



Analýza prístupu MSP, vrátane startupov, k možnostiam financovania v kontexte podpory vytvorenia jednotného kapitálového trhu v rámci Európskej únie

Abstrakt

Dokument sa venuje jednotnému kapitálovému trhu EÚ z hľadiska vízie, cieľov a jeho možností. Popisuje hlavné výzvy budovania únie kapitálových trhov, ako aj hlavné ciele jednotného kapitálového trhu. V dokumente sa nachádza analýza aktuálneho postupu a najbližších plánovaných krokov implementácie Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov. Nezabúda sa na popis súčasného stavu, t. j. analýzu súčasných možností financovania startupov a MSP prostredníctvom kapitálového investovania v rámci jednotného trhu EÚ, ako aj popis prekážok pri získavaní finančných zdrojov na jednotnom trhu EÚ. Posledná časť dokumentu je venovaná popisu možností pre financovanie slovenských MSP a startupov prostredníctvom cezhraničného kapitálu pochádzajúceho z krajín EÚ, ako aj návrhu odporúčaní pre odstraňovanie prekážok cezhraničného pohybu kapitálu a pre efektívne budovanie jednotného kapitálového trhu v rámci EÚ.

Obsah

Grafy a Tabuľky	2
Použité skratky.....	4
1. Manažérske zhrnutie	5
2. Úvod – význam MSP a startupov pre ekonomiku	7
3. Jednotný kapitálový trh EÚ – Vízia, ciele, možnosti.....	11
4. Popis súčasného stavu – analýza súčasných možností financovania MSP prostredníctvom kapitálového investovania v rámci jednotného trhu EÚ	25
4.1 Financovanie prostredníctvom verejných trhov.....	25
4.2 Súkromné kapitálové financovanie.....	27
4.3 Možnosti financovania v rámci Investičného plánu pre Európu'	29
4.4 Program COSME	33
4.5 Program Horizont 2020.....	34
5. Popis súčasného stavu - analýza súčasných možností financovania startupov prostredníctvom kapitálového investovania v rámci jednotného trhu EÚ.....	36
5.1 Financovanie prostredníctvom nástrojov rizikového kapitálu	36
5.2 Crowdfunding (kolektívne investovanie)	40
5.3 Možnosti financovania prostredníctvom kryptomien	41
6. Prekážky pri získavaní finančných zdrojov na jednotnom trhu EÚ	44
6.1. Prekážky obmedzujúce financovanie MSP a startupov na jednotnom trhu EÚ	44
6.2. Prekážky slovenských MSP a startupov, ktoré bránia vstupu na jednotný kapitálový trh, respektíve financovaniu zo strany zahraničných investorov	46
7. Identifikácia možností jednotného kapitálového trhu na Slovensku	48
7.1 Možnosti pre financovanie MSP a startupov s vysokým potenciálom rastu	49
7.2 Možnosti pre financovanie slovenských MSP a startupov prostredníctvom cezhraničného kapitálu pochádzajúceho z krajín EÚ	54
7.3. Možnosti pre mobilizáciu súkromného financovania v rámci Investičného plánu pre Európu.....	58
8. Návrh odporúčaní pre odstraňovanie prekážok cezhraničného pohybu kapitálu a pre efektívne budovanie jednotného kapitálového trhu v rámci EÚ.....	60
9. Záver	65
Použitá literatúra	67

Grafy a Tabuľky

Grafy

Graf 1: Porovnanie počtu spoločností v USA a Európe, ktoré v danom roku dosiahli trhovú hodnotu aspoň jednej miliardy amerických dolárov.....	9
Graf 2: Porovnanie veľkosti trhov s akciami, dlhovými cennými papiermi a pôžičkami ako podiel na HDP USA, Japonska a EÚ.....	12
Graf 3: Porovnanie alokácie finančných aktív domácností v ekonomikách EÚ, USA, Japonska, Kórey, Kanady a Brazílie.....	14
Graf 4 : Emisie cenných papierov malými a strednými podnikmi v EÚ na verejných trhoch za posledných 6 mesiacov	26
Graf 5: Objem emisií nástrojov súkromného kapitálového financovania na trhoch EÚ a USA ..	28
Graf 6: Tvorba hrubého fixného kapitálu v EÚ – porovnanie aktuálneho vývoja s historickou normou (v miliardách eur v cenách z roku 2013).....	30
Graf 7: Investície EFSI podľa sektorov. Stav zo septembra 2016.....	32
Graf 8: Objem investícií rizikového kapitálu ako podiel na HDP v jednotlivých krajinách Európy za rok 2015.....	38
Graf 9: Vývoj celkového objemu private equity investícií v Európe ako podiel HDP za rok 2015.	39
Graf 10: Vývoj objemu celosvetových investícií rizikového kapitálu prostredníctvom bitcoinu a blockchainu (v miliónoch USD).....	42

Tabuľky

Tabuľka 1: Porovnanie štruktúry MSP na Slovensku a v EÚ28 z hľadiska ich podielu na celkovom počte podnikov, počtu zamestnaných osôb a vytvorenej pridanej hodnoty.....	8
Tabuľka 2: Financovanie inovácií, startupov a spoločností nekótovaných na burze	16
Tabuľka 3: Uľahčenie spoločnostiam v oblasti vstupu na verejné trhy a zlepšenie možností získavania kapitálu.....	17
Tabuľka 4: Dlhodobé, infraštruktúrne a udržateľné investície	19
Tabuľka 5: Podpora retailových a inštitucionálnych investícií	20
Tabuľka 6: Maximálne využitie kapacity bánk a podpora širšej ekonomiky	21
Tabuľka 7: Uľahčenie cezhraničného investovania.....	22

Tabuľka 8: Vývoj podielu MSP vykazujúcich zostatok dlhodobých dlhopisov na celkovom počte MSP v jednotlivých kategóriách	27
Tabuľka 9: Porovnanie nákladov vstupu na burzu a úverových nákladov	48
Tabuľka 10: Prehľad slovenských inštitucionálnych investorov so zameraním na kapitálové investície do MSP a startupov.....	50
Tabuľka 11: Prehľad zahraničných inštitucionálnych investorov so zameraním na kapitálové investície do MSP a startupov pôsobiacich aj na Slovensku	54
Tabuľka 12: SWOT analýza (zhrnutie)	66

Použité skratky

BCPB	Burza cenných papierov v Bratislave
CCCTB (<i>Common Consolidated Corporate Tax Base</i>)	Spoločný konsolidovaný základ dane
CEE (<i>Central and Eastern Europe</i>)	Stredná a východná Európa
COSME (<i>Competitiveness of Enterprises and SME's</i>)	Program pre konkurencieschopnosť podnikov a malých a stredných podnikov
CRR (<i>Capital requirements regulation</i>)	Regulácia kapitálových požiadaviek
EFG (<i>Equity Facility for Growth</i>)	Ekvitný nástroj COSME pre rast
EFPI (<i>European Fund for Strategic Investments</i>)	Európsky fond pre strategické investície
EIAH (<i>European Investment Advisory Hub</i>)	Európske centrum pre investičné poradenstvo
EIF (<i>European Investment Fund</i>)	Európsky investičný fond
EIOPA (<i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i>)	Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov
EIPP (<i>European Investment Project Portal</i>)	Európsky investičný projektový portál
ELTIF (<i>European Long Term Investment Funds</i>)	Európske dlhodobé investičné fondy
ESMA (<i>European Securities and Markets Authority</i>)	Európsky orgán pre cenné papiere a trhy
EÚ	Európska únia
EuVECA (<i>European Venture Capital Fund Regulation</i>)	Nariadenie o európskych fondoch rizikového kapitálu
EuSEF (<i>European Social Entrepreneurship Funds</i>)	Európske fondy sociálneho podnikania
IPO (<i>Initial Public Offering</i>)	Prvotný úpis akcií na burze
LGF (<i>Loan Guarantee Facility</i>)	Nástroj COSME na garanciu úverov
MH SR	Ministerstvo hospodárstva SR
MSP	Malé a stredné podniky
NFC (<i>Non-financial corporation</i>)	Nefinančná korporácia
NHF	Národný holdingový fond
SAFE (<i>Survey on the Access to Finance of Enterprise</i>)	Prieskum o prístupe podnikov k financovaniu
SR	Slovenská republika

1. Manažérske zhrnutie

Napriek dekádam výrazných úspechov pri budovaní spoločného európskeho trhu a prehlbovaní jeho integrácie ostáva zabezpečenie voľného pohybu kapitálu ešte stále výzvou. Kapitálový trh v Európskej únii ostáva naďalej fragmentovaný na národné trhy, pričom cezhraničnému investovaniu aj naďalej stoja v ceste neopodstatnené regulačné a administratívne bariéry. Mnohé z týchto bariér vyplývajú z vysokej diverzity národných legislatív, napríklad v oblasti daňových predpisov, regulácie obchodovania na kapitálových trhoch či pravidiel reštrukturalizácie firiem.

Výraznou prekážkou cezhraničného toku investícií ostáva aj vysoká diverzita v rozvinutosti kapitálových trhov jednotlivých členských krajín Európskej únie. Krajiny južnej, strednej a východnej Európy v tomto ohľade výrazne zaostávajú za trhmi západnej a severnej Európy. Kapitálové trhy napríklad v regióne strednej a východnej Európy sú zriedka rozvinuté viac ako zo štvrtiny v porovnaní so zvyškom Európy. To znamená, že financovanie podnikov je tu takmer výhradne závislé od kondície bankového sektora. Implementácia Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov teda predstavuje najväčšie potenciálne prínosy práve pre tento región z hľadiska naštartovania konvergenčného rastu miestnych kapitálových trhov aj diverzifikácie možností financovania podnikov.

Hoci ide o dlhodobu známe problémy, hľadanie riešení je dnes nanajvýš aktuálne v kontexte pokrízového vývoja ekonomiky Európskej únie. Oživenie je pomalé v dôsledku slabej úrovne investícií, ktorá ostáva hlboko pod historickým priemerom. Európa pritom nemá problém s nedostatkom úspor. Tie tvoria vyšší podiel na HDP než napríklad v USA. Problémom je premena týchto úspor na investičný kapitál. Kľúčovou výzvou budovania únie kapitálových trhov je preto odomknúť rozmanitejšie možnosti financovania pre podniky, čo pomôže udržateľne zvýšiť úroveň ekonomického rastu a tvorby pracovných miest. Európska únia za týmto účelom potrebuje väčšie a lepšie integrované kapitálové trhy, ktoré dokážu zmierniť vysokú závislosť financovania podnikov od bankových úverov. Práve finančná kríza a pretrvávajúca slabá kondícia bánk aj v pokrízovom období ukázali, že takáto závislosť môže byť citeľnou prekážkou ekonomického rastu. Európske podniky sa v priemere spoliehajú na banky pri pokrývaní až troch štvrtín ich celkového financovania. Pre porovnanie, v USA je tento pomer obrátený a tamojšie podniky sa spoliehajú prevažne na financovanie na kapitálových trhoch. Situácia na Slovensku je ešte kontrastnejšia. Z posledného Prieskumu o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), ktorý uskutočnila Európska komisia a Európska centrálna banka v októbri 2015, vyplýva, že 67 percent oslovených slovenských podnikov pri pokrývaní potrieb externého financovania preferuje bankový úver a 20 percent úver z iného zdroja, pričom žiadne z opýtaných firiem neznačili ako preferovanú možnosť ekvitné financovanie.

Úspešná implementácia Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov môže otvoriť a rozšíriť takéto možnosti financovania aj pre európske podniky. Investori tak získajú nové, potenciálne výnosnejšie investičné príležitosti v porovnaní s ich súčasnou prevažujúcou alokáciou

kapitálu do nerizikových aktív. Podniky na druhej strane získajú väčšie a rozmanitejšie a výhodnejšie možnosti financovania.

2. Úvod – význam MSP a startupov pre ekonomiku

Malé a stredné podniky (MSP) bývajú tradične označované za pilier či chrbticu ekonomiky. Tvoria totiž kľúčový segment podnikateľského sektora prakticky každej ekonomicky rozvinutej krajiny. Na Slovensku MSP podľa posledných dát Európskej komisie predstavujú 99,9 percenta všetkých podnikov, vytvárajú 70,7 percenta pracovných miest a 61,2 percenta pridanej hodnoty v ekonomike. Slovensko tým citeľne presahuje priemerné hodnoty v rámci EÚ 28, kde MSP vytvárajú 66,9 percenta pracovných miest a 57,8 percenta pridanej hodnoty. MSP sa dokážu meniacim sa podnikateľským trendom aj aktuálnej ekonomickej situácii prispôbovať pružnejšie ako veľké korporácie, často preto predstavujú stabilizujúci prvok ekonomiky. Dlhodobo majú najzásadnejší význam najmä v ekonomicky menej rozvinutých regiónoch, v ktorých nepôsobia veľké firmy a nadnárodné korporácie. V takýchto oblastiach tvoria MSP drvivú väčšinu pracovných miest a reprezentujú miestny kapitál.

Podpora MSP je vzhľadom na ich kľúčové postavenie v ekonomike jednou z najvýznamnejších tém Európskej únie. Medzi zásadné strategické dokumenty v tomto smere patrí Európska charta pre malé a stredné podniky z roku 2000, Zákon o malých podnikoch z roku 2008 a jeho aktualizácia z roku 2011, Stratégia Európa 2020 a Akčný plán pre podnikanie 2020. Tieto dokumenty úspešne identifikovali významné problémy, ktorým MSP čelia pri svojom podnikaní a priniesli komplexné návrhy opatrení. Viedli tiež k vytvoreniu nových nástrojov finančnej aj nefinančnej podpory MSP. Mnohé členské krajiny EÚ však odporúčania týchto dokumentov dlhodobo uplatňujú skôr deklaratórne. Ak si však EÚ chce zachovať či posilniť svoju konkurencieschopnosť na medzinárodnom trhu, odstraňovanie prekážok v podnikaní MSP je vzhľadom na ich význam pre ekonomiku nevyhnutné. Jednou z hlavných výziev, ktoré momentálne patria k prioritnej agende Európskej komisie, je zabezpečenie primeranej dostupnosti financovania pre MSP. Vzhľadom na závislosť európskych, a rovnako tak aj slovenských MSP od financovania prostredníctvom bankových úverov je totiž tento segment príliš citlivý na zdravie bankového sektora. Alternatívy v podobe nástrojov kapitálového financovania, ktoré sú v iných vyspelých ekonomikách bežné, sú však v európskych podmienkach dostupné relatívne menej.

Aktuálne dáta Európskej komisie názorne ilustrujú kľúčový význam MSP nielen pre slovenskú, ale aj pre európsku ekonomiku. Zostavené sú na základe databázy štruktúrálnych podnikových štatistík Eurostatu. Ide o údaje za nefinančný podnikový sektor (NFC), ktorý zahŕňa firmy pôsobiace v odvetví priemyslu, stavebníctva a obchodu a služieb (podľa NACE Rev.2 oddielov B až J, L, M a N). Štatistiky sú v metodike Eurostatu harmonizované naprieč členskými krajinami EÚ a vďaka tomu korektne porovnateľné. V prípade niektorých dát sa však údaje môžu líšiť od tých, ktoré zverejňujú národné štatistické úrady.

Tabuľka 1: Porovnanie štruktúry MSP na Slovensku a v EÚ 28 z hľadiska ich podielu na celkovom počte podnikov, počtu zamestnaných osôb a vytvorenej pridanej hodnoty.

	Počet podnikov		Počet zamestnaných osôb		Pridaná hodnota	
	Slovensko	EÚ	Slovensko	EÚ	Slovensko	EÚ
Mikropodniky	96,4 %	92,7 %	39,0 %	29,2 %	27,1 %	21,1 %
Malé podniky	2,9 %	6,1 %	15,8 %	20,4 %	17,7 %	18,2 %
Stredné podniky	0,5 %	1,0 %	15,9 %	17,3 %	16,5 %	18,5 %
MSP spolu	99,9 %	99,8 %	70,7 %	66,9 %	61,2 %	57,8 %
Veľké podniky	0,1 %	0,2 %	29,3 %	33,1 %	38,8 %	42,2 %

Zdroj: Európska Komisia, Prehľad základných skutočností o SBA 2015

V súčasnosti sú však nemenej dôležitým segmentom firiem startupy, ktoré v modernej ekonomike predstavujú hlavný motor inovácií. Koncepcia pre podporu startupov a rozvoj startupového ekosystému v SR pre slovenské podmienky definuje, že „startupy sú podnikateľské iniciatívy s vysokým rastovým a inovačným potenciálom, ktoré dokážu naštartovať a dlhodobo podporovať inteligentný a inkluzívny hospodársky rast a tiež prilákať zahraničné investície. Prispievajú k rozvoju odvetví s vysokou pridanou hodnotou, regionálnej a globálnej konkurencieschopnosti a tvorbe zamestnanosti kvalifikovanej pracovnej sily. Rovnako významný prínos predstavujú pri budovaní imidžu Slovenska ako inovatívnej ekonomiky v zahraničí.“¹

Definícia startupu sa môže v rôznych krajinách líšiť. Zvyčajne sa však pod týmto označením mieni vznikajúca, či novovzniknutá firma s inovatívnym produktom, službou či biznis modelom, vysokým potenciálom rastu, no zároveň s vysokou mierou rizika. Pre samotnú nejednotnosť definície, no aj pre kvalitatívne požiadavky na naplnenie definície startupu, je náročné takéto firmy identifikovať z pohľadu štatistiky. Na základe hodnotenia kvantitatívnych parametrov – počtu zamestnancov či ročného obratu – môžu figurovať v zaužívaných štatistických definíciách mikro, malých a stredných podnikov.

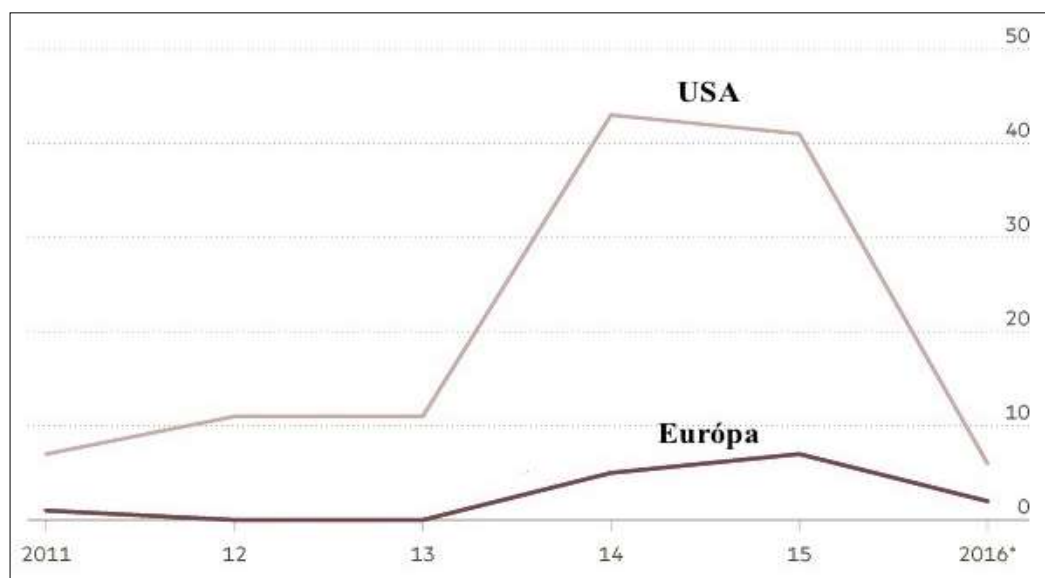
Hoci drvivá väčšina startupov končí neúspechom, niektoré svojimi inováciami menia podobu odvetví, celej ekonomiky alebo vytvárajú úplne nové trhy. Podpora tohto segmentu však vo väčšine členských krajín EÚ nepatrí medzi politické priority, nakoľko majú zvyčajne len malý podiel na priamej tvorbe pracovných miest. Dnešné technologické spoločnosti napriek vysokému prínosu pre ekonomiku vytvárajú omnoho menej pracovných miest ako dokázali vytvoriť priemyselné giganty 20. storočia. Napríklad automobilka General Motors na vrchole svojej slávy v roku 1955 zamestnávala zhruba 400-tisíc ľudí. Pre porovnanie, Apple v roku 2014 zamestnával zhruba 92-tisíc ľudí. No nezabúdajme, že svojim biznisom zároveň vytvoril celý nový segment ekonomiky. Od roku 2008 tak pomohol len v USA vytvoriť viac ako 600-tisíc pracovných miest

¹ Zdroj – Koncepcia pre podporu startupov a rozvoj startupového ekosystému v SR

naviazaných na svoju platformu – od tvorcov aplikácií až po výrobcov doplnkov. Podobným príkladom je Facebook, ktorý síce v roku 2014 priamo zamestnával iba 9-tisíc ľudí, no celosvetovo vďaka nemu vznikli úplne nové typy pracovných pozícií ako marketér sociálnych sietí či správca facebookovej stránky. Startupy, ktorým sa darí dosiahnuť úspech na celosvetových trhoch a výrazne ovplyvňovať podobu segmentov, v ktorých podnikajú, nájdeme aj v Európe. Známymi príkladmi je estónsky Skype, či slovenské firmy Sygic či Eset. V porovnaní s USA je však počet startupov, ktorým sa podarí takto vyrásť výrazne nižší. Hoci tento nepomer je aj na základe pravidelných prieskumov eurobarometra pripisovaný skôr kvalite podnikateľského prostredia a nižšiemu nadšeniu pre podnikanie, pohľad na úspešné startupové centrá Európy ako Londýn, Berlín či Paríž naznačujú, že o dostatok kvalitných podnikateľských projektov Európa núdzu nemá.

Práve pohľad na počet takzvaných „jednorozcov“, teda startupov, ktorým sa podarí presiahnuť trhovú hodnotu miliardy dolárov, ukazuje, že Európa nemá problém s dostatkom malých inovatívnych spoločností, ale takých, ktoré dokážu vyrásť dostatočne, aby sa mohli stať novým Applom či Facebookom. To indikuje, že hlavným problémom sú skôr štrukturálne bariéry v získavaní kapitálu v Európe ako slabšia kultúra podnikania.

Graf 1: Porovnanie počtu spoločností v USA a Európe, ktoré v danom roku dosiahli trhovú hodnotu aspoň jednej miliardy amerických dolárov.



Zdroj: PitchBook, Financial Times

Pretrvávajúce problémy európskych startupov a MSP môže vyriešiť zlepšenie ich prístupu k financovaniu. Voľný pohyb kapitálu v rámci projektu spoločného európskeho trhu bol zakotvený už v Rímskych zmluvách z roku 1957 ako jedna zo štyroch základných slobôd integračného

projektu, ktorý neskôr vyústil do vzniku EÚ. Napriek dekádam vývoja kapitálových trhov aj prehlbovanie integrácie projektu spoločného trhu však ostávajú kapitálové trhy EÚ fragmentované na národnej úrovni členských krajín. Jedným z dôvodov je, že sa historicky vyvíjali práve na národnej úrovni a proces integrácie tohto segmentu ekonomiky bol príliš pozvoľný a absentovali zásadné iniciatívy na nápravu tohto problému. V období spontánneho prehlbovania integrácie európskych kapitálových trhov počas predkrízovej konjunktúry však takéto iniciatívy na úrovni EÚ neboli nevyhnutné. Po vypuknutí krízy v roku 2008 sa však banky aj investori stiahli na svoje domáce trhy, čím sa úroveň integrácie opätovne znížila. Kríza a pokrízové obdobie zároveň názorne ukázali, že nedostatok alternatív voči tradičnému bankovému financovaniu môže zásadným spôsobom tlmiť rast ekonomiky. Vzhľadom na to, že úroveň investícií v Európe sa v pokrízovom období pohybuje hlboko pod hodnotami bežnými v minulosti – čo má negatívne dôsledky pre vyhliadky financovania expanzie firiem a vytvárania nových pracovných miest – sa problém nedostatočnej rozvinutosti a fragmentácie európskych kapitálových trhov stal jednou z kľúčových tém súčasnej Európskej komisie. Tieto výzvy síce nie sú nové, no ak chce Európa v súčasnej situácii opätovne naštartovať svoj ekonomický rast, vyžadujú si bezodkladné riešenia.

3. Jednotný kapitálový trh EÚ – Vízia, ciele, možnosti

Únia kapitálových trhov je iniciatívou Európskej komisie, ktorá si prostredníctvom mobilizácie kapitálu v Európe kladie za cieľ posilniť dlhodobú úroveň investícií. Práve tá je kľúčom k zvýšeniu udržateľného ekonomického rastu a tvorby pracovných miest. Dlhodobé posilnenie investícií je však možné dosiahnuť len prostredníctvom posilnenia kapitálových trhov. Hoci voľný pohyb kapitálu patrí k základným pilierom spoločného trhu EÚ, ani po 50 rokoch postupnej realizácie sa túto víziu nepodarilo plne dosiahnuť. Európske kapitálové trhy dodnes ostávajú roztrieštené na národných úrovniach a aj v dôsledku toho relatívne málo rozvinuté. Iniciatíva jednotného kapitálového trhu EÚ vychádza aj z predchádzajúcich významných dokumentov:

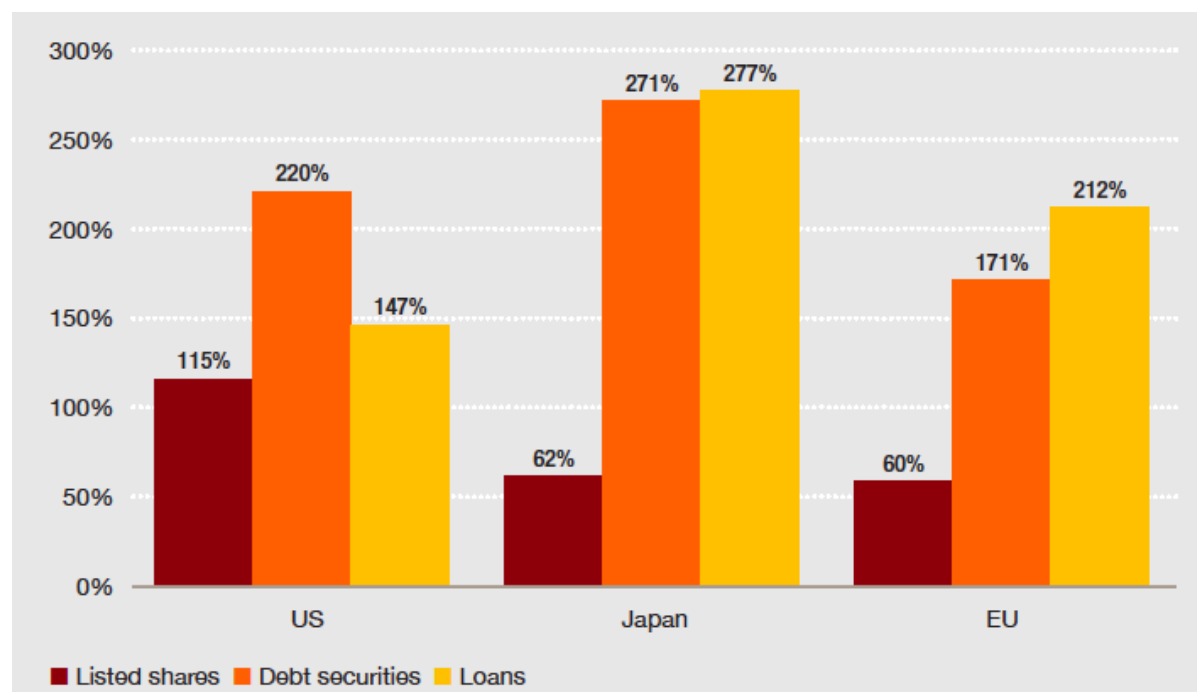
Akčný plán na zlepšenie prístupu MSP k financovaniu z roku 2011 – Európska komisia v ňom predložila rôzne politiky zamerané na uľahčenie prístupu európskych MSP k financovaniu, nakoľko práve tie boli identifikované ako jedna z hlavných prekážok, ktoré bránia rastu MSP. Komisia sa rozhodla pre prístup na troch úrovniach. V prvom rade to boli regulácie, ktorých cieľom bolo zviditeľniť MSP v očiach investorov, a to tak, aby bola dodržaná rovnováha medzi prudenčnými mechanizmami a reguláciou financovania MSP. Druhou úrovňou bolo využívanie rozpočtu EÚ s cieľom uľahčiť MSP prístup k financovaniu všade tam, kde boli tieto možnosti obmedzené kvôli informačnej asymetrii či dôsledkom fragmentácie trhu s rizikovým kapitálom. Využívanie týchto prostriedkov je zvyčajne viazané na mobilizáciu vnútroštátnych, či súkromných zdrojov. Ako tretia úroveň prístupu Európskej komisie bolo stanovené využívanie jej koordinačnej úlohy, a to najmä pri spolupráci s členskými krajinami v záujme výmeny najlepších postupov a vytvárania synergií medzi opatreniami na národnej úrovni a na úrovni EÚ.

Oznámenie Európskej komisie pod názvom „Zlepšovanie jednotného trhu: viac príležitostí pre ľudí a podniky“ z roku 2015 – v ktorom si Komisia predsavzala prispieť k vytvoreniu prehľadnejšieho a spravodlivejšieho jednotného európskeho trhu s posilnenou priemyselnou základňou. V tomto dokumente bola identifikovaná potreba aktualizovať pravidlá jednotného trhu tak, aby zodpovedali dnešnej hospodárskej realite, ktorá sa vyznačuje rastúcou digitalizáciou, novými podnikateľskými modelmi a väčšou previazanosťou medzi výrobou a službami. V sprievodnej **Stratégii pre jednotný európsky trh** Komisia identifikovala hlavné problémy a navrhla komplexný súbor opatrení, ktoré majú odstrániť prekážky stojace v ceste realizácii európskych programov v oblasti pracovných miest, hospodárskeho rastu a investícií. Ide predovšetkým o opatrenia zamerané na modernizáciu regulácií a noriem tak, aby odrážali meniacu sa povahu modernej ekonomiky, ďalej o opatrenia zamerané na dosiahnutie skutočného jednotného trhu s tovarmi a službami, opatrenia na zlepšenie vykonávania smernice o službách, opatrenia na konsolidáciu európskeho rámca duševného vlastníctva či opatrenia na zavedenie transparentnejšieho, účinnejšieho a zodpovednejšieho verejného obstarávania.

Prepojenejší a spravodlivejší jednotný trh patrí medzi desiatku najdôležitejších politických priorít súčasnej Európskej komisie.

Špecifickým problémom EÚ je, že na financovaní európskych spoločností sa až z 80 percent podieľajú banky prostredníctvom dlhového financovania a iba 20 percent zdrojov získavajú z kapitálových trhov. V USA, ktoré si Európska komisia zobrala za vzor, je tento pomer obrátený a financovanie prostredníctvom kapitálových trhov je bežnou záležitosťou. Európsky segment nefinančných korporácií sa v praxi pri financovaní spolieha prevažne na úvery. Zároveň platí, že domácnosti pri investovaní vlastných prostriedkov uprednostňujú investičné produkty ponúkané komerčnými bankami. Úverové záväzky v rámci ekonomiky EÚ predstavujú 212 percent HDP, zatiaľ čo aktíva dlhových cenných papierov 171 percent HDP a akcie upísané na burze 60 percent HDP. Tieto pomery sú v ostrom kontraste s ekonomikou USA, kde úvery predstavujú 147 percent HDP, dlhové cenné papiere 220 percent HDP a hodnota akcií upísaných na burze 115 percent HDP.²

Graf 2: Porovnanie veľkosti trhov s akciami, dlhovými cennými papiermi a pôžičkami ako podiel na HDP USA, Japonska a EÚ.



Zdroj: PwC, Eurostat, OECD, Svetová banka

Skúsenosti z finančnej krízy ukázali, že prílišná závislosť na financovaní bankovým sektorom môže ohroziť celkovú úroveň investícií, a tým aj vyhliadky rastu ekonomiky. Miera zamietnutých úverov v EÚ sa podľa každoročných Prieskumov o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), ktoré uskutočňuje Európska komisia v spolupráci s Európskou centrálnou bankou, od krízy

² Zdroj: PwC – Capital Markets Union: Integration of Capital Markets in the European Union. 2015

postupne znižuje, no úverová kapacita bánk ostáva aj naďalej oslabená. Podľa posledných dát len 78 percent MSP, ktoré žiadali o úver, dostali prostriedky v plnej výške (67 percent), alebo aspoň v čiastočnej (12 percent)³.

Samotný prístup k financiám dnes nepatrí medzi hlavné problémy MSP. V poslednom prieskume SAFE z decembra 2015 označili európske MSP za dominantný problém vo svojom podnikaní hľadanie zákazníkov (25 percent). Prístup k financiám sa s 10 percentami umiestnil na nižších priečkach. Dostupnosť financovania sa však výrazne líši v rámci jednotlivých členských krajín aj podľa veľkosti podniku.

Najvýraznejšie sú rozdiely z geografického hľadiska. Zatiaľ čo prístup k financiám považuje za hlavný problém napríklad len 5 percent MSP v Estónsku a percent MSP v Luxembursku, na Cypre to bolo 25 percent a v Grécku dokonca 30 percent MSP. Výrazný rozptyl v dostupnosti financovania pretrváva aj v závislosti od veľkosti podniku. Banky podľa prieskumu SAFE v roku 2015 odmietli poskytnúť úver 1 percentu veľkých podnikov, 4 percentám stredných podnikov, 8 percentám malých podnikov a 12 percentám mikropodnikov.⁴

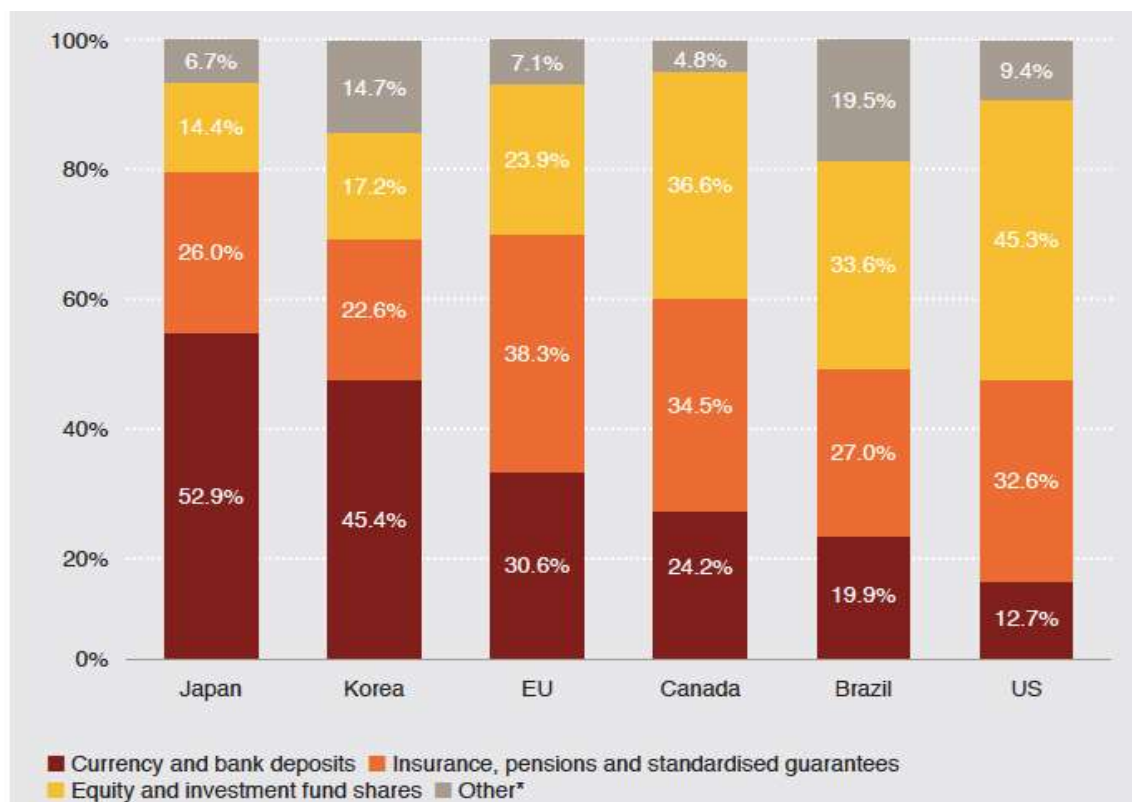
Alternatívnymi možnosťami pre získanie investície je vstup na kapitálové trhy. To môže znamenať vstup na verejné kapitálové trhy, teda vydanie akcií či korporátnych dlhopisov na burze cenných papierov, prípadne využitie nástrojov ponúkaných inštitucionálnymi investormi ako napríklad rizikový kapitál. Využitie týchto alternatív však MSP v súčasnosti komplikuje uvedený fakt, že európske kapitálové trhy sú rozvinuté relatívne menej, no najmä, že ostávajú do veľkej miery fragmentované na národné trhy. Investori, ktorí zvažujú nákup akcií či dlhopisov sa zvyčajne neobzerajú po investičných príležitostiach aj za hranicami svojich krajín.

EÚ pritom netrpí nedostatkom kapitálu. Naopak, ako ilustrujú dáta PwC, domácnosti v EÚ sporia 2,4-násobne viac ako napríklad domácnosti v USA. Problém spočíva v premene týchto úspor na ucelenejšie a dlhodobejšie zdroje investičného kapitálu.

³ Zdroj: Európska komisia – Survey on the Access to Finance of Enterprises 2015

⁴ Európska komisia – Survey on the Access to Finance of Enterprises 2015

Graf 3: Porovnanie alokácie finančných aktív domácností v ekonomikách EÚ, USA, Japonska, Kórey, Kanady a Brazílie.



Zdroj: PwC, OECD, Euristat

Únia kapitálových trhov je súborom opatrení, ktoré povedú k znižovaniu právnych a administratívnych bariér medzi investormi a podnikateľmi naprieč Európskou úniou. Tí by sa vďaka vytvoreniu skutočne jednotného kapitálového trhu mali dostať k financiám aj zo zdrojov, ktoré sú pre nich momentálne nedostupné, alebo dostupné len ťažko. Výsledkom by teda malo byť odomknutie nových zdrojov financovania a väčšia diverzifikácia ponúkaných finančných nástrojov. Podniky by sa tak mali dostať k alternatívnym zdrojom kapitálu bez ohľadu na to, kde pôsobia. Únia kapitálových trhov by mala EÚ zároveň posunúť bližšie k stavu, kedy MSP budú schopné získať financovanie rovnako ľahko ako veľké podniky a možnostiam využitia financovania od investorov z iných členských štátov nebudú brániť právne ani administratívne bariéry.

Zvýši sa tým konkurencia finančných nástrojov, čo by malo viesť k zníženiu nákladov pre MSP na získavanie kapitálu. Sporitelia zároveň získajú prístup k novým, rozmanitejším a potenciálne výnosnejším investičným príležitostiam. Lepšie prepojené a diverzifikované zdroje financovania tiež zvýšia odolnosť ekonomiky a finančnú stabilitu.

Ak chce EÚ skutočne prispieť k udržateľnému rastu svojej ekonomiky a stabilnému vytváraniu nových pracovných miest, popri snahe o štrukturálne reformy a zlepšovanie podnikateľského prostredia sa musí sústrediť aj na podporu rozvoja kapitálových trhov. Tie majú totiž nezastupiteľnú úlohu pri nasmerovaní finančných prostriedkov do reálnej ekonomiky. V praxi to znamená identifikovať a odstrániť bariéry pohybu kapitálu medzi investormi a firmami, ktoré potrebujú financie – a to na národnej aj cezhraničnej úrovni. Takéto opatrenia pomôžu znížiť celkovú závislosť európskej ekonomiky od prostriedkov bankového financovania. Banky však aj naďalej budú zohrávať kľúčovú úlohu na európskom kapitálovom trhu – ako veritelia, investori aj ako sprostredkovatelia.

Požadované ciele v oblasti rozvoja kapitálových trhov realizuje Európska komisia od roku 2015 prostredníctvom súboru opatrení definovaných v Akčnom pláne na vybudovanie únie kapitálových trhov. Iniciatíva má byť plne implementovaná do roku 2019.

Hlavné výzvy budovania únie kapitálových trhov:

- Investovanie v Európe je v súčasnosti príliš závislé na bankovom sektore
- V rámci jednotlivých členských krajín naďalej existujú výrazné rozdiely v dostupnosti financovania
- Na jednotlivých trhoch členských krajín EÚ platia rôzne regulácie a trhové praktiky
- Investori, ktorí sa rozhodujú pre kúpu akcií či korporátnych dlhopisov, len zriedka vyhľadávajú investičné príležitosti mimo hraníc vlastnej krajiny
- Mnohé MSP majú v závislosti od svojej veľkosti a geografickej polohy naďalej problém s prístupom k financovaniu

Hlavné ciele jednotného kapitálového trhu:

- Vytvoriť skutočný jednotný kapitálový trh EÚ, na ktorom budú investori schopní investovať bez prekážok aj cez hranice a na ktorom budú firmy schopné získať požadovaný kapitál z celého radu rôznych zdrojov, bez ohľadu na geografickú polohu svojho pôsobenia
- Pomôcť k rozvoju diverzifikovanejšieho a rozvinutejšieho finančného systému, ktorý bude dopĺňať tradičné nástroje bankového financovania
- Odomknúť kapitál naprieč Európou tak, aby sporitelia získali viac investičných príležitostí a firmy širšie možnosti financovania s nižšími nákladmi

Aktuálny postup a najbližšie plánované kroky implementácie Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov^{5,6}:

V nasledujúcej tabuľke je uvedený prehľad aktivít, postupov a základných politík, ktoré sa týkajú problematiky financovania inovácií, startupov a spoločností nekótovaných na burze.

Tabuľka 2: Financovanie inovácií, startupov a spoločností nekótovaných na burze

Financovanie inovácií, startupov a spoločností nekótovaných na burze		
Podpora financovania prostredníctvom venture a equity kapitálu	Zriadenie paneurópskeho venture kapitálového fondu fondov	Najbližší krok: V roku 2016 zverejnení výzvu na vyjadrenie záujmu
	Revízia legislatívy EuVECA a EuSEF	Splnené ciele: • Verejná konzultácia ukončená • Legislatívny návrh predstavený Európskou komisiou v júli 2016 Najbližší krok: • Diskusia o návrhu na pôde Európskej rady a Európskeho parlamentu
	Daňové úľavy pre venture kapitál a biznis anjelov	Splnené ciele: • Pripravuje sa štúdia o národných daňových úľavách Najbližší krok: • Workshop s expertmi z členských krajín naplánovaný na október 2016
Prekonanie informačných bariér pri investovaní do MSP	Posilniť spätnú väzbu od bánk, ktoré odmietli žiadosť o úver od MSP	Splnené ciele: • Prebiehajú rokovania s obchodnými federáciami aj bankami pôsobiacimi v EÚ Najbližší krok: • Užšie rokovania so zástupcami európskeho bankového sektora a so zástupcami MSP
	Zmapovať existujúce lokálne aj národné podporné a poradenské kapacity naprieč EÚ s cieľom identifikovať najlepšie praktiky	Splnené ciele: • Prieskum medzi členskými krajinami • Workshop o podpore MSP pri získavaní financií (september 2016)
	Preskúmať možnosti vytvorenia či podpory paneurópskych informačných systémov	Najbližší krok: • Ďalšia tvorba politík bude založená na výsledkoch mapovania národných podporných a poradenských systémov
Propagácia inovatívnych	Správa o crowdfundingu	Splnené ciele: • Správa zverejnená v máji 2016

⁵ Zdroj: http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/implementation-table_en.htm

⁶ Zdroj: Európska Komisia – Akčný plán na vybudovanie únie kapitálových trhov. 2015

firiem korporátneho financovania	Vytvoriť koordinovaný prístup k alternatívnym formám financovania firiem a zhodnotiť prípravu budúceho legislatívneho rámca EÚ	Splnené ciele: • Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA) zverejnil svoje stanovisko v apríli 2016
---	--	--

Zdroj: vlastné spracovanie na základe harmonogramu Európskej komisie

Európska komisia v tomto smere podnikne nasledovný súbor kľúčových opatrení:

- Posúdi najlepšie praktiky v oblasti crowdfundingu na úrovni jednotlivých členských štátov. Na základe tohto hodnotenia bude vyselektovaný najlepší prostriedok na umožnenie rozvoja tohto nového spôsobu financovania v rámci celej EÚ.
- Predloží komplexný balík opatrení zameraný na podporu financovania prostredníctvom nástrojov rizikového kapitálu. Tento balík bude zahŕňať úpravu legislatívy EuVECA a EuSEF a taktiež zriadenie viacerých fondov rizikového kapitálu s pôsobnosťou vo viacerých členských krajinách aj v rámci celej únie. Tieto fondy fondov budú podporované priamo z rozpočtu EÚ.
- Predloží komplexnú stratégiu zameranú na prekonanie informačných bariér, ktoré sú prekážkou prepojenia MSP a potenciálnych investorov. Táto iniciatíva bude zahŕňať spoluprácu s Európskou bankovou federáciou a podnikateľskými organizáciami s cieľom vytvorenia jednotnej štruktúry spätnej väzby od bánk, ktoré MSP zamietli žiadosti o úver. V spolupráci so sieťou Enterprise Europe Network zároveň Európska komisia zmapuje existujúce podporné a poradenské kapacity na lokálnej a národnej úrovni naprieč celou EÚ s cieľom identifikovať najlepšie praktiky, ktoré bude možné propagovať na európskej úrovni. Napokon Európska komisia na základe práce Európskej centrálnej banky a jednotlivých členských štátov preskúma možnosti vývoja či podpory celoeurópskych informačných systémov, ktorých cieľom bude prepojiť vnútroštátne systémy spájajúce MSP hľadajúce financovanie s poskytovateľmi finančných prostriedkov.

Ďalšou podstatnou témou je problematika vstupu na verejné trhy a možnosti získavania kapitálu. Aktuálny stav tejto oblasti popisuje nasledujúca tabuľka:

Tabuľka 3: Uľahčenie spoločnostiam v oblasti vstupu na verejné trhy a zlepšenie možnosti získavania kapitálu

Uľahčiť spoločnostiam vstup na verejné trhy a možnosť získať na nich kapitál		
Posilniť prístup k verejným trhom	Návrh na modernizáciu direktívy o prospektoch	Splnené ciele: - Návrh predstavený v novembri 2015 - Návrh podporený Európskou radou v júni 2016 Najbližší krok: - Plenárna diskusia v Európskom parlamente v septembri 2016
	Zhodnotiť regulačné bariéry vstupu MSP na verejné trhy	Najbližší krok: Workshopy so zainteresovanými stranami naplánované na október a december 2016
	Zhodnotiť trh EÚ s korporátnymi dlhopismi so zameraním na trhový likviditu	Splnené ciele: - Od júla 2016 sa pripravuje štúdia na túto tému Najbližší krok: - Expertná skupina bude zriadená na jeseň 2016
Podporiť ekvitné financovanie	Napraviť nevyváženosť prístupu národných daňových systémov k dlhovému a ekvitnému financovaniu	Splnené ciele: - Verejná konzultácia ukončená Najbližší krok: - Európska komisia predstaví legislatívne návrhy koncom roka 2016

Zdroj: vlastné spracovanie na základe harmonogramu Európskej komisie

Európska komisia v tomto smere podnikne nasledovný súbor kľúčových opatrení:

- Modernizuje smernicu o prospektoch s cieľom prehodnotiť, za akých podmienok je jeho vypracovanie vôbec potrebné, aké informácie budú vyžadované pri jeho zostavovaní a taktiež s cieľom zefektívniť schvaľovací proces. Súčasťou novej smernice o prospektoch bude aj špeciálny režim pre MSP, ktorý zohľadní ich potreby a možnosti pri vstupe na verejné trhy.
- Preskúma možnosti ako podporiť MSP pri vstupe na verejné trhy prostredníctvom poradných štruktúr ako napríklad Európskeho centra investičného poradenstva.
- Komplexne preskúma regulačné bariéry, ktoré bránia MSP k získaniu oprávnenia obchodovať na verejných trhoch.
- Zhodnotí fungovanie európskych trhov s korporátnymi dlhopismi so zameraním na možnosti zlepšenia trhovej likvidity, na dobrovoľnú štandardizáciu ponukovej dokumentácie a na možné dosahy regulačných reforiem.
- Preskúma spôsoby ako napraviť nevyváženosť prístupu národných daňových systémov k dlhu a ku kapitálu. Ide o súčasť iniciatívy spoločného konsolidovaného základu dane z príjmov právnických osôb (CCCTB).

Dlhodobé, infraštruktúrne a udržateľné investície sú tretím hlavným pilierom Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov. Stav v tejto oblasti popisuje nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 4: Dlhodobé, infraštruktúrne a udržateľné investície

Dlhodobé, infraštruktúrne a udržateľné investície		
Podporiť infraštruktúrne investície	Upraviť pravidlá Solvency II pre poisťovateľov investícií do infraštruktúrnych projektov, vrátane Európskych dlhodobých investičných fondov (ELTIF)	Splnené ciele: • Novelizácia legislatívy Solvency II ohľadne infraštruktúrnych projektov a ELTIF vstúpila do platnosti v apríli 2016
	Zhodnotiť reguláciu kapitálových požiadaviek (CRR), upraviť nastavenia pre oblasť infraštruktúry	Splnené ciele: • Verejná konzultácie ukončená a správa o spätnej väzbe zverejnená v decembri 2015 Najbližší krok: • Úprava v štádiu zvažovania v kontexte nadchádzajúcej revízie CRR
Zabezpečiť konzistentnosť pravidiel EÚ o finančných službách	Výzva na predkladanie dôkazov o kumulatívnom dopade finančnej reformy	Splnené ciele: • Verejná konzultácia dokončená • Verejné rokovanie prebehlo v máji 2016 Správa o spätnej väzbe zverejnená v máji 2016 Najbližší krok: • Bude zverejnený v 3. štvrtroku 2016

Zdroj: vlastné spracovanie na základe harmonogramu Európskej komisie

Európska komisia v tomto smere podnikne nasledovný súbor kľúčových opatrení:

- Reviduje smernicu Solvency II tak, aby v prípade poisťovní lepšie zohľadňovala riziko infraštruktúrnych investícií a investícií z európskych dlhodobých investičných fondov (ELTIF). Komisia dokončí revíziu regulácie kapitálových požiadaviek (CRR) a vo vhodných prípadoch pristúpi k zmenám v infraštruktúrnych kalibráciách. Cieľom tejto revízie je uľahčiť financovanie infraštruktúry a udržateľných dlhodobých investícií.
- Zverejní výzvu na predkladanie dôkazov, na základe ktorých vyhodnotí vzájomné pôsobenie medzi pravidlami a celkový vplyv finančnej reformy na investičné prostredie. Pri posudzovaní bude vychádzať z práce Európskeho parlamentu a medzinárodných orgánov, napríklad Bazilejského výboru pre bankový dohľad.

Štvrtým pilierom Akčného plánu je podpora retailových a inštitucionálnych investícií. Progres a stav v tejto oblasti popisuje nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 5: Podpora retailových a inštitucionálnych investícií

Podporiť retailové a inštitucionálne investície		
Zlepšiť možnosti výberu a súťaže pre zákazníkov maloobchodu	Zelená kniha o maloobchodných finančných službách a poistení	Splnené ciele: • Verejná konzultácia ukončená • Verejné rokovanie prebehlo v marci 2016 • Správa o spätnej väzbe bola zverejnená Najbližší krok: • Bude zverejnený akčný plán
Pomôcť investorom v maloobchode	Zhodnotiť trh EÚ s maloobchodnými investičnými produktmi	Najbližší krok: • Štúdia „Distribúcia systémov maloobchodných investičných produktov naprieč EÚ“ bude zverejnená koncom roka 2016
Podporiť sporenie na dôchodok	Zhodnotiť možnosti prijatia regulačného rámca pre vytvorenie schémy Európskych osobných dôchodkov	Splnené ciele: • Verejná konzultácia bola zahájená v júli 2016 • V júni 2016 bol vyhlásený tender na štúdiu • V júli 2016 obdržané stanovisko EIOPA
Rozšíriť príležitosti pre inštitucionálnych investorov a správcov fondov	Zhodnotiť obozretný prístup k private equity a súkromnému dlhu v rámci Solvency II	Splnené ciele: • Prebiehajú prípravné práce
	Konzultácia k hlavným bariéram cezhraničnej distribúcie investičných fondov	Splnené ciele: • Dokončený prieskum medzi národnými regulátormi ohľadom regulačných poplatkov, marketingových pravidiel a administratívnych nastavení • Verejná konzultácia spustená v júni 2016

Zdroj: vlastné spracovanie na základe harmonogramu Európskej komisie

Európska komisia v tomto smere podnikne nasledovný súbor kľúčových opatrení:

- Na základe verejnej konzultácie bola už v marci 2016 pripravená zelená kniha o retailových finančných službách a poistení, ktorá zhromaždila názory ohľadom možností rozšírenia cezhraničného poskytovania retailových finančných produktov a názory ohľadom vplyvu digitalizácie na retailové finančné služby.
- Komplexne posúdi súčasný stav európskych trhov s retailovými investičnými produktmi a ich distribučných kanálov. Na základe zistených výsledkov determinuje možnosti

zlepšenia regulačného rámca pre tieto produkty a ich sprostredkovateľské kanály s cieľom umožniť investorom prístup k vhodným produktom za výhodnejších a spravodlivejších podmienok.

- Posúdi možnosti zostavenia regulačného rámca, ktorý by vytvoril spoločný európsky trh s jednoduchými, efektívnymi a konkurencieschopnými osobnými dôchodkami. Súčasťou posudzovacieho procesu bude aj determinácia, či je na podporu takéhoto trhu potrebné vytvárať nové predpisy na úrovni EÚ.
- Identifikuje najvýznamnejšie prekážky cezhraničnej distribúcie investičných fondov, medzi ktoré patria neprimerané požiadavky pri uvádzaní na trh, poplatky, administratívne opatrenia a daňové prostredie. Na základe prieskumu bude Európska komisia ďalej postupovať v snahe odstraňovať hlavné prekážky na národných úrovniach.

Piatou oblasťou Akčného plánu je snaha o maximálne využitie kapacity bánk a tým spôsobom podporovať širšiu ekonomiku v EÚ. Danú oblasť a jej stav popisuje nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 6: Maximálne využitie kapacity bánk a podpora širšej ekonomiky

Maximálne využiť kapacitu bánk a podporovať širšiu ekonomiku		
Posilniť miestne finančné siete	Preskúmať možnosť, aby všetky členské štáty mohli povoliť úverové družstvá mimo pravidiel EÚ o kapitálových požiadavkách pre banky	Najbližší krok: • Preskúmať možnosti úpravy regulácie kapitálových požiadaviek
Vybudovať trh EÚ so sekuritizačnými nástrojmi	Navrhnuť jednoduché, transparentné a štandardizované pravidlá sekuritizácie a revízie nastavenia bankového kapitálu	Splnené ciele: • Návrh predstavený v septembri 2015 • Návrh podporený Európskou radou v decembri 2015 • Návrh prehodnocuje Európsky parlament
Podporiť bankové financovanie širšej ekonomiky	Konzultácia o pravidlách EÚ o krytých dlhopisoch a podobných úverových štruktúrach pre MSP	Splnené ciele: • Verejná konzultácia spustená • Zahájené práce na štúdiu

Zdroj: vlastné spracovanie na základe harmonogramu Európskej komisie

Európska komisia v tomto smere podnikne nasledovný súbor kľúčových opatrení:

- Preskúma možnosť, aby všetky členské štáty mohli povoliť úverové družstvá pôsobiace mimo rámca EÚ o kapitálových požiadavkách pre banky. V niektorých členských štátoch

už úverové družstvá z tohto rámca vyňaté sú, pre vytvorenie rovnakých podmienok je však nutné, aby takúto možnosť mohli využívať všetky členské štáty.

- V súčasnosti prechádza legislatívnym procesom návrh nového rámca jednoduchej, transparentnej a štandardizovanej sekuritizácie. Súčasne s týmto rámcom pracuje Európska komisia na návrhu nových prudenciálnych kalibrácií pre banky v CRR a rovnocenných kalibrácií pre poisťovateľov v pravidlách smernice Solvency II.
- Zahájená bola verejná konzultácia ohľadom možností rozvoja európskeho rámca pre kryté dlhopisy na základe najlepších praktík z členských krajín. Jej cieľom je získať názory na využitie podobných štruktúr na podporu úverov pre MSP.

Poslednou sledovanou oblasťou je uľahčenie cezhraničného investovania. Stav v tejto oblasti popisuje nasledujúca tabuľka.

Tabuľka 7: Uľahčenie cezhraničného investovania

Uľahčiť cezhraničné investovanie		
Odstrániť národné bariéry cezhraničného obchodovania	Správa o národných bariérach voľnému pohybu kapitálu	Splnené ciele: • Prebiehajú rokovania expertnej skupiny pozostávajúcej zo zástupcov členských krajín Najbližší krok: • Výsledky budú zverejnené koncom roka 2016
Zlepšiť trhovú infraštruktúru pre cezhraničné investovanie	Prijatť cielené opatrenia v oblasti pravidiel vlastníctva cenných papierov	Splnené ciele: • V auguste 2016 bol vyhlásený tender na štúdiu
	Zhodnotiť postup v oblasti odstraňovania prekážok efektívneho cezhraničného zúčtovania platieb	Splnené ciele: • Expertná skupina bola vytvorená a rokovania prebiehajú Najbližší krok: • Expertná skupina ukončí prácu začiatkom roka 2017
Podporiť konvergenciu pravidiel o insolvenčii	Prehodnotiť zákon o insolvenčii	Splnené ciele: • Verejná konzultácia ukončená Najbližší krok: • Legislatívny návrh pravidiel reštrukturalizácie firiem a druhej šance bude predstavený na jeseň 2016

Odstrániť cezhraničné daňové bariéry	Najlepšie praktiky pre procedúry uvoľňovania zrážkových daní	Splnené ciele: - Najlepšie praktiky boli prezentované na úrovni expertnej skupiny pre bariéry voľného pohybu kapitálu Najbližší krok: - Dohoda o ďalšom postupe
	Štúdia diskriminačných daňových prekážok pre cezhraničné investovanie dôchodkových fondov a poisťovní	Splnené ciele: Pripravujú sa pravidlá pre posudzovanie problematiky
Posilniť konvergenciu regulačného dohľadu a kapacity budovania kapitálového trhu	Stratégia konvergence regulačných dohľadov pre posilnenie fungovania jednotného kapitálového trhu	Splnené ciele: - V januári 2016 bol vytvorený Výbor ESMA pre konvergenciu regulačných dohľadov - Vo februári 2016 bol publikovaný prvý ročný pracovný program Výboru - Prvý ročný pracovný program je v štádiu implementácie Najbližší krok: - Diskusia a príprava pracovného programu Výboru pre konvergenciu regulačných dohľadov na rok 2017
	Biela kniha o financovaní a správe Európskej vesmírnej agentúry (ESA)	Splnené ciele: Prebiehajú prípravné práce
	Technická podpora členským krajinám s cieľom podporiť kapacity jednotného kapitálového trhu	Splnené ciele: - Prebiehajú rokovania s členskými krajinami s cieľom identifikovať prioritné oblasti technickej podpory Najbližší krok: - Európska rada a Európsky parlament prijímú príslušnú reguláciu
Navýšiť kapacitu pre zachovanie finančnej stability	Zhodnotiť makroprudenčný rámec EÚ	Splnené ciele: - Verejná konzultácia zahájená v auguste 2016 Najbližší krok: - Výsledky konzultácie sa stanú základom pre legislatívny návrh

Zdroj: vlastné spracovanie na základe harmonogramu Európskej komisie

Európska komisia v tomto smere podnikne nasledovný súbor kľúčových opatrení:

- V spolupráci s členskými krajinami identifikuje pretrvávajúce a neopodstatnené bariéry voľného pohybu kapitálu na národnej úrovni, ktoré vyplývajú z rozdielnej vnútroštátnej legislatívy a z rôznorodých výkladov súboru jednotných pravidiel EÚ.

- Prijme ciele opatrenia, ktoré eliminujú neistotu v oblasti vlastníctva cenných papierov. Na základe verejnej konzultácie následne navrhne jednotné pravidlá na úrovni EÚ, ktoré budú určovať, ktoré vnútroštátne právo sa uplatní na účinky prevodu pohľadávok na tretie osoby.
- Navrhne jednotnú legislatívu platobnej neschopnosti, ktorá bude zahŕňať aj pravidlá včasnej reštrukturalizácie a druhej šance. Postupovať bude na základe verejnej konzultácie a najlepších praktík, ktoré v súčasnosti fungujú na národných úrovniach.
- Expertná skupina preskúma a zhodnotí najlepšie praktiky v oblasti procedúr uvoľňovania zrážkových daní. Výsledkom tejto iniciatívy, do ktorej sú zapojené členské krajiny bude vypracovanie spoločného kódexu zásad úľavy na zrážkovej dani. Zámerom Európskej komisie je motivovať členské štáty, aby prijali systémy zníženia zrážkovej dane v štáte pôvodu a vytvorili rýchle a štandardizované postupy vrátenia daní.
- V spolupráci s ESMA pripraví stratégie zamerané na posilnenie konvergenencie regulačných dohládov, ktoré posilnia fungovanie jednotného kapitálového trhu. V roku 2016 Európska komisia zverejní bielu knihu o správe a financovaní európskych orgánov dohľadu.
- Prostredníctvom služby na podporu štrukturálnych reforiem vypracuje stratégiu poskytovania technickej pomoci členským krajinám pre prípad, že bude potrebné posilniť osobitné kapacity vnútroštátnych kapitálových trhov.

4. Popis súčasného stavu – analýza súčasných možností financovania MSP prostredníctvom kapitálového investovania v rámci jednotného trhu EÚ

V nasledujúcej kapitole č.4 sú popísané súčasné možnosti financovania MSP prostredníctvom kapitálového investovania. V ďalšej kapitole č. 5 sú popísané súčasné možnosti financovania startupov prostredníctvom kapitálového investovania. Vzhľadom na to, že startupy sú podmnožinou MSP, je nutné uvedené kapitoly vnímať v danom kontexte. Aby neprišlo k zbytočnému zdvojeniu textov je treba používané možnosti kapitálového financovania pre startupy vnímať aj ako možnosti financovania pre MSP.

4.1 Financovanie prostredníctvom verejných trhov

Napriek tomu, že startup či malý a stredný podnik môžu svoj biznis úspešne rozbehnúť a dosiahnuť vysokú mieru rastu, stále môžu mať potrebu externého financovania – napríklad na expanziu na ďalšie trhy, financovanie rozsiahlych inovácií produktu či služby, alebo na akvizíciu konkurencie v snahe o ešte agresívnejší rast. Špecificky pre startupy a inovatívne MSP, ktoré počas skorších fáz svojho rozvoja získali investíciu z fondov rizikového kapitálu je práve vstup na verejný trh príležitosťou jednak pre počiatočných investorov, aby z podnikateľského projektu vystúpili, prípadne aj pre zakladateľov, aby projekt úspešne predali. Vzhľadom na to, že firma v tejto fáze zvyčajne vyžaduje vysoký objem investícií, vhodným nástrojom môže byť práve úpis cenných papierov na verejnom trhu, ktorý poskytuje prístup k najväčšej skupine investorov a najväčším a najlikvidnejším možnostiam financovania. Napriek tomu, že tento nástroj je v iných vyspelých ekonomikách populárny medzi MSP, situácia na európskom trhu je výrazne odlišná.

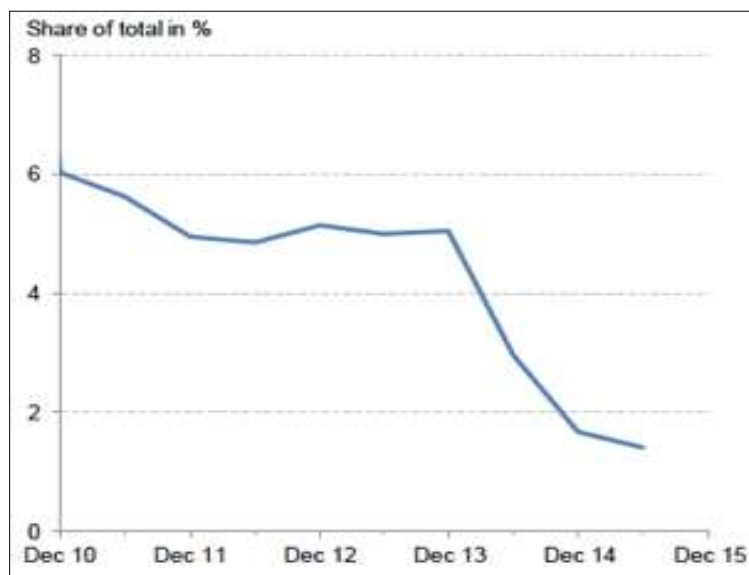
Európska komisia v spolupráci s Európskou centrálnou bankou každoročne uskutočňujú Prieskumov o prístupe podnikov k financovaniu (SAFE), v ktorom okrem iného na vzorke európskych MSP zisťujú, aké formy financovania vo svojom podnikaní využívajú. Posledný prieskum z decembra 2015 potvrdil trend klesajúcej dôležitosti verejných trhov ako zdroja financovania MSP. Podiel európskych MSP, ktoré tento nástroj využili v priebehu predošlých šiestich mesiacoch opäť klesol. Tento indikátor je stabilne na zostupe už dva roky po sebe – z hodnoty 5,1 percenta koncom roku 2013 na 1,4 percenta v polovici roku 2015⁷.

Nevyužitý ostáva najmä potenciál korporátnych dlhopisov ako nástroja financovania MSP, hoci podľa SAFE hodnoty naprieč jednotlivými členskými krajinami EÚ citeľnejšie kolíšu. Objem záväzkov MSP vyplývajúci z emisií korporátnych dlhopisov tvorí v rámci EÚ u MSP v priemere len 4,7 percenta. Vo Veľkej Británii a Rakúsku je číslo najvyššie v únii – zhruba 10 percent, v

⁷ Zdroj: http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/data-surveys_en

zostupnom poradí nasledujú Portugalsko, Francúzsko a Fínsko, kde sa objem záväzkov z korporátnych dlhopisov pohybuje okolo 6 percent.

Graf 4 : Emisie cenných papierov malými a strednými podnikmi v EÚ na verejných trhoch za posledných 6 mesiacov



Zdroj: Európska komisia, prieskum SAFE

Na európskych dlhopisových trhoch výrazne dominuje obchod so štátnymi cennými papiermi. Pri objeme 10,8 bilióna eur tvoria 45 percent tohto trhu.⁸ Tento vývoj však nie je vzhľadom na stabilne rastúci objem verejného dlhu EÚ prekvapujúci. Druhým najväčším emitentom sú finančné inštitúcie s objemom 6,9 bilióna eur tvoria 29 %. Nakoľko je tento segment silne regulovaný a prevažne dôveryhodný, pre banky či poisťovne je vydávanie korporátnych dlhopisov dostupným a populárnym nástrojom získavania kapitálu. Sektor nefinančných korporácií má na európskych dlhopisových trhoch len minoritné zastúpenie – s objemom emisií v celkovej hodnote 1,8 bilióna eur má len 7,6-percentné zastúpenie.

Pre firmy v sektore nefinančných korporácií, ktoré sa rozhodli využiť verejné trhy, je omnoho populárnejším nástrojom financovania úpis akcií – ten pre porovnanie dosiahol objem 6,8 bilióna eur.

Na Slovensku sú dlhodobé dlhopisy marginálnou formou financovania MSP. Ide totiž o finančne aj časovo náročný proces a MSP zvyčajne nedisponujú dostatočnými prostriedkami a kapacitami, aby vypracovali legislatívou vyžadovaný prospekt emitenta a následne aj pokryli náklady na marketing, ktorý je nutný pre úspešný predaj týchto dlhopisov. Počet MSP vykazujúcich zostatok

⁸ Zdroj: PwC – Capital Markets Union: Integration of Capital Markets in the European Union. 2015

dlhodobých dlhopisov podľa dát SBA celkovo klesol – a to zo 74 firiem v roku 2008 na 53 firiem v roku 2014. Vrcholný záujem o túto formu financovania MSP prejavili v roku 2011 – išlo o 177 firiem. Marginálny je teda aj podiel MSP, ktoré využili túto formu financovania. V rokoch 2008 až 2014 to bolo v priemere 0,09 percenta MSP.⁹

Využívanie tohto nástroja silne kolíše aj naprieč regiónmi. Z údajov SBA vyplýva, že z 53 MSP, ktoré v roku 2014 vykazovali zostatok nesplatených dlhodobých dlhopisov, až 30 malo domicil v Bratislavskom kraji.

Tabuľka 8: Vývoj podielu MSP vykazujúcich zostatok dlhodobých dlhopisov na celkovom počte MSP v jednotlivých kategóriách

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Mikropodniky	0,07	0,05	0,04	0,16	0,10	0,09	0,03
Malé podniky	0,34	0,20	0,19	0,37	0,16	0,20	0,10
Stredné podniky	0,66	0,90	0,44	0,45	0,23	0,27	0,3
MSP spolu	0,09	0,06	0,05	0,17	0,10	0,10	0,04

Zdroj: SBA

4.2 Súkromné kapitálové financovanie¹⁰

Napriek pozvoľnému rastu dostupných zdrojov v tradičných nástrojoch kapitálového financovania ostáva dôležitý rozvoj aj alternatívnych spôsobov získavania investícií. Jednou z populárnych alternatív je súkromné kapitálové financovanie. Na rozdiel od emisie cenných papierov na verejnom trhu ide o ponuku obmedzenému počtu kvalifikovaných investorov. Zväčša ide o korporátne dlhopisy a úverové nástroje, ktoré investori držia až do splatnosti. Súkromné kapitálové financovanie je teda relatívne málo likvidným nástrojom s prevažne strednodobou či dlhodobou splatnosťou.

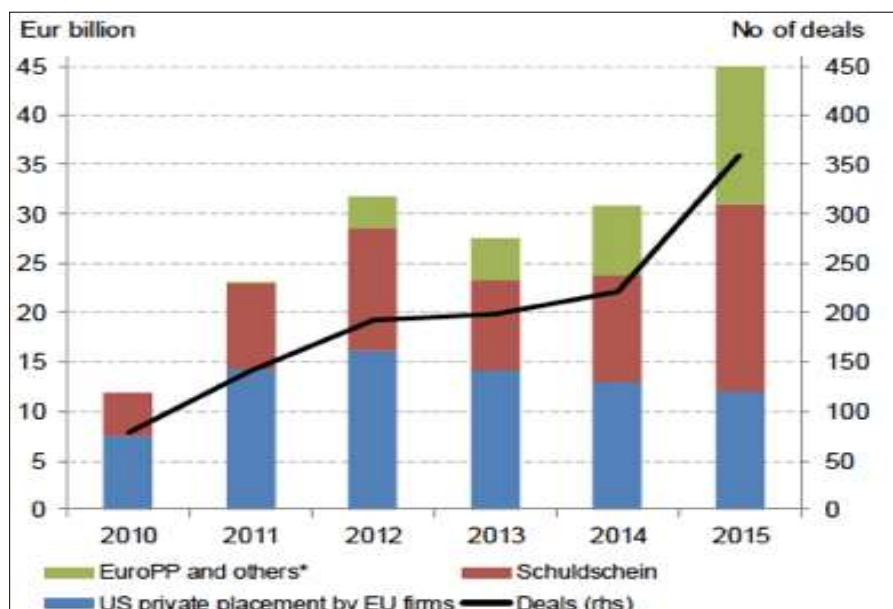
Tento trh je v rámci EÚ na vzostupe, k čomu podľa hodnotenia OECD prispelo na jednej strane vytvorenie vhodných regulačných rámcov v niektorých krajinách a na strane druhej trhové iniciatívy. Najsilnejšími trhmi so súkromným kapitálovým financovaním v Európe sú Nemecko (takzvaný *Schuldschein* market) a Francúzsko (takzvaný *Euro PP* market). Európskym lídrom je najmä *Schuldschein*, kde emisie podľa dát Európskej komisie dosiahli medzi rokmi 2007 a 2014 objem v priemere 10 miliárd eur ročne. Za rok 2015 dosiahol objem transakcií až 19 miliárd eur.

⁹ Slovak Business Agency (2014). Odvetvová a regionálna finančná analýza MSP za obdobie 2008 – 2012 a 2013 – 2014. WWW DOCUMENT <http://www.sbagency.sk/sites/default/files/analiza_financovania_msp-priloha1.pdf>

¹⁰ Private Placement (PP) – slovenský preklad uvádzaný v oficiálnych dokumentoch Európskej komisie: „súkromné umiestňovanie“

Trh súkromného kapitálového financovania však v posledných rokoch výrazne rastie aj v ďalších členských krajinách a bez započítania trhu Schuldschein v roku 2015 v rámci EÚ predstavoval 146 emisií v celkovom objem 14 miliárd eur, čo je dvojnásobný nárast oproti predošlému roku.¹¹

Graf 5: Objem emisií nástrojov súkromného kapitálového financovania na trhoch EÚ a USA



Zdroj: Standard & Poor's

Zároveň so silne rastúcim trendom rastu objemov emisií súkromného kapitálového financovania na trhu Schuldschein a ďalších európskych trhoch sa však už tretí rok po sebe prepadá objem emisií európskych firiem na trhu USA. Americký trh vplyvom uvedeného vývoja stratil prvenstvo v poskytovaní tohto typu financovania pre európske firmy.

Stále však platí, že napriek týmto trendom ostáva americký trh s nástrojmi súkromného kapitálového financovania celkovo rozvinutejší ako ten európsky. Zatiaľ čo podľa posledných dát Association for Financial Markets in Europe dosiahol objem emisií v EÚ za rok 2013 20 miliárd eur, na americkom trhu to bolo celkovo 46 miliárd eur.¹²

¹¹ Zdroj: European Commission – European Financial Stability and Integration Review. 2016

¹² Zdroj: Association for Financial Markets in Europe – Bridging the growth gap. 2015

4.3 Možnosti financovania v rámci Investičného plánu pre Európu^{13, 14}

Európska ekonomika finančnú krízu z roku 2008 aj následnú dlhovú krízu síce prekonala, no dodnes trpí mdlým ekonomickým oživením. Medzi hlavné priority Európskej komisie pod vedením Jean-Claude Junckera sa preto dostala podpora investícií, ekonomického rastu a tvorby pracovných miest. Nakoľko Európska komisia uznala, že tieto problémy nebude možné vyriešiť žiadnym jednoduchým opatrením, ani jediným univerzálnym riešením, rozhodla sa postupovať podľa plánu založeného na troch pilieroch:

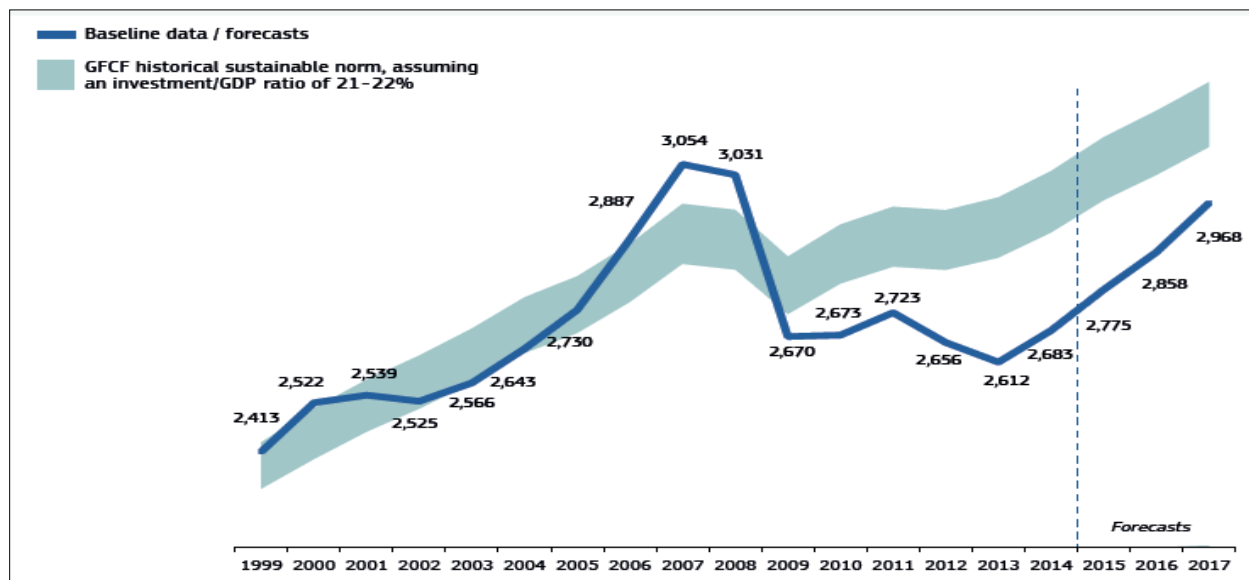
1. **Presadzovať štrukturálne reformy**, ktoré odstránia zbytočné prekážky ekonomického rastu
2. **Udržiavať rozpočtovú zodpovednosť**, ktorá ozdraví verejné financie členských krajín a posilní tým finančnú stabilitu celej únie
3. **Mobilizovať investície**, ktoré naštartujú udržateľné ekonomické oživenie

Jadrom investičného piliera je takzvaný Investičný plán pre Európu prijatý v novembri 2014. Európska komisia je presvedčená, že v ekonomike je dostupný dostatok prostriedkov pre investície, tie je však nutné mobilizovať. Za týmto účelom však považuje za nutné spoločné úsilie na európskej úrovni. Jeho výsledkom má byť zvrátenie trendu klesajúcej úrovne investícií v ekonomike, čo prispeje k posilneniu ekonomického oživenia a tvorbe nových pracovných miest. To všetko bez toho, aby boli zaťažované verejné rozpočty, alebo navýšené verejné dlhy členských krajín. Mobilizácia investícií sa zameriava obzvlášť na tie, ktoré naplnia dlhodobé potreby ekonomiky a dopomôžu k nárastu konkurencieschopnosti.

¹³ Zdroj: Európska investičná banka, Európska komisia – The Investment Plan for Europe

¹⁴ Zdroj: Európska Komisia – The Investment Plan for Europe: State of Play. 2016

Graf 6: Tvorba hrubého fixného kapitálu v EÚ – porovnanie aktuálneho vývoja s historickou normou (v miliardách eur v cenách z roku 2013)



Zdroj: Európska komisia

Investičný plán pre Európu pozostáva z troch vzájomne sa dopĺňajúcich prístupov:

1. Európsky fond pre strategické investície (EFSI). Je hlavným nástrojom realizácie Investičného plánu. Jeho cieľom je v horizonte troch rokov mobilizovať aspoň 315 miliárd súkromného kapitálu, ktoré dokážu vyplniť medzery vo financovaní na trhoch členských krajín únie, a to najmä v kľúčových oblastiach ako infraštruktúra, výskum a vývoj, vzdelávanie a rizikový kapitál pre MSP. EFSI je spoločnou iniciatívou Európskej komisie a EIB Group – ktorá je spoločným projektom Európskej investičnej banky (EIB) a Európskeho investičného fondu (EIF). EFSI bol spustený v júli 2015, no EIB Group začala s predschvaľovaním projektov už v apríli 2015. Prostredníctvom EFSI dokáže EIB Group rýchlo a flexibilne reagovať na potreby financovania v oblastiach, kde sú alternatívne zdroje financií nedostatočné, alebo úplne nedostupné. Investície či garancie EFSI pôsobia ako ubezpečenie pre investorov, ktorí sú vďaka ich prítomnosti ochotní poskytnúť podporeným projektom spolufinancovanie zo súkromných zdrojov. Ide o flexibilný nástroj, ktorý plne reaguje na dopyt. To znamená, že nemá žiadne kvóty pre geografické alebo sektorové rozdelenie dostupných prostriedkov.

Európska komisia tiež vydala usmernenie ako môžu byť prostriedky z európskych štrukturálnych a investičných fondov skombinované s podporou EFSI, čím bude možné uvoľniť dodatočné financie. Ide o iniciatívu, ktorá je v súlade s cieľmi Investičného plánu. Ten si okrem iného kladie za cieľ zvýšiť využívanie finančných nástrojov štrukturálnych a investičných fondov.

Vzhľadom na doterajší úspech EFSI v oblasti financovania MSP sa Európska komisia a Európska investičná banka v júli 2016 rozhodli rozšíriť celkový záber podpory pre MSP. Urobili tak

presunutím sumy 500 miliónov eur určených na garanciu infraštruktúrnych a inovačných projektov do oblasti podpory MSP. Garancie a investície EFSI pre MSP tak dopĺňajú garančné schémy úverov InnovFin a COSME. Európsky investičný fond je vďaka tejto zmene schopný financovať výrazne vyššie množstvo kapitálových investícií a pôžičiek pre európske MSP.

2. Zaisťiť, aby sa investície dostali do reálnej ekonomiky. Tento cieľ napĺňajú dve samostatné iniciatívy.

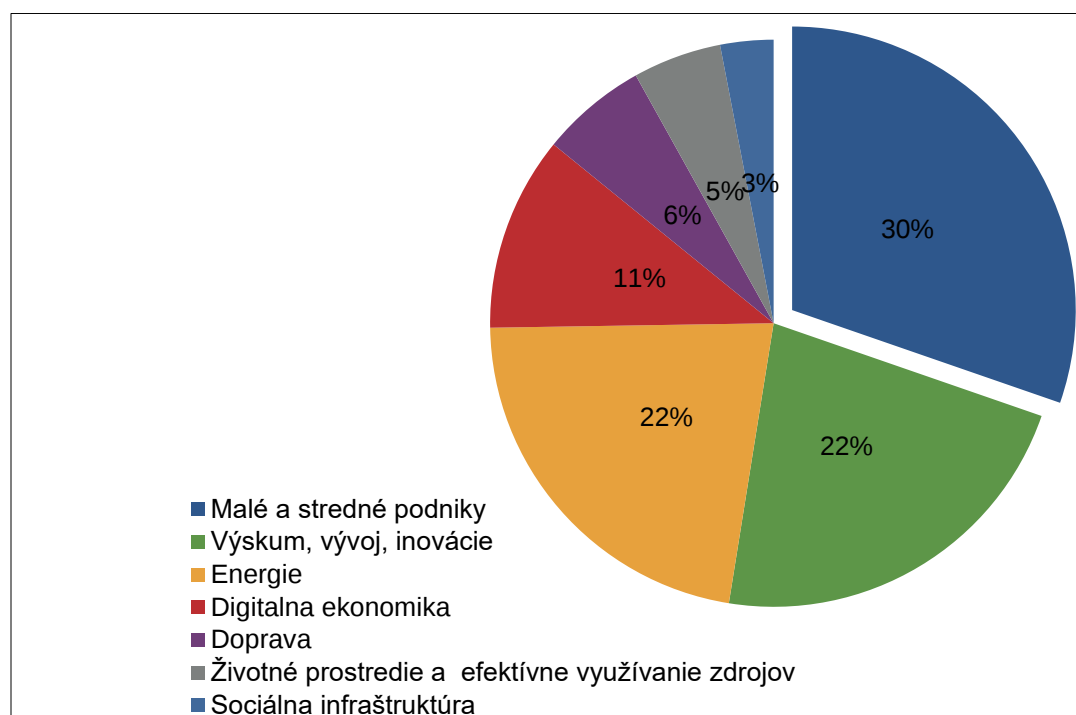
Prvou je zvýšenie transparentnosti investičných príležitostí prostredníctvom Európskeho investičného projektového portálu (EIPP). Ide o online platformu, ktorá má za úlohu zviditeľniť finančné príležitosti pre investície naprieč Európou a spojiť navrhovateľov investičných projektov s investormi. Portál EIPP je nezávislý od fondu EFSI a negarantuje, že zverejnené projekty získajú financovanie z prostriedkov EÚ či od súkromných investorov.

Druhou iniciatívou je posilnenie poradenských služieb prostredníctvom Európskeho centra pre investičné poradenstvo (EIAH). Ide o spoločný projekt Európskej komisie a Európskej investičnej banky, ktorý má za úlohu poskytovať technickú podporu a poradenstvo pre firmy pripravujúce investičné projekty. Predstavuje jednotné kontaktné miesto pre širokú škálu poradenských služieb, vrátane identifikácie vhodných projektov, rozvoja a implementácie projektov, prístupu k financiám či využitie finančných nástrojov. EIAH funguje od septembra 2015 a doteraz asistovalo pri viac než 160 projektoch.

3. Zlepšiť investičné prostredie. Európska komisia pracuje na celi podporiť investovanie a zlepšiť celkovú dostupnosť financovania v ekonomike aj na štrukturálnej úrovni – systémovou snahou o vytvorenie lepších a predvídateľnejších regulácií na všetkých úrovniach, zasadzovaním sa o štrukturálne reformy v rámci členských krajín únie a prehľbovaním spoločného trhu. V oblasti prehľbovania spoločného trhu ide konkrétne o iniciatívy ako energetická únia, únia kapitálových trhov či stratégie spoločného digitálneho trhu. Každá z nich zahŕňa konkrétne opatrenia, ktoré majú odstraňovať konkrétne prekážky a zlepšiť tým investičné prostredie v danej oblasti. Súčasťou je aj nové praktické usmernenie Európskej komisie pre aplikáciu pravidiel štátnej pomoci v prípade verejného financovania infraštruktúrnych projektov a projektov verejno-súkromného partnerstva (PPP).

Európska komisia taktiež zahájila rokovania s národnými vládami, ktorých výsledkom má byť odstránenie prekážok v investovaní na národnej úrovni. Ako problémové oblasti boli identifikované najmä pravidlá insolventie, verejného obstarávania, efektívnosť verejnej správy a regulácie v konkrétnych sektoroch.

Graf 7: Investície EFSI podľa sektorov. Stav zo septembra 2016.



Zdroj: EIB Group

Od novembra 2014, kedy bol Investičný plán pre Európu spustený, sa podmienky pre navýšenie investícií zlepšili. K septembru 2016 bolo z prostriedkov EFSI schválených 324 transakcií v 27 krajinách EÚ v celkovom objeme 22,3 miliardy eur. Na tieto investície je naviazaných ďalších 127, 2 miliardy eur. Plán mobilizácie investícií v objeme 315 miliárd eur bol teda naplnený na 40 percent. Európsky fond pre strategické investície pomáhal financovať najmä infraštruktúrne a inovačné projekty, no zároveň aj priamo startupy a MSP. Očakávaná mobilizácia kapitálu sa naplniť podarilo – viac ako 85 percent dosiaľ mobilizovaného kapitálu pochádza z verejných a súkromných zdrojov mimo EIB Group. Konkrétne výsledky v oblasti podpory MSP na Slovensku zatiaľ nie sú známe, ako je uvedené v kapitole 7.3 tejto analýzy, EIF uzatvoril v rámci implementácie Investičného plánu pre Európu zmluvu s prvým slovenským sprostredkovateľom – Československou obchodnou bankou – len v septembri 2016.

Európska komisia má v pláne stavať na úspechu iniciatívy Investičného plánu pre Európu a predĺžiť životnosť fondu EFSI aj za horizont pôvodne plánovaného trojročného obdobia. Fond bude mať aj naďalej za úlohu riešiť medzery na trhu s investíciami a mobilizovať financovanie investícií súkromným sektorom s cieľom vytvárať pracovné miesta, zvyšovať ekonomický rast a posilňovať konkurencieschopnosť európskej ekonomiky.

4.4 Program COSME¹⁵

Program COSME (Competitiveness of Enterprises and SME's – Program pre konkurencieschopnosť podnikov a malých a stredných podnikov) je nástrojom EÚ, špecificky zameraným na podporu konkurencieschopnosti, trvalej udržateľnosti a podnikateľského vzdelávania podnikov a malých a stredných podnikov. Fungovanie nástroja je momentálne plánované na rozpočtové obdobie 2014 až 2020 s alokovaným rozpočtom vo výške 2,3 miliardy eur. Program COSME nadväzuje na úspechy programu CIP (Competitiveness and Innovation Framework Programme) z programového obdobia 2007 až 2013, ktorý pomohol mobilizovať 21 miliárd úverov a 3 miliardy rizikového kapitálu pre 383-tisíc európskych MSP.

Jadrom programu COSME je nástroj na garanciu úverov, ktorý bude poskytovať záruky a zábezpeky pre európske finančné inštitúcie, ktorým tak pomôže poskytovať väčší objem pôžičiek sektoru MSP. Nástroj zároveň bude uskutočňovať sekuritizáciu portfólií záväzkov MSP a tiež investície do fondov rizikového kapitálu, ktoré poskytujú financovanie rastu a expanzie MSP. Prostriedky COSME však budú venované aj na zlepšovanie podnikateľského prostredia, podporu podnikateľského vzdelávania, podporu podnikania špecifických skupín obyvateľstva (napríklad žien, mladých ľudí či seniorov) a znižovanie administratívnych bariér.

Až 60 percent rozpočtových prostriedkov COSME je určených na podporu prístupu MSP k financovaniu, 21,5 percenta rozpočtových prostriedkov na zlepšenie prístupu MSP na trhy, 11 percent na podporu podnikania a 2,5 percenta na zlepšenie rámcových podmienok pre konkurencieschopnosť európskych podnikov.

Program COSME je na národnej úrovni realizovaný prostredníctvom národných finančných sprostredkovateľov, na ktorých sa môžu podnikatelia z jednotlivých členských krajín obracať so žiadosťami o financovanie svojich podnikateľských projektov. Títo sprostredkovatelia sú zodpovední za výberové konania a pridelovanie finančných prostriedkov. Pri cieľoch programu spojených so zlepšovaním prístupu podnikov na trh budú asistovať viaceré portály ako napríklad Európsky portál pre malých podnikateľov. S implementáciou cieľov v oblasti podpory podnikania a poradenstva bude asistovať napríklad podnikateľská sieť Enterprise Europe Network

Hlavné ciele programu:

- Podporiť prístup MSP k financovaniu
- Zvýšiť konkurenčnú schopnosť európskych podnikov
- Zlepšiť prístup európskym MSP na trhy a pomôcť im rozšíriť podnikanie za hranice ich domovských krajín
- Vytvoriť vhodné prostredie pre zakladanie a expanziu podnikov na trhoch EÚ a podporovať podnikateľskú kultúru

¹⁵ Zdroj: <https://ec.europa.eu/easme/en/cosme>

V roku 2014 bol na podporu prístupu MSP k financovaniu využitý rozpočet vo výške 140,8 milióna eur – a to prostredníctvom Nástroja na garanciu úverov (LGF – Loan Guarantee Facility) a Ekvitného nástroja pre rast (EFG – Equity Facility for Growth). V júli 2014 bola podpísaná delegačná dohoda s Európskym investičným fondom, ktorý následne začal s výberom finančných sprostredkovateľov, ktorí majú za úlohu vyberať firmy, ktoré získajú prostriedky z LGF alebo EFG v závislosti od vlastných kritérií a kritérií stanovených v týchto programoch. Prvé garantované pôžičky európskym MSP boli poskytované začiatkom roka 2015. Do konca roka získalo vďaka tomuto programu financovanie 51-tisíc MSP v celkovom objeme 1,3 miliardy eur¹⁶. Tento výsledok predstihol pôvodné očakávania a potvrdil vysoký trhový dopyt po financovaní startupov a rizikových MSP. Konkrétne výsledky za Slovensko zatiaľ nie sú známe, nakoľko, ako je podrobnejšie uvedené v kapitole 7.3 tejto analýzy, EIF uzatvoril v rámci programu COSME a implementácie Investičného plánu pre Európu zmluvu s prvým slovenským sprostredkovateľom – Československou obchodnou bankou – len v septembri 2016.

4.5 Program Horizont 2020¹⁷

Ide o historicky najväčší program EÚ na podporu výskumu a inovácií. Na programové obdobie 2014 až 2020 disponuje rozpočtom vo výške 80 miliárd eur s ambíciou prilákať súkromné investície. Primárnym cieľom programu je pomôcť s uvádzaním prelomových európskych inovácií na trh. Horizont 2020 je finančným nástrojom implementácie kľúčových iniciatív Inovačná únia a Európa 2020 zameraných na zaistenie a vylepšenie konkurencieschopnosti EÚ na globálnych trhoch. Program vznikol zlúčením iniciatív Siedmeho rámcového programu zameraného na výskum a vývoj, Rámca pre konkurencieschopnosť a inovácie a Európskeho inštitútu pre inovácie a technológie z programovacieho obdobia 2007 až 2013.

Európska komisia a členské štáty EÚ identifikovali inovácie ako jeden z hlavných ťahúnov budúceho udržateľného ekonomického rastu a tvorby pracovných miest. Horizont 2020 odstraňuje bariéry v rozvoji výskumu a inovácií a pomáha ich spájať s iniciatívami verejného aj súkromného sektora. Program je postavený na troch pilieroch:

- **Excelentná veda**, so zameraním na podporu inovatívneho výskumu, nových technológií a výskumnej infraštruktúry
- **Vedúce postavenie priemyslu**, so zameraním na vytvorenie vedúceho postavenia vo vznikajúcich a priemyselných technológiách, na zlepšenie prístupu MSP k rizikovému financovaniu a financovaniu inovácií

¹⁶ Zdroj: European Commission – Programme for the Competitiveness of Enterprises and SMEs 2014-2020, Monitoring Report 2014

¹⁷ Zdroj: <https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020>

- **Spoločenské výzvy**, so zameraním na otázky zdravia, demografickej zmeny, biopotravín, bezpečných, čistých a efektívnych energií, na inteligentnú zelenú a integrovanú dopravu, dodávky surovínových zdrojov, efektívnosť zdrojov a kroky na zmiernenie dopadov klimatickej zmeny

Horizont 2020 je otvorený pre každého a má jednoduchú štruktúru, čo znižuje administratívu a umožňuje zapojeným firmám aj jednotlivcom zameriavať sa na rozvoj samotných inovácií. Cieľom tohto prístupu je urýchliť rozvoj podporených nápadov a ich implementáciu do praxe. Európska komisia umožňuje v rámci programu Horizont 2020 získať finančnú podporu aj pre MSP a ich podnikateľské zámery, a to predovšetkým v rámci piliera „Vedúce postavenie priemyslu“, ktorý podporuje výskumné a inovačné projekty MSP až do výšky 100 percent nákladov. Zároveň podporuje inovačné akcie (teda činnosti priamo zamerané na výrobné plány, prípadne návrhy nových či vylepšených výrobkov, postupov, služieb, na prototypy, testovanie, demonštrácie, rozsiahle validácie produktov a trhové replikácie) až do výšky 70 percent nákladov. Horizont 2020 taktiež európskym MSP poskytuje finančné nástroje v podobe pôžičiek, garancií a investícií do ranných štádií inovatívnych či výskumných produktov. Na účel podpory MSP bolo úspešne vyčlenených 20 percent rozpočtu programu. Horizont 2020 bude zároveň úzko nadväzovať na program COSME.

K 1. decembru 2015 bolo v rámci programu Horizont 2020 v rámci celej EÚ podpísaných 4704 grantových zmlúv s 8504 jednotlivými účastníkmi v celkom objeme 8,36 miliardy eur.¹⁸ Na Slovensku bolo podľa dát Európskej komisie z júla 2016 dosiaľ podporených 164 subjektov (súkromných firiem, univerzít a výskumných organizácií v rámci verejnej správy) celkovou sumou 38,95 milióna eur. Z tohto počtu bolo 43 MSP, ktoré získali 8,69 milióna eur. Celkovo sa o financie v rámci Horizont 2020 uchádzalo 1446 žiadateľov, čo znamená, že úspešnosť žiadateľov dosiahla 11,5 percenta. Priemer Európskej únie predstavuje 12,5 percenta. Drvivá väčšina slovenských žiadateľov má sídlo v bratislavskom kraji.

¹⁸ Zdroj: European Commission – Horizon 2020 Monitoring Report 2014

5. Popis súčasného stavu - analýza súčasných možností financovania startupov prostredníctvom kapitálového investovania v rámci jednotného trhu EÚ

V nasledujúcej kapitole sú už špecificky popisované súčasné možnosti financovania startupov prostredníctvom kapitálového investovania v rámci jednotného trhu EÚ, ktoré tvoria podmnožinu MSP.

5.1 Financovanie prostredníctvom nástrojov rizikového kapitálu

Pre startupy a MSP sú určené špecializované investičné nástroje rizikového kapitálu, ktoré sú prispôsobené kapitálovej náročnosti a rozvinutosti biznisu týchto firiem v rôznych fázach ich vývoja. V úplne ranom štádiu podnikania sú obvyklým zdrojom kapitálu vlastné úspory podnikateľa a investície takzvaných FFF (Family, Friends and Fools – rodiny, priateľov a bláznov), ktorí zvyčajne neočakávajú žiadne výnosy. V tomto štádiu sú k dispozícii tiež lokálne inštitucionalizované zdroje, ktoré poskytujú inkubátory a akcelerátory. V ďalšej fáze vstupujú do financovania jednotliví investori, takzvaní podnikateľskí anjeli. V nasledujúcich fázach vývoja startupu či MSP, keď ďalší rozvoj podnikania vyžaduje väčší objem investícií, už investície zvyčajne poskytujú inštitucionálni investori – venture kapitálové fondy a fondy private equity.

Anjelský kapitál – Biznis anjeli sú skúsení individuálni investori, ktorí poskytujú startupom finančné prostriedky v úplne raných fázach rozvoja, keď ešte nie sú zaujímavé pre inštitucionálnych investorov. Biznis anjeli vyplňajú medzeru vo financovaní medzi investíciou vlastného kapitálu podnikateľa plus takzvanými FFF (friends, family and fools – priatelia, rodina a blázni) a následnými robustnejšími investíciami pre-seed a seed (zárodočného) kapitálu zo strany inštitucionálnych investorov. Spravidla investujú svoje osobné peniaze, ktoré začínajúca firma potrebuje na dokončenie prvej verzie svojho produktu alebo služby – teda investujú v najrizikovejšej fáze takzvaného údolia smrti, v ktorej zlyháva až 90 percent startupov. Okrem financií preto podporeným projektom často poskytujú aj mentorstvo, poradenstvo a svoju sieť biznis kontaktov, ktoré začínajúcim podnikateľom môžu výrazne pomôcť pri rozvoji ich podnikateľského projektu. Funkciu podnikateľských anjelov môžu plniť aj startupové akcelerátory.

Nedostatočný objem anjelských investícií v ekonomike má nevyhnutne negatívny dopad na podiel kvalitných startupových projektov, ktoré prežijú úvodnú fázu podnikania. Dôsledkom je nízky počet startupov v neskorších fázach vývoja, pre ktoré je už rizikový kapitál dostupný ľahšie. Priemerná výška jednotlivcej investície anjelského kapitálu v EÚ sa v roku 2015 pohybovala na

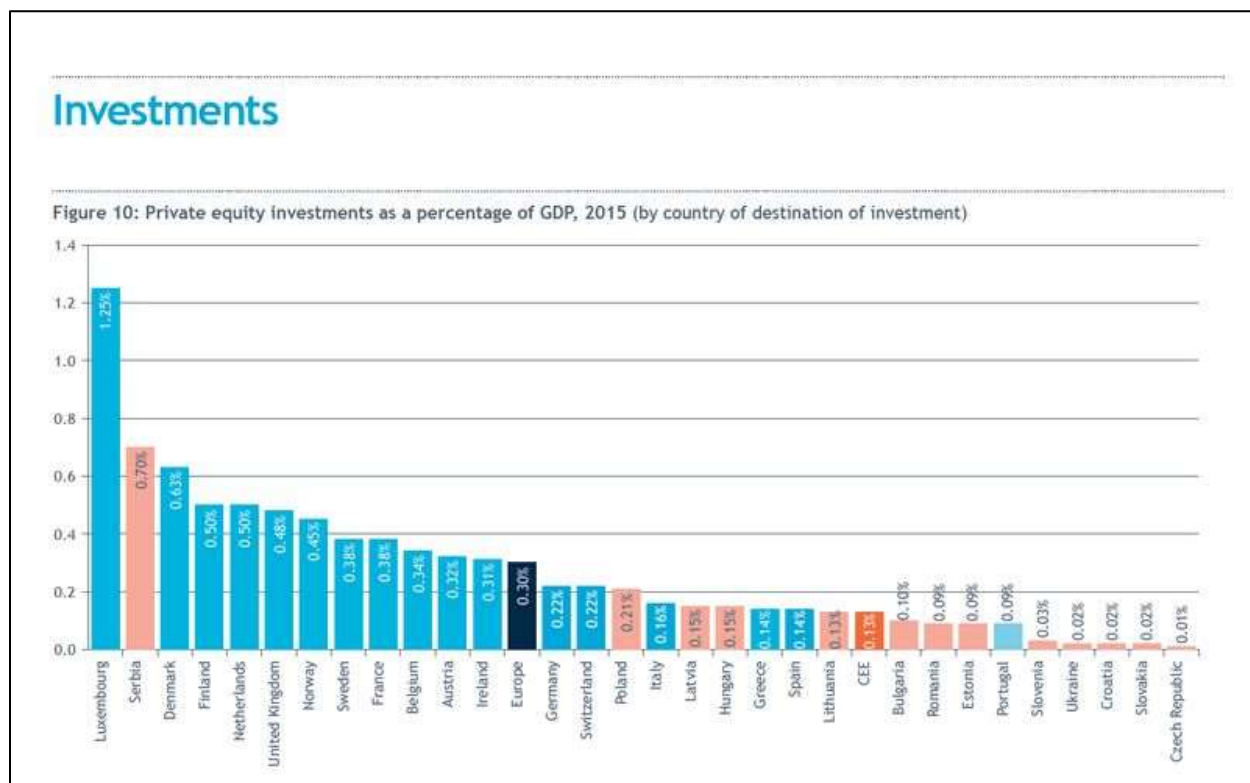
úrovni 184-tisíc eur.¹⁹ Celkový objem dostupných investícií biznis anjelov v európskej ekonomike dosiahol vlani podľa dát združenia The European Trade Association for Business Angels úroveň 6,1 miliardy eur.

Venture kapitál – Poskytujú ho špecializované fondy rizikového kapitálu, ktoré vyhľadávajú investície s vysokým rizikom a vysokou návratnosťou. Investície do startupov v raných fázach sa označujú ako pre-seed a seed (zárodočné) a sú určené na financovanie výskumu, vývoja a úvodného konceptu produktu, alebo služby. Investície do následnej fáze rozvoja firmy sa označujú ako štartovací kapitál, ktorý má niekoľko kôl financovania. Cieľom série A je zabezpečiť startupu prvých platiacich zákazníkov a vzápätí čo najviac zákazníkcu základňu posilniť. Fondy rizikového kapitálu za týmto cieľom zároveň sprostredkujú aj odborníkov v oblasti predaja a môžu poskytnúť aj prístup ku svojim vlastným významným zákazníkom. Séria B zvyčajne nasleduje, ak startup dosiahne stanovené ciele v rozvoji svojho biznisu, prípadne ak sa mu podarí posilniť svoje postavenie na trhu. Podľa potreby môžu nasledovať aj ďalšie série financovania.

Dostupnosť venture kapitálu v Európe je stále relatívne slabá. Podľa dát Invest Europe bol v roku 2015 objem dostupných investícií tohto typu len 0,025 percenta HDP Európskej únie, čo predstavuje sumu 3,8 miliardy eur. To tvorí z celkovo dostupných investícií ekviténého financovania len 8 percent zdrojov. Pretrvávajúcim problémom sú tiež markantné rozdiely v ponuke venture kapitálu medzi jednotlivými členskými krajinami EÚ. V ekonomikách s rozvinutým kapitálovým trhom, obzvlášť v západnej a severnej Európe tvoria venture kapitálové investície vyšší podiel na HDP ako v krajinách južnej a strednej Európy.

¹⁹ Zdroj: <http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-market-overview>

Graf 8: Objem investícií rizikového kapitálu ako podiel na HDP v jednotlivých krajinách Európy za rok 2015.



Zdroj: Invest Europe

Dostupný objem venture kapitálu v Európe od krízy viac či menej stagnuje. Vlni však zaznamenal celkový nárast o 5 percent, pričom sa zvýšili investície do všetkých fáz rozvoja startupov. Najprudší nárast zaznamenali investície zárodočného kapitálu, a to o 18 percent. Zároveň však o 12 percent klesol celkový počet investícií, čo naznačuje posun trendu smerom k menšiemu počtu väčších investícií.²⁰

Slovenský trh s venture kapitálom je na európske pomery marginálny, podľa dát Invest Europe však v posledných rokoch vykazuje vysoký rast. V roku 2014 získalo tento typ financovania na Slovensku 10 firiem v celkovom objeme 4,7 milióna eur. V roku 2015 to bolo už 19 firiem, ktoré získali investície v celkovom objeme 8,934 milióna eur, čo predstavuje 0,0115 percenta HDP.²¹

Private equity – Zahŕňa aj venture kapitál, zvyčajne sa však týmto pojmom označujú kapitálové investície v neskorších fázach, kedy je startup či MSP rozvinutejší a vykazuje vyššie zisky, no stále má potenciál pre silný rast. Primárnou úlohou private equity investícií je poskytnúť firmám

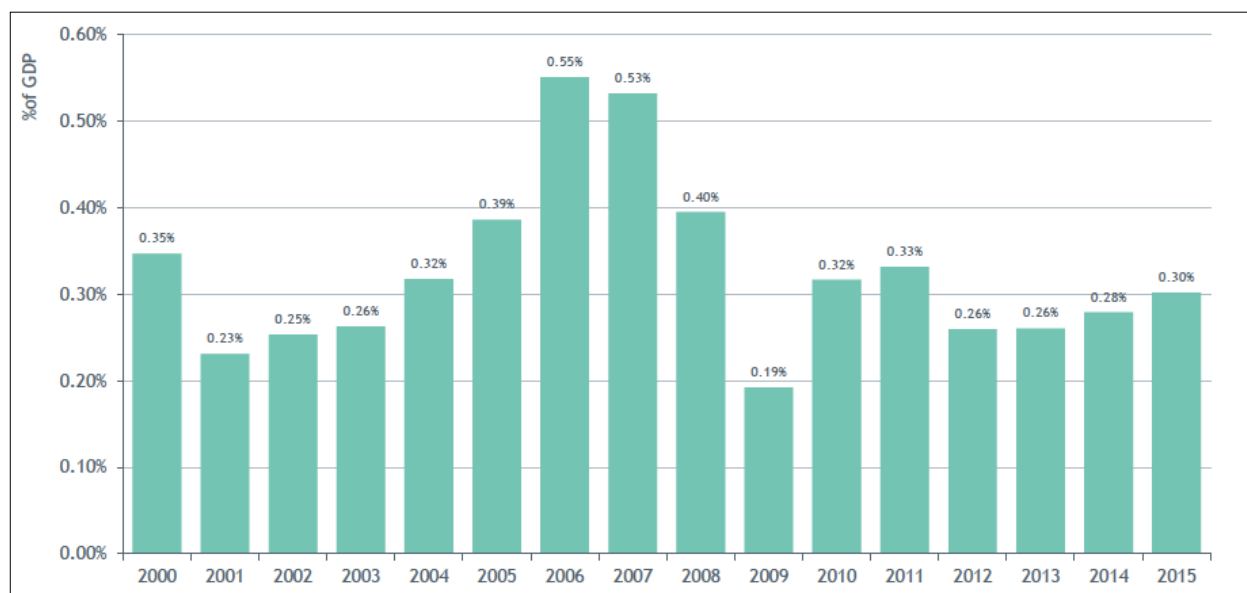
²⁰ Zdroj: Invest Europe – 2015 European Private Equity Activity

²¹ Zdroj: Invest Europe – Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015; plus vlastné prepočty nominálnej sumy na HDP za rok 2015.

nekótovaným na burze kapitál, ktorý im umožní ich ďalší rast urýchliť. Firmy tento druh investícií vyhľadávajú z viacerých dôvodov – napríklad na pokrytie kapitálovo náročnej expanzie na nové trhy, na pokrytie kapitálovo náročného vývoja nových produktov či technológií, na financovanie akvizícií či na posilnenie pracovného kapitálu, alebo vylepšenie bilancie. Investor zvyčajne vstupuje do tejto formy investície na obdobie niekoľkých rokov a okrem samotných financií často firme poskytne aj podporu vo forme poradenstva pri rozvoji a napĺňaní biznis plánu.

Objem private equity kapitálu v Európe od skončenia krízy rastie, no ešte stále sa ani zďaleka nevrátil na predkrízové úrovne. Podľa dát Invest Europe predstavoval vlani dostupný objem private equity 47,4 miliardy eur, čo predstavuje oproti roku 2014 až 14-percentný nárast. Len tretina z celkového objemu investícií však prúdila aj cezhranične. Objem private equity investícií na Slovensku dosiahol vlani podľa dát Invest Europe objem 0,02 percenta HDP.

Graf 9: Vývoj celkového objemu private equity investícií v Európe ako podiel HDP za rok 2015.



Zdroj: Invest Europe, IMF, Thomson Reuters

Z hľadiska dostupnosti private equity kapitálu môžeme pozorovať dva rovnaké trendy ako v prípade venture kapitálu: (1) dostupnosť investícií medzi jednotlivými členskými krajinami EÚ výrazne kolíše v závislosti od veľkosti a stupňa rozvinutosti príslušného kapitálového trhu a (2) taktiež pri tejto forme kapitálových investícií došlo k medziročnému zníženiu nominálneho počtu investícií (o 11 percent), čo rovnako značí posun trendu smerom k menšiemu počtu väčších investícií. Až 86 percent investícií vlani smerovalo do malých a stredných podnikov.

5.2 Crowdfunding (kolektívne investovanie)

Crowdfunding je alternatíva voči tradičným nástrojom kapitálového investovania. Ide o formu financovania založenú na malých investovaných sumách od veľkého množstva investorov. Najčastejšie je crowdfunding realizovaný prostredníctvom internetu, pričom sa ním financujú spoločnosti, alebo ich podnikateľské projekty a inovácie zo širokej škály odvetví. V oblasti crowdfundingu existujú tri typy investorov, ktorí poskytujú prostriedky pre zverejnené projekty. Prvými sú takzvaní donators, ktorí investujú prostriedky bez toho, že by očakávali nejakú spätnú návratnosť, či už vo forme peňazí alebo výsledku projektu. Druhými sú takzvaní adopters, ktorí investujú väčšinou do vecných projektov, ktoré majú cieľ produkovať nové výrobky. Títo investori očakávajú získanie výsledku projektu ihneď po jeho dokončení. Posledným typom investorov sú klasickí investori, ktorí od svojej investície očakávajú zisk.

Crowdfunding ako forma investovania v posledných rokoch zažíva prudký rast popularity. Jeho aktivity podľa posledných dát Európskej komisie medzi rokmi 2013 a 2014 výrazne narástli aj v rámci európskeho trhu – objem investovaných finančných prostriedkov o 119 percent a celkový počet podporených projektov o 112 percent. Samotný počet crowdfundingových platforiem medzi rokmi 2013 a 2014 narástol o 23 percent.²² V porovnaní s objemom preinvestovaných financií prostredníctvom klasických nástrojov rizikového kapitálu však ešte stále ostáva drobným, úzko profilovaným trhom, ktorý sa zameriava takmer výhradne na startupy a ďalšie podnikateľské projekty v raných fázach rozvoja. Analýza Európskej komisie skúmala vývoj crowdfundingového trhu v EÚ počas dvoch rokov – 2013 a 2014. V tomto období identifikovala 510 fungujúcich platforiem, ktoré dokopy dokázali zozbierať investície v kumulatívnej výške 2,3 miliardy eur pre 190 854 úspešných podnikateľských projektov.

Crowdfunding je celoeurópskym fenoménom. Európska komisia identifikovala fungujúce platformy v 22 z 28 členských krajín EÚ, pričom tieto v roku 2014 podporili projekty v rámci celej EÚ. Využívanosť aj úroveň rastu tohto typu financovania sa však výrazne líši naprieč členskými krajinami, čo však do istej miery odráža veľkosť a rozvinutosť jednotlivých kapitálových trhov. Crowdfundingovému trhu dominuje malé množstvo významných platforiem. Zďaleka najväčšia koncentrácia je vo Veľkej Británii, kde Európska komisia identifikovala 143 platforiem, ktoré v sledovanom období vyzbierali až 90 percent celkovo vyzbieraného kapitálu na tomto trhu v Európe – čo predstavuje sumu 2 miliardy eur. Po Británii nasleduje Francúzsko so 77 platformami, Nemecko so 65, Holandsko s 58 a Taliansko so 42 platformami.

Slovenský trh s crowdfundingom je svojou veľkosťou marginálny a analýza Európskej komisie o ňom neprináša žiadne podrobnejšie informácie. Slovenské startupy a MSP, ktoré sa rozhodnú pre tento typ financovania, preto často využívajú zahraničné platformy. Ako konštatuje analýza Európskej komisie, crowdfundingové platformy v mnohých prípadoch nemajú pôsobnosť vymedzenú na konkrétne trhy, takže investujú aj cezhranične. Na slovenskom trhu však pôsobí

²²Zdroj: Európska komisia – Crowdfunding: Mapping EU markets and events study. 2015

aspoň jedna významná domáca platforma – Crowdberry – ktorá na tri dosiaľ úspešne financované projekty vyzbierala od jednotlivých investorov 875-tisíc eur.

Regulácie pre tento trh dosiaľ prijali len tri členské krajiny EÚ – Veľká Británia, Francúzsko a Taliansko. V platnosti sú však príliš krátko na to, aby bolo možné zhodnotiť, aké mali na dosahy na príslušné národné trhy.

Z crowdfundingových portálov je celosvetovo najznámejší americký Kickstarter. Ide o lídra na globálnom trhu, ktorému sa od roku 2009 podarilo vyzbierať viac ako 2,6 miliardy dolárov na viac ako 112-tisíc zrealizovaných projektov. Projekty uverejnené na tejto platforme dosiaľ podporilo viac ako 11,6 milióna jednotlivých investorov.²³ V Európe patria medzi trhových lídrov najmä tri platformy. Prvou je Crowdcube, ktorá je najväčším hráčom na trhu Veľkej Británie. Celkovo sa jej dosiaľ podarilo vyzbierať viac ako 215 miliónov eur od 303-tisíc registrovaných investorov.²⁴ Druhou je Funding Circle, ktorá taktiež pochádza z Veľkej Británie. Združuje projekty, ktoré si chcú požičať od investorov a neskôr im vyplácať úrok. Platforma jednoducho nahrádza požičiavanie si cez bankový sektor a zameriava sa špeciálne na malé a stredné podniky. Celkovo od roku 2010 sa cez ňu požičalo skoro 1,7 miliardy eur pre 15-tisíc podnikov z Veľkej Británie, USA, Španielska, Nemecka či Holandska. Svoje prostriedky tu investovalo viac ako 40-tisíc jednotlivých investorov.²⁵ Treťou významnou európskou platformou je Ulule z Francúzska. Prostredníctvom nej bolo na takmer 15-tisíc úspešne zrealizovaných projektov vyzbieraných 62 miliónov eur od jednotlivých investorov. Priemerná výška jednotlivých investícií sa pohybuje na úrovni približne 50 eur.²⁶

5.3 Možnosti financovania prostredníctvom kryptomien

Bitcoin je virtuálnou menou, ktorá existuje od roku 2009. Presnejšie ide o v súčasnosti najznámejší, najpoužívanější a najbezpečnejší kryptosystém. Spôsob ako funguje sa môže na prvý pohľad podobáť systému súčasnemu bankovému systému. Každý užívateľ vlastní verejný kľúč, ktorý je možné prirovnáť ku bankovému účtu. Rovnako k nemu vlastní súkromný kľúč, ktorý je ekvivalentom kódu PIN, a teda oprávňuje majiteľa narábať s bitcoinom v jeho „peňaženke.“ Hlavným benefitom bitcoinu a ďalších kryptosystémov oproti súčasnemu bankovému systému je ich decentralizácia. V súčasnosti banka potrebuje poznať identitu oboch strán – teda odosielateľa a prijímateľa transakcie – čo zvyšuje náklady na bezpečnosť aj spracovanie. V prípade bitcoinu tretia strana na vykonanie transakcie nutná nie je, a teda ani to, aby niekto obe strany poznal. Transakcie sa vykonávajú medzi užívateľmi pomocou transparentného záznamu transakcií, ktorý je známy ako Blockchain. Ide o záznam všetkých transakcií v časovom slede, nespochybniteľne dokázaný kryptografickými metódami počas procesu známeho pod pojmom mining. Mining je

²³ Zdroj: <https://www.kickstarter.com>

²⁴ Zdroj: <https://www.crowdcube.com>

²⁵ Zdroj: <https://www.fundingcircle.com/uk/>

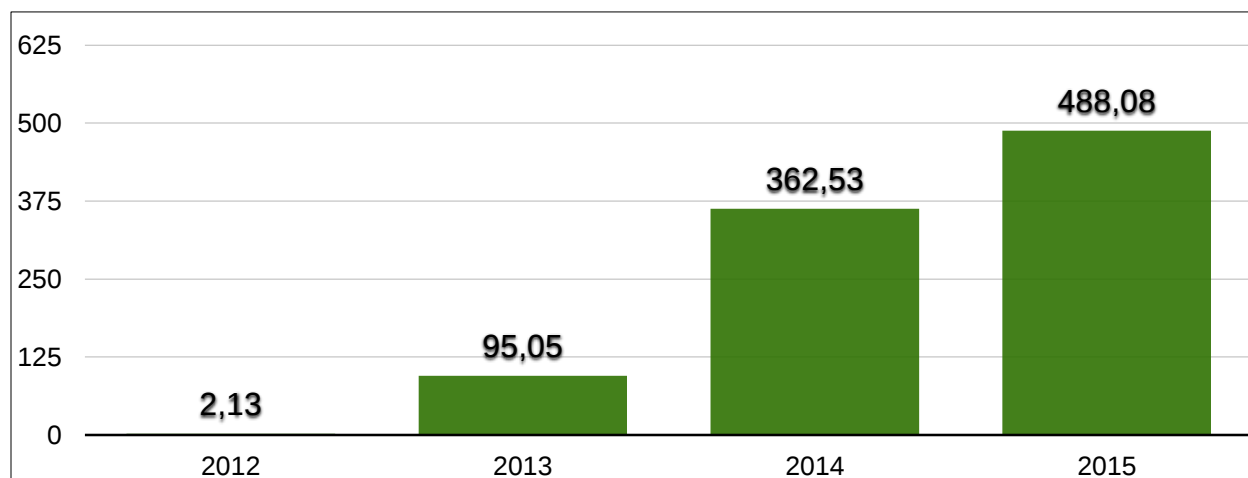
²⁶ Zdroj: <https://www.ulule.com/stats/>

súborom operácií, ktorých účelom je zhromaždiť všetky aktuálne transakcie, preveriť, či sú podpísané oprávneným disponantom a potvrdiť prevody. Hlavnými benefitmi bitcoinu pre podnikateľské prostredie sú tak rýchlosť, šetnosť a nižšia administratívna náročnosť. Samotný potenciál kryptosystémov sa netýka len bitcoinu, ale aj ostatných systémov, ktoré fungujú na marginálne odlišnej báze. Potenciál blockchainu ako decentralizovaného kryptosystému sa však neskrýva len v oblasti transferov a platieb medzi užívateľmi. Kryptografiu je možné využiť v súkromnom aj verejnom sektore. Potenciálnymi oblasťami sú:

- **Decentralizované úložiská dát**, kde sa už spoločnosti nebudú musieť obávať o bezpečnosť citlivých údajov. V tejto oblasti už pracuje napríklad kryptosystém MaidSafe.
- **Úpis akcií na burzách cenných papierov** sa môže v budúcnosti zrýchliť a stať sa menej nákladným. Presnejšie by spoločnosti mohli mať lepší prístup ku kapitálovému financovaniu. Na tomto zameraní pracujú kryptosystémy ako Omni alebo Counterparty.
- **Verejné obstarávanie**, v rámci ktorého by tendre mohli byť súťažené na automatizovanom systéme. To by celý systém stransparentnilo a zlacnilo, pričom v prípade potreby by sa súťaže dali spoľahlivo skontrolovať.

Kryptomenty sú v súčasnosti pri porovnaní s objemom a dostupnosťou klasických nástrojov získavania kapitálu marginálnou alternatívou, ich potenciál však rýchlo rastie. Ilustrujú to dáta o vývoj objemu celosvetových investícií rizikového kapitálu prostredníctvom bitcoinu a blockchainu, ktoré smerujú prevažne do startupov.

Graf 10: Vývoj objemu celosvetových investícií rizikového kapitálu prostredníctvom bitcoinu a blockchainu (v miliónoch USD)



Zdroj: GitHub.com

Podľa dát portálu GitHub bolo do projektov v rámci tejto komunity prostredníctvom bitcoinu a blockchainu od roku 2012 investovaná suma v prepočte viac ako jednej miliardy dolárov. Do týchto spoločností investovali aj významné korporácie ako Deloitte, IBM, Google či Microsoft, ale rovnako aj veľké banky, ktoré vytvorili takzvané konzorcium R3, ktoré v súčasnosti zahŕňa viac ako 50 bánk. Toto konzorcium pracuje na vývoji a využiteľnosti v oblasti kryptosystémov.

6. Prekážky pri získavaní finančných zdrojov na jednotnom trhu EÚ

Európska komisia v rámci implementácie Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov kladie vysoký dôraz na dôslednú a hĺbkovú identifikáciu bariér, ktoré obmedzujú voľný pohyb kapitálu a komplikujú podnikom získavanie kapitálových finančných zdrojov v rámci jednotného trhu EÚ. Tieto bariéry identifikuje a hodnotí prostredníctvom série podrobných analýz, verejných konzultácií, expertných skupín a procedúr predkladania dôkazov.

Kľúčovým problémom pri získavaní financovania zo strany európskych podnikov ostáva neprimerane vysoká závislosť na bankových úveroch. Finančná kríza a následne aj pokrízový vývoj v Európe však ukázali, že takáto závislosť môže byť citeľnou prekážkou ekonomického rastu v situácii, kedy bankový sektor nie je v dobrej kondícii.

Samotný kapitálový trh v Európe trpí predovšetkým vysokou mierou fragmentácie na národné kapitálové trhy. Cezhraničnému investovaniu stoja v ceste neopodstatnené regulačné a administratívne bariéry, pričom mnohé vyplývajú z vysokej diverzity národných legislatív, napríklad v oblasti daňových predpisov, regulácie obchodovania na kapitálových trhoch či pravidiel reštrukturalizácie firiem.

Medzi identifikované prekážky pre získavanie finančných zdrojov na jednotnom trhu EÚ však patrí aj nevhodné nastavenie niektorých regulácií na európskej úrovni.

6.1. Prekážky obmedzujúce financovanie MSP a startupov na jednotnom trhu EÚ

Bariéra 1: Financovanie inovácií, startupov a spoločností nekótovaných na burze. MSP v rámci ekonomiky EÚ zamestnávajú v priemere dvoch z každých troch pracujúcich a produkujú 58 centov z každého eura vytvorenej pridanej hodnoty. Pre úspešný rozvoj podnikania týchto firiem je však nevyhnutné, aby mali zabezpečený prístup k primeranému objemu financovania za dostatočne atraktívnych podmienok. Európske MSP však pri vyhľadávaní financovania čelia obmedzeným možnostiam. Nakoľko kapitálové financovanie a nástroje alternatívneho úverovania sú na európskych trhoch nedostatočne vyvinuté, MSP sú nútené až 75 percent svojho externého financovania získavať formou bankových pôžičiek.

Prvoradou úlohou Európskej komisie pri budovaní únie kapitálových trhov je podporiť rozšírenie možností financovania, ktoré by dokázali pokryť potreby predovšetkým inovatívnych spoločností a MSP nekótovaných na burze tak, aby tieto možnosti boli rovnako dostupné podnikateľom vo všetkých členských štátoch EÚ.

Bariéra 2: Úverová kapacita európskych bánk nie je využitá naplno. Banky sú v súčasnosti najvýznamnejším poskytovateľom financovania pre európske firmy.

Cieľom únie kapitálových trhov je závislosť od toho typu financovania znížiť, no aj po naplnení tejto iniciatívy banky naďalej ostanú významným hráčom na európskych kapitálových trhoch. Zvyčajne majú silné miestne väzby a lokálne know-how, pre ktoré je ich úloha nezastupiteľná. Prístup k bankovému financovaniu ostane dôležitý aj ako súčasť diverzifikácie možností financovania.

Medzi priority Európskej komisie pri snahe mobilizovať kapitál a navýšiť úroveň investícií v ekonomike preto patrí aj snaha maximalizovať dostupnú kapacitu bánk podporovať úvermi aj širšiu ekonomiku. Komisia súčasne s implementáciou opatrení únie kapitálových trhov za týmto účelom prehodnocuje aj súčasné regulácie bankového sektoru tak, aby bola vylepšená rovnováha medzi rizikom a stimuláciou rastu.

Bariéra 3: Európske domácnosti majú zvýšenú averziu voči riziku. Štúdia banky Credit Suisse označila Európu za región, v ktorom pretrváva jedna z najväčších averzií voči riziku finančných trhov. To sa prejavuje dvoma spôsobmi.

Prvým je rozloženie úspor domácností medzi finančné a nefinančné aktíva. Priemerná európska domácnosť má podľa dát PwC v nefinančných aktívach uložených 51 percent svojho bohatstva, zatiaľ čo priemerná americká len 30 percent. Hoci tento pomer sa medzi jednotlivými členskými krajinami EÚ výrazne líši, vysoký priemerný rozdiel medzi USA a EÚ ukazuje na neochotu väčšiny európskych domácností investovať svoje prostriedky do finančných aktív.

Druhým prejavom averzie voči riziku je potom alokácia investícií v rámci samotných finančných aktív. Európske domácnosti väčšinu svojich aktív investujú do nerizikových finančných nástrojov – predovšetkým do hotovosti, bankových depozitov, poistenia či dôchodkových produktov. Celková averzia európskych domácností voči riziku by mohla byť prekážkou pri hľadaní trhových riešení mobilizácie kapitálu v Európe.

Bariéra 4: Lokálne finančné siete obmedzujú príliš tvrdé regulácie. Pre fungovanie a rast menších firiem sú mimoriadne dôležité aj lokálne finančné siete. V niektorých členských štátoch únie úspešne funguje koncept úverových družstiev, ktoré zapojeným firmám umožňujú financovať sa navzájom na neziskovom princípe. V súčasnosti však takéto formy financovania môže neprimerane obmedzovať, ak sú na ne uvalené komplexné bankové regulácie. Najmä pri úverových družstvách, ktoré prerozdeľujú prostriedky medzi svojimi členmi, sú pritom riziká ich vyňatia z takýchto regulácií pre širší finančný systém minimálne.

6.2. Prekážky slovenských MSP a startupov, ktoré bránia vstupu na jednotný kapitálový trh, respektíve financovaniu zo strany zahraničných investorov

Bariéra 1: Vstup na verejné trhy je pre MSP príliš nákladný. Verejné trhy umožňujú firmám prístup k najväčšej skupine investorov. V prípade menších či inovatívnych podnikov zároveň predstavujú pre investorov z počiatočnej fázy rozvoja firiem príležitosť na vystúpenie z investície. Vstup na verejné trhy je teda dôležitou fázou rozvoja najmä inovatívnych firiem a firiem s vysokým potenciálom rastu. Verejné ponuky korporátnych dlhopisov a akcií sú pre stredne veľké a veľké firmy najvýznamnejším spôsobom získavania kapitálu. Túto formu financovania v európskych pomeroch zvyčajne využívajú v prípade, ak sa snažia získať kapitál vo výške viac ako 50 miliónov eur.

Kapitálové trhy členských krajín EÚ síce za ostatné dekády prešli výrazným vývojom, dodnes však citeľne zaostávajú za ostatnými ekonomikami vyspelého sveta. Vzhľadom na fragmentáciu kapitálových trhov v Európe môžeme navyše pozorovať výrazné rozdiely aj naprieč jednotlivými členskými krajinami. Verejná konzultácia Európskej komisie – ktorej výsledky prezentuje Správa IPO v EÚ z marca 2015 – indikuje, že napriek dosiaľ podniknutým krokom pretrvávajú obavy, že regulačné prostredie únie dostatočne nepodporuje rozvoj kapitálových nástrojov financovania. Veľká časť európskych MSP je presvedčená, že prvotné náklady vstupu na verejné trhy prevažujú nad potenciálnymi výhodami transformácie firmy na verejne obchodovateľnú.

Správa pracovnej skupiny pre IPO v EÚ konkretizuje, že náklady na poplatky za kótovanie pri úvodnej verejnej ponuke akcií v objeme do 6 miliónov eur predstavujú 10 až 15 percent hodnoty obchodu. Náklady pre väčšie podniky sú pritom výrazne menšie. Pri úvodnej verejnej ponuke akcií v objeme 50 až 100 miliónov eur predstavujú poplatky približne 5 až 8 percent hodnoty obchodu. Z toho vyplýva, že zníženie vstupných nákladov by sprístupnilo verejné trhy omnoho väčšiemu počtu MSP.

Bariéra 2: Cezhraničné investovanie obmedzujú rôznorodé legislatívy. Napriek dekádam postupnej integrácie a budovania jednotného európskeho trhu dodnes existujú hlboko zakorenené prekážky vo voľnom pohybe kapitálu a investícií cez hranice členských krajín únie. Spravidla vyplývajú z rozdielných nastavení legislatívy na národných úrovniach napríklad v oblasti platobnej neschopnosti, kolaterálov, cenných papierov či z rozdielov v daňových systémoch. Rôznorodé právne a regulačné prostredia v rámci jednotlivých členských krajín historicky viedli k výrazným rozdielom v trhových infraštruktúrach aj kvalite investičných prostredí jednotlivých krajín. Tieto faktory však narúšajú predvídateľnosť pravidiel pre priame investície a sú citeľnou prekážkou cezhraničného toku kapitálu, nakoľko odrádzajú európskych investorov od geografickej diverzifikácie ich portfólií.

Bariéra 3: Rozdielne daňové prostredie naprieč členskými krajinami. Rôznorodé daňové systémy jednotlivých členských krajín ukladajú na aktivity spojené s investovaním rôzne typy daní a uplatňujú rôzne pravidlá ich výberu. Problematické sú najmä rozdiely v tom, ako jednotlivé daňové systémy pristupujú k zdaňovaniu rezidentov a nerezidentov. Aktuálne dohody medzi členskými krajinami, ktoré majú za cieľ zabráňovať dvojitému zdaneniu, sú navyše komplikované a pre investorov ťažko prehľadné. Tento stav môže deformovať kapitálové toky medzi jednotlivými členskými krajinami a je jednou z prekážok budovania efektívnej únie kapitálových trhov.

Bariéra 4: Relatívne nízka kapitalizácia slovenských MSP. Významnú bariéru pre slovenské MSP a startupy, ktorá im komplikuje vstup na jednotný kapitálový trh, respektíve komplikuje možnosti získať financovanie zo strany zahraničných investorov, je samotná štruktúra slovenskej ekonomiky. Slovenský trh je relatívne malý a obyvateľstvo má v porovnaní so západnými trhmi relatívne nižšiu kúpyschopnosť, dôsledkom čoho je nižšia ziskovosť a finančná výkonnosť slovenských MSP. Ak teda chcú uspieť v konkurencii aj na európskej úrovni, sú nútené expandovať na zahraničné trhy. Oproti MSP z väčších národných trhov sú však v nevýhode hneď z dvoch dôvodov. Prvým sú existujúce regulačné a administratívne bariéry, ktoré komplikujú a predražujú prístup slovenských MSP k novým trhom a väčšiemu počtu zákazníkov. Druhou je zvyčajne nižšia kapitálová sila slovenských MSP – vyplývajúca z relatívne malej veľkosti slovenského trhu a relatívne nižšej kúpyschopnosti slovenských zákazníkov – ktorá citelne obmedzuje schopnosti slovenských MSP expandovať cezhranične. Problémom to môže byť aj z hľadiska nižšej atraktivity slovenských MSP pre zahraničné fondy rizikového kapitálu. Tie sú v súčasnosti dostupné v drvivej väčšine len pre startupy a inovatívne MSP.

7. Identifikácia možností jednotného kapitálového trhu na Slovensku

Kapitálový trh na Slovensku dlhodobo stagnuje a zlyháva vo svojej základnej funkcii zabezpečovať prerozdelenie voľných finančných zdrojov²⁷. Podľa analýzy New Financial patrí k najmenej funkčným v Európe. Analýza hodnotila kapitálové trhy EÚ 28 (plus Island, Nórsko, Švajčiarsko a pre porovnanie tiež USA) na základe päťročného vývoja 23 rôznych metrík – od hodnoty dôchodkových aktív, cez objem obchodov s akciami a dlhopismi až po dostupnosť venture kapitálových investícií. Slovensko sa umiestnilo na 29. priečke z 32 hodnotených krajín. Horšie hodnotenia dostali len Litva, Rumunsko a Lotyšsko.²⁸

Slovenský kapitálový trh zároveň patrí k najmenším v Európe. Podiel trhovej kapitalizácie dlhopisov a akcií obchodovaných na Burze cenných papierov v Bratislave (BCPB) tvorí podľa prepočtov NBS 4 až 6 percent HDP. Pre porovnanie, český kapitálový trh má podiel trhovej kapitalizácie 20 percent HDP, rakúsky 34 percent HDP, poľský 40 percent HDP a britský – ktorý je najrozvinutejším kapitálovým trhom v rámci EÚ 28 – až 186 percent HDP.

Ďalším znepokojivým ukazovateľom je podiel obchodovaných aktív. Podľa posledných finálnych údajov BCPB z roku 2014 tvorilo až 99,3 percenta transakcií obchodovanie s dlhopismi, z čoho až 95,4 percenta tvorili štátne dlhopisy. Akciový trh na Slovensku teda takmer neexistuje.

Jedným z hlavných dôvodov nezájmu slovenských firiem o získavanie financií prostredníctvom verejného kapitálového trhu môže byť fakt, že v porovnaní so získavaním dlhových nástrojov financovania prostredníctvom bankového sektoru je výrazne drahší. MSP môžu odrádzať aj poplatky či administratívne požiadavky, ktoré sprevádzajú emisiu cenných papierov na BCPB. Napríklad jednorazový burzový poplatok BCPB za udelenie riadneho členstva je stanovený na 33 220 eur. Pre porovnanie, Burza cenných papierov Praha si podobný poplatok neúčtuje vôbec. Jednorazový poplatok za umiestnenie cenného papiera na kótovaný trh predstavuje 1 660 eur a poplatok za uzavretie obchodu s akciami je stanovený 0,08 percenta jeho hodnoty (pričom suma je minimálne 1 euro a maximálne 332 eur).

Tabuľka 9: Porovnanie nákladov vstupu na burzu a úverových nákladov

	1 rok	2 roky	3 roky	4 roky	5 rokov
Dlhopis (regulovaný trh)	3,8 %	9,8 %	16,3 %	32,0 %	34,5 %
Dlhopis (kótovaný trh)	4,5 %	11,5 %	18,9 %	35,6 %	39,0 %
Úver (nezaručený)	2,7 %	5,4 %	7,1 %	9,6 %	12,1 %
Úver (s kolaterálom)	3,0 %	6,1 %	5,9 %	7,9 %	10,0 %

Zdroj: NBS a BCPB

²⁷ Zdroj: Adriana Lojschová, Národná banka Slovenska – Kapitálový trh na Slovensku. 2016

²⁸ Zdroj: William Wright a Laurence Bax, New Financial – Decoding Capital Markets Union. 2015

Na druhej strane je na Slovensku relatívne rozvinutejší trh kapitálových investičných nástrojov, ktoré ponúkajú inštitucionálni investori. Takéto financovanie je však dostupné prevažne len startupom a inovatívnym MSP, zväčša v technologicky zameraných odvetviach. Ekosystém inovatívnych firiem na Slovensku je zatiaľ ešte stále mladý – začal sa rozvíjať v roku 2010 vďaka viacerým iniciatívam súkromného sektora. Startupová scéna však začala naberať na sile najmä v posledných rokoch vďaka rastúcemu povedomiu o novej vlne podnikania, stabilnému posilňovaniu startupovej infraštruktúry – vrátane inkubátorov, akceleratorov, coworkingov či sieti mentorov – a v neposlednom rade vďaka rastúcemu objemu prostriedkov dostupných na financovanie inovatívnych nápadov.

Z každoročných prieskumov KPMG Startup Ecosystem Survey vyplýva, že samotné slovenské startupy považujú za pretrvávajúci problém nedostatočný prístup k financiám. Podľa aktuálneho prieskumu²⁹ až 38 percent startupov uviedlo, že ide o hlavnú výzvu pre ďalší rast ich biznisu. To je však v rozpore s pohľadom investorov. Až 82 percent opýtaných investorov pôsobiacich na slovenskom trhu tvrdí, že ponuka financií prevyšuje objem vhodných investičných príležitostí. Tvrdé dáta v tejto oblasti nie sú k dispozícii. Podľa odhadu KPMG je však v najbližších 12 mesiacoch dostupných na preinvestovanie do startupov viac ako 30 miliónov eur.

Z prieskumu ďalej vyplýva, že hlavnou prekážkou pre rozrastanie biznisu slovenských startupov nie je slabá dostupnosť kapitálu, ale najmä nedostatky v riadení firiem a rozvoji ich produktov. Až 87 percent opýtaných investorov verí, že slovenské startupy nemajú realistické stratégie pre rast svojho biznisu. Rovnakého názoru bolo 68 percent opýtaných korporácií, ktoré so startupmi spolupracujú, a tiež 88 percent poskytovateľov pracovných priestorov pre startupy.

7.1 Možnosti pre financovanie MSP a startupov s vysokým potenciálom rastu

Na Slovensku pôsobí osem významných domácich inštitucionálnych investorov – fondov, organizácií, akceleratorov či zoskupení profesionálnych investorov – poskytujúcich rizikový kapitál pre slovenské MSP a startupy. Väčšinu dostupných zdrojov predstavuje súkromný kapitál, no dva z nižšie uvedených fondov (Limerock Fund Manager a Neulogy Ventures) súkromné prostriedky kombinujú s finančnými zdrojmi z nástrojov EÚ. Významným poskytovateľom kapitálových investícií na Slovensku je aj Národný holdingový fond v správe Slovak Business Agency, ktorá operuje s verejnými zdrojmi a má právnu formu záujmového združenia právnických osôb, ktorého členmi sú Ministerstvo hospodárstva Slovenskej republiky, Združenie podnikateľov Slovenska a Slovenský živnostenský zväz.

²⁹ Zdroj: KPMG – Startup Ecosystem Survey. 2016

Tabuľka 10: Prehľad slovenských inštitucionálnych investorov so zameraním na kapitálové investície do MSP a startupov

Inštitúcia	Typ investície	Zameranie	Objem jednotlivých pôžičiek	Zdroj financovania
Limerock Fund Manager	equity a venture kapitál	startupy a inovatívne MSP	0,5 – 2,75 milióna eur	štrukturálne fondy EÚ, súkromný kapitál
Neulogy Ventures	equity a venture kapitál	startupy a inovatívne MSP	0,05 – 1,5 milióna eur	súkromný kapitál, štrukturálne fondy EÚ
Národný holdingový fond	seed, štartovací a venture kapitál	startupy a inovatívne MSP	0,02 – 2,5 milióna eur	verejné zdroje, súkromný kapitál
G4 Investments	equity a venture kapitál	startupy	0,2 – 2 milióny eur	súkromný kapitál
LRJ Capital	equity a venture kapitál	startupy	0,1 – 2 milióny eur	súkromný kapitál
42angels	angel a seed kapitál	technologické startupy	neznámy	súkromný kapitál
Launcher	seed a štartovací kapitál	technologické startupy	neznámy	súkromný kapitál
Flemio	angel a pre-seed kapitál	technologické startupy	neznámy	súkromný kapitál

Zdroj: vlastné spracovanie

Popis jednotlivých inštitúcií a ich zázemia, ako aj zamerania je názornejšie a detailnejšie uvedený nižšie v texte.

7.1.1 Limerock Fund Manager³⁰

Limerock bol Európskym Investičným Fondom (EIF) vybraný na správu a riadenie investičného equity fondu, ktorého cieľom je v spolupráci so súkromnými investormi podporovať rast slovenských MSP. Prostredníctvom nástrojov rastového kapitálu sa Limerock zameriava predovšetkým na investovanie do MSP, ktoré sú inovatívne, alebo sa v rámci ich podnikania zaoberajú výskumno-vývojovými činnosťami. Poskytuje aj seed kapitál pre startupy.

Medzi prioritné oblasti investovania patrí zdravie, biotechnológie, energetika, progresívne materiály a technológie a infraštruktúra spoločnosti. Investície majú formu nástrojov equity kapitálu – najmä navýšením vlastného imania konvertibilnými úvermi. Pri vstupe Fond neodkúpuje vlastnícke podiely a do každej investície musia spolu s fondom vstupovať aj súkromní spoluinvestori, ktorí musia za rovnakých podmienok poskytnúť minimálne rovnakú čiastku ako

³⁰ Zdroj: <http://www.limerockfund.com>

fond. Objem jednotlivých investícií sa pohybuje od 0,5 do 2,75 milióna eur v investičnom horizonte 4 až 6 rokov.

7.1.2 Neulogy Ventures³¹

Neulogy Ventures bol vybraný ako finančný sprostredkovateľ pre spravovanie dvoch fondov zameraných na financovanie startupov na Slovensku, ktoré vznikli v rámci iniciatívy JEREMIE. Holdingový fond JEREMIE je na Slovensku spolufinancovaný zo štrukturálnych fondov EÚ v rámci troch operačných programov – OP konkurencieschopnosť a hospodársky rast, OP Výskum a vývoj a OP Bratislavský kraj – a spravuje ho EIF prostredníctvom Slovenského záručného a rozvojového fondu.

Prvým z fondov Neulogy Ventures je Slovenský inovačný fond, ktorý ponúka seed (zárodočný) kapitál inovatívnym firmám v počiatočných fázach rozvoja. Výška jednotlivých investícií sa pohybuje od 50-tisíc do 200-tisíc eur. Fond je plne financovaný z OP Bratislavský kraj a OP Výskum a vývoj.

Druhým je Slovenský podnikateľský fond, ktorý ponúka venture (rozvojový) kapitál inovatívnym firmám v neskorších fázach. Výška jednotlivých investícií sa pohybuje od 300-tisíc eur do 1,5 milióna eur s možnosťou niekoľkých kôl financovania. Fond je financovaný čiastočne z OP Výskum a vývoj a zo súkromných zdrojov.

Neulogy Ventures investuje do inovatívnych firiem podnikajúcich predovšetkým v oblasti informačných a komunikačných technológií, energetiky a medicínskej diagnostiky.

7.1.3 Národný holdingový fond³²

Vznikol v roku 1994 ako špecializovaná inštitúcia za účelom poskytovania priamej finančnej podpory rozvoja MSP na Slovensku prostredníctvom kapitálových investícií. NHF bol založený Slovak Business Agency³³ – platformou verejného a súkromného sektora vytvorenou za účelom podpory malého a stredného podnikania na Slovensku.

NHF investuje do startupov a inovatívnych MSP podnikajúcich v oblasti priemyselnej výroby, výrobných služieb, aktívneho cestovného ruchu, obchodných služieb. Poskytuje seed, štartovací a venture kapitál v jednotlivej výške 200-tisíc až 266-tisíc eur na projekt – a to na obdobie jeden až päť rokov. Národný holdingový fond spravuje štyri fondy rizikového kapitálu so samostatnou právnou subjektivitou:

³¹ Zdroj: <http://www.neulogy.vc>

³² Zdroj: <http://www.nhfond.sk>

³³ Zdroj: <http://www.sbagency.sk>

A. Fond Seed Capital³⁴ – je poskytovateľom rizikového kapitálu formou investícií do vlastného imania inovatívnych spoločností z rôznych odvetví. O investíciu sa môžu uchádzať slovenské startupy v predštartovacom alebo počiatočnom štádiu podnikania.

B. Fond inovácií a technológií³⁵ – poskytuje finančné prostriedky malým firmám v počiatočných fázach podnikania, ktoré majú vysoký potenciál rastu a expanzie. Ponúka seed, štartovací a venture kapitál v rôznych formách – napríklad prostredníctvom účasti na vlastnom kapitáli, prípadne dlhového či equity financovania. Obvyklá výška investície sa pohybuje medzi 20-tisíc až 1,5 miliónmi eur v horizonte štyroch až šiestich rokov. Fond sa zaujíma predovšetkým o podnikateľské projekty v oblasti informačných technológií, telekomunikácií, elektronického obchodu, priemyselných inovácií či obnoviteľných zdrojov energie. Zároveň podporuje aj projekty výskumníkov, vedcov a študentov.

C. Slovenský rastový kapitálový fond³⁶ – investuje do slovenských firiem vo fáze rastu v odvetviach s vyššou pridanou hodnotou a v odvetviach so silným rastovým potenciálom. Obvyklý objem jednotlivých investícií sa pohybuje v rozmedzí 500-tisíc až 2,5 milióna eur na obdobie troch až štyroch rokov a má výhradne formu majetkovej účasti v spoločnosti.

D. Slovenský rozvojový fond³⁷ – zameriava sa na investície do začínajúcich aj zabehnutých spoločností, ktoré potrebujú kapitál na expanziu. Fond investuje aj do zabehnutých spoločností, ktoré čelia finančným problémom, druhotnej platobnej neschopnosti alebo problémom s bankovým financovaním. Obvyklá výška jednotlivých investícií sa pohybuje v rozmedzí od 0,5 až 2,3 milióna eur na obdobie 3 až 5 rokov a má spravidla formu vkladu do základného imania alebo kapitálových fondov spoločností.

7.1.4 G4 Investments³⁸

Spoločnosť poskytujúca primárne investičné a transakčné poradenstvo a tiež služby spojené s hľadaním a správou investícií. G4 Investments združuje úzky okruh investorov zo Slovenska a Českej republiky. V súčasnosti svojim klientom spravuje investície v 30 projektoch v hodnote 30 miliónov eur. V rámci svojho podnikania sa sústreďuje aj na poskytovanie pôžičiek, financovanie realitných a developerských projektov a investície do startupov. Jednotlivé investície sa pohybujú v rozmedzí od 200-tisíc eur až do 2 miliónov eur, pričom majú zvyčajne formu kombinácie vstupu do základného imania spoločnosti, pôžičiek a projektového financovania.

³⁴ Zdroj: <http://www.fundsmanagers.sk/investicny-proces>

³⁵ Zdroj: <http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/fond-inovacii-a-technologii/podmienky-poskytnutia/>

³⁶ Zdroj: <http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/slovensky-rastovy-kapitalovy-fond/podmienky-poskytnutia/>

³⁷ Zdroj: <http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/slovensky-rozvojovy-fond/podmienky-poskytnutia/>

³⁸ Zdroj: <http://www.g4.sk>

7.1.5 LRJ Capital³⁹

Je združením súkromných investorov, ktoré podporuje startupový ekosystém na Slovensku a v regióne strednej a východnej Európy. LRJ Capital investuje do startupových projektov s vysokým potenciálom rastu, ideálne vo fáze, kedy už majú svoj produkt či službu hotový a overený prvými zákazníkmi. Typická výška investície sa pohybuje od 100-tisíc eur do 2 miliónov eur. Zisky z investícií LRJ Capital venuje na podporu neziskových organizácií.

7.1.6 42angels⁴⁰

Investičný projekt úspešných českých a slovenských podnikateľov z oblasti informačných technológií. Poskytuje anjelské investície a seed kapitál predovšetkým začínajúcim technologickým firmám. Projekty, do ktorých investori 42angels finančne vstupujú, podporujú aj prostredníctvom mentorstva a aktívneho zapájania sa do realizácie týchto projektov. Bližšie informácie o finančnom rozmedzí jednotlivých investícií a ich obvyklých podmienkach nie sú dostupné.

7.1.7 Launcher⁴¹

Organizácia zastrešená spoločnosťou PMK Invest, ktorá zastupuje sieť súkromných investorov. Hlavní investori Launcheru patria k zakladateľom a akcionárom popredných IT spoločností na slovenskom trhu – Tempest, Datalan a Softip.

Launcher sa zameriava na investície do inovatívnych technologických projektov s vysokým rastovým potenciálom a ambíciou rásť na zahraničné trhy – a to predovšetkým v ich zárodkovej a štartovacej fáze. Launcher sa venuje aj nápadom vo fáze konceptu a okrem investície im poskytuje aj pomoc pri zostavovaní biznis modelov, pracovných tímov a ďalšej expanzii. Investície poskytuje startupom počas celého obdobia životnosti, no najmä počas seed a štartovacej etapy ich rozvoja.

7.1.8 Flemio⁴²

Startup akcelerátor so sídlom v Bratislave, ktorý sa zameriava predovšetkým na inovatívne firmy z oblasti informačných technológií, ktoré sa nachádzajú v úvodných štádiách podnikania a majú ambíciu rásť aj na zahraničné trhy. Spolupracuje s nimi na rozvoji podnikateľských nápadov a budovaní podnikateľského plánu. Flemio ponúka startupom coworkingové priestory a mentoring a prostredníctvom pridružených investorov aj anjelské investície a pre-seed kapitál. Bližšie

³⁹ Zdroj: <https://www.lrjcapital.com>

⁴⁰ Zdroj: <http://42angels.com>

⁴¹ Zdroj: <http://www.launcher.sk>

⁴² Zdroj: <http://www.flemio.com>

informácie o finančnom rozmedzí jednotlivých investícií a ich obvyklých podmienkach nie sú dostupné.

7.2 Možnosti pre financovanie slovenských MSP a startupov prostredníctvom cezhraničného kapitálu pochádzajúceho z krajín EÚ

Slovenské MSP a startupy majú v porovnaní s ponukou domácich investorov relatívne širšie možnosti získavania investícií prostredníctvom cezhraničného kapitálu od investorov, ktorí majú domicil v inej členskej krajine EÚ, no pôsobia aj na našom území. Ide o desiatku významných inštitucionálnych investorov, ktorí pôsobia na celoeurópskej úrovni, alebo v rámci regiónu strednej Európy. Väčšinou ponúkajú nástroje rizikového kapitálu, ktorý pochádza zo súkromných zdrojov, no tri (3TS Capital, Genesis Capital a ARX Equity Partners) súkromné prostriedky kombinujú s investíciami z finančných zdrojov EÚ.

Tabuľka 11: Prehľad zahraničných inštitucionálnych investorov so zameraním na kapitálové investície do MSP a startupov pôsobiacich aj na Slovensku

Inštitúcia	Typ investície	Zameranie	Objem jednotlivých pôžičiek	Zdroj financovania
3TS Capital	equity a venture kapitál	inovatívne MSP	0,3 – 10 miliónov eur	súkromný kapitál, EIF, EBRD
Enterprise Investors	buy-out, venture kapitál	stredné podniky s vysokým potenciálom rastu	neznámy	súkromný kapitál
Genesis Capital	buy-out, private equity, venture kapitál	MSP s vysokým potenciálom rastu	3 – 12 miliónov eur	súkromný kapitál, EIF, EBRD
Credo Ventures	seed a štartovací kapitál	technologické startupy	0,05 – 6 miliónov eur	súkromný kapitál
ARX Equity Partners	private equity a venture kapitál	stredné podniky s vysokým potenciálom rastu	neznámy	súkromný kapitál, COSME, EIF
J&T Ventures	venture kapitál	startupy	do 0,5 milióna eur	súkromný kapitál
Pioneers Ventures	pre-seed kapitál	technologické startupy	0,025 – 0,125 milióna eur	súkromný kapitál
Speedinvest	štartovací kapitál	startupy	do 0,5 milióna eur	súkromný kapitál
RubixLab	seed kapitál	technologické startupy	do 0,15 milióna eur	súkromný kapitál
HUB:RAUM	pre-seed a seed kapitál	technologické startupy	neznámy	súkromný kapitál

Zdroj: vlastné spracovanie

Popis jednotlivých inštitúcií, a ich zázemia, ako aj zamerania je názornejšie a detailnejšie uvedený nižšie v texte.

7.2.1 3TS Capital Partners⁴³

Jedna z popredných európskych investičných spoločností. Poskytuje private equity a venture kapitál inovatívnym MSP v sektoroch s vysokým potenciálom rastu, predovšetkým v oblasti technológií, internetu, médií, komunikácie a služieb. Výška jednotlivej investície sa môže pohybovať v rozmedzí od 300-tisíc eur do 10 miliónov eur. Do fondov 3TS bolo dosiaľ vložených viac ako 300 miliónov eur zo súkromných zdrojov (od Cisco, OTP, Sitra, 3i či KfW) a verejných zdrojov (od Európskeho investičného fondu a Európskej banky pre obnovu a rozvoj). 3TS má aktuálne pobočky v Luxemburgu, Prahe, Viedni, Bratislave, Budapešti, Varšave, Helsinkách, Bukurešti a v Instanbule.

7.2.2 Enterprise Investors⁴⁴

Patrí k najstarším a najväčším spoločnostiam spravujúcim fondy private equity a venture kapitálu v regióne strednej a východnej Európy. Enterprise Investors od svojho založenia vytvorila osem fondov, ktoré dosiaľ preinvestovali 1,7 miliardy eur do 137 spoločností. Špecializuje sa na odkupovanie stredne veľkých spoločností a expanzívne financovanie rýchlo rastúcich firiem vo všetkých odvetviach. V súčasnosti sa zameriava predovšetkým na investície do stredne veľkých spoločností v odvetviach, ktoré sú poháňané konvergenciou regiónu CEE a západnej Európy – napríklad spotrebný tovar a maloobchod, finančné služby a zdravotná starostlivosť. Investuje aj v rýchlo rastúcich odvetviach ako IT, priemyselné výrobky a outsourcing obchodných procesov.

Dve tretiny doterajších investícií Enterprise Investors smerovali do poľských firiem, zvyšok do firiem z novších členských štátoch Európskej únie – predovšetkým z Českej republiky, Slovenska, Maďarska a Rumunska.

7.2.3 Genesis Capital⁴⁵

Poskytuje zdroje na financovanie akvizícií, manažérskych odkupovaní spoločností a rastový kapitál malým a stredným podnikom v regióne strednej Európy so silným rastovým potenciálom. Genesis od svojho založenia v roku 1999 vytvorila štyri fondy v celkovom objeme viac ako 160 miliónov eur. Prostriedky do Genesis Capital investujú veľkí inštitucionálni investori, vrátane Európskej banky pre obnovu a rozvoj, Európskeho investičného fondu, České spořitelny, eQ Private Equity, České podnikatelské pojišťovny, Investiční kapitálové společnosti KB či Kooperativa pojišťovny.

Fondy Genesis Capital sa zameriavajú na investície do firiem pôsobiacich v tradičných priemyselných odvetviach ekonomiky aj na inovatívne firmy pôsobiace v oblasti služieb – napríklad vysokošpecializovanej výrobe spracovateľského priemyslu, komerčných službách pre

⁴³ Zdroj: <http://www.3tscapital.com>

⁴⁴ Zdroj: <http://www.ei.com.pl>

⁴⁵ Zdroj: <http://www.genesis.cz>

podnikovú sféru, službách pre energetiku, ekologických technológiách, špecializovanej chémii, výrobe stavebných hmôt, starostlivosti o zdravie či bezpečnostných technológiách.

Genesis Capital investuje svoje zdroje do základného kapitálu alebo do obchodných podielov spoločností, pričom obvyklá výška jednotlivých investícií sa pohybuje v rozmedzí 3 až 12 miliónov eur. V prípade zapojenia spoluinvestora sú možné aj vyššie investície. Investičný horizont jednotlivých investícií je obvykle 3 až 7 rokov.

7.2.4 Credo Ventures⁴⁶

Spoločnosť bola založená v roku 2009 a sídli v Prahe. Zameriava sa na poskytovanie seed a štartovacieho kapitálu technologickým startupom v krajinách strednej Európy a Balkánu – na Slovensku, v Českej republike, Poľsku, Maďarsku, Rumunsku, Bulharsku, Srbsku, Slovinsku, Chorvátsku a v Bosne a Hercegovine. Credo Ventures vyhľadáva investície do projektov s vysokým potenciálom rastu a ambíciou expandovať na zahraničné trhy, ktoré podnikajú v oblasti informačných technológií, internetu, mobilných aplikácií a zdravotnej starostlivosti. Typická výška jednotlivej investície sa pohybuje medzi 50-tisíc a 6 miliónmi eur, pričom fond spravidla vstupuje do projektov ako minoritný investor.

7.2.5 ARX Equity Partners⁴⁷

Private equity spoločnosť pôsobiaca v regióne strednej Európy z pobočiek vo Varšave, Prahe a Budapešti. V súčasnosti v tomto regióne investuje prostredníctvom fondu ARX CEE IV s plánovaným objemom 100 miliónov eur. Medzi investorov ARX Equity Partners patria významní inštitucionálni investori, vrátane Európskeho investičného fondu (prostredníctvom programu COSME), České spořitelny či spoločnosti RSJ Private Equity.

ARX Equity Partners sa zameriava predovšetkým na stredné podniky s vysokým potenciálom rastu s trhovou hodnotou v rozmedzí 10 až 50 miliónov eur. Investícia má zvyčajne formu navýšenia základného imania, poskytnutia kapitálu na expanziu podnikania, manažérskeho odkúpeniu či odvetvovej konsolidácie.

7.2.6 J&T Ventures⁴⁸

Venture kapitálový fond skupiny J&T Finance Group so sídlom v Prahe. Investuje do inovatívnych startupov s vysokým potenciálom rastu a ambíciou rásť na zahraničné trhy. Výška jednotlivých investícií sa pohybuje v sume do 500-tisíc eur. Okrem finančných prostriedkov ponúka aj poradenstvo pri nastavení obchodnej stratégie a firemných procesov a tiež podporu pri expanzii na

⁴⁶ Zdroj: <http://www.credoventures.com>

⁴⁷ Zdroj: <http://arxequity.com/>

⁴⁸ Zdroj: <http://www.jtventures.cz>

zahraničné trhy. Fond sa zaujíma najmä o podnikateľské projekty z oblasti internetu vecí, big data, finančných technológií, dopravy, energií, poľnohospodárstva, vzdelávania, zdravotníctva, internetového herného sektoru a elektronického obchodu.

7.2.7 Pioneers Ventures⁴⁹

Investor s centrálou vo Viedni pôsobiaci vo všetkých európskych krajinách. Zameriava sa na inovatívne startupy v ranom štádiu vývoja, ktoré sú schopné využiť silu technológie a preto potrebujú pre svoj rast relatívne málo finančných prostriedkov. Poskytuje pre-seed kapitál v jednotlivej výške do 125-tisíc eur, pričom podporeným projektom následne pomáha získavať ďalšie financovanie prostredníctvom siete investorov. Investuje výhradne do podnikateľských projektov pôsobiacich v digitálnej sfére, a to najmä z oblasti finančných technológií, big data, cloudových riešení, e-health, médií a elektronického obchodu. Podporeným projektom tiež ponúka mentoring a poradenské služby prostredníctvom svojej rozsiahlej siete expertov z rôznych odvetví.

7.2.8 Speedinvest⁵⁰

Investor s centrálou vo Viedni zameriavajúci sa na startupy v ranej fáze vývoja, ktoré už majú zostavený tím, hotový produkt a pôsobia v digitálnej sfére. Výška jednotlivých investícií je obvykle do 500-tisíc eur. K dispozícii má prostriedky v celkovej hodnote 100 miliónov eur, ktoré sú rozložené v dvoch fondoch – Speedinvest I Fund (10 miliónov eur) a Speedinvest II Fund (90 miliónov eur). Pôsobí primárne v strednej Európe, no v prípade zaujímavých projektov aj v iných regiónoch. Speedinvest má pobočku aj v Silicon Valley a spolupracuje tu s New Enterprise Associates (NEA), jednou z najväčších venture kapitálových firiem, vďaka čomu ponúka podporeným projektom priamy prístup na americký trh.

7.2.9 RubixLab⁵¹

Inkubátor technologických startupov pôsobiaci v regióne strednej a východnej Európy so sídlom v Bratislave. Vytvára platformu združujúcu podnikateľské nápady v ranných fázach, ku ktorej má prístup úzky okruh investorov, ktorí si následne môžu vyberať najlepšie projekty, ktoré podporia ďalšími investíciami. RubixLab poskytuje startupom počas 18-mesačných programov kancelárske priestory, mentoring, poradenstvo a podporné služby vrátane účtovníctva, HR a právnych služieb. Jednotlivým projektom zároveň ponúka aj seed kapitál do výšky 150-tisíc eur a prístup k investorom a venture kapitálu pre potenciálne ďalšie kolá financovania. Hlavným investorom RubixLab je spoločnosť Miller Invest.

⁴⁹ Zdroj: <https://pioneers.io/>

⁵⁰ Zdroj: <http://speedinvest.com>

⁵¹ Zdroj: <http://rubixlab.com>

7.2.10 HUB:RAUM⁵²

Podnikateľský inkubátor spoločnosti Deutsche Telekom pôsobiaci v Západnej Európe (prostredníctvom pobočky v Berlíne), strednej a východnej Európe (prostredníctvom pobočky v Krakowe) a v Izraeli (prostredníctvom pobočky v Tel-Avive).

Prepája digitálny startupový ekosystém so spoločnosťou Deutsche Telekom, čím umožňuje inovatívnym technologickým spoločnostiam prístup ku kapitálu a obchodným príležitostiam. Zameriava sa na podporu investície do inovatívnych projektov predovšetkým v oblastiach telekomunikácií, internetu vecí, big data, kybernetickej bezpečnosti, cloudových služieb, elektronického obchodu a zdravia. Začínajúcim startupom poskytuje komplexnú podporu – coworkingové priestory, mentoring a poradenstvo tímu expertov. Vybrané projekty môžu získať aj investície v pre-seed a seed fáze výmenou za 10 až 15-percentný podiel.

7.3. Možnosti pre mobilizáciu súkromného financovania v rámci Investičného plánu pre Európu

Vláda Slovenskej republiky sa 15. júna 2015 rozhodla prispieť do 315-miliardového Európskeho fondu pre strategické investície (EFSI), ktorý je hlavným nástrojom Investičného plánu pre Európu, sumou 400 miliónov eur.⁵³ Rozhodnutie bolo oznámené ešte predtým, než EFSI vstúpil do prevádzky, pričom sa Slovensko stalo v poradí siedmou krajinou, ktorá prispela k realizácii Investičného plánu. Príspevok poskytol Slovenský investičný holding a Slovenská záručná a rozvojová banka.

V septembri 2016 uzavreli Európsky investičný fond (EIF) a Československá obchodná banka (ČSOB) v rámci Investičného plánu pre Európu prvé dve dohody o garanciách pre slovenské MSP⁵⁴. ČSOB sa tak stala prvou komerčnou bankou na Slovensku, ktorá sa v rámci Investičného plánu zapojila do čerpania prostriedkov z EFSI.

Prvá dohoda umožní ČSOB v horizonte troch rokov poskytnúť viac ako 5800 slovenským MSP úvery v celkovom objeme 100 miliónov eur. Schéma bola zrealizovaná vďaka priamym garanciám z programu COSME s finančnou podporou Európskej komisie. Mnohé slovenské MSP majú dnes limitovaný prístup k financiám. Slovenskí podnikatelia uviedli v prieskume Európskej komisie ako najčastejší dôvod, prečo nežiadajú o bankový úver, aj keby im pomohol v podnikaní, práve obavy z vysokých úrokov.⁵⁵ Vďaka tomu, že Európsky investičný fond garantuje úvery až do výšky 50

⁵² Zdroj: <https://www.hubraum.com>

⁵³ Zdroj: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5185_en.htm

⁵⁴ Zdroj: https://ec.europa.eu/commission/2014-2019/katainen/announcements/investment-plan-europe-first-efsi-deals-slovakia-eif-and-csob-agree-eur-135-million-support-slovak_en

⁵⁵ Zdroj: Daniel Kollár – Podpora pre veľké plány menších firiem. Hospodárske noviny, 2016. WWW DOCUMENT: <http://komentare.hnonline.sk/dnes-pise/833127-podpora-pre-velke-plan-y-mensich-firiem>

percent, znižuje rizikovú prirážku pre klienta a umožňuje tak súkromnej finančnej inštitúcii ponúkať firmám dostupnejšie úvery.

Druhá dohoda s InnovFin (garančnou schémou EIF pre dlhové financovanie inovatívnych MSP) umožní ČSOB poskytovať v horizonte dvoch rokov pôžičky inovatívnym spoločnostiam na Slovensku. Umožnia to garancie poskytnuté Európskym investičným fondom v rámci iniciatívy Horizont 2020 – európskeho programového rámca pre výskum a inovácie. Očakáva sa, že táto spolupráca bude viesť k vytvoreniu dodatočných úverov pre inovatívne slovenské MSP v objeme 35 miliónov eur.

8. Návrh odporúčaní pre odstraňovanie prekážok cezhraničného pohybu kapitálu a pre efektívne budovanie jednotného kapitálového trhu v rámci EÚ

Európska komisia v rámci implementácie Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov spustila široko zameranú sériu verejných konzultácií, ktoré majú lepšie pomôcť s identifikáciou prekážok mobilizácie európskeho kapitálu a taktiež priniesť lepší náhľad pri hľadaní zodpovedajúcich riešení. Prijímanie novej legislatívy na úrovni EÚ nemusí byť vždy tým najvhodnejším riešením, a preto Európska komisia necháva priestor trhovým riešeniam všade tam, kde majú šancu uspieť. Riadi sa zásadou, že k zavádzaniu nových regulácií pristúpi len v prípadoch, kde je to nevyhnutné. Najefektívnejším spôsobom ako dosiahnuť ciele stanovené v Akčnom pláne je odstrániť administratívne či regulačné bariéry, ktoré neodôvodnene bránia cezhraničnému pohybu kapitálu.

Zároveň je dôležité klásť dôraz aj na nelegislatívne opatrenia – najmä vo forme poskytovania finančnej a nefinančnej podpory MSP a startupom. Medzi kľúčové odporúčané riešenia pre odstraňovanie prekážok cezhraničného pohybu kapitálu a pre efektívne budovanie jednotného kapitálového trhu v rámci EÚ patrí:

A. Odstrániť bariéry cezhraničného investovania – Odstránenie dlhodobých štrukturálnych bariér by prispelo najmä k podpore cezhraničnej činnosti inštitucionálnych investorov poskytujúcich financovanie pre startupy a MSP. Vyššia integrácia kapitálových trhov by zároveň mohla zlepšiť atraktivitu investičných príležitostí, ktoré ponúkajú ekonomiky členských krajín EÚ, aj pre investorov z tretích krajín. Európska komisia preto v spolupráci s členskými krajinami identifikuje pretrvávajúce a neopodstatnené bariéry voľného pohybu kapitálu na národnej úrovni, ktoré vyplývajú z rozdielnej vnútroštátnej legislatívy a z rôznorodých výkladov súboru jednotných pravidiel EÚ.

Nemenej dôležité je prijať ciele opatrenia, ktoré eliminujú neistotu v oblasti vlastníctva cenných papierov. Na úrovni EÚ chýbajú jednotné pravidlá, ktoré budú určovať, ktoré vnútroštátne právo sa uplatní na účinky prevodu pohľadávok na tretie osoby.

Významnou bariérou cezhraničného investovania ostáva rôznorodosť národných legislatív v oblasti platobnej neschopnosti a druhej šance. Európska komisia takúto legislatívu pripravuje na základe verejnej konzultácie a najlepších praktík, ktoré v súčasnosti fungujú na národných úrovniach.

B. Uľahčiť MSP vstup na verejné trhy – Podmienkou vstupu na verejné trhy je vypracovanie takzvaného prospektu. Ide o súbor dokumentov, ktoré obsahujú všetky informácie o firme, na základe ktorých sa investori môžu informovane rozhodovať o kúpe jej cenných papierov. Európska komisia už v minulosti harmonizovala požiadavky na prospekty v rámci celej EÚ, aby mohli investori lepšie porovnávať investičné príležitosti naprieč členskými krajinami. Pretrvávajúcim problémom však ostáva, že prospekty majú

kvôli súčasným požiadavkám zvyčajne stovky strán. Dôsledkom pre investorov je, že sú príliš podrobné a zložité. Dôsledkom pre firmy, najmä pre MSP, je, že vypracovanie takto podrobných prospektov je príliš nákladné. Podľa analýzy Európskej komisie môžu poplatky a iné náklady za kótovanie pri úvodnej verejnej ponuke akcií v objeme do 6 miliónov eur dosiahnuť 10 až 15 percent hodnoty obchodu. Takto vysoké náklady sa odrážajú aj v nízkom záujme MSP o tento typ financovania. Jedným z prvoradých cieľov v tejto oblasti by preto malo byť celkové zjednodušenie požiadaviek na zostavovanie prospektov a náročnosti ich následného schvaľovania, prípadne vytvorenie špeciálneho režimu pre MSP, ktorý zohľadní ich finančné možnosti.

- C. Maximálne využiť kapacitu bánk podporovať širšiu ekonomiku** – Potenciál v tomto smere má sekuritizácia, ktorá by mohla výrazne uvoľniť úverové kapacity bánk, a tým zvýšiť ich schopnosť poskytovať úvery širšej ekonomike. Sekuritizácia je postup, pri ktorom veriteľ prostredníctvom združovania aktív vytvorí finančný nástroj, ktorý môžu odkúpiť investori. Ide napríklad o združené finančné produkty ako lízinky či pôžičky a bankové úvery pre MSP. Veriteľ vďaka tomuto postupu vyvára investičné príležitosti pre väčšie množstvo investorov, zvyšuje svoju likviditu a uvoľňuje tým kapitál pre poskytovanie nových úverov.

Európska komisia odhaduje, že ak by sa objem sekuritizácie v EÚ podarilo vrátiť na predkrízové úrovne, vytvorených by bolo 100 až 150 miliárd eur dodatočných finančných prostriedkov, ktoré by smerovali do reálnej ekonomiky. Sekuritizácia teda môže prispieť k zvýšeniu dostupnosti úverov a zníženiu nákladov na financovanie podnikov. K dosiahnutiu tohto cieľa má dopomôcť nový regulačný rámec pre sekuritizáciu, ktorá bude jednoduchá, transparentná, štandardizovaná a bude podliehať primeranej kontrole regulačných úradov.

- D. Prijat' opatrenia na podporu retailových a inštitucionálnych investícií** – Únia kapitálových trhov by mala viesť k lepšiemu využitiu finančných prostriedkov európskych sporiteľov a priniesť im nové, rôznorodejšie a potenciálne výnosnejšie možnosti investovania. Výsledkom by mala byť vyššia vyváženosť medzi sporiteľmi a dlžníkmi, čo prispeje k zvýšeniu efektívnosti európskej ekonomiky. Tieto nové možnosti majú význam obzvlášť v kontexte prebiehajúcej demografickej zmeny. V dôsledku zvyšujúcej sa priemernej dĺžky života a starnutia populácie musia retailoví investori na uspokojenie svojich potrieb súvisiacich s odchodom do dôchodku zvýšiť svoje úspory. Tradiční inštitucionálni investori však v súčasnom období extrémne nízkych úrokových sadzieb zároveň nie sú schopní nájsť investície, ktoré by im priniesli výnosy potrebné na splnenie ich záväzkov.

- E. Podporiť dlhodobé, infraštruktúrne a udržateľné investície** – Ak si chce EÚ zachovať svoju konkurencieschopnosť na medzinárodnom trhu a plniť svoje ciele v prechode na nízkouhlíkové hospodárstvo efektívne využívajúce zdroje, potrebuje významné nové dlhodobé a udržateľné investície. Iniciatíva únie kapitálových trhov má za cieľ odomknúť

a mobilizovať potrebný kapitál a podporiť investorov v prijímaní informovaných investičných rozhodnutí.

Medzi významné predpoklady pre ďalší rast ekonomiky EÚ patria investície do infraštruktúrnych projektov. Tie však vyžadujú masívne objemy dlhodobého financovania. Európska komisia identifikovala ako vhodný potenciálny zdroj investícií v tomto smere sektor poisťovníctva, ktorý je schopný poskytovať dlhodobé financovanie prostredníctvom nákupu akcií, prípadne priamym poskytovaním úverov na infraštruktúrne projekty. Pre odomknutie tohto zdroja kapitálu je však nutné revidovať súčasnú reguláciu tak, aby investíciám poisťovní do sektoru infraštruktúry nevytvárala neodôvodnené prekážky.

- F. Vypracovať spoločný kódex pre zážkové dane** – Expertná skupina preskúma a zhodnotí najlepšie praktiky v oblasti procedúr uvoľňovania zážkových daní. Výsledkom tejto iniciatívy, do ktorej sú zapojené všetky členské krajiny EÚ, bude vypracovanie spoločného kódexu zásad úľavy na zážkovej dani. Zámerom Európskej komisie je motivovať členské štáty, aby prijali systémy zníženia zážkovej dane v štáte pôvodu a vytvorili rýchle a štandardizované postupy vrátenia daní.
- G. Prijat' jednotné pravidlá pre súkromné kapitálové financovanie** – rôznorodosť pravidiel v rámci členských krajín únie môže odrádzať investorov od cezhraničného investovania touto formou. V niektorých krajinách dokonca súkromné umiestňovanie neupravuje žiadna regulácia, čo vytvára právnu neistotu, nakoľko sa potenciálny investor musí spoliehať na ad-hoc pravidlá. Rôznorodosť pravidiel aj ich absencia efektívne bránia rozvoju súkromného umiestňovania ako alternatívy bankovým úverom naprieč celou EÚ. Súčasťou balíka opatrení, ktorý by túto formu financovania podporil a zatriktívnil, by malo byť vytvorenie jednotnej dokumentácie, podobne ako v prípade prospektu, ktorá by bola štandardizovaná naprieč EÚ. Regulačné požiadavky by však nemali vytvárať firmy ani investorom neopodstatnené náklady a mali by myslieť aj na možnosti MSP.
- H. Prijat' jednotné pravidlá pre crowdfunding** – táto forma financovania firiem a ich projektov zatiaľ svojim objemom v Európe predstavuje skôr marginálnu alternatívu získavania investícií. Vykazuje však prudký nárast v objeme dostupných prostriedkov aj množstve podporených projektov a vzhľadom na to, že ide o inovatívny prístup z novej vlny takzvanej zdieľanej ekonomiky, má ešte vysoký potenciál ďalšieho rozvoja. Crowdfunding je teda sľubnou alternatívou pre firmy, no zároveň je vhodným trhovým riešením podpory nízkej úrovne retailových investícií v EÚ, ktorý Európska komisia identifikovala ako jednu z prekážok budovania únie kapitálových trhov.

Crowdfunding je však v Európe stále skôr novinkou a vo väčšine krajín preto absentuje príslušná legislatívna úprava. Krajiny, ktoré už proaktívne prijali regulácie na národnej úrovni, však vytvorili rozvoju tohto typu financovania regulačné prekážky. Od crowdfundingových platforiem totiž vyžadujú rovnaké licencie, aké pre svoje podnikanie potrebujú aj tradičné finančné inštitúcie. Výrazne im tým zvyšujú náklady pre vstup na trh

a vytvárajú vážnu prekážku v ich ďalšom rozvoji. Crowdfunding potrebuje pre svoj ďalší rozvoj konzistentné pravidlá, optimálne na európskej úrovni, ktoré budú šité na mieru inovatívnemu charakteru tohto typu financovania.

- I. Podporiť rozvoj centier služieb pre startupy a MSP na národnej úrovni** – startupy aj malé a stredné podniky čelia pri svojom podnikaní širokej škále prekážok, ktoré presahujú otázku dostupnosti financovania. Medzi hlavné nefinančné prekážky zvyčajne patrí slabá úroveň podnikateľských zručností začínajúcich podnikateľov, nízka informovanosť o platnej legislatíve na domácom a špeciálne zahraničných trhoch a taktiež slabá informovanosť o dostupných nástrojoch finančnej aj nefinančnej podpory. Pri riešení týchto problémov sa ako efektívny nástroj vo viacerých krajinách ukázalo zriaďovanie lokálnych či národných centier na podporu podnikania ako napríklad Nesta vo Veľkej Británii, Vienna Business Agency v Rakúsku či Jihomoravské inovační centrum v Českej republike. Na dobré skúsenosti týchto projektov nadviazalo aj Slovensko v podobe zriadenia Národného podnikateľského centra.

Ide o dosiaľ najvýznamnejšiu iniciatívu verejného sektora s cieľom vytvoriť komplexnú a dostupnú podpornú infraštruktúru pre podnikateľov. Orientuje sa na podporu pri rozbehu podnikania, pri podnikaní startupov aj MSP aj na podporu inovácií. Ponúka finančné nástroje v podobe mikropôžičiek či rizikového kapitálu a nefinančné nástroje v podobe poradenstva a podnikateľského vzdelávania. V kontexte rozvoja kapitálového trhu na Slovensku a zvyšovania informovanosti podnikateľov by malo NPC klásť vysoký dôraz aj na propagáciu alternatívnych foriem financovania a podnikateľské vzdelávanie zamerané na objasňovanie ich výhod a nevýhod pre podniky v rôznych situáciách a štádiách rozvoja. NPC by taktiež mohlo dopomôcť k prekonávaniu informačnej asymetrie a ponúkať slovenským podnikateľom prehľadné a ľahko dostupné informácie o aktuálnych možnostiach a podmienkach získania alternatívnych zdrojov financovania na kapitálovom trhu.

- J. Zvýšiť informovanosť podnikateľov o alternatívnych formách financovania** – v kontexte podpory rozvoja málo rozvinutého kapitálového trhu, akým je aj ten slovenský, je nutné nástroje zamerané na zlepšovanie regulačného prostredia a nástroje odstraňujúce zbytočné administratívne a legislatívne bariéry nutné doplniť aj verejnými edukačnými a informačnými kampaniami. V krajinách, kde využívanie kapitálových foriem financovania nemá medzi podnikateľmi tradíciu, totiž môže byť neinformovanosť jednou z významných prekážok vstupu startupov a MSP na kapitálový trh. V slovenských podmienkach by sa úlohy propagovať alternatívne formy financovania a realizovať podnikateľské vzdelávanie zamerané na objasňovanie ich výhod a nevýhod pre podniky v rôznych situáciách a štádiách rozvoja mali zhostiť príslušné verejné inštitúcie – NPC, SBA či Ministerstvo hospodárstva SR. Vhodnou alternatívou či doplnkom podobných iniciatív by mohlo byť financovanie plošných informačných kampaní v médiách. Cieľom by malo byť najmä v čo najväčšej miere dopomôcť k prekonávaniu súčasnej informačnej

asymetrie a ponúkať slovenským podnikateľom prehľadné a ľahko dostupné informácie o aktuálnych možnostiach a podmienkach získania alternatívnych zdrojov financovania na kapitálovom trhu.

9. Záver

Napriek dekádam výrazných úspechov pri budovaní spoločného európskeho trhu a prehlbovaní jeho integrácie ostáva zabezpečenie voľného pohybu kapitálu naďalej výzvou. Kapitálový trh v Európskej únii ostáva naďalej fragmentovaný na národné trhy, pričom cezhraničnému investovaniu aj naďalej stoja v ceste neopodstatnené regulačné a administratívne bariéry. Mnohé z týchto bariér vyplývajú z vysokej diverzity národných legislatív, napríklad v oblasti daňových predpisov, regulácie obchodovania na kapitálových trhoch či pravidiel reštrukturalizácie firiem.

Výraznou prekážkou cezhraničného toku investícií ostáva aj vysoká diverzita v rozvinutosti kapitálových trhov jednotlivých členských krajín Európskej únie. Krajiny južnej, strednej a východnej Európy v tomto ohľade výrazne zaostávajú za trhmi západnej a severnej Európy. Kapitálové trhy napríklad v regióne strednej a východnej Európy sú zriedka rozvinuté viac ako zo štvrtiny v porovnaní so zvyškom Európy. To znamená, že financovanie podnikov je tu takmer výhradne závislé od kondície bankového sektora. Implementácia Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov teda predstavuje najväčšie potenciálne prínosy práve pre tento región z hľadiska naštartovania konvergenčného rastu miestnych kapitálových trhov aj diverzifikácie možností financovania podnikov.

Hoci ide o dlhodobo známe problémy, hľadanie riešení je dnes nanajvýš aktuálne v kontexte pokrízového vývoja ekonomiky európskej únie. Oživenie je pomalé v dôsledku slabej úrovne investícií, ktorá ostáva hlboko pod historickým priemerom. Európa pritom nemá problém s nedostatkom úspor. Tie tvoria vyšší podiel na HDP než napríklad v USA. Problémom je premena týchto úspor na investičný kapitál. Kľúčovou výzvou budovania únie kapitálových trhov je preto odomknúť rozmanitejšie možnosti financovania pre podniky, čo pomôže udržateľne zvýšiť úroveň ekonomického rastu a tvorby pracovných miest. Európska únia za týmto účelom potrebuje väčšie a lepšie integrované kapitálové trhy, ktoré dokážu zmierniť vysokú závislosť financovania podnikov od bankových úverov. Práve finančná kríza a pretrvávajúca slabá kondícia bánk aj v pokrízovom období ukázali, že takáto závislosť môže byť citel'nou prekážkou ekonomického rastu. Európske podniky sa v priemere spoliehajú na banky pri pokrývaní až troch štvrtín ich celkového financovania. Pre porovnanie, v USA je tento pomer obrátený a tamojšie podniky sa spoliehajú prevažne na financovanie na kapitálových trhoch.

Úspešná implementácia Akčného plánu na vybudovanie únie kapitálových trhov môže otvoriť a rozšíriť takéto možnosti financovania aj pre európske podniky. Investori tak získajú nové, potenciálne výnosnejšie investičné príležitosti v porovnaní s ich súčasnou prevažujúcou alokáciou kapitálu do nerizikových aktív. Podniky na druhej strane získajú väčšie a rozmanitejšie a výhodnejšie možnosti financovania.

Tabuľka 12: SWOT analýza (zhrnutie)

Silné stránky	Slabé stránky
Štrukturálna podpora investícií môže prispieť k udržateľnému zvýšeniu ekonomického rastu a tvorby pracovných miest.	Neadresuje kultúrne prekážky investovania, ako napríklad vysokú averziu domácností v niektorých členských krajinách voči riziku finančných trhov
Opatrenia Akčného plánu na podporu sekuritizácie, či úpravy pravidiel kapitálovej primeranosti odomknú nový kapitál.	Harmonizácia daňových systémov či regulácií kapitálových trhov členských krajín môže trvať omnoho dlhšie ako si kladie za cieľ Akčný plán, nakoľko rozdiely vychádzajú z historického vývoja a sú hlboko zakorenené.
Odstraňuje neodôvodnené bariéry investovania a cezhraničného prúdenia kapitálu, čím zvýši mobilitu a likviditu európskeho kapitálového trhu.	Aj po plnej implementácii Akčného plánu ostanú banky kľúčovým hráčom na európskom kapitálovom trhu. Pretrvávajúce problémy európskeho bankového sektoru však môžu brzdiť snahy o mobilizáciu kapitálu.
Príležitosti	Ohrozenia
Odstránenie regulačných a administratívnych bariér môže odomknúť úplne nové investičné príležitosti pre investorov a nové možnosti financovania pre podniky.	Nové regulácie môžu byť v rámci harmonizačného úsilia Akčného plánu prijímané aj v oblastiach, kde to nie je nevyhnutné, a tým tlmiť ich ďalší rozvoj.
Väčšia diverzita investičných nástrojov a vyššia konkurencia investičných príležitostí môžu znížiť náklady na financovanie pre podniky.	Vzhľadom na averziu európskych domácností voči riziku finančných trhov môže byť v praxi veľmi problematické naplniť jeden z kľúčových cieľov v podobe premeny týchto úspor na investície.
Hlbšia integrácia môže podporiť posilnenie významu kapitálových trhov aj v krajinách, kde má dnes len marginálny význam pri financovaní podnikov	Odstraňovanie bariér voľnému pohybu kapitálu v podobe zmysluplnej harmonizácie predpisov môže v niektorých kľúčových oblastiach, ako napríklad otázke daní, naraziť na politický odpor zo strany národných vlád.

Použitá literatúra

1. 3TS Capital. WWW DOCUMENT: <<http://www.3tscapital.com>>
2. 42 Angels. WWW DOCUMENT: <<http://42angels.com>>
3. Adriana Lojschová, Národná banka Slovenska. Kapitálový trh na Slovensku. 2016
4. ARX Equity Partners. WWW DOCUMENT: <<http://arxequity.com/>>
5. Association for Financial Markets in Europe. Bridging the growth gap. 2015
6. Credit Suisse. Behavioral Finance: The Psychology of Investing. 2015
7. Credo Venture. WWW DOCUMENT: <<http://www.credoventures.com>>
8. Crowdcube. WWW DOCUMENT: <<https://www.crowdcube.com>>
9. Daniel Kollár. Podpora pre veľké plány menších firiem. Hospodárske noviny, 2016.
WWW DOCUMENT: <<http://komentare.hnonline.sk/dnes-pise/833127-podpora-pre-velke-plany-mensich-firiem>>
10. Enterprise Investors. WWW DOCUMENT: <<http://www.ei.com.pl>>
11. European Commission. Capital Markets Union: Implementation table. 2016. WWW DOCUMENT: <http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/implementation-table_en.htm>
12. European Commission – Horizon 2020 Monitoring Report 2014
13. European Commission. Press release – Investment Plan for Europe: Slovakia to contribute €400 million. 2015. WWW DOCUMENT: <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5185_en.htm>
14. European Commission. Press release – Investment Plan for Europe: First EFSI deals in Slovakia as EIF and ČSOB agree EUR 135 million support for Slovak SMEs. 2016.
WWW DOCUMENT: <https://ec.europa.eu/commission/2014-2019/katainen/announcements/investment-plan-europe-first-efsi-deals-slovakia-eif-and-csob-agree-eur-135-million-support-slovak_en>
15. European Commission – Programme for the Competitiveness of Enterprises and SMEs 2014-2020, Monitoring Report 2014
16. European Commission. Survey on the Access to Finance of Enterprises 2015
17. European Commission. The Investment Plan for Europe: State of Play. 2016
18. European Investment Bank, European Commission. The Investment Plan for Europe. 2015
19. European Trade Association for Business Angels. WWW DOCUMENT:
<<http://www.eban.org/about-angel-investment/early-stage-market-overview>>
20. Európska Komisia. Akčný plán na vybudovanie únie kapitálových trhov. 2015
21. Európska komisia. Crowdfunding: Mapping EU markets and events study. 2015
22. Európska Komisia. Prehľad základných skutočností o SBA 2015
23. Executive Agency for SMEs. WWW DOCUMENT:
<<https://ec.europa.eu/easme/en/cosme>>

24. Flemio. WWW DOCUMENT: <<http://www.flemio.com>>
25. Fundingcircle. WWW DOCUMENT: <<https://www.fundingcircle.com/uk/>>
26. Funds managers. WWW DOCUMENT: <<http://www.fundsmanagers.sk/investicny-proces>>
27. G4 Investments. WWW DOCUMENT: <<http://www.g4.sk>>
28. Genesis Capital. WWW DOCUMENT: <<http://www.genesis.cz>>
29. Horizon 2020. WWW DOCUMENT: <<https://ec.europa.eu/programmes/horizon2020>>
30. Hub:raum. WWW DOCUMENT: <<https://www.hubraum.com>>
31. Invest Europe. 2015 European Private Equity Activity
32. Invest Europe. Central and Eastern European Private Equity Statistics 2015
33. J&T Ventures. WWW DOCUMENT: <<http://www.jtventures.cz>>
34. Kickstarter. WWW DOCUMENT: <<https://www.kickstarter.com>>
35. Koncepcia pre podporu startupov a rozvoj startupového ekosystému v SR
36. KPMG. Startup Ecosystem Survey. 2016
37. Launcher. WWW DOCUMENT: <<http://www.launcher.sk>>
38. Limerock Fund Manager. WWW DOCUMENT: <<http://www.limerockfund.com>>
39. LRJ Capital. WWW DOCUMENT: <<https://www.lrjcapital.com>>
40. Národný holdingový fond. WWW DOCUMENT: <<http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/fond-inovacii-a-technologie/podmienky-poskytnutia/>>
41. Národný holdingový fond. WWW DOCUMENT: <<http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/slovensky-rastovy-kapitalovy-fond/podmienky-poskytnutia/>>
42. Národný holdingový fond. WWW DOCUMENT: <<http://www.nhfond.sk/fondy-rizikoveho-kapitalu/slovensky-rozvojovy-fond/podmienky-poskytnutia/>>
43. Národný holdingový fond. WWW DOCUMENT: <<http://www.nhfond.sk>>
44. Neulogy Ventures. WWW DOCUMENT: <<http://www.neulogy.vc>>
45. Pioneers Ventures. WWW DOCUMENT: <<https://pioneers.io/>>
46. PwC. Capital Markets Union: Integration of Capital Markets in the European Union. 2015
47. RubixLab. WWW DOCUMENT: <<http://rubixlab.com>>
48. Slovak Business Agency. WWW DOCUMENT: <<http://www.sbagency.sk>>
49. Slovak Business Agency (2015). Analýza ukazovateľov finančnej výkonnosti malých a stredných podnikov v roku 2014. WWW DOCUMENT <
http://www.sbagency.sk/sites/default/files/analyza-fin-ukazov-msp_2008-2012.pdf>
50. Slovak Business Agency (2015). Odvetvová a regionálna finančná analýza MSP za obdobie 2008 – 2012 a 2013 – 2014. WWW DOCUMENT
<http://www.sbagency.sk/sites/default/files/analyza_financovania_msp-priloha1.pdf>
51. Speedinvest. WWW DOCUMENT: <<http://speedinvest.com>>
52. Ulele. WWW DOCUMENT: <<https://www.ulule.com/stats/>>
53. William Wright a Laurence Bax, New Financial. Decoding Capital Markets Union. 2015