

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta mezinárodních vztahů

Manažer obchodu



Bakalářská práce

**MEZANINOVÉ FINANCOVÁNÍ JAKO ZDROJ
FINANCOVÁNÍ ROZVOJE PODNIKU**

Autor: Michaela Kotorová

Vedoucí práce: Ing. Vladimíra Filipová, Ph.D.

Akademický rok 2018 / 2019

Prohlášení

Tímto čestně prohlašuji, že jsem předkládanou bakalářskou práci na téma „Mezaninové financování jako zdroj financování rozvoje podniku“ vypracovala samostatně pod vedením Ing. Vladimíry Filipové, Ph.D. s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autorka uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze, dne 26. dubna 2019

.....

Michaela Kotorová

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala vedoucí mojí bakalářské práce paní Ing. Vladimíře Filipové, Ph.D. za její cenné rady a odborné vedení při zpracování této bakalářské práce.

Dále patří velké díky mým nadřízeným za jejich podporu při studiu a expertní rady v rámci přípravy této práce.

Obsah

Úvod.....	1
1. Financování a finanční řízení podniku.....	3
1.1 Finanční řízení a finanční rozhodování	3
1.2 Pravidla financování podniku.....	8
1.3 Druhy financování podniku.....	11
1.4 Ukazatele finanční výkonnosti podniku	12
2. Zdroje financování podniku.....	21
2.1 Druhy zdrojů financování.....	21
2.2 Interní zdroje financování	23
2.3 Externí zdroje financování	25
3. Mezaninové financování	34
3.1 Podstata a charakteristika mezaninového financování	34
3.2 Struktura a využití mezaninového financování	35
3.3 Investiční kritéria.....	40
3.4 Fáze investičního procesu včetně Exitu	42
3.5 Riziko spojené s poskytnutím mezaninového dluhu	47
4. Realizovaný projekt s využitím mezaninového financování	49
4.1 Představení transakce	49
4.2 Struktura transakce	50
4.3 Fundamentální analýza kupující a cílové společnosti	55
4.4 Vyhodnocení	57
Závěr.....	58
Seznam literatury	60
Seznam obrázků a tabulek	63

Úvod

Předkládaná bakalářská práce na téma „*Mezaninové financování jako zdroj financování rozvoje podniku*“ se zabývá problematikou ne příliš známého a sporadicky rozšířeného typu financování podnikatelských záměrů, kterým je právě mezaninové financování.

Toto téma jsem zvolila z vícero důvodů. Prvním z nich je mé několikaleté působení ve společnosti, která se na mezaninové financování specializuje. Zpracování této bakalářské práce tak pro mě představuje jedinečnou příležitost, jak hlouběji proniknout do problematiky tohoto specifického finančního nástroje. Téma je pro mě zajímavé mimo jiné i z důvodu náročnosti celého úvěrového procesu vzhledem k nutnosti kombinovat velké množství faktorů při počátečním vyhodnocování obchodní transakce, až po její následné uzavření a správu. V neposlední řadě je to unikátnost samotného produktu, který je velmi ojedinělý zejména na našem trhu, což považuji za klíčový faktor nedostatku české odborné literatury, která by komplexně popisovala tento finanční nástroj.

Vzhledem k výše uvedenému si bakalářská práce klade za cíl uceleně zpracovat teoretické principy a charakteristiky mezaninového financování, objasnit způsob jeho strukturování, definovat postupy spojené s jednotlivými fázemi investičního procesu včetně nároků kladených na klienta a aplikovat takto vymezené teoretické poznatky na příkladu realizovaného projektu z praxe.

Z důvodu nedostatku české odborné literatury v oblasti zkoumaného tématu budou pro zpracování této bakalářské práce využity sekundární zdroje dat, jako je zejména interní dokumentace výše zmiňované společnosti, odborná zahraniční literatura, odborné články, příspěvky ve studiích a další. K dalšímu zpracování práce bude provedena detailní rešerše této dokumentace s následnou deskripcí charakteristik mezaninového dluhu jako finančního nástroje a vybrané finanční transakce s navazující analýzou klienta a cílové společnosti. V neposlední řadě bude také použita syntéza vzájemných souvislostí v kontextu praktického příkladu mezaninové transakce.

Bakalářská práce je členěna do čtyř kapitol. První z nich „*Financování a finanční řízení podniku*“ se zabývá principy finančního řízení a finančního rozhodování, které jsou klíčové pro správné fungování každého podniku. Popisuje hlavní pravidla podnikového financování, vymezuje druhy financování podniku a definuje ukazatele finanční výkonnosti podniku, kterými lze měřit každé takové finanční řízení.

Druhá kapitola, „*Zdroje financování podniku*“ si klade za cíl definovat možné zdroje financování podniku v jeho růstové fázi a vymezit jejich charakteristické vlastnosti, výhody a nevýhody.

Třetí kapitola „*Mezaninové financování*“ se již věnuje samotnému mezaninovému financování, jako alternativnímu zdroji financování obchodních aktivit podniku, jeho podstatě a fundamentálním vlastnostem. Zkoumá jeho strukturu, možné způsoby využití a definuje rizika, která jsou s tímto financováním spojena. Dále podrobně specifikuje kritéria, která jsou uplatňována při vyhodnocování žadatelů, potažmo transakcí a představuje jednotlivé fáze investičního procesu.

Poslední kapitola „*Realizovaný projekt s využitím mezaninového financování*“ se věnuje podrobné deskripci procesu mezaninového financování na reálné transakci z praxe, na které budou demonstrována dříve vymezená teoretická východiska mezaninového financování.

Jak již bylo dříve uvedeno, vzhledem k nedostatku česky psané odborné literatury, která by se věnovala pouze mezaninovému financování, bude ve třetí a čtvrté kapitole z velké části čerpáno z interních zdrojů dříve uvedené společnosti, která pro účely ochrany obchodního tajemství a osobních údajů klienta bude v práci anonymizována.

Věřím, že tato bakalářská práce bude přínosem zejména pro ty, kteří se zajímají o alternativní způsoby financování podniku, kam mezaninové financování bezesporu patří, ale také o oblast řízení a finančního rozhodování podniku, a to jak díky ucelenému teoretickému zpracování této tematiky, tak díky praktické ukázce realizované mezaninové transakce.

1. Financování a finanční řízení podniku

1.1 Finanční řízení a finanční rozhodování

Podnikové finance jsou vědou poměrně mladou. Až do konce 19. století byly podnikové finance součástí jiných nauk, a to především nauk z oblasti účetnictví, podnikové ekonomiky či práva. Teprve v první polovině 20. století, z důvodu narůstajícího rozvoje průmyslové výroby a potřeby jejího financování, se vyčlenily jako samostatný, specifický vědní obor označovaný jako *corporate finance*, *business finance*, *managerial finance* nebo také *financial management*. Na tento trend reagovaly i samotné podniky vyčleněním finančních oddělení jako samostatných celků a jejich další specializací.¹ Podnikové finance zaznamenaly v průběhu svého vývoje několik významných milníků. Prvním z nich je právě období do 30. let minulého století, kdy klíčovou oblastí zájmu bylo téma získávání kapitálu k zakládání či akvizici podniků a možnosti externího financování. Další etapou se stala velká hospodářská krize během 30. let, která způsobila naprostý obrat těžiště zájmu, kterým se stalo řízení podniku ve finanční tísní. Toto období, právě z důvodu plošného úpadku podniků, zaznamenává velký pokrok ve zdokonalování metod finanční analýzy. Snad nejvýznamnějším mezníkem se stala 60. léta, kdy dochází k rozvoji statistických optimalizačních technik díky vynálezu tabulkového procesoru.² Vzhledem k jejich narůstajícímu využívání se rapidně zvýšila kvalita finančního řízení a analytických postupů. V neposlední řadě se také začaly uplatňovat metody kvantifikace rizika ve spojitosti s důsledky ovlivňující dlouhodobé finanční rozhodování. Dalším faktorem, který velmi významně ovlivnil další rozvoj této vědy, byla intenzivní publikační činnost zaměřující se na oblasti optimalizace kapitálové struktury, tvorby portfolia a dividendové politiky.³ Výstižně uvádí Marek: „*S rozvojem kapitálového trhu, propojováním mezinárodních finančních soustav a zrodu nových a nových finančních instrumentů představují dnes finance podniku jednu z nejživějších vědeckých disciplín.*“⁴

Jak je z výše uvedeného exkurzu do historie podnikových financí patrné, tento obor je velmi úzce provázán s dalšími vědními disciplínami, jako je mikroekonomie a podniková ekonomie. Nicméně podrobněji se bude tato práce dále zabývat vztahem této nauky k disciplínám ekonomickým, a to **účetnictví** a **marketingu**, kterými je nejvíce ovlivněna.⁵

¹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 24-27.

² HRDÝ, Milan a KRECHOVSKÁ, Michaela. Podnikové finance v teorii a praxi. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2017. 272 s. ISBN 978-80-7552-449-2, s. 19.

³ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 22-23.

⁴ Tamtéž, s. 23.

⁵ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 27.

Účetnictví, jak uvádí Hrdý a Krechovská, se často označuje za „jazyk podnikových financí“.⁶ Data získaná z účetních výkazů jsou klíčovým zdrojem informací jak pro krátkodobá, tak pro dlouhodobá rozhodnutí finančních manažerů či majitelů podniku. Jedná se zejména o informace o majetku podniku, majetkové struktuře, zadluženosti, tedy kapitálové a finanční struktuře podniku a v neposlední řadě také o vlastním jmění. Tyto údaje sestavené do rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu o peněžních tocích jsou zpravidla dále analyzovány pomocí finanční analýzy, která představuje neopomenutelnou metodologii pro zjištění finanční pozice podniku a jeho finanční výkonnosti. Díky těmto ukazatelům jsou dedikovaní manažeři schopni dále sestavovat krátkodobé a dlouhodobé finanční plány, hodnotit uskutečňování stanovených podnikových cílů a monitorovat prostředky k jejich naplnění.⁷ Nejen finanční účetnictví, ale také **manažerské účetnictví** jako součást účetního systému podniku, jak ve své knize uvádí Dvořáková a Červený „je procesem identifikace, měření, hromadění, analyzování, přípravy, interpretace a komunikování finančních i nefinančních informací managementu pro plánování, hodnocení, kontrolu v podniku a zajištění odpovídajícího užití a zodpovědnosti za svěřené zdroje.“⁸ Z výše uvedeného tedy vyplývá, že slouží zejména vnitřním uživatelům podniku. Sleduje zejména informace o nákladech, výdajích, příjmech a výnosech. Dále také shromažďuje informace pro útvarové odpovědnostní řízení a další. Mezi složky manažerského účetnictví patří kalkulace, rozpočetnictví, vnitropodnikové účetnictví, vnitropodniková statistika, operativní evidence a controlling. Nutno dodat, že manažerské účetnictví není nijak právně upraveno, je proto dobrovolné a záleží na každém podniku, do jaké míry bude jednotlivé složky manažerského účetnictví uplatňovat.

Marketing hraje významnou roli při analýze trhu a tržního postavení či potenciálu podniku. Klíčovým faktorem je tedy analýza vývoje daného trhu, na kterém se podnik snaží získat co možná nejvyšší podíl. Důkladné vyhodnocení takových ukazatelů vyžaduje nejen znalost interních faktorů ovlivňujících situaci v podniku, ale zejména aktuální situaci na trhu, konkrétně postavení a tržní podíly konkurentů. Z vnitřního hlediska podniku je nezbytná identifikace plánu tržeb, potažmo prodeje, aby bylo dále možné nastavit výhled finančních pohybů a toků v podniku. Často se právě z těchto důvodů využívá metoda procentního podílu na tržbách, která vychází z požadavku stálého poměru aktiv a pasiv na celkových tržbách. Jsou to ovšem i další obory, které jsou s podnikovými financemi provázány, ať už je to matematika, statistika, management či personalistika, ale již ne tak velkou měrou.⁹

⁶ HRDÝ, Milan a KRECHOVSKÁ, Michaela. Podnikové finance v teorii a praxi. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2017. 272 s. ISBN 978-80-7552-449-2, s. 20.

⁷ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 23-24.

⁸ DVOŘÁKOVÁ, Lilia a ČERVENÝ, Josef. Úloha manažerského účetnictví při řízení hospodárnosti, účinnosti a efektivnosti podnikových procesů a výkonů. 1. vydání. Plzeň: Nava, 2012. 88 s. ISBN 978-80-7211-397-2, s. 10.

⁹ HRDÝ, Milan a KRECHOVSKÁ, Michaela. Podnikové finance v teorii a praxi. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2017. 272 s. ISBN 978-80-7552-449-2, s. 24.

Jak velký význam mají **finance a finanční řízení** pro komplexní ekonomiku podniku, je možné vyhodnotit již z definice pojmu **podnikatel**, kterou vymezuje zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník v § 420, a to následujícím způsobem: „*Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele.*“¹⁰ Jak z výše uvedeného vyplývá, hrají finance a finanční řízení stěžejní roli v ekonomické činnosti podniku. Valach tuto roli či úlohu definuje jako dominantní a integrující, a to ze dvou hlavních důvodů:¹¹

- Prvním z těchto důvodů je fakt, že jakákoliv aktivita podniku jeho založením počínaje, pořizováním majetku, prodejem a jeho likvidací konče, se vždy odráží v jeho peněžních prostředcích, kapitálu či finančních zdrojích a v konečném důsledku je vyhodnocována z hlediska ekonomické pozice podniku ukazateli finanční analýzy.
- Druhým důvodem je hledisko podnikových cílů, jejichž klíčovou součástí jsou právě cíle finanční. Ty tvoří základ pro další rozhodování a hodnocení efektivity podnikové činnosti.

Nabízí se tedy otázka, v čem spočívá podstata **finančního řízení**? Jak uvádí Marek, finanční řízení spočívá v přijímání finančních rozhodnutí, a to **rozhodnutí trojího typu**:¹²

1. Do jakých aktivit investovat finanční prostředky podniku, potažmo jaká by měla být optimální struktura jeho aktiv?
2. Z jakých finančních zdrojů investovat, tedy jaká by měla být jejich optimální struktura?
3. Jak velké podíly na zisku vyplatit?

V souvislosti s výše uvedeným, tyto hlavní úkoly finančního řízení doplňuje Synek a kol. o **4. bod**, kterým je prognózování, plánování, zaznamenávání, analyzování, kontrola a řízení hospodářské činnosti podniku.¹³

Důležitou součástí finančního řízení je finanční rozhodování, které je ovlivněno **třemi fundamentálními faktory**, o které by se mělo opírat každé finanční rozhodování, ve snaze dosáhnout vytyčených podnikových cílů:¹⁴

¹⁰ Zákon č. 89/2012 Sb. ze dne 3. února 2012, občanský zákoník. In: Sbírka zákonů. 22. 3. 2012, částka 33. ISSN 1211-1244, § 420.

¹¹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 15.

¹² MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 17.

¹³ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 330.

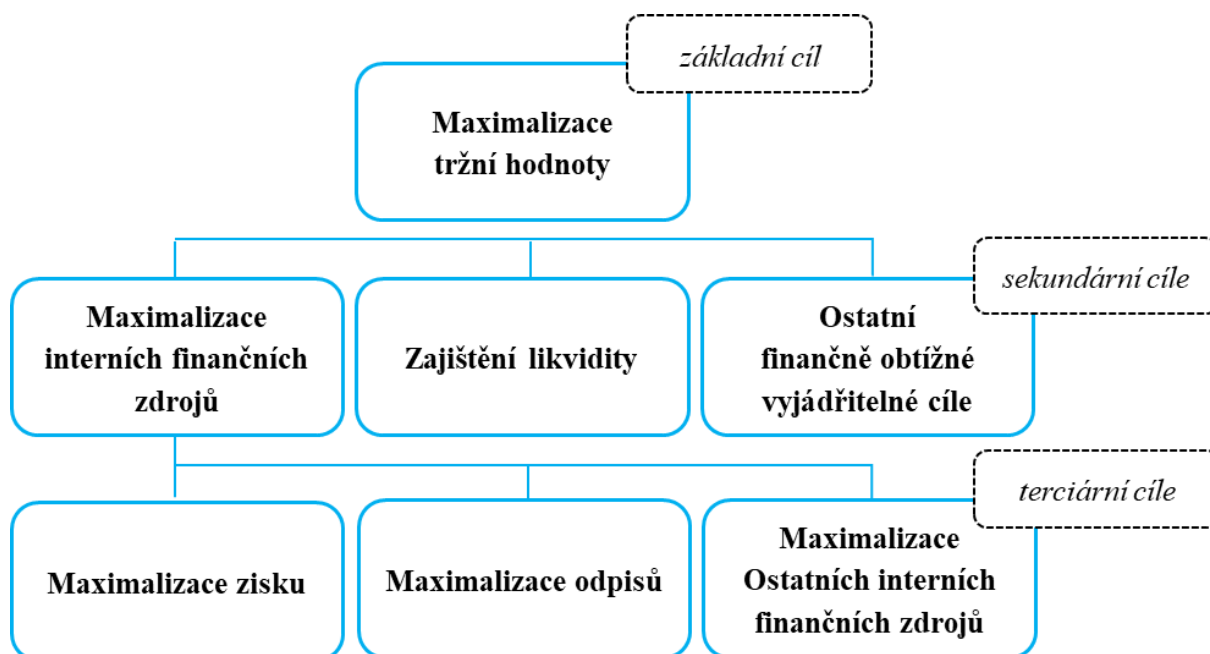
¹⁴ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 17.

1. Preferovat více finančních prostředků než méně (faktor kvantity).
2. Preferovat méně rizika než více (faktor rizika).
3. Preferovat stejné množství finančních prostředků dnes spíše než zítra (faktor času).

Z výše uvedeného textu vyplývá, že přijetí jakéhokoliv finančního rozhodnutí by mělo pramalý smysl bez znalosti fundamentálního **cíle podniku**, kterého se těmito rozhodnutími snaží podnik docílit. Tento základní cíl je nutno vnímat z perspektivy vrcholu hierarchické pyramidy každé korporace, proto se jedná o cíl interesované osoby či skupiny osob, které mají právo s podnikem do určité míry nakládat. Z principu jsou těmito osobami vlastníci či akcionáři podniku. Ti mají zájem na co nejvyšší tržní hodnotě svého podílu na majetku podniku. Tímto cílem je tedy **maximalizace tržní hodnoty podniku pro jeho vlastníky**.

Cíle podniku je možné rozdělit do tří kategorií. První z nich je již dříve zmíněný cíl základní, kterým je maximalizace tržní hodnoty podniku. Další kategorií jsou **cíle sekundární**, kterými jsou maximalizace interních finančních zdrojů, zajištění likvidity podniku a ostatní finančně obtížně vyjádřitelné cíle, kam můžeme zařadit například oblast obchodu, výzkumu a vývoje, personalistiky apod. Třetí a poslední skupinou jsou **terciární cíle**, jako je maximalizace zisku, odpisů a ostatních interních finančních zdrojů.¹⁵ Schéma struktury cílů podniku je zobrazeno na *Obrázku 1: Hierarchie podnikových cílů*.

Obrázek 1: Hierarchie podnikových cílů



Zdroj: Vlastní zpracování dle MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku, s. 20.

¹⁵ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 18-20.

Typy finančního rozhodování

„Finanční rozhodování podniku můžeme charakterizovat jako proces výběru optimální varianty získávání peněz, podnikového kapitálu a jejich užití z hlediska základních finančních cílů podnikání a s přihlédnutím k různým omezujícím podmínkám.“¹⁶

Každé finanční rozhodnutí je v podstatě ovlivněno dvěma primárními faktory. **Faktorem času a faktorem rizika.** Hledisko časové nám říká, že peněžní prostředky podniku, které má k dispozici nyní, nejsou stejné jako ty samé peněžní prostředky získané v budoucnosti. Peníze, se kterými podnik disponuje v současnosti, pro něho mají větší hodnotu než ty stejné peníze, které by ale získal v delším časovém horizontu. Je tomu tak proto, že podnik tyto volné peněžní prostředky může dále zhodnocovat jejich reinvestováním. Z toho důvodu je třeba respektovat faktor času při finančním rozhodování.¹⁷

K porovnání dvou a více takových investic nám slouží metoda časové hodnoty peněz, která zkoumá současnou a budoucí hodnotu peněz.¹⁸

Na základě faktoru času je možné rozlišovat krátkodobé finanční rozhodování a dlouhodobé finanční rozhodování. Kritériem je zde tedy časový horizont, na který se dané rozhodnutí přijímá.

Krátkodobý finanční management se zabývá strategickými rozhodnutími s přímými dopady na dobu do jednoho roku. Těmi jsou:¹⁹

1. Krátkodobé finanční plánování.
2. Řízení likvidity.
3. Řízení pracovního kapitálu tvořeného dvěma složkami, a to krátkodobými aktivy a pasivy.

Dlouhodobý finanční management se naopak zabývá rozhodnutími s důsledky na dobu delší, než je jeden rok. Těmi jsou:²⁰

1. Dlouhodobé finanční plánování.
2. Rozhodování o kapitálové struktuře podniku včetně financování kapitálových výdajů.

¹⁶ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 28.

¹⁷ Tamtéž, s. 43.

¹⁸ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 35.

¹⁹ Tamtéž, s. 22.

²⁰ Tamtéž, s. 22.

3. Rozhodování o rozdělování zisku.
4. Rozhodování o zhodnocení volných finančních prostředků.

Jak uvádí Marek, nedílnou součástí finančního rozhodování je již dříve zmiňovaná **finanční analýza**. Ta vzhledem k povaze a metodám zkoumání dat o finančním hospodaření podniku, by měla být základem pro další finanční rozhodování.²¹ Finanční analýzou, zejména jejími poměrovými ukazateli, se tato práce dále podrobněji zabývá v podkapitole 1.4 *Ukazatele finanční výkonnosti podniku*.

1.2 Pravidla financování podniku

Pravidla financování podniku, jinak označována jako **pravidla bilanční**, lze podle Kislingerové definovat jako: „*doporučení, kterými by se měl management řídit ve financování firmy s cílem dosažení dlouhodobé finanční rovnováhy a stability*.“²²

Tato pravidla vycházejí z dlouhodobých zkušeností ve vytváření kapitálové struktury neboli struktury finančních zdrojů podniku, a to podle jejich původu, z nichž majetek podniku vznikl. A právě podle jejich původu je možné rozlišovat dva typy pravidel financování:²³

1. **Horizontální pravidla financování** – týkající se vztahů mezi strukturou majetku a strukturou kapitálu.
2. **Vertikální pravidla financování** – týkající se pouze strany pasiv.

Zlaté bilanční pravidlo financování

Patří mezi pravidla horizontální majetkově-kapitálové struktury. Jeho podstata tkví v zásadě, že dlouhodobý majetek podniku by měl být krytý dlouhodobými zdroji, tedy dlouhodobým kapitálem. Krátkodobý majetek je možné financovat také krátkodobými zdroji.²⁴ Toto pravidlo je z hlediska řízení kapitálové struktury podniku tím nejdůležitějším. Zásada financování podle zlatého bilančního pravidla je graficky znázorněna na *Obrázku 2: Financování majetku podle zlatého bilančního pravidla*.

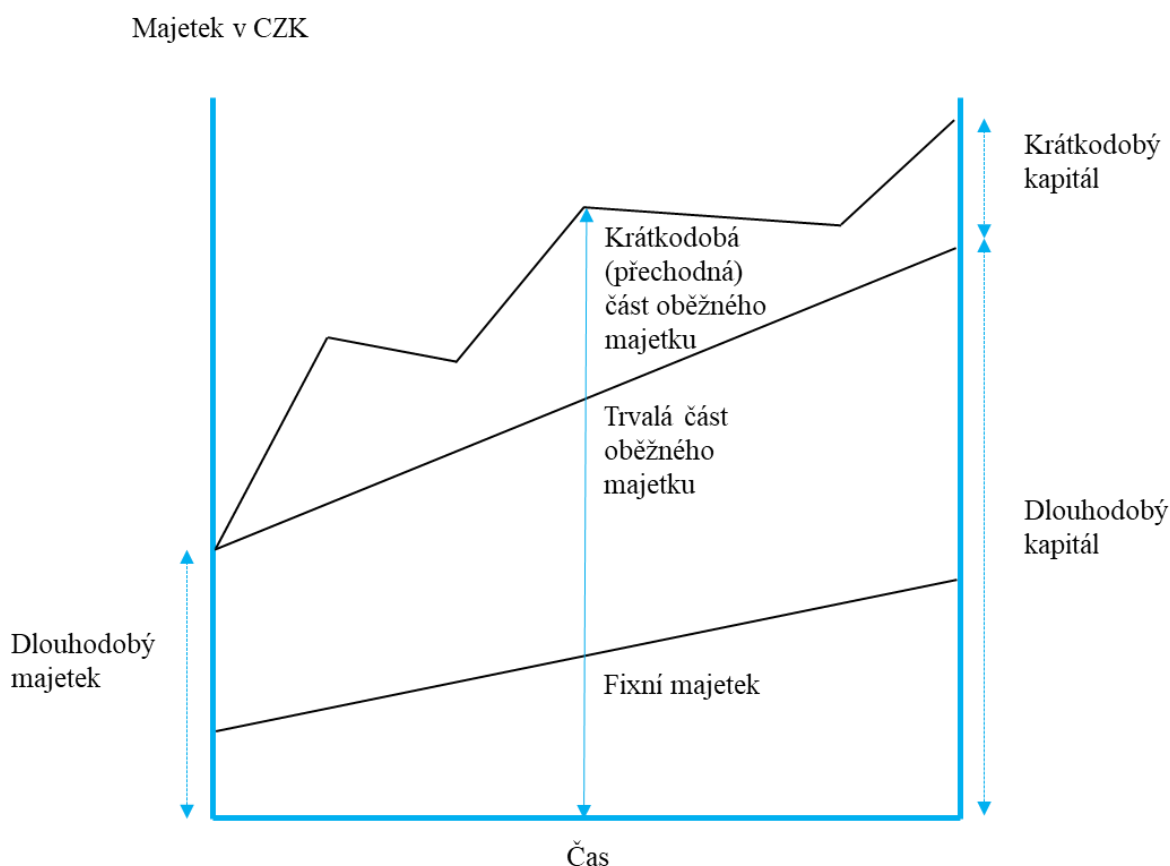
²¹ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 22.

²² KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 978-80-717-9529-2, s. 66.

²³ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 352.

²⁴ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 288.

Obrázek 2: Financování majetku podle zlatého bilančního pravidla



Zdroj: Vlastní zpracování dle VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, s. 288.

Z výše zmiňovaného obrázku vyplývá, že toto pravidlo vyžaduje synchronizaci doby trvání daných částí majetku (aktiv) s dobou trvání jednotlivých zdrojů (pasiv), kterými je majetek financován. Jinými slovy jde o časový soulad mezi jednotlivými složkami aktiv a pasiv, kdy doba, po kterou je kapitál k dispozici, by měla být shodná s dobou, po kterou potřebuje majetek být krytý těmito zdroji.²⁵

Zlaté pravidlo vyrovnaní rizika

Patří mezi pravidla vertikální kapitálové struktury, týká se tedy použití finančních zdrojů. Jeho princip spočívá v požadavku, aby poměr vlastních zdrojů, tedy vlastního kapitálu, k cizím zdrojům, tedy cizímu kapitálu, byl alespoň 1:1. Čím vyšší podíl vlastního kapitálu vůči cizímu, tím se snižuje riziko zejména pro věřitele podniku. S tímto pravidlem se váže také vyjádření stupně zadluženosti podniku.²⁶

²⁵ RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 28.

²⁶ SYNEK, Miloslav a kol. *Manažerská ekonomika*. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 352-353.

Zlaté pari pravidlo

Zlaté pari pravidlo je dalším z horizontálních pravidel financování. Je zde zohledňován vztah mezi dlouhodobým majetkem a vlastními zdroji. Vzhledem k předpokladu, že většina podniků využívá k financování dlouhodobého majetku také cizí zdroje, dlouhodobý majetek se může rovnat vlastním zdrojům jen v krajním případě.

Z tohoto pravidla je patrný silný důraz na význam vlastního kapitálu pro podnik. Představuje totiž nejdražší složku jeho kapitálové struktury, s čímž se pojí i vysoká míra rizika pro vlastníky podniku v souvislosti s jeho úpadkem.²⁷

Zlaté poměrové pravidlo

Toto pravidlo dává do souvislosti vývoj investic a podnikových tržeb. Jedná se tedy o požadavek, aby tempo růstu investic, ani v krátkodobém časovém horizontu, nepředstihlo tempo růstu tržeb. Hlavním důvodem pro dodržování tohoto pravidla je zajištění dostatečné časové periody, po kterou stávající investice vydělají na další, v budoucnu plánované. Nicméně jak sám Synek doplňuje, toto pravidlo by spíše mělo platit pro dlouhodobý horizont a ve své podstatě je z hlediska praxe poměrně komplikované. Obecně je v praxi toto pravidlo téměř nerealistické vzhledem ke složitosti cyklu kapitálových výdajů. Ve chvíli, kdy podnik uplatňuje rozšiřující politiku těchto výdajů, dochází k intenzifikaci výroby, pak ani z dlouhodobého hlediska není soulad dvou výše uvedených stran zachován, naopak investice silně předbíhají tržby podniku. Pouze v případě tak zvaných investic „*stay-in-business*“ je možné říci, že se dlouhodobě pohybují na úrovni odpisů.

Některá z výše uvedených pravidel používají banky při hodnocení úvěruschopnosti podniku. Obecně platí, že dodržování těchto pravidel samo o sobě ještě nezaručuje solventnost podniku, a naopak jejich nedodržování neznamena nutně jeho platební neschopnost.²⁸

²⁷ KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 978-80-717-9529-2, s. 67.

²⁸ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 353.

1.3 Druhy financování podniku

Ve financování podniku rozeznáváme několik druhů financování, a to na základě tří hledisek:

Podle pravidelnosti financování rozlišujeme:²⁹

1. Financování běžné.
2. Financování mimořádné.

Financování běžné je používáno na pokrytí nákladů spojených s financováním běžného provozu podniku, a to například materiálu, nájemného, daní, mezd a platů. Jinými slovy se těmito finančními prostředky hradí oběžná aktiva podniku neboli takzvaný hrubý pracovní kapitál.

Financování mimořádné, se týká vynakládání peněžních prostředků na aktivity v podstatě jednorázového charakteru, mimo běžný provoz podniku. Do mimořádného financování řadíme:³⁰

- Financování při zakládání podniku.
- Financování při rozšiřování podniku a jeho aktivit.
- Financování fúzí, akvizic a restrukturalizací podniků.
- Financování při likvidaci podniku.
- Projektové financování.

Podle původu finančních prostředků rozlišujeme:³¹

1. Financování vlastním kapitálem.
2. Financování cizím kapitálem.

Financování vlastním kapitálem lze dále rozdělit na financování interní a externí. Vlastní interní zdroje představují nerozdělený zisk, fondy tvořené ze zisku, odpisy a výnosy z prodeje majetku. Z toho zisk po zdanění je dále buď rozdělen mezi majitele formou dividend, nebo je použit k financování podnikových aktivit, a to včetně splátek dluhů.

²⁹ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 332.

³⁰ Tamtéž, s. 332-333.

³¹ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 24.

Použití zisku k dalšímu rozvoji podniku je nazýváno **samofinancováním**. Vlastní externí zdroje jsou získávány ve formě kapitálových vkladů vlastníků, emisí akcií, darů a dotací.³²

Financování cizím kapitálem se podobně dá rozdělit na financování externí a interní. Mezi cizí externí zdroje financování patří bankovní úvěry, obchodní úvěry, dluhopisy, leasing, finanční podpora státu a jiných subjektů a alternativní zdroje jako je faktoring, forfaiting, franchising. K cizím interním zdrojům se řadí rezervy a také podniková banka. Financování cizími externími zdroji je využíváno v podstatě na stejné účely, jako je tomu u financování mimořádného. Je patrné, že se jedná o investice, které převyšují objem finančních prostředků, než jaký je podnik schopen vlastní činností vygenerovat.³³

Podle doby, po kterou je kapitál podniku k dispozici rozlišujeme:³⁴

1. **Dlouhodobé financování**, které se obvykle týká investičních projektů a do jehož složek patří vlastní kapitál, cizí dlouhodobé zdroje jako dlouhodobé bankovní úvěry, dluhopisy a jiné.
2. **Krátkodobé financování**, jehož zdrojem jsou například krátkodobé bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, nevyplacené mzdy, neodvedené daně a další.

1.4 Ukazatele finanční výkonnosti podniku

V souvislosti s hodnocením **finanční výkonnosti** podniku je měřena úspěšnost transformace vstupů neboli výrobních faktorů na výstupy a je posuzována schopnost podniku sledovat jeho fundamentální cíl, a to generovat hodnotu pro vlastníky. Výchozím způsobem hodnocení finanční výkonnosti je **zpětná analýza minulých výsledků podnikání**. Základní prostředek pro jednoduchou analýzu takového vývoje představuje **elementární finanční analýza**, kterou je možno provést na základě předložených výkazů finančního účetnictví.

V rámci elementární analýzy se nejprve provádí **analýza absolutních ukazatelů**, která vychází z hodnocení absolutní hodnoty jednotlivých částí účetních výkazů, kterými jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz o peněžních tocích, jinak také nazývaný výkaz *cash-flow*.

³² REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 24-25.

³³ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 134-139.

³⁴ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 333.

Princip hodnocení těchto ukazatelů spočívá v jejich procentním rozboru, jehož pomocí se provádí.³⁵

1. **Horizontální analýza**, která zkoumá změnu absolutních ukazatelů v čase. Konkrétně tedy jaká byla absolutní změna vybrané položky účetních výkazů v čase a jaká byla procentní změna vybrané položky, jinými slovy o kolik procent se změnila tato položka v čase.
2. **Vertikální analýza**, která zkoumá poměr jednotlivých položek účetních výkazů na konkrétní zvolené položce v procentech. Zpravidla touto položkou ve výkazu zisku a ztráty jsou celkové tržby. V rozvaze jsou to pak celková aktiva.

„Finanční výkonnost podniku je ukazatelem celkového finančního zdraví podniku, které je výsledkem finančního řízení v různých oblastech jeho hospodaření. Celkové finanční zdraví podniku je dáno jeho schopností generovat tržby pomocí jednotlivých složek aktiv, hradit krátkodobé závazky, efektivně zapojit cizí zdroje a vytvářet adekvátní výši zisku v poměru k vloženým zdrojům.“³⁶

Základní metodou finanční analýzy pro vyhodnocování finanční výkonnosti podniku je **analýza poměrovými ukazateli**. Pro potřeby této práce budou podrobněji popsány ukazatele likvidity, rentability, zadluženosti a aktivity.

Ukazatele likvidity

Likvidita podniku v obecné rovině vyjadřuje míru schopnosti podniku hradit včas své závazky. Z této definice by se dalo usuzovat na totožnost s termínem solventnost, nicméně i přes velmi úzký vztah těchto dvou ukazatelů je jejich význam odlišný. Likvidita, jinak definovaná jako schopnost podniku přeměnit krátkodobý majetek na peněžní prostředky je podmínkou solventnosti. Na základě spojitosti s interesovanou skupinou osob, která likviditu daného podniku zkoumá, lze rozlišovat likviditu **trojího stupně**.³⁷

Okamžitá likvidita nebo také *cash ratio*, je likviditou 1. stupně a vyjadřuje, jakou část případně kolik procent krátkodobých závazků je podnik schopen uhradit ihned z pohotových platebních prostředků. Pohotové platební prostředky zahrnují veškeré peněžní prostředky podniku a jeho krátkodobý finanční majetek.

³⁵ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 199-200.

³⁶ Tamtéž, s. 203.

³⁷ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 54-55.

Aby bylo pohlíženo na podnik, jako na likvidní je nutné, aby se hodnota ukazatele pohybovala v rozmezí 0,9 – 1,1. Hraničních mezí pak nabývá hodnota 0,2.³⁸ Okamžitá likvidita je vyjádřena vzorcem:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{krátkodobý finanční majetek} + \text{peněžní prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita nebo také *acid test*, je likviditou 2. stupně a staví do poměru oběžná aktiva s vyloučením jejich nejméně likvidní složky, a to zásob spolu s krátkodobými závazky podniku. Jedná se tedy o hodnotu, udávající kolikrát převyšují takto modifikovaná oběžná aktiva jeho krátkodobé závazky. Ideální hodnotou by měl být ekvivalentní poměr obou složek, tedy 1:1 a nejvýše 1,5:1. Z výše uvedené definice vyplývá, že v krajním případě by byl podnik schopen uhradit veškeré své závazky bez další potřeby prodeje svých zásob.³⁹ Pohotová likvidita je vyjádřena vzorcem:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Běžná likvidita nebo také *current ratio*, je likviditou 3. stupně a vyjadřuje v podstatě totéž co likvidita pohotová, nicméně s rozdílem, že u likvidity běžné se dále neodečítají zásoby podniku. Jinými slovy běžná likvidita ukazuje kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jednotka krátkodobých závazků.⁴⁰ V případě běžné likvidity platí, že čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je pravděpodobnost zachování platební schopnosti podniku. Hodnota ukazatele by měla být v rozmezí alespoň 1,5 – 2,5.⁴¹ Běžná likvidita je vyjádřena vzorcem:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}$$

Důležitým ukazatelem, který se pojí s ukazateli likvidity je **čistý pracovní kapitál** (*net working capital*). Ten se také se řadí do skupiny tzv. rozdílových ukazatelů, které jsou využívány k řízení finanční situace podniku a zaměřují se právě na jeho likviditu.

³⁸ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 55-56.

³⁹ Tamtéž, s. 56.

⁴⁰ RŮČKOVÁ, Petra a ROUBÍČKOVÁ, Michaela. Finanční management. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 296 s. ISBN 978-80-247-4047-8, s. 118.

⁴¹ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 56.

Ze vzorce tohoto ukazatele uvedeného níže vyplývá, že čistý pracovní kapitál ukazuje na schopnost podniku hradit své běžné krátkodobé závazky. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím větší finanční rezervy podnik má.⁴²

Čistý pracovní kapitál = oběžná aktiva – krátkodobé závazky

Ukazatele rentability

Rentabilita neboli ziskovost či výnosnost měří schopnost podniku generovat nové zdroje, tedy výsledek hospodaření, z investovaného kapitálu. V zásadě je vždy poměřována určitá kategorie výsledku hospodaření s vybranými položkami pasiv nebo tržbami. Nejdůležitější kategorie zisku jsou čtyři. Jsou to **EBIT**, tedy zisk před odečtením úroků a daní, který odpovídá provoznímu zisku, **EAT**, což je zisk po zdanění nebo také čistý zisk, a nakonec je to **EBT**, tedy zisk před zdaněním.⁴³ V praxi je velmi hojně využíván indikátor **EBITDA**, který představuje zisk před započtením úroků, daní a odpisů, jinak označovaný jako hrubé cash-flow společnosti, se základním předpokladem zanedbávání změn pracovního kapitálu.

Rentabilita aktiv, označovaná jako ROA z anglického *rentability on assets*, jinak také rentabilita celkového vloženého kapitálu, reflektuje celkovou výnosnost kapitálu, aniž by zkoumala původ finančních zdrojů investovaných do daného podnikání. Je také považována za ukazatel souhrnné efektivnosti hospodaření podniku.⁴⁴ Rentabilita aktiv je vyjádřena vzorcem:

$$\text{ROA} = \frac{\text{zisk}}{\text{celková aktiva}}$$

Rentabilita vloženého kapitálu, označovaná jako ROCE z anglického *rentability on capital employed*, měří výnosnost veškerého investovaného kapitálu, jak vlastního, tak i cizího. Rentabilita vloženého kapitálu je vyjádřena vzorcem:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{zisk}}{\text{dlouhodobé dluhy} + \text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita vlastního kapitálu, jinak označovaná jako ROE z anglického *rentability on equity*, je ukazatelem rozhodujícím, v souvislosti s měřením rentability podniku. Ukazuje výnosnost kapitálu vloženého vlastníky do podniku potažmo akcionáři. Konkrétně udává, kolik jednotek

⁴² LANDA, Martin. Finanční plánování a likvidita. 1. vydání. Brno: Computer Press, 2007. 200 s. ISBN 978-80-251-1492-6, s. 18.

⁴³ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 58.

⁴⁴ Tamtéž, s. 59.

či procent čistého zisku připadá na jednotku investovanou do podniku jeho vlastníky.⁴⁵ S jeho pomocí mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál náležitě zhodnocován v souvislosti s mírou rizika, kterou daná investice nese. Rentabilita vlastního kapitálu je vyjádřena vzorcem:

$$\text{ROE} = \frac{\text{zisk}}{\text{vlastní kapitál}}$$

S rentabilitou vlastního kapitálu a zároveň s ukazateli zadluženosti, se úzce váže další ukazatel, tzv. **finanční pákový efekt**, jinak také *leverage*. Podstatou tohoto ukazatele, v souvislosti s měřením rentability podniku, je určit, do jaké míry se změní rentabilita vlastního kapitálu, dojde-li ke změně v kapitálové struktuře podniku. Jinými slovy, zda podnik využije dluhového financování či nikoliv. Ve stručnosti finanční páka říká, že je-li úroková míra cizího kapitálu nižší než rentabilita vloženého kapitálu (ROCE), rentabilita vlastního kapitálu při jeho přílivu roste a naopak.⁴⁶ V praxi se k měření finanční páky nejčastěji používá poměr čistého finančního dluhu (*net financial debt*) s indikátorem EBITDA, označovaný jako „rychlý check“.

$$\text{Ukazatel finanční páky} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Rentabilita tržeb, dále jako ROS z anglického *rentability on sales*, měří, jakou výši čistého zisku podnik vygeneruje z jedné jednotky tržeb. Obecně lze říci, že čím vyšší je rentabilita tržeb, tím lepší vykazuje podnik situaci z pohledu jeho produkce. Rentabilita tržeb se také někdy označuje jako **ziskové rozpětí** a slouží k vyjádření ziskové marže, kdy je ale nutné ve výpočtu za zisk dosadit EAT.⁴⁷ Rentabilita tržeb je vyjádřena vzorcem:

$$\text{ROS} = \frac{\text{zisk}}{\text{celkové tržby}}$$

Mnohem důležitějším ukazatelem z pohledu investorů je ukazatel **EBITDA marže**. Ta měří provozní profitabilitu společnosti a poskytuje poměrně jasný pohled na výkon podniku. Jedná se o poměr EBITDA/ celkové tržby. Čím vyšší EBITDA marže je, tím vyšší je provozní profitabilita společnosti.

⁴⁵ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 360-362.

⁴⁶ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 61-62.

⁴⁷ Tamtéž, s. 62-64.

Ukazatele zadluženosti

Tato skupina ukazatelů hodnotí zapojení cizích zdrojů do financování aktiv podniku. V praxi obecně platí, že určitá míra těchto zdrojů je pro podnik nejen prospěšná, ale i žádoucí. Financování veškeré činnosti podniku čistě z vlastního kapitálu by vedlo ke snížení jeho výnosnosti. Je ovšem třeba najít optimální poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů pro kvalitní finanční rozvoj podniku.

Základním ukazatelem je **ukazatel věřitelského rizika** (*debt ratio*) nebo také celková zadluženost, která poměruje cizí kapitál vůči celkovým aktivům podniku. Čím vyšší hodnotu tento ukazatel vykazuje, tím vyšší je zadluženost podniku a tím pádem i riziko věřitelů.⁴⁸

$$\text{Věřitelské riziko} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Dalším z ukazatelů je **koeficient samofinancování** (*equity ratio*). Udává podíl vlastního kapitálu na celkových aktivech podniku. Součet hodnoty věřitelského rizika a koeficientu samofinancování by se měl rovnat 1.⁴⁹

$$\text{Koeficient samofinancování} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}$$

Nakonec **ukazatel úrokového krytí** (*times interest earned ratio*) je jedním z nejdůležitějších indikátorů pro určení, zda využít cizích úročených zdrojů pro financování podnikových aktivit. Ukazuje kolikrát výsledek hospodaření před zdaněním a úroky přesáhl hodnotu nákladů spojených s využitím cizích zdrojů financování. Z výše uvedeného vyplývá, že čím vyšší hodnota úrokového krytí je, tím silnější finanční pozici podnik zaujímá.⁵⁰ Doporučovaná hodnota by se měla pohybovat mezi 5 a 10.⁵¹

$$\text{Ukazatel úrokového krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}$$

S ukazateli zadluženosti a zejména s ukazatelem úrokového krytí se úzce váže **ukazatel krytí dluhové služby** ve zkratce označovaný jako DSCR z anglického *debt service coverage ratio*. Ten dává nejčastěji do poměru volné peněžní prostředky a splátky úroků spolu s budoucími

⁴⁸ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 64-65.

⁴⁹ ČÍŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 207.

⁵⁰ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 66.

⁵¹ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 300.

splátkami jistin. Z věřitelského rizika by tento poměr měl v ideálním případě být 1,5:1 nebo 150 %.⁵²

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity podniku udávají, jak efektivně podnik nakládá se svými aktivy a také vázanost jednotlivých složek kapitálu v konkrétních druzích aktiv a pasiv. Obecně lze říci, že pokud podnik má aktiv více než je schopen využít, zvyšují se mu náklady a snižuje se zisk. Naopak, má-li jich málo, připravuje se o potenciální tržby z jejich prodeje.⁵³

Prvním z ukazatelů je **obrat celkových aktiv**, který se také označuje jako vázanost celkového vloženého kapitálu. Dává do poměru tržby k celkovým aktivům podniku za sledované období. Minimální hodnota toho ukazatele by měla dosahovat 1.⁵⁴

Dalším ukazatelem je **obrat zásob**, který udává počet obrátek zásob za sledované období. Je vyjádřen poměrem tržeb a průměrného stavu zásob. Pokud vydělíme počet dní v roce počtem obrátek, získáme dobu obratu zásob, která udává, kolik dní jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Jinak řečeno, za jak dlouho se zásoby přemění na jinou formu oběžných aktiv, díky jejich prodeji. Obecně platí, že čím vyšší obratovost zásob a kratší doba obratu zásob, tím pro podnik lépe.⁵⁵

Ukazatel **obratu pohledávek** je vyjádřen poměrem celkových tržeb k pohledávkám. Udává kolikrát je jednotka pohledávek přeměněna na peněžní prostředky během sledovaného období. Stejným principem jako u zásob můžeme u pohledávek ze vzorce vyjádřit dobu obratu pohledávek, tedy dobu nebo počet dní, za jak dlouho jsou pohledávky přeměněny na peněžní prostředky. Opět platí, že čím kratší doba obratu pohledávek, tím lepší pro podnik.⁵⁶ Literatura uvádí standardní dobu 48 dní.⁵⁷

Posledním ukazatelem v tomto výčtu je ukazatel **obratu závazků**, který dává do poměru opět tržby k závazkům. Opět je možné dále odvodit dobu obratu závazků. Tento ukazatel vypovídá o rychlosti, jak podnik hradí své závazky. Z toho vyplývá, že tento ukazatel může být velmi

⁵² NÝVLTOVÁ, Romana a MARINIČ, Pavel. Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy. 1. vydání. Praha: Grada, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3158-2, s. 169.

⁵³ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 355.

⁵⁴ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. a ALLEN, Franklin. Teorie a praxe firemních financí. 2., aktualiz. vyd. Brno: BizBooks, 2014. 1072 s. ISBN 978-80-265-0028-5, s. 843.

⁵⁵ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 355.

⁵⁶ LANDA, Martin. Finanční plánování a likvidita. 1. vydání. Brno: Computer Press, 2007. 200 s. ISBN 978-80-251-1492-6, s. 82-84.

⁵⁷ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 356.

zajímavý pro stávající či budoucí věřitele. Je-li doba obratu závazků delší než doba obratu pohledávek, dá se hovořit o finanční rovnováze podniku.⁵⁸

Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota označovaná jako **EVA** z anglického *Economic Value Added*, vychází z předpokladu, že by čistý provozní výsledek hospodaření, tedy po zdanění, měl převyšovat nebo se alespoň rovnat nákladům na kapitál podniku. Obecně odráží vztah mezi ziskem a náklady na kapitál. Hlavní přidanou hodnotou tohoto ukazatele výstižně popisuje Landa, když říká, že „vynesl na světlo ten fakt, že i vlastní kapitál něco stojí, že má tedy své náklady a že nestačí, aby podnik vykázal určitou výši zisku na akcii, ale že musí přinést kladnou hodnotu EVA.“⁵⁹ Potřeba finanční analýzy pomocí EVA často pramení z nemožnosti provést analýzu pomocí poměrových ukazatelů, které vycházejí z účetních výkazů.⁶⁰ Ukazatel EVA je vyjádřen vzorcem:

$$\text{EVA} = \text{EBIT} * (1 - \text{daňová sazba v \%}) - \text{WACC} * C$$

EBIT = výsledek hospodaření před zdaněním a úroky

WACC = vážené průměrné náklady kapitálu

C = celkový dlouhodobě investovaný kapitál

Jak již bylo výše uvedeno, vzorec EVA se skládá z hodnoty čistého provozního zisku, tedy NOPAT, který tvoří první část vzorce. Druhá část vzorce se skládá z vyčíslení celkového investovaného kapitálu a **vážených průměrných nákladů na kapitál**. Tento ukazatel ve zkratce označovaný jako **WACC** z anglického *weighted average cost of capital* se snaží vyjádřit vynaložené náklady na celkový kapitál podniku, tedy jak náklady na cizí kapitál, tak i náklady na vlastní kapitál.⁶¹ Ukazatel WACC je vyjádřen vzorcem:

$$\text{WACC} = r_d * (1-d) * D/C + r_e * E/C$$

r_d = náklady cizího kapitálu

d = sazba daně z příjmu

D = cizí kapitál

⁵⁸ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 67.

⁵⁹ LANDA, Martin. Finanční plánování a likvidita. 1. vydání. Brno: Computer Press, 2007. 200 s. ISBN 978-80-251-1492-6, s. 138.

⁶⁰ RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 49.

⁶¹ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 364-366.

E = vlastní kapitál

C = celkový dlouhodobě investovaný kapitál

r_e = náklady vlastního kapitálu

Obecně největším a klíčovým problémem bývá vyčíslení nákladů na kapitál vlastní. Tyto náklady není možné vyčíst z běžným účetních výkazů vzhledem k faktu, že mimo jiné neberou v potaz náklady ušlých příležitostí a hodnotu podniku pro akcionáře či vlastníky.⁶²

⁶² RŮČKOVÁ, Petra. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2, s. 50.

2. Zdroje financování podniku

2.1 Druhy zdrojů financování

*„Získání (obstarání) finančních zdrojů, obecněji kapitálu ve všech jeho formách, a jejich použití k obstarání potřebných statků a k úhradě výdajů na činnost podniku označujeme jako **financování**.“⁶³*

Na zdroje financování podniku lze nahlížet z několika hledisek. Základní hledisko, které vychází ze vztahu daného zdroje k vlastníkovu nebo také poskytovateli kapitálu, rozlišujeme **zdroje vlastní a cizí**. Jedná se tedy o **hledisko vlastnictví zdrojů**.⁶⁴ Dalším hlediskem, je **hledisko původu zdrojů**, které je zejména ve vztahu k životní fázi podniku klíčovým aspektem. Rozlišujeme tak **zdroje externí**, získávané zvenčí podniku a **zdroje interní**, tedy interně generované.⁶⁵

Interní zdroje financování jsou charakteristické tím, že jsou generovány z provozní činnosti podniku, v rámci procesu přeměny vstupů na výstupy. Tento způsob financování tedy nezahrnuje zdroje poskytované vlastníky ani věřiteli, proto je také označován jako **samofinancování**. V některé literatuře je samofinancování pojímáno v užším slova smyslu, a to jako financování pouze ze zisku po zdanění a úhradě dividend.⁶⁶ Ukazatelem tohoto financování je *koeficient samofinancování*. Mezi interní zdroje můžeme zařadit zejména zisk, odpisy a rezervy.

Externí zdroje financování představují různé druhy úvěrů a závazků. Jedná se o takové zdroje, které podnik získává zvenčí, tedy od jiných subjektů, jako jsou například banky, pojišťovny, jiné podniky, kdy poskytovatelé zdrojů financování jsou v postavení věřitele a nabytý kapitál má charakter dluhu.⁶⁷ Pokud podnik plánuje využít extenzivního financování z externích zdrojů, je více než nutné, aby management podniku komplexně zhodnotil veškeré možné dopady s ním spojené. Ať už je to zvýšení nákladů na úhradu úroků nebo nutnost udržování likvidity, aby byl podnik schopen splácet své závazky.⁶⁸

⁶³ SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 5., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1, s. 330.

⁶⁴ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 24.

⁶⁵ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 134.

⁶⁶ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 202.

⁶⁷ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 134.

⁶⁸ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 220.

Zdroje financování z hlediska jejich původu, tedy **vlastní** a **cizí zdroje financování** je možné v kombinaci s hlediskem jejich původu dále dělit, a to, jak je patrné ze schématu zdrojů financování podniku, které je zachyceno na *Obrázku 3: Schéma zdrojů financování podniku*. Pro účely této práce budou dále popsány zdroje financování, které mají charakter dlouhodobého financování investičních záměrů podniku.

Obrázek 3: Schéma zdrojů financování podniku

Původ zdroje	Vlastnictví zdrojů	
	<i>Vlastní</i>	<i>Cizí</i>
	<i>Interní</i>	<i>Externí</i>
	odpisy nerozdělený zisk rezervní fondy	rezervy podniková banka
	vklady vlastníků emise akcií rizikový kapitál dary a dotace	dluhopisy úvěry banky obchodní úvěry finanční leasing ostatní závazky

Zdroj: Vlastní zpracování dle LANDA, Martin. Finanční plánování a likvidita, s. 93.

Valach říká: „Cílem financování investic je zabezpečit finanční zdroje na efektivní investice s co nejnižšími průměrnými náklady kapitálu a nenarušit podstatně finanční riziko firmy.“⁶⁹

Hlavní zdroje dlouhodobého financování investic zpravidla jsou:⁷⁰

- **Interní zdroje** – odpisy, nerozdělený zisk.
- **Externí zdroje** – emitované akcie a dluhopisy, dlouhodobé úvěry, finanční leasing aj.

Mezi interní zdroje financování se dále řadí rezervy, které ale mají na rozdíl od všech dalších interních zdrojů povahu zdrojů cizích. Slouží k úhradě budoucích závazků nebo výdajů, jejichž účel je dopředu znám, nicméně částka nebo datum, ke kterému vzniknou, nemusí být jasné. Rezervy, do doby vzniku závazku či výdaje, není dále možné investovat do podnikových aktivit, ale jejich čerpání je možné pouze na úhradu předem určených závazků.⁷¹

⁶⁹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 202.

⁷⁰ Tamtéž, s. 202.

⁷¹ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 137.

2.2 Interní zdroje financování

Odpisy

Jak uvádí Valach: „Odpisy můžeme definovat jako část ceny dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku, která se v průběhu jeho životnosti systematickým způsobem zahrnuje do provozních nákladů podniku, vynaložených za určité období.“⁷² Tím, že se v podstatě cena tohoto majetku přenáší do nákladů, zajišťují tak odpisy postupné snižování jeho hodnoty v aktivech rozvahy a možnost jeho následné obnovy.

Nicméně odpisy jako interní zdroj financování podniku jsou často chápány mezi odbornou sférou nejednotně. U některých nejsou odpisy vnímány jako finanční zdroj. Právě přenos původní ceny aktiv do nákladů je pro ně zavádějící, nemají totiž nutně formu peněz, ale jsou součástí aktiv jako celku.⁷³ Nicméně v běžné praxi jsou odpisy, jako nepeněžní náklad, součástí celkových hrubých příjmů podniku, tedy tržeb, a to proto, že ceny výrobků zahrnují právě kalkulované odpisy.⁷⁴ Hodnota odpisů je tak přenesena do ceny daného produktu, kterou v konečné fázi zaplatí zákazník. Podnik je zpětně získává inkasem tržeb, a proto jsou odpisy součástí peněžních příjmů v cash-flow. Odpisy jsou tak považovány za jeden z nejvýznamnějších zdrojů interního financování díky jejich vysoké stabilitě.⁷⁵ Jejich stabilita nevychází z míry výkonnosti podniku a nejsou proto ovlivněny řadou proměnlivých faktorů jako je tomu u zisku. Navíc na rozdíl od zisku odpisy nepodléhají zdanění.⁷⁶ Další přidanou hodnotou odpisů je fakt, že podnik do doby obnovy daného dlouhodobého majetku může s volnými prostředky volně disponovat a nakládat s nimi podle uvážení.⁷⁷

Z povahy odpisů, jako nepeněžního nákladu snižujícího celkový i nerozdělený zisk podniku, je nutné, pro zjištění výše skutečného peněžního toku, který má interně podnik k dispozici, přičíst k nerozdělenému zisku také odpisy.

⁷² VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 344.

⁷³ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 203.

⁷⁴ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 345.

⁷⁵ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 137-138.

⁷⁶ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 346-347.

⁷⁷ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 138.

Odpisová politika je nedílnou součástí finančního řízení každého podniku, ta je ale markantně ovlivněna finančním systémem daného státu, který svými daňovými předpisy určuje možnosti a způsoby odpisování, a tím ovlivňuje chování podnikatelských subjektů.⁷⁸

Nerozdělený zisk

Nerozdělený zisk je druhým nejvýznamnějším interním zdrojem financování podniku, jinak označovaný jako „zadržený zisk“. Tvoří tu část zisku, která zbývá po zdanění a přidělení na jiné účely, jako například výplata dividend, čistě pro další financování investic a rozvoje podniku. Základní schéma tvorby nerozděleného zisku v akciové společnosti je uvedeno níže.⁷⁹

Zisk běžného roku před zdaněním

- Daň ze zisku
- Příděl rezervnímu fondu ze zisku
- Příděly jiným fondům ze zisku podle stanov a.s.
- Odměny členům představenstva, dozorčí rady
- Výplata dividend či podílů na zisku

Ostatní použití zisku (např. zvýšení zákł. kapitálu, úhrada ztrát z minulých let)

= Nerozdělený zisk běžného roku

+ Nerozdělený zisk z minulých let

= **Nerozdělený zisk koncem roku**

Nerozdělený zisk je často vnímán jako nejlevnější finanční zdroj podniku, vzhledem k předpokladu, že s ním nejsou spojeny žádné další náklady, na rozdíl od akciového kapitálu, úvěrů, obligací a jiných. Toto hledisko ale neuvažuje jiné faktory, které využití nerozděleného zisku ovlivňují, a tím je zejména požadavek, aby výnosnost použitého nerozděleného zisku byla alespoň srovnatelná s tím, co by akcionáři získali, kdyby jim nerozdělený zisk byl vyplacen ve formě dividend. Proto každá investice, která je z nerozděleného zisku financována, musí zajistit vyšší výnosnost, než je dividendový výnos pro akcionáře. Jak píše Valach: „*Cena nerozděleného zisku je tedy cenou příležitosti a je stejná, jako cena akciového kapitálu – tj. dividendový výnos.*“⁸⁰

Proto je, mimo jiné, také rozhodující dividendová politika každého podniku. Ta může být ovlivňována vícero faktory, jako je například nedostatek vlastního kapitálu podniku, tvrdá

⁷⁸ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 203.

⁷⁹ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 355.

⁸⁰ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 219.

restriktivní politika bankovních institucí v oblasti dlouhodobých úvěrů, ale zároveň na straně druhé nedostatek atraktivních investičních příležitostí, který v konečném důsledku vede ke kumulaci volných peněžních prostředků v podniku. Právě tyto důvody mohou vést k tomu, že velké procento podniků vyplácí dividendy v minimální míře a raději tuto část zisku po zdanění vloží do rozvoje a inovací podniku.⁸¹ Ve chvíli, kdy je nerozdělený zisk použit k samofinancování podnikového rozvoje, je tak zvyšován vlastní kapitál podniku. Výhody samofinancování spočívají v zachování počtu akcionářů či věřitelů a kontrola nad činností managementu tak zůstává nezměněna. Nejsou s ním spojeny emisní náklady a zejména se snižuje finanční riziko z vyšší zadluženosti. Nedochozí tak ke zvyšování objemu závazků.⁸² Díky samofinancování je možné realizovat financování i těch investic nesoucích vyšší riziko, na které by podnik obtížně sháněl externí zdroje financování.⁸³

Nevýhody samofinancování ze zisku spočívají v již dříve zmiňované nízké stabilitě zisku jako takového a také jeho vyšší nákladnosti. To znamená, že v konečné fázi je zisk zdrojem dražším než cizí zdroje financování. Je tomu tak z důvodu nároků akcionářů na jeho vyšší zhodnocení, obvykle vyšší, než je úroková míra dluhu a dále také fakt, že podíl na zisku není možné uplatnit jako náklad, což vede k ještě většímu prodražování vlastního kapitálu oproti cizím zdrojům.⁸⁴

2.3 Externí zdroje financování

Emise akcií

Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích), vymezuje v § 256, odst. 1 pojem akcie jako: „*cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při jejím zrušení s likvidací.*“⁸⁵ V první řadě má tedy majitel právo na stanovenou část zisku vyplácenou formou dividendy, na majetkový zůstatek při likvidaci podniku a na nákup akcií při jejich další emisi. Také má právo hlasovat na valné hromadě, a to zejména o otázkách rozdělování zisku, zvyšování či snižování akciového kapitálu a dalších. Nemá ale právo přímého rozhodování při řízení podniku ani nemůže jednat jeho jménem. Majitel akcie až na výjimky nemůže požadovat vrácení podílu. Za hospodaření podniku ručí jen do výše svého vkladu, což se označuje jako

⁸¹ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 359.

⁸² SCHOLLEOVÁ, Hana. Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice. 1. vydání. Praha: Grada, 2009. 288 s. ISBN 978-80-247-2952-7, s. 184.

⁸³ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 219-220.

⁸⁴ SCHOLLEOVÁ, Hana. Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice. 1. vydání. Praha: Grada, 2009. 288 s. ISBN 978-80-247-2952-7, s. 184.

⁸⁵ Zákon č. 90/2012 Sb. ze dne 25. ledna 2012, o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). In: Sbírka zákonů. 22.3.2012, částka 34. ISSN 1211-1244, § 256, odst. 1.

omezené ručení. Existuje několikero různých druhů akcií. Podle převoditelnosti rozlišujeme akcie na jméno či na majitele, podle určení ceny jsou akcie na pevnou peněžní částku nebo akcie kvótní, podílové a jiné. Z pohledu financování je rozhodující členění akcií podle rozsahu práv akcionářů na kmenové a prioritní akcie.⁸⁶

Emise akcií probíhá jejich upisováním v podobě soukromé či veřejné nabídky potenciálním investorům, a to zejména při:

- Zakládání akciové společnosti.
- Rozšiřování akciové společnosti.
- Finanční restrukturalizaci.

Upisováním akcií při zakládání a rozšiřování akciové společnosti vzniká nový kapitál, při finanční restrukturalizaci se jedná pouze o změnu v kapitálové struktuře. K zajištění kapitálu pro podnikové investice jsou využitelné pouze první dva případy upisování akcií. Emise akcií je tou z méně využívaných možností získávání zdrojů financování pro další rozvoj podniku a nemá příliš velký význam ani ve vyspělých zemích, přestože se tam uplatňuje ve vyšší míře.⁸⁷

S vlastnictvím **kmenových akcií** je pro jejich majitele spojeno právo na výplatu dividendy, nicméně jejich výše není zaručena, dokonce nemusí být ani vyplacena. Právě z toho důvodu jsou kmenové akcie označovány za cenné papíry s pohyblivým výnosem. Je tomu tak proto, že nároky majitelů kmenových akcií na výnos jsou uspokojovány až po vyplacení všech přednostních závazků, jako jsou daňové odvody, uhrazení ostatních závazků, jako jsou splátky úvěrů, úroků a jiných a vyplacení majitelů prioritních akcií. Majitelé kmenových akcií mají dále právo hlasovat při zasedání valné hromady.⁸⁸ Z hlediska financování podniku jsou kmenové akcie upřednostňovány z toho důvodu, že nejsou splatné. Nemají tedy pevné datum splatnosti oproti ostatním formám dluhu. Dovolují tak podniku vyšší flexibilitu ve využívání nabytého kapitálu na další reinvestice, protože z nich neplynou pevné závazky úhrady dividend. Financování rozvoje podniku pomocí kmenových akcií se tak stává méně riskantním oproti jiným zdrojům. Kmenové akcie jsou také lépe prodejné, protože slibují pro majitele vyšší výnos než akcie prioritní. Je zde tedy naopak patrný faktor rizika spojený s těmito akciemi pro jejich majitele. Nevýhody kmenových akcií jsou spatřovány zejména v tom, že jejich emisí se rozšiřují hlasovací práva na další akcionáře, čímž se zvyšuje i možná kontrola managementu podniku. Jejich emisní náklady jsou vyšší, než u prioritních akcií a obligací, vzhledem k jejich vyšší rizikovosti a je proto třeba upisovat větší počet, aby došlo k diversifikaci vlastníků a bylo

⁸⁶ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 219-221.

⁸⁷ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 371.

⁸⁸ Tamtéž, s. 373.

možné zamezit případnému „nepřátelskému převzetí“ podniku. Mimo to dividendy nejsou odpočitatelnou položkou pro účely zdanění, čímž jsou náklady kmenového kapitálu vyšší, než je tomu například u úroků z úvěrů a obligací.⁸⁹

Prioritní akcie nebo také přednostní akcie jsou řazeny mezi dlouhodobé zdroje financování podniku, které leží mezi kmenovými akciemi a dlouhodobým dluhem. Jsou akciemi prioritními proto, že jejich majitelé mají přednostní právo na vyplacení dividend ještě před akciemi kmenovými, nezávisle na výši dividendy a zároveň také na likvidační výnos společnosti.

Prioritní akcie mají několik charakteristických vlastností, které je svou povahou řadí mezi zvláštní skupinu hybridního financování spolu s konvertibilními dluhopisy. Je to zejména fakt, že často dochází k jejich stažení z oběhu, což u kmenových akcií není možné. Při emisi prioritních akcií může podnik tuto podmínku předem stanovit. Výše dividendy je pevně dána a neodvídá se od výše dosaženého hospodářského výsledku. Pro majitele jsou tedy stabilním investičním instrumentem, přinášejícím pevný výnos. Mimo výše uvedené je to také fakt, že se prioritní akcie stávají součástí vlastního kapitálu podniku. Podobně jako u dlouhodobého dluhu jejich majitelé nedisponují hlasovacími právy, ani se nemohou jinak podílet na řízení podniku.⁹⁰

Výhodou prioritních akcií z pohledu financování je zejména to, že nabízí navýšení kapitálu bez dalšího omezení vlivu majitelů kmenových akcií na rozhodování. Výhodou je také skutečnost, že nejsou tolik náročné co do výše výplaty dividend oproti kmenovým akciím, nicméně na druhou stranu i při nižším dosaženém zisku, je podnik povinen vyplatit předem dohodnutou výši dividendy. Stejně jako kmenové akcie nejsou splatné a nevyžadují pevně stanovené úrokové platby. Za nevýhody prioritních akcií lze považovat jejich vyšší nákladnost oproti klasickému dluhu vzhledem ke skutečnosti, že dividendy nejsou odčitatelnou položkou pro zdanění zisku. A také již dříve zmiňovaná povinnost výplaty pevné dividendy.

Z hlediska financování je důležité tak zvané **emisní ážio**, které vzniká jako rozdíl mezi tržní cenou při emisi akcií, tedy emisní cenou a nominální neboli jmenovitou cenou akcie. Tento rozdíl se stává součástí vlastního kapitálu akciové společnosti. V bilanci podniku se vykazuje samostatně, jako doplňková část vlastního kapitálu. V českých podmínkách je součástí kapitálových fondů. Obvykle bývá emisní ážio vyšší než samotný emitovaný kapitál.⁹¹

⁸⁹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 221.

⁹⁰ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 376.

⁹¹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 222.

Emise dluhopisů

Další významnou formou externího financování podnikových investic jsou dluhopisy neboli obligace. Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, definuje dluhopisy v § 2, odst. 1 takto: „*Dluhopis je cenný papír nebo zaknihovaný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení určité dlužné částky odpovídající jmenovité hodnotě jeho emitentem, a to najednou nebo postupně k určitému okamžiku, a popřípadě i další práva plynoucí ze zákona nebo z emisních podmínek dluhopisu.*“⁹² Dluhopisy jsou tedy cenným papírem, který podnik emituje pro získání dlouhodobých finančních zdrojů od investorů. Emitent neboli dlužník se zavazuje majiteli obligace neboli věřiteli, že v předem určené době zaplatí nominální cenu dluhopisu, a nakonec ve stanoveném termínu také úroky.⁹³ Jedná se o dluhopisy emitované samotným podnikem, kdy se na druhé straně zakoupené obligace stávají součástí finančního majetku věřitele, potažmo podniku.⁹⁴ Dluhopisy jako dlouhodobý zdroj financování podniku jsou v největším měřítku využívány v USA z důvodu velmi rozvinutého kapitálového trhu. Typická doba splatnosti podnikových dluhopisů se pohybuje mezi 10 až 20 lety.⁹⁵ Druhů dluhopisů existuje celá řada, rozlišujeme obligace podle emitenta, podle úroku, způsobu emise a jiné. Emise obligací podléhá zákonným předpisům, a to zejména z důvodu ochrany věřitelů. V českých podmínkách se emise dluhopisů řídí Zákonem 190/2004 Sb., o dluhopisech.

Výhod financování podnikových potřeb dluhopisy je hned několik:

- Majitel obligace se nijak nepodílí na řízení společnosti, nemá hlasovací práva, vystupuje pouze jako věřitel. Nestává se tedy spoluvlastníkem emitujícího podniku, přičemž stávající akcionáři si zachovávají kontrolu nad činností podniku.
- Úrok z poskytnutého kapitálu je pevně stanoven a neodvídá se tedy od hospodářského výsledku podniku za dané období. Úrok je zpravidla nižší než dividendy z kmenových a prioritních akcií.⁹⁶
- Úrok z obligací je považován za náklad podniku, je tedy plně odpočitatelnou položkou a snižuje tak základ pro výpočet daně z příjmu. Pro podnik to znamená vytvoření

⁹² Zákon č. 190/2004 Sb., ze dne 1. dubna 2004, o dluhopisech. In: Sbírka zákonů. 23.4.2004, částka 63. ISSN 1211-1244, § 2, odst. 1.

⁹³ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 387.

⁹⁴ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 224.

⁹⁵ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 98.

⁹⁶ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 224.

daňového štítu, díky kterému podnik ušetří na daňovém odvodu. Náklady kapitálu u dluhopisů jsou tak nižší právě o jeho hodnotu.⁹⁷ Výpočet daňového štítu je následující:

$$U_s = U \cdot d$$

kde U_s = úrokový daňový štít v CZK

U = úrok v CZK

d = daňový koeficient tvořený sazbou daně v % / 100

- Emise dluhopisů mezi širokou veřejností podniku umožňuje získat poměrně objemný zdroj dlouhodobého kapitálu, těžko obstaratelného běžným bankovním úvěrem, kterým může disponovat po celou životnost dluhopisů, vzhledem k faktu, že většina z nich je splacena až právě v době splatnosti. Kapitál ani není nijak účelově vázán.

Nevýhody obligací z hlediska financování emitujícího podniku jsou následující:^{98,99}

- Povinnost uhradit pevný úrok, a to i v době, kdy hospodaření podniku kolísá.
- Emise dluhopisů je oproti dlouhodobému úvěru nákladnější vzhledem k emisním nákladům s ní spojeným, které jsou zpravidla fixní.
- Zvyšování zadluženosti podniku, nárůst finančního rizika a zvýšení nákladů kapitálu.
- Riziko v podobě možných změn emisních podmínek v průběhu životnosti dluhopisů.
- Informační povinnost emitenta o hospodaření a řízení podniku, které v podstatě vede k rozsáhlému uvolňování informací o podniku mezi širokou veřejností.
- Jednorázová splatnost dluhopisů představující možné refinanční riziko.

Získávání dlouhodobého financování pomocí emise dluhopisů je obecně doporučováno podnikům ve fázi rozvoje. Právě v této etapě životního cyklu má podnik zpravidla stabilní tržby a výnosy nebo předpokládá jejich růst. Zároveň by podnik měl také zohlednit míru stávající zadluženosti při zvažování emise dluhopisů.¹⁰⁰

Významnou roli při získávání externích zdrojů podniku prostřednictvím obligací hraje otázka záruk a celkové spolehlivosti emitenta. Rozlišujeme proto obligace, které jsou zaručené konkrétním typem majetku emitenta nebo jiným právním subjektem jako je banka, jiná společnost či stát, díky kterým jejich kredibilita rapidně narůstá. Emitent je povinen poskytnout informace o ručiteli v rámci žádosti o povolení emise. A dále obligace nezaručené, u kterých je

⁹⁷ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 98.

⁹⁸ Tamtéž, s. 99.

⁹⁹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 225.

¹⁰⁰ Tamtéž, s. 225.

pomyslnou zárukou celková finanční pozice emitenta. Ve světě, zpravidla ve vyspělých zemích, jsou zavedeny různé systémy hodnocení obligací podle finanční spolehlivosti, bonity emitenta. V USA je například pro spekulativní obligace zaveden název „junk bond“, jejichž úrok je přirozeně vyšší než u špičkových investic, nicméně je s nimi spojeno značné riziko.¹⁰¹ Jako nejracionálnější se jeví financování skrze bondy pro nejlepší dlužníky tedy firmy, které disponují nejlepším ratingem (viz. následující část „Bankovní úvěry“). V takovém případě je cena dluhopisů nízká a refinanční riziko předvídatelné.

Bankovní úvěry

Další z variant, jak podnik může získat potřebné zdroje financování, jsou bankovní úvěry. Poskytnutí takového úvěru je realizováno prostřednictvím smlouvy mezi věřitelem, bankou a dlužníkem, tedy konkrétní společností. Financování pomocí bankovních úvěrů hraje dominantní roli zejména v Evropě a také v Japonsku.¹⁰² Jedním ze základních bankovních produktů je poskytování úvěrů pro další zhodnocení vložených zdrojů svých klientů. Zároveň ale musí tyto vklady chránit a podrobovat proto žadatele o úvěr hloubkové analýze pro zjištění míry rizika plynoucí z investice. To uskutečňuje pomocí široké škály nástrojů, do kterých patří také analýza finančních ukazatelů podniku, zejména se pak soustředí na položky hospodářského výsledku, potažmo zisku a hodnocení stability a udržitelnosti cash-flow.¹⁰³

Volné hotovostní prostředky tzv. *free cash flow*, tedy očištěné peněžní toky od všech mandatorních výdajů, je možné zjistit pomocí vzorce:

$$\text{FCF} = \text{EAT} + \text{odpisy} - \text{čistá změna pracovního kapitálu} - \text{investiční výdaje (CAPEX)}$$

Z toho (EAT + odpisy – změna pracovního kapitálu) je označováno jako operativní cash-flow společnosti.¹⁰⁴

Banka tedy hodnotí celkové ukazatele úvěrové způsobilosti klienta, kdy prověřuje míru zadluženosti společnosti vůči hodnotě generovaného cash-flow, budoucí investiční výdaje, jinak označované jako CAPEX a mnoho dalších ukazatelů.¹⁰⁵ Dále je prováděn tak zvaný rating žadatele, při kterém banka hodnotí rizikové faktory spojené s poskytnutím úvěru žadateli. Právě z důvodu minimalizace rizika je pro banku klíčovým aspektem definice úvěrové kapacity

¹⁰¹ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 100.

¹⁰² VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 225.

¹⁰³ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 82.

¹⁰⁴ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 538-539.

¹⁰⁵ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 82.

klienta a strukturace úvěrového případu tak, aby byla zajištěna dlouhodobá platební schopnost klienta. Pro případ neplnění úvěrových ujednání je klíčové zajištění úvěru, tedy schopnost banky dosáhnout splacení úvěru realizací zajištění poskytnutého klientem. Součástí smlouvy mezi bankou a klientem jsou tak různé formy ochranných ujednání. Může se také jednat o majetkové či osobní záruky a vymínění si podmínek, jako například stanovení povinnosti podniku žádat banku o schválení různých strategických rozhodnutí, které by mohly ovlivnit finanční postavení podniku.¹⁰⁶

Bankovní úvěry mohou být spláceny několika způsoby. Běžně se tak děje pomocí anuitních pravidelných plateb během celého úvěrového období, které jsou stanoveny tzv. umořovacím plánem nebo jsou stanoveny splátky, které mohou mít v každém období různou výši. Nejběžnějším druhem úvěru jsou **termínové půjčky**, které se nejčastěji využívají k financování fixního majetku podniku. Podle doby splatnosti rozlišujeme termínové úvěry střednědobé, poskytované běžně na 1 až 5 let a dlouhodobé na 5 a více let.¹⁰⁷

Zajímavým druhem úvěrů jsou **úvěry akviziční**, které jsou využívány k financování fúzí a akvizic, typicky pro transakce označované jako *Leveraged Buy-Out*, tedy LBO. Tento akviziční mechanismus spočívá v tom, že kupující získává podíl v cílové společnosti s tím, že celý proces nabytí je financován z majoritní části právě externími akvizičními zdroji a z minority vlastním kapitálem. Tento proces má za následek pokles podílu vlastního kapitálu k externím zdrojům, což vede ke zvýšení zadluženosti kupované společnosti a mimo to také k zatížení společnosti platbou úroků, které ale mohou být daňově uznatelné. Aktiva kupované společnosti slouží ke krytí úvěru a na druhé straně jsou k úhradě splátek následně použity finanční toky generované sloučenými společnostmi.

Dalším konceptem pro využití akvizičního úvěru je *merger buyout*, jinak MBO, kde dochází k nabytí stoprocentního podílu v cílové společnosti, a to prostřednictvím nově založené SPV společnosti (*special purpose vehicle*). Tato společnost je založena kupujícím, který se tím snaží odstítnout potenciální riziko možných komplikací vyplývajících z transakce od mateřské společnosti, vzhledem k tomu, že společnost je prázdná, bez jakéhokoli majetku. SPV společnost na sebe bere akviziční úvěr, který je ale na druhé straně zajištěn majetkem cílové společnosti. Po nabytí podílu je zahájen proces fúze obou společností, kdy po úspěšném ukončení SPV společnost zaniká.¹⁰⁸

¹⁰⁶ ČIŽINSKÁ, Romana. Základy finančního řízení podniku. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8, s. 142.

¹⁰⁷ MAREK, Petr. Studijní průvodce financemi podniku. 2., aktualiz. vyd. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1, s. 430-431.

¹⁰⁸ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 87.

Financování investic pomocí externích zdrojů jako jsou obligace a různé druhy úvěrů se nazývá dluhové či návratné financování.¹⁰⁹

Finanční leasing

Finanční leasing je dalším produktem poskytovaným bankovními ústavami nebo také speciálními obchodními společnostmi zaměřenými na tento typ financování. Podniky tak mají možnost pomocí finančního leasingu pořídit svůj dlouhodobý majetek, aniž by musely exponovat vlastní peněžní prostředky.¹¹⁰

Valach definuje leasing jako: „*pronájem různých částí majetku (strojů, budov, výrobků dlouhodobé spotřeby) za sjednané nájemné buď na určité období, nebo na dobu neurčitou s výpovědní lhůtou.*“¹¹¹ Leasing spočívá v uzavření většinou tripartitní smlouvy mezi pronajímatelem, dodavatelem předmětu smlouvy a jeho nájemcem. Pronajímatel za stanovenou úplatu umožňuje nájemci jeho užívání, kdy mimo něj mohou být v rámci smlouvy poskytovány také servisní služby. Často dochází k přechodu vlastnického práva na nájemce po sjednané době užívání. Předmět je po celou dobu pronájmu majetkem pronajímatele, který má také nárok na jeho odepisování.

Rozlišujeme tyto dva základní typy leasingu:

1. Operativní leasing.
2. Finanční leasing.

Operativní leasing má formu krátkodobého pronájmu. Používá se zpravidla při pronájmu běžných provozních zařízení podniku, jako jsou osobní automobily, kopírovací zařízení, počítače a další. Úhrada pořizovacích nákladů probíhá formou splátek od vícero nájemců, proto je doba jednoho pronájmu kratší než životnost daného majetku. V rámci provozního leasingu je pronajímatelem zajišťována také veškerá údržba a servis. Smlouvu je ze strany nájemce možné před uplynutím sjednané doby vypovědět.¹¹²

Finanční leasing má naopak dlouhodobý charakter. Oproti operativnímu leasingu slouží k trvalému pořízení daného majetku, vzhledem ke skutečnosti, že platby leasingu plně pokrývají cenu pronajatého majetku. Zpravidla je finanční leasing spojen s právem následného odkupu majetku nájemcem. Finanční leasing má pro tyto rysy v podstatě povahu peněžní půjčky. Nájemce nemusí vydávat celou kupní cenu majetku jednorázově, ale je mu umožněno

¹⁰⁹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 227.

¹¹⁰ REŽŇÁKOVÁ, Mária. Efektivní financování rozvoje podnikání. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4, s. 88.

¹¹¹ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 228.

¹¹² Tamtéž, s. 228.

ji hradit formou pravidelných splátek. Volné prostředky tak může nájemce investovat do jiných zařízení. Smlouvu není možné vypovědět a zajištění servisních služeb, údržby a oprav přechází na nájemce. Finanční leasing je dále možné rozdělit na přímý, nepřímý a tzv. leverage leasing.¹¹³

Výhody leasingu pro financování podnikových investic jsou následující:^{114,115}

- Podnik nemusí vynakládat vlastní hotovost na pořízení potřebných aktiv ihned, jednorázově, ale díky leasingu mu je umožněno hradit jejich cenu formou pravidelných splátek.
- Tím, že leasing není zachycen v rozvaze, nezvyšuje se celková zadluženost podniku.
- Zajištění leasingu je podstatně jednodušší a rychlejší, než je tomu u bankovního úvěru.
- Tím, že majetek je pouze zapůjčený, není uváděn jako položka fixního majetku, čímž se zvyšuje likvidita podniku.
- Na splátky leasingu je nahlíženo jako na platbu za služby, která je pro podnik v plné výši nákladem a snižuje tak základ pro výpočet daně z příjmů.

Oproti tomu nevýhody leasingového financování je možné spatřovat v těchto bodech:¹¹⁶

- Podnik nemůže uskutečňovat odpisy pronajatého majetku vzhledem k setrvání vlastnického práva po dobu leasingu u pronajímatele.
- Leasingovou smlouvu je obvykle možné vypovědět pouze pod vysokým penále.
- Nájemce není oprávněn disponovat s majetkem v takovém rozsahu, jako kdyby byl jeho vlastním. Je omezen podmínkami leasingové společnosti.
- Leasing je obvykle dražší než bankovní úvěr.

¹¹³ VALACH, Josef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2, s. 420-422.

¹¹⁴ VALACH, Josef. Finanční řízení podniku. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1, s. 229.

¹¹⁵ SCHOLLEOVÁ, Hana. Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice. 1. vydání. Praha: Grada, 2009. 288 s. ISBN 978-80-247-2952-7, s. 193-194.

¹¹⁶ Tamtéž, s. 194.

3. Mezaninové financování

Jak již bylo v úvodu práce zmíněno, tato a následující kapitola bude z podstatné části čerpat z interních materiálů společnosti poskytující mezaninové financování, převážně na českém a slovenském trhu, která z důvodu zachování obchodního tajemství a ochrany osobních údajů klienta bude dále anonymizována. Pro účely této bakalářské práce společnost nese název *Společnost MCG*. Všechny citované materiály byly vytvořeny jako manuály pro účely financování mezaninových transakcí a jako korporátní prezentační materiály.

3.1 Podstata a charakteristika mezaninového financování

Mezaninové financování je často označováno jako hybridní forma financování. Kombinuje vlastnosti jak dluhu, tak vlastního kapitálu. Mezanin jako finanční nástroj získává čím dál tím více na významnosti, avšak v porovnání s klasickým úvěrovým financováním zůstává jen málo využívaný, a to zejména pokud jde o malé a střední podniky, které zpravidla nesplňují kritéria pro získání mezaninového dluhu nebo k němu nemají přístup.¹¹⁷

Mezaninový kapitál obecně odkazuje na úroveň financování mezi seniorním (bankovním) dluhem společnosti a jejím vlastním kapitálem. Strukturálně je podřízený seniornímu dluhu ve smyslu priority platby dluhové služby a zajištění, ale nadřizený ve vztahu ke kmenovým akciím nebo ostatním formám vlastního kapitálu. Jinak by se tento vztah dal vyjádřit z pohledu případných nepříznivých událostí, kdy je na prvním místě zhojen seniorní věřitel a až poté poskytovatel mezaninového kapitálu, ale zároveň dříve než případné nároky akcionářů.¹¹⁸ V širším kontextu může mezaninový dluh mít formu podřízeného dluhu, konvertibilního podřízeného dluhu a splatitelných prioritních akcií.¹¹⁹ Někdy je také označován jako kvazi vlastní kapitál.

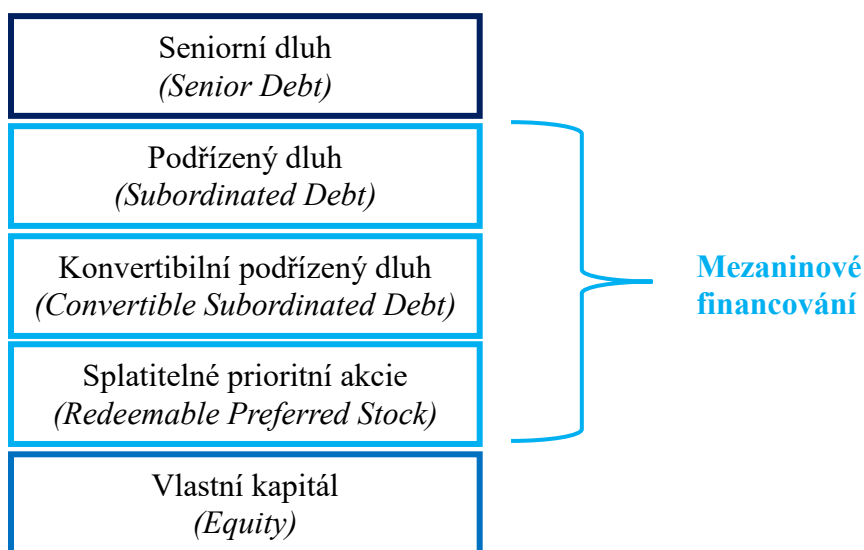
Schéma postavení mezaninového dluhu je znázorněno na *Obrázku 4: Postavení mezaninového financování v kapitálové struktuře společnosti*.

¹¹⁷ MIHALČOVÁ, Bohuslava a HVASTOVÁ, Jozefína. Mezaninové financovanie – jeho význam a úloha v ekonomike. Ekonomický časopis [online]. Košice, 2008, 56(10), s. 973-986 [cit. 2018-12-29]. ISSN 0013-3035. Dostupné z: <https://www.sav.sk/journals/uploads/0920143110%2008%20Mihalcova-Hvastova.pdf>, s. 973.

¹¹⁸ ZÁVARSKÁ, Zuzana. Využitie mezaninového financovania v podnikovej praxi. Manažment v teórii a praxi [online]. Košice: Ekonomická univerzita v Bratislave, Podnikovohospodárska fakulta so sídlom v Košiciach, 2011, 7(2), s. 37-48 [cit. 2018-12-29]. ISSN 1336-7137. Dostupné z: <http://casopisy.euke.sk/mtp/clanky/2-2011/mtp2-2011.pdf>, s. 38.

¹¹⁹ SILBERNAGEL, Corry a VAITKUNAS, Davis. Mezzanine Finance. In: Bond Capital [online]. 2nd Edition. Vancouver, BC Canada: Bond Capital Mezzanine Inc., 2016, 12 s. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/2016-bond-capital-mezzanine-finance-white-paper.pdf>, s. 2.

Obrázek 4: Postavení mezaninového financování v kapitálové struktuře společnosti



Zdroj: Vlastní zpracování dle MIHALČOVÁ, Bohuslava a HVAŠTOVÁ, Jozefína. *Mezaninové financovanie – jeho význam a úloha v ekonomike*, s. 981

Společným rysem všech mezaninových nástrojů je, že nabízejí profil riziko versus výnosnost, který leží mezi bankovním dluhem a vlastním kapitálem. Mezaninové financování se používá jako náhrada vlastního kapitálu, za účelem zvýšení finančního pákového efektu, tedy poměru dluhu k vlastnímu kapitálu v případech, kdy kapacita seniorního dluhu dosáhla svého maxima a generované cash-flow společnosti má dostatečný potenciál pro dodatečné financování. V případě využití mezaninového dluhu ve spojení se seniorním dluhem se snižuje požadavek na vložení vyššího vlastního kapitálu do dané transakce. Vzhledem k tomu, že vlastní kapitál je nejdražší formou kapitálu, použití mezaninového dluhu s nižšími náklady spolu s tradičním seniorním dluhem snižuje obecně náklady kapitálu společnosti a zvyšuje výnos vlastního kapitálu akcionářů.¹²⁰

3.2 Struktura a využití mezaninového financování

Při hlubším zkoumání mezaninového financování je patrné, že může nabývat více podob, a to podřízeného dluhu, půjčky s účastí, úvěru s nárokem na podíl ze zisku, tichého společenství či konvertibilních cenných papírů, kdy stavba struktury financování je téměř nekonečná.¹²¹ Ačkoli neexistuje žádná obecná definice, mezaninové financování je obecně pojímáno jako technika, která kombinuje dva nebo více výše uvedených dluhových nástrojů v rámci jednoho

¹²⁰ SILBERNAGEL, Corry a VAITKUNAS, Davis. Mezzanine Finance. In: Bond Capital [online]. Vancouver, BC Canada: Bond Capital Mezzanine Inc., 2012, 8 s. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/what-is-mezzanine-finance.pdf>, s. 2.

¹²¹ VASILESCU, Laura G. Financing Gap for SMES and the Mezzanine Capital. Economic Research-Ekonomika Istraživanja [online]. 2010, 23(3), s. 57-67 [cit. 2018-12-29]. ISSN 1848-9664. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2010.11517423>, s. 61.

produktu. Přesná kombinace těchto nástrojů je zpravidla „ušita na míru“ konkrétním potřebám klienta a investorů. Poskytovatelé mezaninového kapitálu se obecně zaměřují na rizikový profil investic pohybující se mezi seniorním dluhem a vlastním kapitálem, od čeho se odvíjí také výše úrokové sazby.¹²² Schéma matice riziko vs. návratnost nástrojů mezaninového financování je zobrazeno na *Obrázku 5: Paradigma rizika a návratnosti nástrojů mezaninového financování*.

Obrázek 5: Paradigma rizika a návratnosti nástrojů mezaninového financování



Zdroj: Vlastní zpracování dle NIJS, Luc. Mezzanine financing: tools, applications and total performance, s. 11.

Z bilančního hlediska se mezaninový kapitál řadí mezi položky vlastního kapitálu a dlouhodobých závazků. Způsob zaúčtování jednotlivých typů nástrojů mezaninového financování bere ohled zejména na formu uzavřené smlouvy mezi danou společností a poskytovatelem mezaninového kapitálu. K samotnému rozdělení mezaninových nástrojů je třeba říci, že o podřízeném dluhu, půjčce s účastí a dluhopisech se účtuje jako o závazcích, nicméně seniorní věřitel může tuto skutečnost zohlednit při vyhodnocování žádosti o úvěr a celkové zadluženosti podniku a započítat proto část mezaninu do vlastního kapitálu. Stejně tak tiché společenství a právo s účastí na zisku je součástí dlouhodobých závazků. Co se týká investice ve formě emise prioritních akcií, jedná se o navýšení základního kapitálu podniku.¹²³

¹²² SILBERNAGEL, Corry a VAITKUNAS, Davis. Mezzanine Finance. In: Bond Capital [online]. Vancouver, BC Canada: Bond Capital Mezzanine Inc., 2012, 8 s. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/what-is-mezzanine-finance.pdf>, s. 3.

¹²³ ZÁVARSKÁ, Zuzana. Využitie mezaninového financovania v podnikovej praxi. Manažment v teórii a praxi [online]. Košice: Ekonomická univerzita v Bratislave, Podnikovohospodárska fakulta so sídlom v Košiciach, 2011, 7(2), s. 37-48 [cit. 2018-12-29]. ISSN 1336-7137. Dostupné z: <http://casopisy.euke.sk/mtp/clanky/2-2011/mtp2-2011.pdf>, s. 39.

V rámci kategorie mezaninu jako produktu se obvykle kombinuje více nástrojů mezaninového financování, a to zpravidla ve struktuře: a) jedné nebo více kategorií podřízeného dluhu; b) tranše, ve které investor obdrží tak zvané *success fee* neboli poplatek z úspěšně provedené transakce, což může představovat podíl na zisku společnosti; a případně také c) tranše vztahující se k vlastnímu kapitálu, označovaná jako *equity kicker*, ve které investor obdrží platbu či jiné plnění, jejíž hodnota je podmíněna vzrůstem hodnoty společnosti a obvykle se odráží v ceně akcií společnosti.¹²⁴

Financování prostřednictvím mezaninových dluhových nástrojů zpravidla umožní lepší přístup společnosti k seniornímu financování a sníží náklady na financování s ohledem na náklady vlastního kapitálu. V zásadě většina dluhového financování zajištěná pomocí mezaninových nástrojů je klasifikována jako podřízený dluh, který je bankami vnímán podobně, jako kdyby došlo k navýšení vlastního kapitálu. Příznivější poměr dluhu a vlastního kapitálu vede ke zlepšení úvěrového ratingu dané společnosti, což pro ni představuje výhodnější podmínky úvěru a větší prostor pro získání dodatečného dluhového kapitálu.¹²⁵

V oblasti mezaninového financování je možné rozlišovat několik typů produktů, které se liší zejména z hlediska rizikového profilu transakce, na kterou jsou poskytovány:¹²⁶

- **Dluhově orientované produkty** (*Debt Oriented Products*) jsou juniorní půjčky, strukturálně či právně podřízené, věcně nezajištěné, s koeficientem celkového pákového efektu typicky do 4násobku čistého finančního dluhu k EBITDA, zaměřené na celkový výnos obvykle v rozmezí 7-9 % ročně. Typickým zástupcem tohoto produktu je například podřízené financování s nízkým rizikovým profilem.
- **Vyvážené produkty** (*Balanced Products*) jsou typickými mezaninovými úvěry, právně či strukturálně podřízené, věcně nezajištěné, s koeficientem celkového pákového efektu přesahující 5násobek čistého finančního dluhu k EBITDA. Přesné hodnoty jsou ale vždy definovány na základě specifických parametrů dané transakce, její struktury a finančního a rizikového profilu žadatele. Cílový požadovaný výnos by se měl pohybovat v rozmezí 10-12 % ročně s ohledem na stávající tržní podmínky. Příkladem může být růstový kapitál (*Growth Capital*) či dříve zmiňované transakce za účelem financování akvizic jako je LBO (*Leveraged Buy-Out*) a MBO (*Management Buy-Out*).

¹²⁴ OECD. New approaches to SME and entrepreneurship financing: Broadening the range of instruments [online]. Paříž: OECD Publishing, 2015, 149 s. [cit. 2018-12-29]. ISBN 978-92-64-24095-7. Dostupné z: [https://doi-org.zdroje.vse.cz/10.1787/9789264240957-en](https://doi.org.zdroje.vse.cz/10.1787/9789264240957-en), s. 96.

¹²⁵ Tamtéž, s. 98.

¹²⁶ SPOLEČNOST MCG. Supplement to the Offering Memorandum. Praha: Společnost MCG, 2019. 30 s., s. 6.

- **Ekvitně orientované produkty** (*Equity Oriented Products*) jsou typicky vysoce rizikové seniorní (zajištěné) nebo juniorní úvěry (podřízené, věcně nezajištěné) zpravidla používané k financování restrukturalizačních transakcí nebo akvizic minoritních podílů. Požadovaný výnos s ohledem na predikovanou míru rizika obvykle přesahuje 15 % ročně.

Postavení mezaninového dluhu v kontextu externích finančních nástrojů, s ohledem na očekávaný výnos a výši EBITDA, znázorňuje *Obrázek 6: Mezaninový dluh v kontextu externích finančních nástrojů*.

Obrázek 6: Mezaninový dluh v kontextu externích finančních nástrojů

Očekávaný výnos	Typ financování	Hodnota EBITDA
15 % + p. a.	vlastní kapitál	8x
10-15 % p. a.	Mezaninový úvěr	5x
7-9 % p. a.	juniorní úvěr	4x
4-7 % p. a.	seniorní úvěr	1x

Zdroj: Vlastní zpracování dle SPOLEČNOST MCG. Client Presentation, s. 7.

V rámci mezaninových transakcí jsou zpravidla aplikovány následující strukturální prvky:¹²⁷

- Mezaninový dluh může být umístěn buď na provozní úrovni dlužníka (v tomto případě je podepsána dohoda o podřízenosti mezi seniorem, dlužníkem a poskytovatelem mezaninu) nebo je udržován ve strukturálně podřízené pozici na úrovni holdingu. V prvním případě přebírá dlužník mezaninový dluh navíc ke své provozní zadluženosti, v případě druhém dochází k již uvedené strukturální podřízenosti.
- Je pro něj typická neregresní struktura, kde budoucí peněžní toky žadatele slouží ke splácení primárně seniorního dluhu a následně, snížením jeho objemu, je vytvořena kapacita pro refinancování mezaninového dluhu.
- Úvěr je zpravidla splacen jako tak zvaný *bullet payment* neboli jednorázová splátka jak úroku, tak jistiny, a to najednou v době splatnosti úvěru. Děje se tak proto, že „exit“

¹²⁷ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 6.

z mezaninového úvěru je prováděn jeho refinancováním seniorním věřitelem, tedy bankou.

- Může být použit již dříve zmiňovaný mechanismus *equity kicker* (pro posílení ziskovosti transakce pro mezaninového věřitele).
- Upisovací kapacita se zpravidla pohybuje od 4 milionů do 50 milionů EUR se schopností případného prodeje třetí straně. Hledisko objemu je jedním z klíčových faktorů, který odlišuje mezaninový dluh od seniorních úvěrů.
- Transakce se zapojením mezaninu jsou strukturovány s vyšším pákovým efektem, než mají seniorní úvěry, a to obvykle až do 5,5-6násobku EBITDA dlužníka s tím, že podíl mezaninu na celkovém leverage dlužníka se pohybuje na 1-2násobku EBITDA.
- Splatnost úvěru se pohybuje v rozmezí 5 až 7 let, a je zpravidla strukturována nad rámec splatnosti seniorního dluhu.
- Úrokové sazby mohou být buď pevně stanovené, nebo jsou pohyblivé na určité úrovni mezibankovních sazeb. Obvykle se pohybují na úrovni 10-15 % per annum a jsou stanoveny na základě definice rizikového profilu žadatele.
- Vztah poskytovatele mezaninu k seniornímu věřiteli je velmi úzký, vyplývající z podřízenosti mezaninového dluhu vůči dluhu seniornímu. Proto je nutností monitorovat smluvní požadavky bank poskytujících seniorní úvěr. Zpravidla je také podepisován tzv. *Inter-Creditor Agreement*, týkající se budoucího řešení konfliktů zájmů.
- Jsou obvykle sjednávána nefinanční ujednání ve smyslu omezení zadluženosti vůči třetím stranám, omezení změn vlastnické struktury, povinné mimořádné splátky v případě prodeje podnikových aktiv, omezení distribuce dividend, omezení ročních kapitálových nákladů a další.

Mezaninový kapitál je především využíván společnostmi, které disponují kladnými peněžními toky minimálně po dobu tří let, k **financování dalšího růstu podniku**, a to zejména pro:¹²⁸

- Významné rozšíření obchodní činnosti a/nebo investování do nových technologií.
- Financování koupě (akvizice) nové společnosti.
- Optimalizaci kapitálové struktury a rizikového profilu svého podnikání.
- Rekapitalizaci; změnu vlastnické struktury.
- Překlenutí nedostatku krátkodobé likvidity.
- Nabytí aktiv v rámci restrukturalizace podniku.
- Financování restrukturalizačního procesu.

¹²⁸ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 5.

3.3 Investiční kritéria

Poskytovatelé mezaninového financování hodnotí širokou škálu kritérií pro účely vyhodnocení potenciálního věřitele, kdy se jedná zejména o profilování celého odvětví, ve kterém žadatel působí až po detailní analýzu jeho finančních ukazatelů. Celý tento proces má za cíl vyhodnotit rizikovost předkládané transakce a schopnost žadatele splatit poskytnuté zdroje.

Obecně jsou preferována cyklicky stabilní a předvídatelná odvětví, jako je například zdravotnictví, farmaceutický průmysl, potravinářský průmysl, veterinární průmysl a „PET food“, výroba, úprava a rozvod vody, elektřiny, tepla a plynu, specializované strojírenství a související průmyslová odvětví, maloobchod a distribuce. Naopak velmi sporadicky jsou financována silně cyklická odvětví a odvětví související s komoditami a prodejem nemovitostí.

Základním atributem daného podniku by měla být jeho dlouholetá provozní historie, jinými slovy by měl být dobře zaveden na trhu, na kterém působí, měl by vykazovat jasné a udržitelné konkurenční výhody, prokazatelný růstový potenciál a disponovat managementem s dlouhodobě pozitivními výsledky. Klíčovým ukazatelem je pak hodnota EBITDA, která by měla přesahovat 3-4 miliony EUR.¹²⁹

V obecné rovině při financování mezaninových transakcí je nezbytné zohlednit následující fundamentální zásady a požadavky:¹³⁰

Silné postavení žadatele na trhu: Financovaná společnost by měla disponovat velmi silnou, ne-li vedoucí pozicí na cílovém trhu a dané odvětví by mělo vykazovat dostatečnou míru stability. Dále by měla prokázat udržitelné konkurenční výhody a přiměřené investice do podnikových aktiv. Výše uvedené faktory představují klíčové předpoklady pro stabilitu budoucích peněžních toků, které jsou naprosto zásadní pro vyhodnocení životnosti transakce.

Kvalifikovaný management: Dalším klíčovým kritériem ratingu žadatele je požadavek na kvalifikovaný a stabilní management s několikaletými zkušenostmi v oboru, který je v ideálním případě motivován prostřednictvím podílu na zisku nebo v dané společnosti. Ač se tato zásada může jevit jako podřadná, kvalita managementu z velké části předurčuje další vývoj společnosti na základě zpětného zhodnocení schopnosti generovat cash-flow.

Financování společností ve fázi vzniku: Ze samotné povahy mezaninového financování je až na výjimky nemožné poskytnout tento typ financování společností ve fázi vzniku či tak

¹²⁹ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 7.

¹³⁰ Tamtéž, s. 16.

zvaným „start-upům“. Tyto společnosti nemohou doložit žádné historické výsledky fungování obchodní činnosti.

Extenzivní a vysoce kvalitní informace: Pro podrobné posouzení historického vývoje dlužníka, skutečného a očekávaného vývoje peněžních toků, jakož i klíčových rizik spojených s obchodní činností dlužníka a daným tržním prostředím, je nezbytné mít k dispozici široké portfolio vysoce kvalitních informací, a to jak tržních, finančních tak i právních. Typickými zdroji jsou účetní závěrky, rozpočty, due diligence zprávy vyhotovené renomovanými poradenskými společnostmi, průzkumy trhu a informační memoranda a v neposlední řadě také vlastní analytické materiály poskytovatele.

Z pohledu hloubkové analýzy žadatele jsou pak sledovány zejména následující prvky:¹³¹

Vlastní kapitál: Mezaninové transakce by měly vždy zahrnovat odpovídající výši vlastního kapitálu, a to alespoň ve výši 15 %. Nicméně výše vloženého vlastního kapitálu do transakce je podmíněna specifiky každého obchodního případu a je určena v závislosti na výpočtech poměrových ukazatelů. Expozice vlastních prostředků hraje také významnou motivační roli ve vztahu k žadateli, který tím prokazuje důvěru v daný obchodní záměr a předurčuje jeho úsilí k vykazování pozitivního hospodaření společnosti, potažmo plnění kontrahovaných závazků.

Zajištění aktiv: Úroveň zajištění aktiv není ze své podstaty klíčovým kritériem pro posuzování mezaninových transakcí, nicméně i tak, je třeba brát tento prvek v úvahu vzhledem k faktu, že odpovídající krytí aktivity může poskytnout věřitelům dodatečné plnění v případě nesplacení dluhu. V případě rekapitalizace zahrnující vyplacení vlastnického podílu nebo výplatu dividend je nezbytné důsledně vymezit hodnotu společnosti žadatele, jakožto implicitního vlastního kapitálu, a tedy i alternativního prostředku k případnému zhojení věřitele v případě neplnění.

Poměr pákového efektu: Typickým strukturálním prvkem mezaninového dluhu je jeho koncipování na bázi EBITDA-násobku s využitím vyšší míry finanční páky než v případě standardního seniorního dluhu. Tento ukazatel je v podmínkách financování měřen jako poměr čistého finančního dluhu / EBITDA. Celková míra pákového efektu včetně seniorního dluhu musí odpovídat cash-flow profilu dlužníka.

Volná hotovost: V dokumentaci mezi seniorním a mezaninovým poskytovatelem dluhu jsou zpravidla zakotvena ujednání upravující použití části přebytečných peněžních prostředků z generovaného cash-flow. Ty jsou použity pro splácení pravidelné peněžní složky úroku (*Cash Interest*), typicky na úrovni 2-3 % p. a. za podmínky plnění všech ujednaných povinností.

¹³¹ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 16-17.

Úroveň podnikového cash-flow je v konečném důsledku pro posouzení úvěrové bonity žadatele rozhodující.

PIK úroky: PIK (*payment-in-kind*) je periodická forma platby, při které se úroková platba nevyplácí v hotovosti, nýbrž zvýšením částky jistiny prostřednictvím kapitalizace splatné úrokové platby. Základní finanční model každé transakce musí prokázat, že úroky PIK mohou být spláceny z volného cash-flow společnosti v rámci úvěrového období nebo že mohou být refinancovány nejpozději v době splatnosti úvěru.

3.4 Fáze investičního procesu včetně Exitu

Zahájení investičního procesu a strukturování transakce

Ve chvíli, kdy je identifikován potenciální obchodní případ, je poskytovatelem zahájen předběžný proces strukturování transakce, který probíhá souběžně s testováním rizikového profilu žadatele. V případě kladného vyhodnocení těchto prvotních ukazatelů, následuje hloubkový proces due diligence dané společnosti. Jedná se zejména o rozbor obchodní strategie a obchodního modelu potenciálního dlužníka, finanční analýzy společnosti a modelování trendu budoucího vývoje hospodaření. Tento postup je obvykle doplněn o posouzení žadatele z právního, dodatečného finančního a technického hlediska, kam je možné zařadit otázky pojištění, zdanění, environmentální faktory a další. Pro tyto účely jsou zpravidla v této fázi do procesu zapojeni expertní poradci na danou problematiku.¹³²

Počáteční fáze investičního procesu

V počáteční přípravné fázi je vypracována úvodní zpráva shrnující výsledky předběžné analýzy potenciální transakce s ohledem na strukturu transakce, dosažitelnost požadované výše výnosů a potenciálních rizik, s přihlédnutím k dalším faktorům, jako jsou:

- Popis společnosti a jejího historického vývoje.
- Vlastnická struktura společnosti, její renomé, finanční a profesní kvality žadatele a jeho vrcholového vedení.
- Pozice společnosti na trhu, specifika daného odvětví a struktura dodavatelské a odběratelské sítě.
- Kapitálová struktura, hodnoty likvidity, pákového efektu a provozní poměr.
- Úroveň cash-flow a budoucí finanční výhledy, jejich konzistence a udržitelnost.

¹³² SPOLEČNOST MCG. Offering Memorandum. Praha: Společnost MCG, 2018. 55 s., s. 16.

Pokud ani v předběžné fázi hodnocení nejsou identifikovány významné negativní aspekty, je zahájen proces hloubkové analýzy transakce a žadatele.¹³³

Fáze hloubkové analýzy finančních ukazatelů a rizikových faktorů

Na základě předběžných výsledků fundamentálního hodnocení je připraven orientační návrh financování, který je prezentován potenciálnímu dlužníkovi. V případě, že obě strany odsouhlasí navrženou strukturu transakce a stanovené poplatky spojené s financováním je zahájen podrobný proces hloubkové finanční analýzy a potenciálních rizik obvykle ve spolupráci se specializovanými poradci. Případně je vyhotovena formální žádost o poskytnutí úvěru s cílem sumarizovat veškeré relevantní informace, k vydání konečného rozhodnutí. Žádost o poskytnutí úvěru musí rozpracovat všechny faktory, které byly vzaty v úvahu při procesu prvotního vyhodnocování, a to konkrétně úvahu následující skutečnosti:¹³⁴

- Tržní prostředí a specifika odvětví.
- Přezkoumání obchodní strategie žadatele.
- Výsledky testování hladiny rizik a výsledky expertních analýz, včetně definování potenciálních aspektů, které by případná negativa mohly do určité míry neutralizovat.
- Vyhodnocení kvalit vedoucích funkcionářů.
- Zevrubná finanční analýza:
 - Majetková struktura společnosti.
 - Zdroje zisku a struktura nákladů.
 - Vývoj hodnot EBITDA a udržitelnost cash-flow.
 - Historický vývoj investičních nákladů a budoucích CAPEX výdajů.
 - Míra zadluženosti, likvidity, úrokového krytí a vývoj pracovního kapitálu.
 - Poměr vlastního kapitálu k celkovým aktivům (*equity ratio*).
 - Zároveň jsou přezkoumány dříve realizované predikce hospodářského vývoje společnosti.
- Rating žadatele definující pravděpodobnost selhání konkrétního úvěrového případu.

Uzavření transakce

Na základě pozitivního rozhodnutí investičního týmu poskytovatele, s ohledem na kladné výsledky provedené analýzy žadatele, vyhodnocení rizikových faktorů a podpůrného testování zásad proti praní špinavých peněz interního *Anti-Money Laundering* oddělení, jsou pověřeni dedikovaní specialisté poskytovatele koordinací a vypracováním příslušné úvěrové dokumentace, zejména úvěrové smlouvy, zajišťovací dokumentace, dohody mezi věřiteli

¹³³ SPOLEČNOST MCG. Offering Memorandum. Praha: Společnost MCG, 2018. 55 s., s. 17.

¹³⁴ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 19.

a doplňkových dokumentů. Zpravidla je tato dokumentace vytvářena ve spolupráci s právními poradci se specializací na bankovní a finanční právo, a to na bázi smluvních standardů *The Loan Market Association*.¹³⁵

Rozsah prací právních poradců se obvykle skládá z těchto prvků:¹³⁶

- Právní stanovisko k platnosti a vymahatelnosti právní dokumentace.
- Právní stanovisko ohledně kapacity dlužníka, to znamená schopnost dlužníka přijmout nový závazek, pokud není poskytnuto renomovaným právním poradcem samotného žadatele.
- Kontrolní list potvrzující splnění předem stanovených odkládacích podmínek žadatelem pro úspěšné pokračování transakce.

Správa, monitorování a kontrola úvěru

Po úspěšném uzavření obchodního případu je dedikovaným analytikem poskytovatele, odpovědným za danou transakci sledován vyhotovený seznam odkládacích podmínek platných pro daný úvěr, aby se usnadnilo čerpání prostředků z úvěru.

Cílem následné správy a monitorování průběhu úvěrového případu je předcházet možným rizikovým scénářům, které by v případě, že by se uskutečnily a vzhledem k materiální nezajištěnosti a podřízené povaze úvěru, mohly mít fatální dopady na celou transakci. Z tohoto hlediska je klíčovým úkolem poskytovatele zajistit správné procesy řízení rizik spojených s každým úvěrem.

Tyto principy jsou následující:¹³⁷

Pravidelné monitorování: V průběhu účetního období dlužníka musí být pečlivě sledována jeho finanční výkonnost na základě typicky čtvrtletních monitorovacích zpráv, včetně výpočtu finančních závazků, a to na základě ustanovení vyplývajících z úvěrové dokumentace. Minimálně musí být každý úvěr přezkoumán na roční bázi. Součástí revizní zprávy je také opětovné vyhodnocení stavu rizikových faktorů a závěrečná doporučení. Na základě přezkoumání této zprávy investičním týmem poskytovatele jsou odsouhlasena potřebná opatření.

Nedostatečná výkonnost dlužníka: Pokud by z revizní zprávy vyplývalo, že výkonnost dlužníka není v souladu s počátečním očekáváním, vyplývajícím z dříve vypracovaných

¹³⁵ SPOLEČNOST MCG. Offering Memorandum. Praha: Společnost MCG, 2018. 55 s., s. 18.

¹³⁶ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 24.

¹³⁷ SPOLEČNOST MCG. Offering Memorandum. Praha: Společnost MCG, 2018. 55 s., s. 18.

finančních modelů a bylo by patrné zhoršení jeho bonity, je nezbytně nutné vypracovat zprávu o rizicích včetně doporučení, která by definovala potřebné kroky k řešení nastalé situace. S ohledem na výkonnost dlužníka je hodnoceno především materiální snížení výnosů či příjmů a významné zvýšení rizikového profilu nebo opodstatněný předpoklad jeho budoucího zhoršení. Předpokladem zhoršení výkonnosti dlužníka mohou být následující faktory: a) očekávané porušení povinností dlužníka v následujících dvanácti měsících; b) změna tržní nebo obchodní dynamiky vedoucí k významnému ovlivnění dlouhodobé schopnosti generovat profit v průběhu zbývajících úvěrového období.

Případ porušení povinností (event of default): Ve chvíli, kdy analytici pojmu důvodné podezření ohledně vzniku „defaultu“, je daný úvěr podroben speciálnímu, intenzivnějšímu monitorovacímu režimu. Jsou stanovena prováděcí opatření včetně akčních plánů, zapojení třetích stran a jiná další opatření, která by vedla k požadované stabilizaci nastalé situace a jejímu postupnému zlepšení. Pokud ani tato opatření nevedou k vyřešení situace, poskytovatel může přistoupit k vypovězení úvěru a následné realizaci zajišťovacích instrumentů jako je nucený prodej společnosti.

Dlužník je shledán „v případě porušení“ v následujících případech:¹³⁸

- Platba jakékoli části úvěru je opožděna o více než 90 dnů.
- Dlužník zásadním způsobem poruší své povinnosti nefinančního charakteru vyplývající z úvěrové dokumentace po dobu delší než 180 dnů.
- Je nepravděpodobné, že by dlužník splatil veškeré dlužné dluhy ve vztahu k úvěru z vlastních peněžních zdrojů, budoucích peněžních toků nebo refinancováním a neočekává se, že by jakékoli vymáhání relativního zajištění generovalo požadovanou hotovost k pokrytí dlužných částek.
- Případné další závažné důvody vedoucí ke zvýšení rizikového profilu dlužníka.

Exit

Základní princip exitu většiny mezaninových investic spočívá v jejich splacení skrze refinancování poskytnuté seniorním věřitelem, a to z volných peněžních prostředků vygenerovaných podnikem či prodejem společnosti. Exit je také velmi často uskutečňován prostřednictvím horizontálních či vertikálních akvizic společnosti.¹³⁹

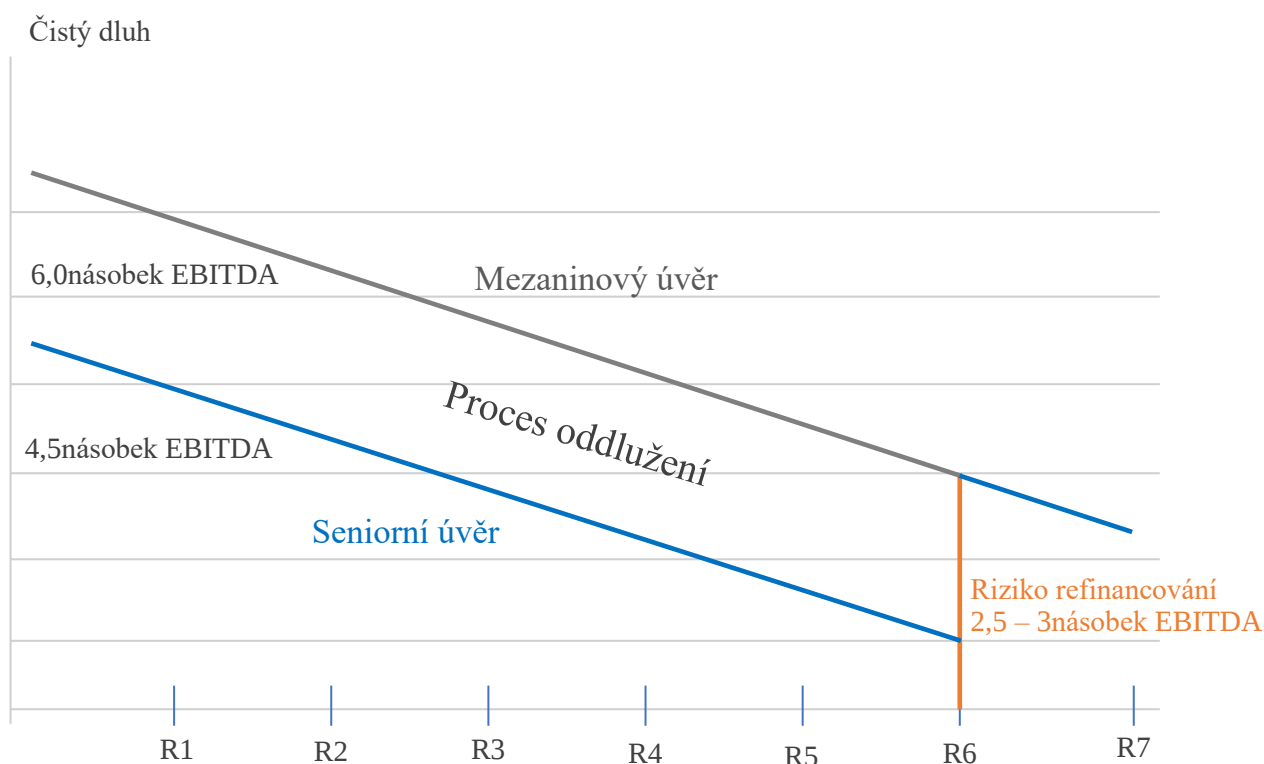
¹³⁸ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 31-32.

¹³⁹ SILBERNAGEL, Corry a VAITKUNAS, Davis. Mezzanine Finance. In: Bond Capital [online]. Vancouver, BC Canada: Bond Capital Mezzanine Inc., 2012, 8 s. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/what-is-mezzanine-finance.pdf>, s. 7.

Fundamentální strategií poskytovatele mezaninového financování v rámci exitu, konkrétně z hlediska řízení rizik, je monitorovat celkový pákový efekt každého dlužníka během doby trvání daného úvěrového období. Celkový pákový efekt se skládá ze seniorních, juniorních a jiných dluhů, včetně půjček. Hlavním cílem je snížit celkové refinanční riziko v plánovaném termínu splatnosti úvěru na úroveň, která je již přijatelná pro seniorního věřitele a umožňuje tak poskytnout dlužníkovi návrh na refinancování bankou.

Při přípravě struktury transakcí poskytovatel vždy pracuje s ohledem na dlouhodobou dluhovou kapacitu (krytí dluhové služby) dlužníka a příslušné refinanční riziko. To se obvykle měří prostřednictvím předpokládaného poměru čistého finančního dluhu vůči EBITDA, který by měl být v období exitu na úrovni jejího 3násobku. Přijatelné refinanční riziko se může lišit v závislosti na mnoha faktorech jako například na vývoji ekonomiky a finančních trhů, odvětví, v němž je dlužník aktivní, finanční výkonnosti dlužníka, dlouhodobé udržitelnosti jeho peněžních toků a dalších.¹⁴⁰ Schéma průběhu oddlužení zakončené exitem dlužníka znázorňuje *Obrázek 7: Průběh oddlužení včetně exitu.*

Obrázek 7: Průběh oddlužení včetně exitu



Zdroj: Vlastní zpracování dle SPOLEČNOST MCG. Client Presentation, s. 6.

¹⁴⁰ SPOLEČNOST MCG. Credit Policy. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s., s. 14.

3.5 Riziko spojené s poskytnutím mezaninového dluhu

Otázky rizik spojených s poskytováním mezaninového financování byly již do určité míry promítnuty do předchozích podkapitol.

Konkrétní rizika, která reálně hrozí poskytovateli mezaninového financování a které je třeba strategicky uchopit z hlediska řízení rizik, jsou následující:¹⁴¹

Úvěrové riziko představuje možné ztráty způsobené zhoršením úvěrové bonity dlužníka a jeho finančního profilu. Předcházet mu lze podrobným finančním due diligence, hloubkovou interní analýzou dlužníka a taktéž finančním modelováním možných budoucích variant finanční výkonnosti dlužníka.

Riziko finanční struktury je založeno na principu podřízenosti mezaninového dluhu. Riziko zde představují možné ztráty způsobené strukturální nebo právní podřízeností, která pro poskytovatele znamená splácení až v druhé řadě za seniorním věřitelem. Z tohoto titulu a z hlediska eliminace možných ztrát je účtována dodatečná riziková prémie, která je započítána do úrokové sazby.

Riziko nezajištěnosti. V drtivé většině případů neexistuje žádné významné zajištění úvěru, které by umožnilo poskytovateli se alespoň do určité míry zhojit v případě nesplacení úvěru dlužníkem. Aktiva jsou primárně zastavena ve prospěch seniorního věřitele a případné minimální zajišťovací instrumenty významně korelují s výkonností dlužníka. V neposlední řadě i z tohoto důvodu je nezbytná kontribuce dlužníka vkladem vlastního kapitálu do celé transakce.

Riziko refinancování představuje ztráty způsobené opožděným splacením úvěru z důvodu neschopnosti zajistit refinancování seniorním věřitelem v období splatnosti úvěru. V tomto ohledu je klíčové zajistit finanční modelování na úrovni vlastního stresového testu, který se snaží zobjektivnit předložená data dlužníkem. Dále je nezbytné průběžné sledování a řízení transakce po jejím ukončení s cílem zajistit úspěšný exit dlužníka.

Rizika spojená s managementem či Sponzorem mohou nastat v případě slabého či nedostatečně motivovaného sponzora nebo také když představitelé vrcholového vedení nemají dostatečnou kvalifikaci. Opět je nezbytná hloubková analýza historického vývoje společnosti, sledování dosažených výsledků vedení a vklad vlastního kapitálu dlužníkem.

¹⁴¹ SPOLEČNOST MCG. Risk Appetite. Praha: Společnost MCG, 2016. 8 s., s. 6-7.

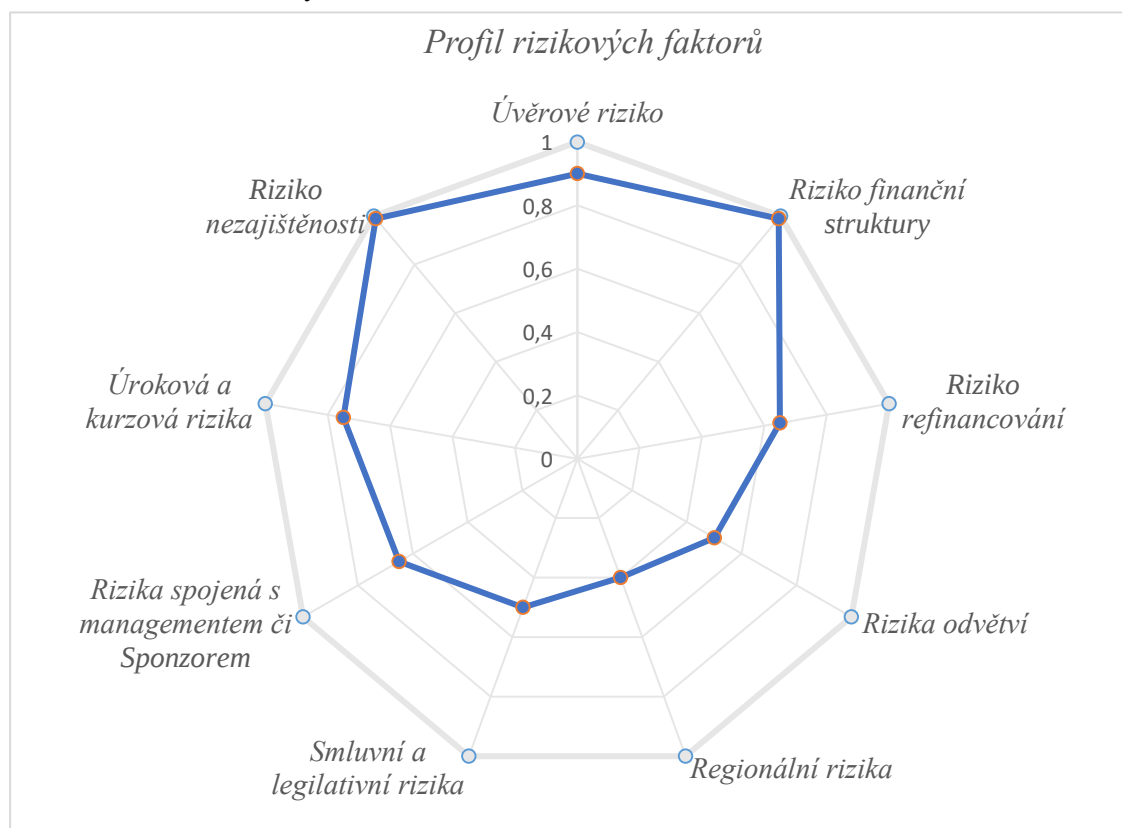
Rizika odvětví jsou spojena s cykličností konkrétních odvětví, která v případě vysokého profilu cykličnosti mohou mít za následek nižší předvídatelnost peněžních toků. Je tedy nutné taková odvětví definovat a ze zásady omezit či vynechat jejich financování.

Regionální rizika či rizika konkrétních zemí jsou typicky spojena se zeměmi třetího světa, kde mohou panovat nestandardní legislativní podmínky v kombinaci s nízkou úrovní vymahatelnosti práva. Opět jsou pro tyto případy zavedeny koncentrační limity.

Smluvní a legislativní rizika. Za legislativní riziko je považováno ignorování legislativních či regulačních požadavků dané země nebo také nedostatečná znalost jejího legislativního prostředí. Zpravidla se proto provádí zevrubná právní due diligence ještě před uzavřením samotné transakce. Mezi smluvní rizika patří zejména uzavření právně vadných smluv, které by mohly vystavit poskytovatele financování ztrátám. Proto je nutné vždy zapojit renomovaného právního poradce.

Úroková a kurzová rizika. Kurzová rizika jsou spojena s možnou kurzovou ztrátou peněžních prostředků dlužníka v důsledku fluktuace kurzu příslušných měn. V souvislosti s úrokovými sazby je riziko spojené naopak s fluktuací výše tržních úrokových sazeb. Pro účely vykrytí těchto rozdílů je stanoveno přiměřené procento na základě testování citlivosti, o které je úroková sazba úvěru navýšena. Následující *Obrázek 8: Profil rizikových faktorů* znázorňuje spider analýzu zobrazující orientační úroveň rizika jednotlivých rizikových faktorů.

Obrázek 8: Profil rizikových faktorů



Zdroj: Vlastní zpracování dle SPOLEČNOST MCG. Risk Appetite, s. 6.

4. Realizovaný projekt s využitím mezaninového financování

V následující závěrečné kapitole bude prezentován projekt realizovaný na mezinárodní úrovni koncem roku 2017, za účelem poskytnutí mezaninového financování klientovi. Veškeré podklady pro vypracování této kapitoly mi byly poskytnuty Společností MCG, která figurovala v této transakci jako hlavní aranžér. Z důvodu ochrany osobních údajů klienta a uchování obchodního tajemství budou všechny zúčastněné strany anonymizovány. Zároveň ze stejného důvodu jsou pro účely zpracování této kapitoly veškeré nominální hodnoty transakce převedeny na jednotky, což ale nemá žádný vliv na jejich vypovídací hodnotu a výsledek, který mají přinést. Poměrové ukazatele finanční analýzy zůstávají nezměněny. Cena mezaninového financování byla oproti realitě změněna a stanovena na ilustrativní úroveň 10 % p. a. Po konzultaci s vedoucími pracovníky Společnosti MCG byla tato transakce vybrána z důvodu jedinečnosti jejího provedení, strukturování a v neposlední řadě také objemu. Každý ze členů týmu Společnosti MCG je odborníkem ve svém oboru s dlouholetými zkušenostmi, díky nimž byla tato transakce úspěšně dokončena.

4.1 Představení transakce

Podstatou této transakce bylo poskytnutí mezaninových zdrojů za účelem akvizice německé společnosti vyrábějící hliníkové slitiny (společnost „WSH-DE“) českou společností působící v oblasti kontinuálního lakování plechu a recyklace hliníku (společnost „VLV-CZ“).

Kupující, tedy společnost VLV-CZ, byla do doby před plánovanou akvizicí vlastněna přímo, a to „Vlastníkem X“ a „Vlastníkem Y“, jakožto fyzickými osobami, v poměru 24,99 % a 75,01 %. Společnost VLV-CZ dosahovala ročního obrátu ve výši 1 020 jednotek a ukazatel EBITDA dosahoval hodnoty 80 jednotek.

Společnost WSH-DE jako výrobce hliníku se dvěma výrobními závody v Německu, specializující se na výrobu hliníkových slitin ze šrotového materiálu s obratem 1 450 jednotek za rok, hodnotou EBITDA ve výši 103 jednotek a současně s přibližně 30% podílem na německém trhu představovala pro českou společnost VLV-CZ vysokou perspektivu rozvoje její dosavadní výroby a obecně obchodní činnosti. Společnost VLV-CZ je zčásti aktivní ve stejném oboru, kdy přibližně 25 % její hodnoty EBITDA je tvořeno segmentem výroby hliníkových slitin. Lze konstatovat, že akviziční cíl velikostně přesahoval kupujícího, tedy společnost VLV-CZ.

Hlavní důvody akvizice byly následující:

Synergický efekt pro kupujícího:

1. Obchodní činnost společnosti VLV-CZ v oblasti recyklace hliníku byla poměrně malého rozsahu s výrobní kapacitou 30 tisíc tun ročně oproti společnosti WSH-DE se 180 tisíci tun ročně. Její produkce tedy nedosahovala takových objemů, které by přilákaly zajímavé odběratele. Díky akvizici by bylo možné zvýšit prodejní ceny vzhledem k realizaci obchodních smluv pod jménem WSH-DE a zároveň by akvizice přinesla posílení výroby české divize tekutých slitin, která do té doby činila pouhých 10-15 % veškeré produkce. Hodnota synergického efektu byla vyčíslena na 5 jednotek.
2. Společnost VLV-CZ měla potenciál kontrahovat větší množství šrotového materiálu a dále ho dodávat německé společnosti jako jeden z jeho majoritních dodavatelů.

Akviziční příležitost:

Akvizice německé společnosti představovala pro společnost VLV-CZ jedinečnou příležitost vstoupit na německý trh a dát tak základ pro další regionální expanzi.

Společnost VLV-CZ se proto obrátila na Společnost MCG se žádostí o poskytnutí mezaninového úvěru v celkové výši 190 jednotek na spolufinancování akvizice cílové společnosti v Německu.

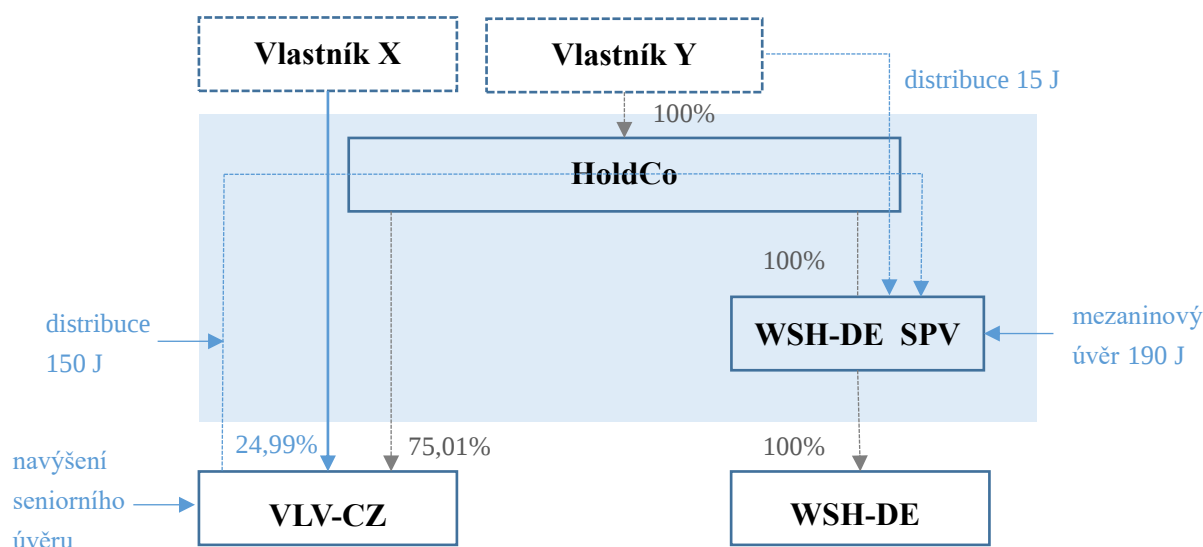
4.2 Struktura transakce

Klíčové strukturální prvky transakce byly následující:

1. Pro zajištění potřebné distribuce finančních zdrojů ze společnosti VLV-CZ byla sjednána **změna vlastnické struktury**, která spočívala v založení nové společnosti „HoldCo“, vlastněné ze 100 % Vlastníkem Y, který se skrze ni stal nepřímým vlastníkem společnosti VLV-CZ stávajícími 75,01 %. Přímé vlastnictví společnosti VLV-CZ ve výši 24,99 % ze strany Vlastníka X zůstalo nezměněno. Vzhledem k jeho privátní zadluženosti nebylo možné převést jeho podíl do společnosti HoldCo. Důležitou podmínkou byl ale jeho souhlas s provedením celé transakce, podpořený oficiálním prohlášením, že si je vědom nastalé situace a souhlasí s budoucí distribucí volných prostředků za účelem splácení úvěru, a to až do doby konečné splatnosti mezaninového úvěru. Tato změna struktury umožnila poskytovateli mezaninového dluhu stoprocentní přístup ke generovanému cash-flow společnosti VLV-CZ, ačkoliv ekonomické vlastnictví bylo omezeno na 75,01 %.

2. Dalším aspektem transakce bylo spolufinancování akvizice z prostředků společnosti VLV-CZ, a to prostřednictvím refinancování potažmo navýšení stávajícího úvěru ze strany **seniorních věřitelů**. Výsledkem této operace na úrovni VLV-CZ byla distribuce prostředků do společnosti HoldCo ve výši 150 jednotek. Hlavním důvodem bylo maximalizovat akviziční zdroje a zvýšit tak pákový efekt pro kupujícího.
3. Plán následné distribuce měl být proveden formou vnitroskupinové půjčky mezi VLV-CZ a HoldCo, která tyto zdroje dále poskytne nově vytvořené SPV společnosti (společnost „WSH-DE SPV“) a ta je sloučí s poskytnutým mezaninovým úvěrem, strukturálně podřízeným financování seniorních věřitelů, jak je patrné z *Obrázku 9: Schéma nové vlastnické struktury a plán distribuce zdrojů v rámci akvizice*. Společnosti HoldCo a WSH-DE SPV se tak staly dlužníky této transakce.

Obrázek 9: Schéma nové vlastnické struktury a plán distribuce zdrojů v rámci akvizice



Zdroj: Vlastní zpracování dle SPOLEČNOST MCG. Credit Application, s. 3.

Celková kupní cena německé společnosti byla stanovena na **315 jednotek**.

Celková výše mezaninového úvěru byla vyčíslena na **190 jednotek** s tím, že byla stanovena tak, aby zahrnovala také určitou rezervu pro případnou fluktuaci hodnot pracovního kapitálu a pro vyjednávání s prodávajícím.

Bankovní úvěr poskytnutý českými bankovními ústavami tvořil **150 jednotek**.

Vlastník Y (jinak také „Sponzor“) přislíbil kontribuci vlastním kapitálem ve výši **15 jednotek**.

Kromě financování akvizice byly poskytnuty také prostředky pro vypořádání nesplacených závazků společnosti VLV-CZ, které měly sloužit akviziční společnosti HoldCo k odkoupení 24,99% podílu ve společnosti VLV-CZ od bývalého akcionáře, aby bylo dosaženo vlastnického podílu ve výši 75,01 % pro Sponzora. Závazky VLV-CZ představující jak výplatu podílu, tak vypořádání dříve zřízeného úvěru byly v hodnotě **40 jednotek**.

Hodnota společnosti WSH-DE na tak zvané „*debt-free*“, „*cash-free*“ bázi (po vyloučení všech finančních prostředků stejně jako úvěrů a obdobných dluhových instrumentů) byla vyčíslena na **525 jednotek**.

Přehled všech dedikovaných příjmů a výdajů je zobrazen v *Tabulce 1: Dedikované příjmy a výdaje transakce*.

Tabulka 1: Dedikované příjmy a výdaje transakce

příjmy	jednotek	%	výdaje	jednotek
distribuce VLV-CZ	150,00	42,25	kupní cena	315,00
mezaninový dluh	190,00	53,50	refinancování	20,00
vlastní kapitál "Vlastníka Y"	15,00	4,25	vypořádání minority	20,00
zdroje celkem	355,00	100	náklady celkem	355,00

Zdroj: Vlastní zpracování dle SPOLEČNOST MCG. Credit Application, s. 2.

Splácení úvěru

Splatnost mezaninového úvěru byla stanovena na dobu sedmi let od podepsání úvěrové dokumentace s možností jeho čerpání v období následujících tří měsíců.

Celková úroková sazba se skládala ze dvou složek, a to z:

- **Cash Interest** ve výši 2 % p. a., placené na čtvrtletní bázi s úrokovým obdobím v délce tří měsíců. Součástí transakční dokumentace byla dohoda se seniorními věřiteli, že umožní distribuci prostředků ve výši cash interest jak z VLV-CZ, tak z WSH-DE.
- **PIK Interest** nabíhajícího na čtvrtletní bázi a kapitalizovaného do nesplaceného zůstatku platby PIK, splatného v konečném dni splatnosti ve výši 8 % p. a., s úrokovým obdobím v délce dvanáct měsíců.

Konečná výše celkové úrokové sazby tvořila součet obou výše uvedených sazeb, a to v celkové výši 10 % p. a.

Výše úrokové sazby v případě této transakce byla ze strany poskytovatele zvolena z důvodu střední míry rizika a také hodnoty čistého finančního dluhu k EBITDA, která se pohybovala na hranici 4násobku, čímž se zařadila do kategorie typických mezaninových úvěrů. Projekce průběhu ukazatele pákového efektu (*net financial debt/EBITDA*) na konsolidované bázi obou společností do doby splatnosti úvěru je zobrazena v *Tabulce 2: Projekce pákového efektu transakce*.

Tabulka 2: Projekce pákového efektu transakce

rok	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NFD/EBITDA	4,1x	4,2x	3,9x	3,7x	3,4x	3,1x	2,9x	2,6x

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančního modelu Společnosti MCG.

Ačkoliv se konsolidovaný leverage zmíněný výše může zdát na první pohled nízký, není tomu tak, a to ze dvou důvodů. Prvním důvodem je neexistence složky pracovního kapitálu bankovního dluhu společnosti WSH-DE, vzhledem k tomu, že v hojně míře využívala k financování pracovního kapitálu faktoring, který se nezobrazuje v bilanci. Druhým důvodem byl obecně nižší dosažitelný leverage ve Spolkové Republice Německo. Vzhledem k tomu, nebylo pro společnost WSH-DE reálné dosáhnout vyššího seniorního dluhu, což vytvořilo poptávku po zapojení mezaninu do financování kupní ceny.

Klient se zavázal platit pravidelnou hotovostní složku úroku, jejíž distribuci se bude snažit maximalizovat prostřednictvím svých přidružených společností s výhradou, že tyto platby nebudou v rozporu s finančními závazky vůči seniorním věřitelům.

Pokud by finanční výkonnost společností VLV-CZ a WSH-DE, na základě agregovaných finančních výsledků, přesáhla finanční projekci poskytovatele, pak by tyto výnosy spadaly do kategorie přebytečných zdrojů. Ty mohou být klientem použity jako investic do podnikových CAPEX-ů nebo akvizičních aktivit, ale pouze v případě, že PIK úrok a zůstatek platby PIK budou plně splaceny. Klient bude dále povinen, před uskutečněním jakýchkoliv CAPEX investic z dříve definovaných přebytečných zdrojů, takové zdroje primárně použít na zálohy plateb obou složek PIK.

V případě mimořádných událostí jako je protiprávní jednání, změna ovládání skupiny, získání výnosů z vyřazení majetku, nabyté volné hotovostní prostředky, uvolnění finančních prostředků z vázaného účtu, se dlužník zavázal zaplatit povinnou jednorázovou splátku úvěru.

Klient bude mít také možnost složit jednorázové mimořádné splátky, a to v minimální hodnotě 5 jednotek, které dále podléhají předem stanoveným poplatkům, které jsou odvozeny od počtu let uplynulých od podepsání úvěrové dokumentace.

Zajištění úvěru

Vzhledem ke skutečnosti, že mezaninový úvěr byl poskytnut na úrovni německé SPV společnosti, která vlastní 100% podíl německé operativní společnosti a na druhé straně je 100 % vlastněna holdingovou společností HoldCo, kdy obě společnosti jsou v pozici dlužníka ať už vůči seniornímu či mezaninovému věřiteli, byly jako hlavní zajišťovací instrumenty úvěru, definovány následující: a) zástavní právo na 100% podíly obou dlužníků; b) zástavní právo k běžným účtům obou dlužníků; c) podřízení veškerých závazků dlužníků vůči akcionářům. Obecně jsou tyto podmínky označovány jako tak zvaný „*Co-Borrower concept*“.

Další ujednání směřem k dlužníkům, vzhledem faktu, že veškeré splátky měly být hrazeny z konsolidovaného cash-flow holdingu, byla stanovena za účelem omezení volného disponování s těmito prostředky. Ujednání byla následující: a) zákaz dalšího finančního zadlužení, pokud není podřízeno; b) zákaz zřízení jakékoliv zástavy; c) zákaz výplaty dividend a transakcí se Sponzorem a přidruženými společnostmi; d) zákaz poskytování záruk a půjček; e) zákaz změn v oboru podnikání; f) žádné fúze nebo rozdělení; g) zákaz prodeje aktiv; h) zákaz kapitálových výdajů nad rámec stanovených; i) zákaz „hedgingu“. V souvislosti s kapitálovými výdaji byla stanovena finanční ujednání, která povolovala hodnotu CAPEX výdajů ve výši 18 jednotek pro společnost VLV-CZ a 22,5 jednotek pro společnost WSH-DE.

Dále byl ujednán pravidelný dohled nad dalším průběhem transakce, a to na čtvrtletní a roční bázi. **Čtvrtletně** bude předkládána: a) účetní závěrka nejdéle do 60 dnů včetně komentáře k případné odchylce v rozpočtu; b) zpráva o dodržování finančních ujednání jak vůči seniornímu, tak vůči mezaninovému věřiteli; c) zpráva o transakcích mezi dlužníky, Sponzorem a přidruženými společnostmi; d) zpráva o kapitálových výdajích v poměru k rozpočtu. **Každoročně** bude předložen: a) aktualizovaný finanční model s výhledem na dalších pět let, a to nejpozději do března daného roku; b) zpráva o kapitálových výdajích v poměru k rozpočtu a výhled na dalších šest let; c) auditovaná účetní závěrka jak samostatná, tak konsolidovaná nejpozději do následujících šesti měsíců.

V rámci prvního čerpání bylo nutné doložit následující dokumenty a potvrzení:

- Splnění výše uvedených zajišťovacích podmínek transakce.
- Úvěrovou smlouvu uzavřenou se seniorním věřitelem v předem dohodnuté formě. Dále potvrzení o převedení přislíbených finančních prostředků na zřízený vázaný účet.
- Uspokojivé právní stanovisko k finanční dokumentaci.
- Finanční a daňová due diligence zpráva o VLV-CZ.
- Informační balíček a finanční due diligence zpráva o WSH-DE.
- Smlouvu o zřízení úschovy, kde mezaninový věřitel figuruje jako jeden z účastníků.

- Souhlas se změnou ovládání WSH-DE ze strany stávajících seniorních věřitelů.
- Podepsaný *Share Purchase Agreement* (kupní smlouva).
- Zpráva o toku finančních prostředků s podrobným přehledem příjmů a výdajů.
- Memorandum o daňové struktuře transakce, tedy budoucím daňovým zatížení.
- Prohlášení Vlastníka X o tom, že a) si je plně vědom zamýšlené transakce a b) souhlasí s veškerými budoucími „up-stream“ distribucemi VLV-CZ, tedy směrem nahoru do holdingové struktury, dokud nebude úvěr plně splacen.

Dlužník bude „v případě porušení“, dojde-li k: a) změnám v dokumentaci seniorního věřitele bez souhlasu mezaninového věřitele; b) distribuci finančních prostředků směrem ke Sponzorovi, které nebyly předem odsouhlaseny mezaninovým věřitelem; c) změně ovládání; d) porušení jakýchkoli jiných povinností uvedených v úvěrové dokumentaci mezaninového poskytovatele, po uplynutí příslušné lhůty pro nápravu; e) „*Cross Default*“ (křížové porušení závazků vůči ostatním věřitelům) při jakékoli finanční zadluženosti vyšší než 5 jednotek, přičemž lhůta pro nápravu byla stanovena ve výši 40 pracovních dnů.

Dojde-li k situaci „v případě porušení“, je dlužník povinen informovat o této události mezaninového věřitele spolu s návrhem příslušných opatření směřujících k nápravě, a to nejpozději do 15 pracovních dnů od vzniku této události. Věřitel tento návrh posoudí, avšak samotné provedení takových opatření je podmíněno jeho předchozím souhlasem, který ale nesmí být bezdůvodně odepřen.

4.3 Fundamentální analýza kupující a cílové společnosti

V rámci fundamentální analýzy byly poskytovatelem mezaninového kapitálu hodnoceny finanční výkazy jak kupující, tak cílové společnosti v rozsahu let minulých a zároveň na základě těchto dat byla vytvořena predikce budoucího hospodářského vývoje. V tomto ohledu poskytovatel mezaninu obvykle zpracovává finanční model ve třech verzích, v tak zvaném „*management case*“ modelu, který pracuje s hodnotami dodanými samotným klientem, „*base case*“ modelu, který s určitým zjednodušením předpokládá trendové pokračování dosavadního vývoje, v zásadě jde o analogickou aplikaci historických čísel do budoucna a „*downside case*“ modelu, který se snaží zohlednit případné výkyvy v budoucím hospodaření ovlivněné negativním vývojem na trhu. Pro účely této práce jsou prezentována data z base case modelu.

Pro vyhodnocení životaschopnosti daného projektu se poskytovatel zaměřuje zejména na faktory výkonnosti, zadluženosti a vývoje kapitálových výdajů (CAPEX) klienta a cílové společnosti.

O výkonnosti společnosti VLV-CZ nebylo větších pochyb ve smyslu pravidelného nárůstu hodnoty EBITDA v čase. V roce 2014 byl zaznamenán nárůst o 18 %, v roce 2016 vzrostla o téměř 51 %. I do budoucna se očekával nárůst její hodnoty, a to o 11 % v roce 2017.

Investice do kapitálových výdajů byly více než patrné, s nejsilnějším nárůstem v letech 2014-2016. Za poslední čtyři roky společnost investovala více jak 220 jednotek do rozvoje výroby. Po těchto obnovách zařízení nebyly předpokládány žádné větší modernizační investice s tím, že se do budoucna předpokládalo ustálení těchto výdajů na konstantní udržovací úrovni, tedy na úrovni odpisů.

Bankovní zadluženost v době sjednání financování se pohybovala na úrovni 2,3násobku EBITDA. Predikce zadluženosti měřená ukazatelem krytí dluhové služby se v horizontu následujících sedmi let měla pohybovat v průměru na úrovni 1,63, což bylo velmi uspokojivé.

Společnost WSH-DE měla nadstandardně zainvestovány své dva výrobní závody s ročními investicemi přibližně 20 jednotek. Majoritní podíl v podobě 75 % zpracovaného hliníku byl dodáván v tekuté formě přímo do výroby klientům, což bylo jen velmi obtížně nahraditelné. S roční produkcí 180 tisíc tun dodávala primárně do automobilového průmyslu v Německu. Bankovní zadluženost se v době sjednání financování pohybovala na úrovni 2,6násobku EBITDA. Ukazatel krytí dluhové služby byl predikován na dalších sedm let v průměru na úroveň 1,3. Dalšímu růstu nahrávala příležitost k subdodavatelskému propojení mezi VLV-CZ a WSH-DE.

Finanční struktura mezaninového poskytovatele byla postavena na čerpání z peněžních toků jak společnosti VLV-CZ, tak WSH-DE. I v případě zhoršených výsledků samotné WSH-DE by konsolidovaný výkon skupiny měl zůstat na úrovni umožňující bezproblémovou obsluhu dluhu. Celkový pákový efekt na konsolidované úrovni je v šestém a sedmém roce nižší než 3násobek EBITDA, což naznačuje velmi dobrou kapacitu pro refinancování bankami, jak je patrné z *Tabulky 3: Konsolidované ukazatele skupiny*.

Tabulka 3: Konsolidované ukazatele skupiny

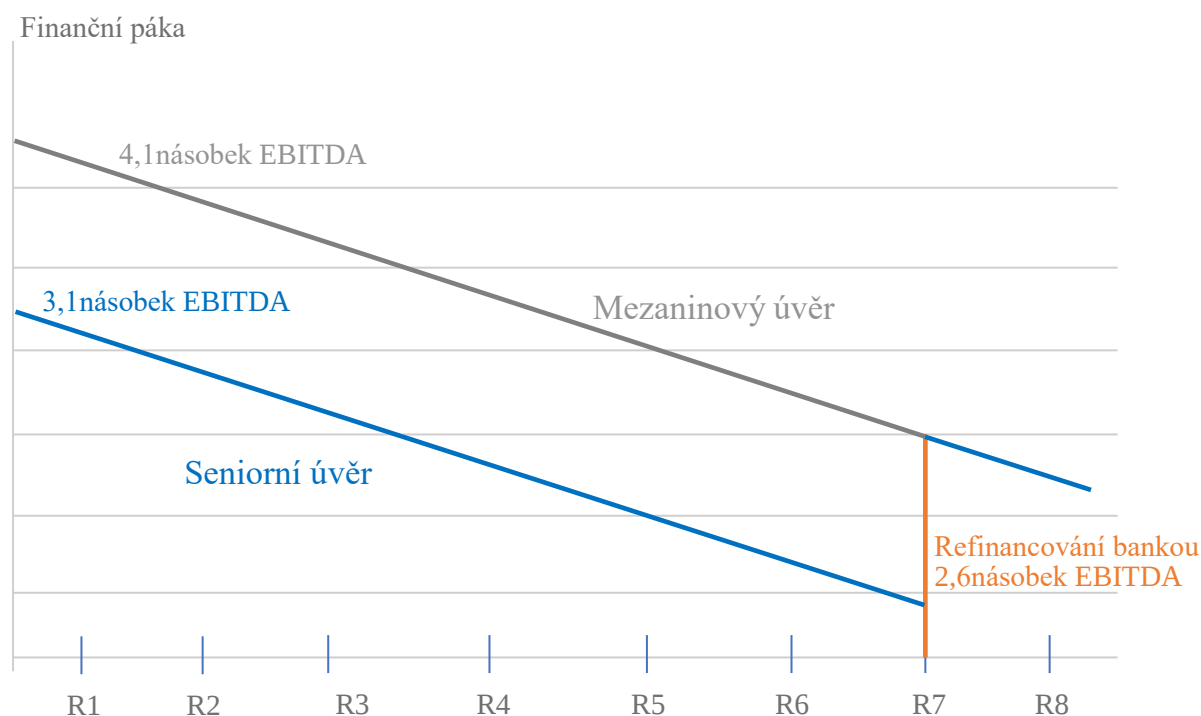
Konsolidované ukazatele skupiny	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA	189	177	173	165	163	160	152	149
Seniorní dluh	600	656	577	498	432	377	322	269
seniorní dluh/EBITDA	3,1x	3,6x	3,3x	2,9x	2,6x	2,3x	2,1x	1,8x
Mezaninový dluh	190	107	116	127	130	130	130	133
mezaninový dluh/EBITDA	1,0x	0,6x	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x	0,9x	0,9x
CELKOVÝ DLUH/EBITDA	4,1x	4,2x	3,9x	3,7x	3,4x	3,1x	2,9x	2,6x

Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančního modelu Společnosti MCG.

4.4 Vyhodnocení

Ze zpracovaných finančních modelů bylo více než pravděpodobné, že společnost VLV-CZ bude pokračovat v rostoucím trendu vzhledem k nedávno dokončeným investicím. V případě společnosti WSH-DE byl očekáván konstantní vývoj, vyráběla v téměř plné kapacitě. I v rámci vypracovaného downside case modelu byla patrná uspokojivá schopnost splácet dluh, jehož hodnota se v době jeho splatnosti pohybovala pod běžným 3,5násobkem EBITDA. Podle base case modelu byla předpokládána redukce dluhu dokonce až na 2,6násobek EBITDA v době jeho splatnosti, čímž se refinanční riziko pro poskytovatele mezaninového dluhu snížilo na velmi akceptovatelnou úroveň. Průběh oddlužení skupiny v případě této transakce je zobrazen na *Obrázku 10: Průběh splácení dluhu do okamžiku refinancování na konsolidované bázi*.

Obrázek 10: Průběh splácení dluhu do okamžiku refinancování na konsolidované bázi



Zdroj: Vlastní zpracování na základě finančního modelu Společnosti MCG.

Klíčovým důvodem pro zapojení mezaninu do této transakce byla skutečnost, že klient už nebyl schopen dosáhnout na další bankovní úvěr za účelem financování akvizice cílové společnosti, a proto se obrátil na Společnost MCG s žádostí o poskytnutí mezaninového financování. Ta vzhledem k více než uspokojivým historickým výsledkům a výsledkům finančního modelování, dominantní pozici cílové společnosti na německém trhu a velmi dobrému rizikovému profilu obou společností, tuto žádost schválila. Finanční modelování jako takové tvořilo klíčovou součást posouzení plánované transakce, nicméně pro účely vypracování této práce byly jednotlivé údaje uvedeny v omezeném množství vzhledem ke skutečnosti, že práce klade důraz zejména na jednotlivé strukturální prvky transakce.

Závěr

Cílem bakalářské práce bylo poskytnout ucelený materiál sumarizující náležitosti mezaninového financování, objasnit způsob jeho strukturování, využití a potenciální rizika, která se k němu váží s následnou aplikací těchto pravidel v kontextu praktického příkladu z praxe.

V úvodní části práce byly definovány principy finančního řízení a financování podniku, která jsou pro další rozvoj a fungování každé společnosti klíčová. Dále byly definovány druhy zdrojů financování s přehledem těch běžně dostupných, jako jsou odpisy, emise akcií, bankovní úvěry a další a zároveň byly vymezeny jejich podstatné náležitosti.

Navazující část práce se již věnovala samotnému mezaninu jako finančnímu nástroji. Z principů mezaninového financování vyplývá, že mezaninový kapitál vzhledem k nárokům kladeným na klienta není vhodný pro každý podnik, a to zejména pro nevýkonné či začínající podniky. Typickým příkladem podniku, pro který je mezaninový dluh ideálním instrumentem, je inovační podnik s vysokým potenciálem růstu či podnik, který již nedosáhne na dodatečné možnosti klasického bankovního financování, ale má velmi silnou pozici na trhu, dobré finanční zdraví, pozitivní a stabilní cash-flow. Mezaninový kapitál tak slouží jako dodatečný finanční prostředek pro překlenutí období než podnik bude moci opět získat finanční prostředky pomocí tradičních forem financování. Také je třeba brát v úvahu hledisko objemu mezaninového financování, kdy suma poskytnutých finančních prostředků je ve výši několika milionů EUR. Pro malé a střední podniky se tak mezaninové financování stává velmi těžko dostupným finančním nástrojem.

Každá úspěšně realizovaná transakce využívající mezaninový kapitál se promítá do výsledného zisku podniku, který zlepšuje poměr vlastního kapitálu k závazkům. Podnik tak zvyšuje stupeň své samostatnosti, který mu dává prostor pro případné dřívější splacení mezaninového dluhu a získání levnějšího bankovního úvěrování. Oproti klasickému bankovnímu dluhu je mezaninový dluh specifický v jeho nezajištěnosti a podřízenosti právě vůči poskytovateli seniorního dluhu.

V závěrečné části práce byla představena transakce realizovaná Společností MCG, která je dle mého názoru vynikajícím příkladem zapojení mezaninu do financování akvizičních transakcí a taktéž odpovídá na základní otázky typu, proč a jakým způsobem může být tento úvěrový produkt využit. Z důvodu obsáhlosti a náročnosti finančního modelování každé transakce byly pro účely této práce uvedeny pouze základní data finančních ukazatelů obou společností figurujících v obchodní transakci, nicméně právě finanční modelování je ústřední částí hodnocení potenciálního obchodního případu. Finanční modelování by se tak mohlo stát předmětem dalšího samostatného zkoumání.

Závěrem mohu konstatovat, že cíl bakalářské práce byl splněn. Čtenář v práci nalezne odpovědi na otázky týkající se podstaty a principů mezaninu jako specifického finančního nástroje s indikací jeho nejběžnějších způsobů využití, typických kritérií, které musí klient splňovat pro úspěšné uzavření transakce, jednotlivé fáze investičního procesu a dále jsou uvedena rizika, která jsou s tímto financováním spjata. Ukázka realizované transakce Společností MCG takto vymezené teoretické poznatky podtrhuje a dává do vzájemné souvislosti. V případě, že by se mezi čtenáři této práce nacházel potenciální žadatel zvažující využití mezaninového financování pro investiční záměr jeho podniku jsem přesvědčena, že bude schopen více než dobře vyhodnotit, do jaké míry by byl tento finanční prostředek pro jeho potřeby vhodný či nikoliv.

Seznam literatury

Knižní publikace

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. a ALLEN, Franklin. *Teorie a praxe firemních financí*. 2., aktualizované vydání. Brno: BizBooks, 2014. 1072 s. ISBN 978-80-265-0028-5.

ČIŽINSKÁ, Romana. *Základy finančního řízení podniku*. 1. vydání. Praha: Grada, 2018. 240 s. ISBN 978-80-271-0194-8.

DVOŘÁKOVÁ, Lilia a ČERVENÝ, Josef. *Úloha manažerského účetnictví při řízení hospodárnosti, účinnosti a efektivnosti podnikových procesů a výkonů*. 1. vydání. Plzeň: Nava, 2012. 88 s. ISBN 978-80-7211-397-2.

HRDÝ, Milan a KRECHOVSKÁ, Michaela. *Podnikové finance v teorii a praxi*. 2. vydání. Praha: Wolters Kluwer, 2017. 272 s. ISBN 978-80-7552-449-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 978-80-717-9529-2.

LANDA, Martin. *Finanční plánování a likvidita*. 1. vydání. Brno: Computer Press, 2007. 200 s. ISBN 978-80-251-1492-6.

MAREK, Petr. *Studijní průvodce financemi podniku*. 2., aktualizované vydání. Praha: Ekopress, 2009. 634 s. ISBN 978-80-86929-49-1.

NIJS, Luc. *Mezzanine financing: tools, applications and total performance*. 1. vydání. Hoboken, New Jersey: John Wiley, 2014. 528 s. ISBN 978-1-119-94181-1.

NÝVLTOVÁ, Romana a MARINIČ, Pavel. *Finanční řízení podniku: moderní metody a trendy*. 1. vydání. Praha: Grada, 2010. 208 s. ISBN 978-80-247-3158-2.

REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 144 s. ISBN 978-80-247-1835-4.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 5., aktualizované vydání. Praha: Grada, 2015. 160 s. ISBN 978-80-247-5534-2.

RŮČKOVÁ, Petra a ROUBÍČKOVÁ, Michaela. *Finanční management*. 1. vydání. Praha: Grada, 2012. 296 s. ISBN 978-80-247-4047-8.

SCHOLLEOVÁ, Hana. *Investiční controlling: jak hodnotit investiční záměry a řídit podnikové investice*. 1. vydání. Praha: Grada, 2009. 288 s. ISBN 978-80-247-2952-7.

SYNEK, Miloslav a kol. *Manažerská ekonomika*. 5. aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada, 2011. 480 s. ISBN 978-80-247-3494-1.

VALACH, Josef. *Finanční řízení podniku*. 2. aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.

Právní předpisy

Zákon č. 89/2012 Sb. ze dne 3. února 2012, občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů*. 22.3.2012, částka 33. ISSN 1211-1244.

Zákon č. 90/2012 Sb. ze dne 25. ledna 2012, o obchodních společnostech a družstvech (zákon o obchodních korporacích). In: *Sbírka zákonů*. 22.3.2012, částka 34. ISSN 1211-1244.

Zákon č. 190/2004 Sb., ze dne 1. dubna 2004, o dluhopisech. In: *Sbírka zákonů*. 23.4.2004, částka 63. ISSN 1211-1244.

Internetové zdroje

MIHALČOVÁ, Bohuslava a HVAŠTOVÁ, Jozefína. Mezanínové financovanie – jeho význam a úloha v ekonomike. *Ekonomický časopis* [online]. Košice, 2008, **56**(10), s. 973-986 [cit. 2018-12-29]. ISSN 0013-3035. Dostupné z: <https://www.sav.sk/journals/uploads/0920143110%2008%20Mihalcova-Hvastova.pdf>

OECD. *New approaches to SME and entrepreneurship financing: Broadening the range of instruments* [online]. Paříž: OECD Publishing, 2015, 149 s. [cit. 2018-12-29]. ISBN 978-92-64-24095-7. Dostupné z: <https://doi-org.zdroje.vse.cz/10.1787/9789264240957-en>

SILBERNAGEL, Corry a VAITKUNAS, Davis. Mezzanine Finance. In: *Bond Capital* [online]. Vancouver, BC Canada: Bond Capital Mezzanine Inc., 2012, 8 s. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/what-is-mezzanine-finance.pdf>

SILBERNAGEL, Corry a VAITKUNAS, Davis. Mezzanine Finance. In: *Bond Capital* [online]. 2nd Edition. Vancouver, BC Canada: Bond Capital Mezzanine Inc., 2016, 12 s. [cit. 2018-12-29]. Dostupné z: <https://www.bondcapital.ca/wp-content/uploads/pdfs/2016-bond-capital-mezzanine-finance-white-paper.pdf>

VASILESCU, Laura G. Financing Gap for SMES and the Mezzanine Capital. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja* [online]. 2010, **23**(3), s. 57-67 [cit. 2018-12-29]. ISSN 1848-9664. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2010.11517423>

ZÁVARSKÁ, Zuzana. Využitie mezanínového financovania v podnikovej praxi. *Manažment v teórii a praxi* [online]. Košice: Ekonomická univerzita v Bratislave, Podnikovohospodárska fakulta so sídlom v Košiciach, 2011, 7(2), s. 37-48 [cit. 2018-12-29]. ISSN 1336-7137. Dostupné z: <http://casopisy.euke.sk/mtp/clanky/2-2011/mtp2-2011.pdf>

Interní zdroje

SPOLEČNOST MCG. *Risk Appetite*. Praha: Společnost MCG, 2016. 8 s.

SPOLEČNOST MCG. *Credit Application*. Praha: Společnost MCG, 2017. 35 s.

SPOLEČNOST MCG. *Offering Memorandum*. Praha: Společnost MCG, 2018. 55 s.

SPOLEČNOST MCG. *Client Presentation*. Praha: Společnost MCG, 2019. 11 s.

SPOLEČNOST MCG. *Credit Policy*. 2. vydání. Praha: Společnost MCG, 2019. 34 s.

SPOLEČNOST MCG. *Supplement to the Offering Memorandum*. Praha: Společnost MCG, 2019. 30 s.

Seznam obrázků a tabulek

Obrázek 1: Hierarchie podnikových cílů	6
Obrázek 2: Financování majetku podle zlatého bilančního pravidla	9
Obrázek 3: Schéma zdrojů financování podniku	22
Obrázek 4: Postavení mezaninového financování v kapitálové struktuře společnosti.....	35
Obrázek 5: Paradigma rizika a návratnosti nástrojů mezaninového financování	36
Obrázek 6: Mezaninový dluh v kontextu externích finančních nástrojů	38
Obrázek 7: Průběh oddlužení včetně exitu.....	46
Obrázek 8: Profil rizikových faktorů	48
Obrázek 9: Schéma nové vlastnické struktury a plán distribuce zdrojů v rámci akvizice	51
Obrázek 10: Průběh splácení dluhu do okamžiku refinancování na konsolidované bázi	57
Tabulka 1: Dedikované příjmy a výdaje transakce	52
Tabulka 2: Projekce pákového efektu transakce	53
Tabulka 3: Konsolidované ukazatele skupiny.....	56