciálem prostřednictvím podpory fondů pro počáteční fáze a fáze zahájení podnikání nebo podobné organizace. Podpora může být rovněž poskytnuta pro dlouhodobý nábor dalších zaměstnanců se specifickou odborností v oblasti investic nebo technologií;
- ❖ **akce pro partnerství** - poskytuje granty finančním zprostředkovatelům na pokrytí nákladů spojených s technickou pomocí při zlepšování postupů pro schvalování úvěrů pro dluhové financování malých a středních podniků, s cílem podněcovat poskytování

¹⁹⁰ ftp://ftp.cordis.europa.eu/pub/innovation/docs/cip_cs.pdf (cit. 1. 2. 2008).

¹⁹¹ <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/zdroje-financovani-z-eu-2007-2013/ramcovy-program-pro-konkurenceschopnost/1001573/44079/> (cit. 1. 2. 2008).

finančních prostředků tomuto sektoru v zemích s nízkou mírou bankovního zprostředkování.

Doplňuje úvěrové linie nebo sdílení rizika poskytované mezinárodními finančními institucemi partnerským bankám nebo finančním institucím. Značná část této akce se vztahuje ke zlepšování jejich schopnosti vyhodnocovat obchodní životaschopnost projektů se značným podílem ekologických inovací.¹⁹²

Rámcový program obsahuje také podpůrné finanční nástroje, mezi které patří¹⁹³:

- ❖ Ppodpůrné služby ve prospěch podniků a inovací;
- ❖ pilotní projekty a projekty tržní replikace týkající se inovací a ekologických inovací;
- ❖ analýzy, rozvoj a koordinace politik a twinning.

Celkově se očekává, že těchto nástrojů v letech 2007 až 2013 využije 350 000 – 400 000 malých a středních podniků.¹⁹⁴

5.2.2 JEREMIE

JEREMIE představuje iniciativu Evropské komise, připravenou společně s EIB a Evropským investičním fondem (EIF). Jejím smyslem je podpořit zvýšený přístup k financím pro rozvoj malých a středních firem v regionech EU. JEREMIE byla oficiálně zahájena Evropskou komisí, EIB a EIF na ministerské schůzce v Bruselu v říjnu 2005. Proces posílení menších podniků představuje základní článek Lisabonské strategie, protože je spojen s inovacemi, vytváří stabilní zaměstnanost a přispívá k neustálé odborné přípravě pracovní síly.¹⁹⁵

První fáze působení iniciativy JEREMIE spočívá v ocenění nabídky finančních produktů v členských zemích a regionech EU a v ocenění potenciálních potřeb. Tato ocenění

¹⁹² <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/zdroje-financovani-z-eu-2007-2013/ramcovy-program-pro-konkurenceschopnost/1001573/44079/> (cit. 1. 2. 2008).

¹⁹³ <http://www.businessinfo.cz/cz/clanek/zdroje-financovani-z-eu-2007-2013/ramcovy-program-pro-konkurenceschopnost/1001573/44079/> (cit. 1. 2. 2008).

¹⁹⁴ http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/com2006_financing_sme_growth/sec2006_841_financing%20sme%20growth_cz.pdf (cit. 1. 2. 2008).

¹⁹⁵ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:110:0039:0046:CS:PDF>(cit. 2. 2. 2008).

byla vykonávána v období 2006 a 2007 v rámci dohody o spolupráci mezi Evropskou komisí a EIF, které úzce spolupracují s národními autoritami a finančními institucemi na národní úrovni.

Druhá fáze spočívá v zapojení se do programovacích aktivit v rámci programovacího období 2007 – 2013. Tam, kde si řídicí autority (orgány) přejí využívat rámec JEREMIE, měly by se rozhodnout alokovat zdroje z programu do holdingového fondu. Tento holdingový fond by měl být kvalifikovanou finanční institucí na národní úrovni. Je rovněž zamýšleno, že v rámci iniciativy JEREMIE mohou žádat řídicí orgány EIF, aby zajišťoval cíle holdingového fondu ve fázi, kdy grant alokuje grant v jeho prospěch. To by mohlo dále usnadnit získání dodatečného úvěrového kapitálu od EIB. Úlohou holdingového fondu by rovněž bylo organizování výzev pro vyjádření zájmu, adresovaných všem zainteresovaným finančním zprostředkovatelům (fondy rozvojového kapitálu, fondy seed-capital, start-ups, fondy zaměřené na technologie nebo transfer technologií, zaručené fondy, poskytovatelé mikro-úvěrů apod.).

Na základě své specifické expertízy bude holdingový fond, v úzké spolupráci s řídicím orgánem, vyhodnocovat, vybírat a akreditovat finanční zprostředkovatele. Bude schopen zajišťovat je s produkty spojenými s investicemi do jejich vlastního kapitálu (equity), půjčkami nebo zárukami, včetně technické pomoci. Vybraní finanční zprostředkovatelé budou následně zodpovědní za to, že finanční prostředky budou dostupné za přijatelných konkurenčních podmínek pro malé i středně velké podnikatelské subjekty.¹⁹⁶

¹⁹⁶ <http://www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/JaspJeremJessic.pdf> (cit. 2. 2. 2008).

6 ZÁVĚR

Záměrem diplomové práce na téma „Mezaninové financování“ bylo souhrnně zpracovat problematiku tohoto méně obvyklého finančního nástroje.

K naplnění záměru práce byly stanoveny následující dílčí cíle:

1. vysvětlit problematiku financování a charakterizovat finanční zdroje;
2. vymezit pojem, podstatu a trendy mezaninového financování;
3. charakterizovat akcie a dluhopisy ve vztahu k mezaninovému financování;
4. zhodnotit situaci mezaninového financování v ČR a EU.

V první kapitole *Úvod* je stanoven záměr a cíle diplomové práce.

Druhá kapitola *Financování a finanční zdroje* zpracovává základní poznatky o financování a finančních zdrojích. Souhrnně lze pod pojmem financování rozumět získávání a rozdělování finančních zdrojů, pod pojmem finanční rozhodování pak proces výběru optimální varianty získávání peněz a kapitálu a jejich užití z hlediska základních finančních cílů podnikání. Veškeré financování, ale i finanční řízení je ovlivňováno dvěma faktory (faktor času a faktor rizika). Druhy financování lze klasifikovat podle několika hledisek - hledisko pravidelnosti financování (financování běžné a mimořádné), hledisko původu finančních prostředků (financování vlastním kapitálem, cizím kapitálem a samofinancování) a hledisko doby, po kterou je kapitál podniku k dispozici (financování krátkodobé a dlouhodobé). Ve finančním řízení a rozhodování se uplatňují určité zásady, které doporučují, jaký druh finančních zdrojů použít na financování majetku (krátkodobého nebo dlouhodobého), mezi tyto zásady patří pravidlo horizontální majetkově-kapitálové struktury a pravidlo vertikální kapitálové struktury. Za finanční strukturu považujeme strukturu celkového podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho celkový majetek a za kapitálovou strukturu podniku považujeme strukturu dlouhodobého kapitálu (finančních zdrojů), ze kterého je financován dlouhodobý majetek. Za finanční zdroj se obvykle nepovažují celkové tržby, ale jen ta část, která vyjadřuje odpisy a zadržovaný zisk. Finanční zdroje lze klasifikovat podle několika hledisek – hledisko vlastnictví (vlastní a cizí finanční zdroje), hledisko subjektu tvorby (interní a externí finanční zdroje) a hledisko času (krátkodobé a dlouhodobé finanční zdroje). Každý finanční zdroj má své výhody i nevýhody.

V USA se na dluhovém financování investic společností podílejí ve značném rozsahu především cenné papíry. V evropských zemích (zejména v Německu a ve Francii a také v ČR) a v Japonsku mají větší zastoupení bankovní úvěry.

Třetí kapitola *Mezaninové financování* zpracovává problematiku moderního finančního nástroje, který sdílí vlastnosti dluhu i vlastního kapitálu. I v ČR se pomalu začínají uplatňovat tyto nové finanční nástroje. Mezaninové financování představuje vrstvu financování mezi hlavním závazkem a vlastním kapitálem. Mezaninový kapitál tvoří 20 – 30 procent optimální kapitálové struktury. Tyto produkty jsou více rizikovější, a proto mají vyšší míru návratnosti než obvyklé bankovní produkty. Míra návratnosti je minimálně 20 procent. Splatnost mezaninového úvěru se pohybuje od 4 do 8 let. Mezi typické investice, které jsou financovány mezaninovým kapitálem patří – expanze a restrukturalizace podniku, akvizice, investice typu buy out, buy in. 50 procent mezaninového kapitálu je investováno ve Velké Británii a Irsku, ale v posledních letech se podíl mezaninu zvyšuje i v kontinentální Evropě. Mezaninové financování lze využít i při financování PPP projektů, ale tento způsob financování není tolik častý. Mezaninový kapitál je jednou z několika složek private equity. Private equity znamená střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze a které mají potenciál pro tvorbu hodnoty v budoucnu. CVCA (Czech Venture Capital and Private Equity Association) je asociace, která zastupuje společnosti působící v oblasti rizikového kapitálu v České republice. Česká republika má v Evropě nejhorší podmínky pro rozvoj rizikového kapitálu. Ačkoliv ve světě zažívá tento druh investování nejlepší období za posledních pět let. Nejlépe na tom jsou Irsko, Velká Británie či Francie. Celosvětově se vývoj počtu investic a jejich objem zvyšuje.

Čtvrtá kapitola *Akcie, dluhopisy a mezaninové financování* zachycuje vztah mezi mezaninovým financováním a cennými papíry jako jsou akcie a dluhopisy. Mezaninové financování se nabízí v kombinaci s tzv. „equity kicker“, to znamená, že banka má možnost získat akcie společnosti, která projekt realizuje. Mezi nástroje mezaninového financování řadíme i dluhopisy, které představují zabezpečení fixního příjmu.

Pátá kapitola *Mezaninové financování v ČR a EU* se zabývá situací, která je typická pro ČR a EU. V ČR působí několik společností, které poskytují mezaninový kapitál, mezi nejvíce kvalifikované patří KBC PRIVATE EQUITY a Investkredit Bank AG. KBC Private

Equity poskytuje středně velkým privátním společnostem rozvojový kapitál a financuje jejich odkupy v objemu investice mezi 2 mil. a 50 mil. EUR, zaměřuje se na Belgie, střední a východní Evropu. Společnost Investkredit Bank AG prostřednictvím svého mezaninového fondu (Invest Mezzanin), který byl prvním mezaninovým fondem v Rakousku, poskytuje mezaninový kapitál nejvíce „německy mluvícím“ společnostem (Německo, Rakousko, Švýcarsko), svoji pozornost soustředí také na střední a východní Evropu (Česká republika, Slovensko, Maďarsko, Polsko a Slovinsko). EU si je vědoma důležitosti malých a středních podniků na evropském trhu, snaží se jim zajistit dostatečný přístup k finančním prostředkům, k tomu by měl přispět Rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace a iniciativa JEREMIE, tyto nástroje se zabývají také problematikou mezaninového financování.

Seznam použité literatury

- [1] DUCHOŇ, B. *Inženýrská ekonomika*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 288 s. ISBN 978-80-7179-763-0
- [2] DVOŘÁKOVÁ, D. *Finanční účetnictví a výkaznictví podle mezinárodních standardů IAS/IFRS*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2006. 339 s. ISBN 80-251-1085-0
- [3] HAVEL, J. *Úvod do úpravy kapitálových trhů*. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2000. 296 s. ISBN 80-246-0014-5
- [4] JINDŘICHOVSKÁ, I., BLAHA, Z. S. *Podnikové finance*. 1. vyd. Praha: Management Press, 2001. 316 s. ISBN 80-7261-025-2
- [5] KOHOUT, P., HLUŠEK, M. *Peníze, výnosy a rizika – Příručka investiční strategie*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2002. 214 s. ISBN 80-86119-48-3
- [6] KRAUSEOVÁ, J. a kol. *Zakladatelský finanční záměr firmy do kapsy*. 1. vyd. Slaný: Melandrium, 2007. 144 s. ISBN 978-80-86175-54-6
- [7] KROH, M. *Jak si vzít úvěr*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1999. 160 s. ISBN 80-7169-617-X
- [8] LIŠKA, V.; GAZDA, J. *IPO kmenové akcie a jejich primární emise*. 1. vyd. Praha: HZ Editio, 2001. 169 s. ISBN 80-86009-36-X
- [9] LIŠKA, V.; GAZDA, J. *Kapitálové trhy a kolektivní investování*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 525 s. ISBN 80-86419-63-0
- [10] MERNA, T.; AL-THANI, F. F. *Risk management – Řízení rizika ve firmě*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2007. 194 s. ISBN 978-80-251-1547-3
- [11] MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2002. 459 s. ISBN 80-86119-55-6
- [12] REJNUŠ, O. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. 1. vyd. Computer Press, 2001. 257 s. ISBN 80-7226-571-7
- [13] REVANDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 2. vyd. Praha: Management Press, 1999. 620 s. ISBN 80-85943-49-2
- [14] SEKERKA, B. *Bankovníctví II. díl*. 2. vyd. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2005. 79 s. ISBN 80-7194-815-2
- [15] SEKNIČKA, P. a kol. *Vybrané otázky kapitálových trhů v České republice*. Praha: Vodnář, 2003. 107. s. ISBN 80-85889-52-8

- [16] STEIGAUF, S. *Investiční matematika*. 1. vyd. Grada Publishing, 1999. 336 s. ISBN 80-7169-429-0
- [17] SYNEK, M. aj. *Manažerská ekonomika*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007. 464 s. ISBN 978-80-247-1992-4
- [18] SYNEK, M. *Podniková ekonomika*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002. 479 s. ISBN 80-7179-736-7
- [19] TETŘEVOVÁ, L. *Financování projektů*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2006. 182 s. ISBN 80-86946-09-6
- [20] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 465 s. ISBN 80-86929-01-9
- [21] WAGNEROVÁ, E. *Ekonomika podniku*. 2. vyd. Opava: Slezská univerzita v Opavě, 2001. 232 s. ISBN 80-7248-108-8
- [22] WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 1995. 748 s. ISBN 80-7179-014-1

Internetové odkazy

- [23] <ftp://ftp.cordis.europa.eu>
- [24] <http://ec.europa.eu>
- [25] <http://eescopinions.eesc.europa.eu>
- [26] <http://eur-lex.europa.eu>
- [27] <http://giddy.org>
- [28] <http://ipoint.financninoviny.cz>
- [29] <http://modernirizeni.ihned.cz>
- [30] www.bizvoicemagazine.com
- [31] www.bondcapital.ca
- [32] www.businessinfo.cz
- [33] www.casopis.biz
- [34] www.csas.cz
- [35] www.czechinvest.org
- [36] www.deloitte.com
- [37] www.dluhopis.cz
- [38] www.eif.org
- [39] www.ey.com

- [40] www.finance.cz
- [41] www.investkredit.com
- [42] www.kbcpe.be
- [43] www.mbda.gov
- [44] www.pentainvestments.com
- [45] www.vokac.cz

Právní normy

- [46] Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech; ve znění pozdějších předpisů.
- [47] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník; ve znění pozdějších předpisů.

Seznam obrázků

OBRÁZEK 1 ZLATÉ BILANČNÍ PRAVIDLO.....	17
OBRÁZEK 2 FINANČNÍ ZDROJE.....	24
OBRÁZEK 3 ŠIRŠÍ POJETÍ MEZANINOVÉHO FINANCOVÁNÍ	40
OBRÁZEK 4 TYPICKÁ STRUKTURA KAPITÁLU FIRMY	40
OBRÁZEK 5 PRODUKTY KBC PRIVATE EQUITY	42
OBRÁZEK 6 KRITÉRIA PRO VSTUP VENTURE KAPITÁLU	45
OBRÁZEK 7 VELIKOST PRIVATE EQUITY INVESTIC V EVROPĚ V ROCE 2007.....	49
OBRÁZEK 8 VELIKOST PRIVATE EQUITY INVESTIC V USA V ROCE 2007.....	49
OBRÁZEK 9 INVESTOVANÝ MEZANINOVÝ KAPITÁL V EVROPĚ V LETECH 1998 - 2006 (V MIL. EUR).....	51
OBRÁZEK 10 POSKYTOVATELÉ MEZANINOVÉHO FINANCOVÁNÍ NA AMERICKÉM TRHU V ROCE 2001 (V %).....	51
OBRÁZEK 11 INVESTICE AMERICKÝCH FONDŮ DO MEZANINOVÉHO FINANCOVÁNÍ V LETECH 1996 - 2001 (V MIL. \$).....	52
OBRÁZEK 12 SROVNÁNÍ VÝVOJE AKCIÍ, DLUHOPISŮ A KONVERTIBILNÍCH DLUHOPISŮ NA AMERICKÉM TRHU V USD	62
OBRÁZEK 13 SROVNÁNÍ VÝVOJE AKCIÍ, DLUHOPISŮ A KONVERTIBILNÍCH DLUHOPISŮ NA EVROPSKÉM TRHU V EUR	63
OBRÁZEK 14 SROVNÁNÍ FONDŮ GLOBÁLNÍCH KONVERTIBILNÍCH DLUHOPISŮ V USD	64
OBRÁZEK 15 SROVNÁNÍ FONDŮ EVROPSKÝCH KONVERTIBILNÍCH DLUHOPISŮ V EUR.....	64
OBRÁZEK 16 REGIONÁLNÍ KRITÉRIUM PRO POSKYTNUTÍ MEZANINOVÉHO KAPITÁLU INVESTKREDIT BANK AG.....	70
OBRÁZEK 17 ROZDĚLENÍ ROZPOČTU RÁMCOVÉHO PROGRAMU CIP	75

Seznam tabulek

TABULKA 1 PODÍL ODPISŮ NA INVESTICÍCH V LETECH 1997 – 2004 v ČR.....	26
TABULKA 2 LEASINGOVÉ SPOLEČNOSTI V ČR PODLE OBJEMU PŘEDANÉHO MAJETKU V ROCE 2006 (V MIL. KČ BEZ DPH)	35
TABULKA 3 RIZIKA EMISÍ PODNIKOVÝCH DLUHOPISŮ	38
TABULKA 4 ALTERNATIVNÍ INVESTICE.....	43
TABULKA 5 INVESTIČNÍ PROCES POSKYTOVÁNÍ MEZANINOVÉHO KAPITÁLU INVESTKREDIT BANK AG	71
TABULKA 6 ROZDĚLENÍ ROZPOČTU RÁMCOVÉHO PROGRAMU CIP	75

Seznam zkratk

CBS	Kapacity Building Scheme
CIP	Competitiveness and Innovation framework Programme
CVCA	Czech Venture Capital and Private Equity Association
ČLFA	Členové leasingové a finanční asociace
ČNB	Česká národní banka
DPH	Daň z přidané hodnoty
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EIB	Evropská investiční banka
EIF	Evropský investiční fond
EVCA	Evropské asociace rizikového kapitálu
GIF	Growth and Innovative SME Facility
ISIN	International Securities Identification Number
JEREMIE	Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises initiative
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MSP	Malé a střední podniky
ROE	Return on Equity
SME	Medium, small and micro enterprises
SMEG	SME Guarantee Facility

Seznam příloh

Příloha A:

- Umístění zemí podle podmínek pro rozvoj rizikového kapitálu zpracovaného Evropskou asociací rizikového kapitálu

Příloha B:

- Akcie na majitele společnosti Agrovysočina, a. s.
- Prioritní akcie AC Sparty Praha fotbal, a. s.
- Dluhopis společnosti CDC, a. s. (v euro)
- Dluhopis společnosti CDC, a. s. (v Kč)

Příloha A

Umístění zemí podle podmínek pro rozvoj rizikového kapitálu zpracovaného Evropskou asociací rizikového kapitálu

2006		2004		2003	
Irsko	1,27	Velká Británie	1,26	Velká Británie	1,20
Francie	1,36	Lucembursko	1,49	Irsko	1,58
Velká Británie	1,46	Irsko	1,53	Lucembursko	1,67
Belgie	1,51	Řecko	1,75	Nizozemsko	1,79
Španělsko	1,52	Nizozemsko	1,76	Itálie	1,96
Řecko	1,55	Portugalsko	1,81	Řecko	1,96
Nizozemsko	1,60	Belgie	1,82	Belgie	2,08
Lucembursko	1,62	Maďarsko	1,86	Francie	2,09
Portugalsko	1,71	Itálie	1,86	Švédsko	2,09
Itálie	1,72	Francie	1,89	Španělsko	2,17
Rakousko	1,74	Švýcarsko	1,95	Finsko	2,25
Dánsko	1,75	Španělsko	1,96	Portugalsko	2,32
Maďarsko	1,83	Norsko	2,04	Dánsko	2,36
Švýcarsko	1,83	Švédsko	2,05	Německo	2,41
Finsko	1,91	Česká republika	2,12	Rakousko	2,53
Estonsko	2,08	Polsko	2,13		
Norsko	2,08	Finsko	2,30		
Švédsko	2,12	Německo	2,37		
Litva	2,12	Rakousko	2,42		
Německo	2,15	Dánsko	2,46		
Polsko	2,16	Slovensko	2,49		
Slovensko	2,17				
Česká republika	2,21				
Slovinsko	2,26				
Rumunsko	2,35				
Celkový průměr	1,84	Celkový průměr	1,97	Celkový průměr	2,03

Pramen: <http://ipoint.financninoviny.cz/private-equity-v-cechach-otloukanek-v-eu.html>

Příloha B

Akcie na majitele společnosti Agrovysočina, a. s.



Akcie na majitele společnosti Agrovysočina, a. s.
Pramen: <http://images.google.cz/imgres?imgurl=http://www.ceskeakcie.cz/>

Prioritní akcie AC Sparty Praha fotbal, a. s.



Prioritní akcie AC Sparty Praha fotbal, a. s.
Pramen: <http://images.google.cz/imgres?imgurl=http://www.ceskeakcie.cz/>

Dluhopis společnosti Credit and Development Comapny, a. s. (v euro)
(přední strana)



Dluhopis společnosti CDC - Credit and Development Company, a. s
Pramen: www.dluhopis.cz/d7/h7.asp?form=pg&id=dluhopis

Dluhopis společnosti Credit and Development Comapny, a. s. (v euro)
(zadní strana)

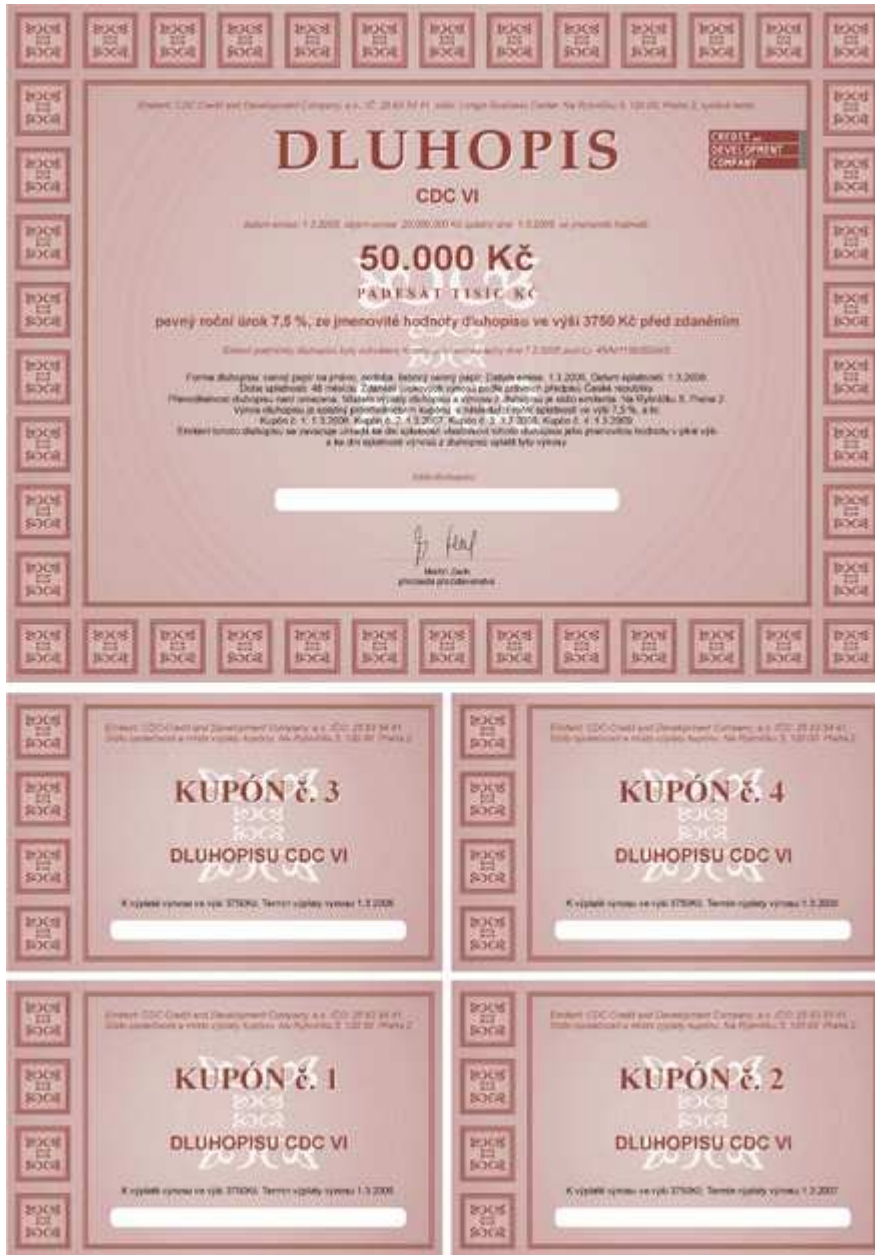
Dluhopis společnosti Credit and Development Comapny, a. s. Množství dluhopisů bude připraveno akcionáři zrušený výnos vyplněný 2018K za den 11.8.2018

Dluhopis společnosti		den dluhopisů	průměrná cena
1.	Číslo upisovacího listu dluhopisů		
	Název dluhopisů		
	Nominální hodnota dluhopisů (Kč)		€
2.	Číslo upisovacího listu dluhopisů		
	Název dluhopisů		
	Nominální hodnota dluhopisů (Kč)		€
3.	Číslo upisovacího listu dluhopisů		
	Název dluhopisů		
	Nominální hodnota dluhopisů (Kč)		€



Dluhopis společnosti CDC - Credit and Development Company, a. s.
Pramen: www.dluhopis.cz/d7/h7.asp?form=pg&id=dluhopis

Dluhopis společnosti Credit and Development Comapany, a. s. (v Kč)
(přední strana)



Dluhopis společnosti CDC - Credit and Development Company, a. s
Prámen: www.dluhopis.cz/d7/h7.asp?form=pg&id=dluhopis

Dluhopis společnosti Credit and Development Comapany, a. s. (v Kč)
(zadní strana)

Vlastník dluhopisu		část dluhopisu	průběh čísla
1.	Jméno a příjmení/Společnost		
	Podpis investiční		
	Adresa: Poboční úřadatelství		
			Kč
2.	Jméno a příjmení/Společnost		
	Podpis investiční		
	Adresa: Poboční úřadatelství		
			Kč
3.	Jméno a příjmení/Společnost		
	Podpis investiční		
	Adresa: Poboční úřadatelství		
			Kč

<p>právní osoba dluhopis CDC v. a. s.</p> <p>50.000 Kč</p> <p>Pevný roční úrok činí 7,5 % před zdaněním</p> <p>Základní částka dluhopisu se sestává z částky se zde uplatňují výnosy z dluhopisu této výnosy</p> <p>CREDIT AND DEVELOPMENT COMPANY</p>	<p>právní osoba dluhopis CDC v. a. s.</p> <p>50.000 Kč</p> <p>Pevný roční úrok činí 7,5 % před zdaněním</p> <p>Základní částka dluhopisu se sestává z částky se zde uplatňují výnosy z dluhopisu této výnosy</p> <p>CREDIT AND DEVELOPMENT COMPANY</p>
--	--

<p>právní osoba dluhopis CDC v. a. s.</p> <p>50.000 Kč</p> <p>Pevný roční úrok činí 7,5 % před zdaněním</p> <p>Základní částka dluhopisu se sestává z částky se zde uplatňují výnosy z dluhopisu této výnosy</p> <p>CREDIT AND DEVELOPMENT COMPANY</p>	<p>právní osoba dluhopis CDC v. a. s.</p> <p>50.000 Kč</p> <p>Pevný roční úrok činí 7,5 % před zdaněním</p> <p>Základní částka dluhopisu se sestává z částky se zde uplatňují výnosy z dluhopisu této výnosy</p> <p>CREDIT AND DEVELOPMENT COMPANY</p>
--	--

Dluhopis společnosti CDC - Credit and Development Company, a. s
Prámen: www.dluhopis.cz/d7/h7.asp?form=pg&id=dluhopis