

# **Venture kapitálové investice a jejich podpora v České republice a Evropské unii**

**Diplomová práce**

**Vedoucí práce:**

**Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D.**

**Vypracovala:**

**Bc. Dominika Macová**

**Brno 2015**

# Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem práci: *Venture kapitálové investice a jejich podpora v České republice a Evropské unii* vypracovala samostatně a veškeré použité prameny a informace uvádím v seznamu požité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů a v souladu s platnou Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací.

Jsem si vědoma, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona. Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 20. 5. 2015

.....  
Bc. Dominika Macová

Ráda bych poděkovala vedoucí mé diplomové práce, Ing. Jaroslavě Rajchlové, Ph.D., za ochotu, odborné vedení, cenné rady a připomínky, které mi poskytla při zpracování této práce

## **Abstract**

MACOVÁ, D. *Venture capital investments and their support in the Czech Republic and European Union*. Diploma thesis. Brno: Mendel University in Brno, 2015.

Diploma thesis is focused on an analysis of venture capital financing support in the Czech Republic and European Union. The first part of the thesis is dedicated to defining terms related to venture capital financing, impact analysis of venture capital on the state economy and analysis of current situation in the venture capital market of European Union. Afterwards typology of the states of European Union according the activity on venture capital markets and comparison of the Czech Republic with selected countries are accomplished. Based on analysis results conclusions and recommendations are proposed in order to improve the situation in the Czech Republic and European Union.

## **Keywords**

Venture capital, venture capital funds, private equity, small and middle enterprises financing, start-up, innovations.

## **Abstrakt**

MACOVÁ, D. *Venture kapitálové investice a jejich podpora v České republice a Evropské unii*. Diplomová práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2015.

Diplomová práce je zaměřena na analýzu podpory venture kapitálového financování v České republice a Evropské unii. V první části dochází k vymezení pojmů souvisejících s venture kapitálovým financováním, analýze vlivu venture kapitálu na ekonomiku státu a analýzu současné situace na trhu venture kapitálu v Evropské unii. Následně je provedena typologie států Evropské unie dle jejich aktivity na venture kapitálových trzích a komparace České republiky s vybranými zeměmi. Na základě zjištěných výsledků dochází k formulaci závěrů a doporučení pro zlepšení situace na venture kapitálovém trhu v České republice a Evropské unii.

## **Klíčová slova**

Venture kapitál, venture kapitálové fondy, private equity, financování malých a středních podniků, start-up, inovace.

# Obsah

<b>1</b>	<b>ÚVOD, CÍL PRÁCE A METODIKA .....</b>	<b>10</b>
1.1	ÚVOD .....	10
1.2	CÍL PRÁCE.....	11
1.3	METODIKA .....	12
<b>2</b>	<b>CHARAKTERISTIKA VENTURE KAPITÁLU .....</b>	<b>14</b>
2.1	POJEM VENTURE KAPITÁL .....	14
2.2	DRUHY PRIVATE EQUITY A VENTURE KAPITÁLU.....	16
2.3	HISTORIE PRIVATE EQUITY A VENTURE KAPITÁLU .....	18
2.4	PROCES INVESTOVÁNÍ VENTURE KAPITÁLU .....	21
2.5	ÚČASTNÍCI TRHU VENTURE KAPITÁLU .....	24
2.6	ZÁKLADNÍ TYPY VENTURE KAPITÁLOVÝCH FONDŮ .....	26
<b>3</b>	<b>REŠERŠE VÝZKUMNÝCH ZÁMĚRŮ KE ZVOLENÉMU TÉMATU .....</b>	<b>28</b>
3.1	SURVEY OF THE ECONOMIC AND SOCIAL IMPACT OF VENTURE CAPITAL IN EUROPE	28
3.2	THE ECONOMIC AND SOCIAL IMPACT OF PRIVATE EQUITY IN EUROPE: SUMMARY OF RESEARCH FINDINGS.....	30
3.3	VENTURE CAPITAL: POLICY LESSONS FROM THE VICO PROJECT .....	32
3.4	EXPLORING THE IMPACT OF PRIVATE EQUITY ON ECONOMIC GROWTH IN EUROPE..	34
3.5	SHRnutí VÝSLEDKŮ VÝZKUMŮ .....	35
<b>4</b>	<b>SITUACE NA EVROPSKÉM TRHU VENTURE KAPITÁLU .....</b>	<b>38</b>
4.1	PROBLÉMY NA STRANĚ NABÍDKY .....	40
4.2	PROBLÉMY NA STRANĚ POPTÁVKY .....	43
4.3	PODPORA VENTURE KAPITÁLU ZE STRANY EVROPSKÉ UNIE .....	45
4.3.1	<i>COSME</i> .....	46
4.3.2	<i>Horizon 2020</i> .....	47
<b>5</b>	<b>TYOLOGIE ZEMÍ EVROPSKÉ UNIE Z HLEDISKA SITUACE NA TRHU S VENTURE KAPITÁLEM .....</b>	<b>50</b>
5.1	STANOVENÍ CHARAKTERISTICKÝCH ZNAKŮ PRO ANALÝZU .....	51
5.2	VSTUPNÍ DATA .....	51

---

5.3	SHLUKOVACÍ PROCES .....	52
5.4	VÝSLEDKY SHLUKOVÉ ANALÝZY .....	54
<b>6</b>	<b>KOMPARATIVNÍ STUDIE – VYBRANÉ ZEMĚ EU .....</b>	<b>57</b>
6.1	STANOVENÍ PARAMETRŮ PRO KOMPARACI .....	57
6.2	VYBRANÉ ZEMĚ A POPIS JEJICH AKTUÁLNÍ SITUACE .....	58
6.2.1	<i>Nizozemí</i> .....	59
6.2.2	<i>Česká republika</i> .....	62
6.2.3	<i>Maďarsko</i> .....	63
6.3	PROVEDENÍ KOMPARATIVNÍ STUDIE .....	66
6.3.1	<i>Investiční prostředí</i> .....	66
6.3.2	<i>Legislativa/daňový systém</i> .....	79
6.3.3	<i>Programy podpory na úrovni států a EU</i> .....	86
6.3.4	<i>Exitové trhy</i> .....	91
6.4	VÝSLEDKY KOMPARATIVNÍ STUDIE .....	96
<b>7</b>	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>102</b>
7.1	Z HLEDISKA EVROPSKÉ UNIE.....	102
7.2	Z HLEDISKA ČESKÉ REPUBLIKY .....	105
<b>8</b>	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....</b>	<b>107</b>
<b>A</b>	<b>TABULKA ZÁKLADNÍCH DAT .....</b>	<b>117</b>
<b>B</b>	<b>TABULKA VSTUPNÍCH DAT.....</b>	<b>118</b>
<b>C</b>	<b>TABULKA STANDARDIZOVANÝCH VSTUPNÍCH DAT.....</b>	<b>119</b>
<b>D</b>	<b>VÝSLEDKY SHLUKOVÉ ANALÝZY.....</b>	<b>120</b>

## Seznam obrázků

<b>OBR. 1</b>	<b>HODNOTA INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ V ČR V LETECH 1999 – 2013 .....</b>	<b>21</b>
<b>OBR. 2</b>	<b>PROCES INVESTOVÁNÍ VC .....</b>	<b>24</b>
<b>OBR. 3</b>	<b>VZTAHY MEZI ÚČASTNÍKY VC INVESTIC .....</b>	<b>26</b>
<b>OBR. 4</b>	<b>RŮST REÁLNÉHO HDP – EU28.....</b>	<b>38</b>
<b>OBR. 5</b>	<b>FUNDRAISING A INVESTICE V EVROPĚ.....</b>	<b>39</b>
<b>OBR. 6</b>	<b>PODÍL VC NA PE V EVROPĚ.....</b>	<b>41</b>
<b>OBR. 7</b>	<b>PODÍL VLÁDNÍHO SEKTORU NA VC FUNDRAISINGU.....</b>	<b>42</b>
<b>OBR. 8</b>	<b>PODÍL VÝDAJŮ NA VÝZKUM A VÝVOJ NA HDP V EU28 A USA .....</b>	<b>44</b>
<b>OBR. 9</b>	<b>DENDROGRAM SHLUKOVÉ ANALÝZY .....</b>	<b>53</b>
<b>OBR. 10</b>	<b>GRAF ROZVRHU SHLUKOVÁNÍ .....</b>	<b>54</b>
<b>OBR. 11</b>	<b>AKTIVITA NA VC TRHU V NIZOZEMÍ V TIS. EUR .....</b>	<b>59</b>
<b>OBR. 12</b>	<b>NIZOZEMÍ – STRUKTURA INVESTORŮ V ROCE 2007 .....</b>	<b>61</b>
<b>OBR. 13</b>	<b>NIZOZEMÍ – STRUKTURA INVESTORŮ V ROCE 2013.....</b>	<b>61</b>
<b>OBR. 14</b>	<b>AKTIVITA NA VC TRHU V ČR V TIS. EUR.....</b>	<b>62</b>
<b>OBR. 15</b>	<b>AKTIVITA NA VC TRHU V MAĎARSKU V TIS. EUR.....</b>	<b>64</b>
<b>OBR. 16</b>	<b>MAĎARSKO – STRUKTURA INVESTORŮ V ROCE 2007.....</b>	<b>65</b>
<b>OBR. 17</b>	<b>MAĎARSKO – STRUKTURA INVESTORŮ V ROCE 2013 .....</b>	<b>65</b>
<b>OBR. 18</b>	<b>TRŽNÍ KAPITALIZACE JAKO % HDP.....</b>	<b>92</b>

## Seznam tabulek

<b>TAB. 1</b>	<b>PŘEHLED VÝZKUMŮ .....</b>	<b>31</b>
<b>TAB. 2</b>	<b>PRŮMĚRNÁ VELIKOST VC FONDU.....</b>	<b>42</b>
<b>TAB. 3</b>	<b>PRIORITY A OBLASTI PROGRAMU HORIZON 2020 .....</b>	<b>47</b>
<b>TAB. 4</b>	<b>ROZDĚLENÍ ZEMÍ DO SHLUKŮ.....</b>	<b>54</b>
<b>TAB. 5</b>	<b>TYOLOGIE ZEMÍ EU DLE SITUACE NA VC TRHU .....</b>	<b>56</b>
<b>TAB. 6</b>	<b>HODNOTY VC AKTIVITY VYBRANÝCH ZEMÍ .....</b>	<b>59</b>
<b>TAB. 7</b>	<b>PŘEHLED PROGRAMŮ PODPORY VÝZKUMU A VÝVOJE V NIZOZEMÍ .....</b>	<b>73</b>
<b>TAB. 8</b>	<b>PŘEHLED PROGRAMŮ PODPORY VÝZKUMU A VÝVOJE V ČESKÉ REPUBLICĚ..</b> <b>.....</b>	<b>76</b>
<b>TAB. 9</b>	<b>PŘEHLED PROGRAMŮ PODPORY VÝZKUMU A VÝVOJE V MAĎARSKU .....</b>	<b>78</b>
<b>TAB. 10</b>	<b>POŘADÍ NIZOZEMÍ V HODNOCENÍ SVĚTOVÉ BANKY .....</b>	<b>80</b>
<b>TAB. 11</b>	<b>PŘEHLED DAŇOVÝCH A LEGISLATIVNÍCH PODMÍNEK V NIZOZEMSKU DLE</b> <b>STRUKTURY FONDU .....</b>	<b>81</b>
<b>TAB. 12</b>	<b>POŘADÍ ČESKÉ REPUBLIKY V HODNOCENÍ SVĚTOVÉ BANKY .....</b>	<b>82</b>
<b>TAB. 13</b>	<b>PŘEHLED DAŇOVÝCH A LEGISLATIVNÍCH PODMÍNEK V ČR DLE STRUKTURY</b> <b>FONDU .....</b>	<b>83</b>
<b>TAB. 14</b>	<b>POŘADÍ MAĎARSKA V HODNOCENÍ SVĚTOVÉ BANKY .....</b>	<b>84</b>
<b>TAB. 15</b>	<b>PŘEHLED DAŇOVÝCH A LEGISLATIVNÍCH PODMÍNEK V MAĎARSKU DLE</b> <b>STRUKTURY FONDU .....</b>	<b>85</b>
<b>TAB. 16</b>	<b>PŘEHLED VLÁDNÍCH PROGRAMŮ NA PODPORU VC V NIZOZEMSKU .....</b>	<b>88</b>
<b>TAB. 17</b>	<b>DESINVESTICE VC V EVROPĚ V ROCE 2013 .....</b>	<b>91</b>
<b>TAB. 18</b>	<b>DESINVESTICE V NIZOZEMÍ V ROCE 2013 .....</b>	<b>94</b>
<b>TAB. 19</b>	<b>DESINVESTICE V ČESKÉ REPUBLICĚ V ROCE 2013 .....</b>	<b>94</b>
<b>TAB. 20</b>	<b>DESINVESTICE V MAĎARSKU V ROCE 2013.....</b>	<b>95</b>
<b>TAB. 21</b>	<b>VÝSLEDKY KOMPARATIVNÍ STUDIE .....</b>	<b>98</b>



## Seznam použitých zkratk

AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
CVC	podnikové venture kapitálové fondy
CVCA	Czech Private Equity and Venture Capital Association
ČR	Česká republika
EIB	Evropská investiční banka
EIF	Evropský investiční fond
EU	Evropská unie
EuVECA	Regulation on European Venture Capital Funds
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
HVCA	Hungarian Venture Capital and Private Equity Association
IORP	Institutions for Occupational Retirement Provision
IVC	nezávislé venture kapitálové fondy
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MSP	malé a střední podniky
OP	operační program
PE	private equity
PVC	veřejné venture kapitálové fondy
SBIC	The U.S. Small Business Investment Company
SICAR	komanditní společnost na investiční listy
SICAV	akciová společnost s proměnným kapitálem
USA	Spojené státy americké
VC	venture capital
ZISIF	Zákon 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech

# 1 Úvod, cíl práce a metodika

## 1.1 Úvod

Je to již šest let od zasažení Evropské unie (dále jen EU) světovou ekonomickou krizí s počátkem v roce 2008. Během těchto šesti let EU značně přehodnotila svůj dosavadní systém fungování společné ekonomiky a své cíle.

V důsledku krize byl přehodnocen i bankovní systém, na němž stojí většina financování projektů v evropských zemích. Byla vytvořena bankovní unie s mnohem větší kontrolou evropských bank nad jejich portfoliem investicí.

V důsledku krize došlo nejen k přísnější kontrole bank, ale i k propadu cen na akciových trzích. Mnohé subjekty se tak ocitly bez možnosti získání zdrojů pro financování svých aktivit.

Mnohé státy EU i EU jako celek se stále potácí na úrovni ekonomické stagnace. Zásadní otázkou, kterou si hlavní představitelé EU a členských zemí kládou, je, jak nastartovat znovu ekonomiku. Jedním z klíčových evropských dokumentů je strategie *Evropa 2020*, jejímž cílem je dosáhnout nového růstu.

Prioritou Evropy 2020 je dosažení hospodářského růstu, který by byl inteligentní, udržitelný a inkluzivní.<sup>1</sup> Jedním z cílů Evropy 2020 je také podpora výzkumu a vývoje a růstu zaměstnanosti. Do těchto dvou oblastí mohou značně přispět svou aktivitou malé a střední podniky, které jsou mnohými považovány za páteř evropské ekonomiky.

Avšak s příchodem ekonomické krize a následnou averzí finančních institucí k poskytování finančních zdrojů pro zajištění podnikatelských aktivit, mnohé malé a střední podniky se dostaly do situace, kdy jejich přístup k financím je silně omezen.

Jsou to právě malé a střední podniky, které by měly přispět k opětovnému nastartování ekonomického růstu. Avšak kde nalézt finanční zdroje pro jejich podnikatelské aktivity, když tradiční bankovní financování není dosažitelné?

Jednou z alternativních možností je financování prostřednictvím venture kapitálu (dále jen VC). Z historie je známo, že právě VC přispěl ke vzniku světových firem, jako je Apple nebo Cisco. VC za svou existenci přispěl k vytvoření

---

<sup>1</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Evropa 2020: Priority. In: *Evropská komise* [online]. 07/04/2014 [cit. 2015-04-14]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/index\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/index_cs.htm)>.

mnoha zaměstnaneckých pozic, inovativních produktů a podílel se velkou mírou na exportu.<sup>2</sup>

Avšak nechápejme VC jako „spásu z nebes“. Ne všechny společnosti, které získaly VC, zažívají příběh jako Apple. Jsou mnohé, které skončí neúspěchem. Navíc pouze přibližně jedna z 10 000 firem získá financování z alternativních zdrojů.<sup>3</sup> Může se tedy zdát, že VC tvoří nevýznamnou část ve financování podniků.

V čem spočívá tedy kouzlo VC? VC je směřován do podniků, které mají ve svém záměru realizovat vysoce rizikové aktivity, díky nimž nemají možnost získat finanční zdroje prostřednictvím bankovních úvěrů. Z důvodu vysokého rizika, zde musí být i vysoká odměna pro investora za podstoupení tohoto rizika. Aby se investor rozhodl vstoupit do podniku, musí existovat vidina vysokých zisků. Vysoké zisky jsou velice často spojeny s inovativními produkty přicházejícími na trh. To je jedna z klíčových rolí VC. Umožňuje vznik nových technologických produktů, díky čemuž se naše civilizace posunula obrovským skokem kupředu.

Tento obrovský rozvoj technologií a inovací lze spatřit v jednom malém a relativně mladém státě, Izrael, kde inovace a VC financování jdou ruku v ruce, a díky tomu můžeme o Izraeli mluvit jako o hospodářském zázraku 20. století. Dalším příkladem úspěchu VC financování může být kalifornské Silicon Valley, které se stalo symbolem počítačového a technologického průmyslu.<sup>4</sup>

S rostoucím významem inovací pro ekonomiku, roste i význam VC. Pokud Evropa bude chtít udržet krok s ostatními technologickými mocnostmi a nastartovat ekonomický růst, bude muset pravděpodobně přehodnotit dosavadní pohled na alternativní zdroje financování a averzi k riziku.

## 1.2 Cíl práce

**Cílem diplomové práce je na základě analýzy podmínek VC investic v prostředí České republiky (dále jen ČR) a vybraných zemích EU zhodnotit situaci a podporu VC investování v ČR a EU a formulovat**

---

<sup>2</sup> MCKASKILL T. *Raising Angel & Venture Capital Finance*, str. 2.

<sup>3</sup> Tamtéž.

<sup>4</sup> SENCOR D. A S. SINGER. *Start-up nation: Příběh izraelského hospodářského zázraku*, str. 12 - 21.

## **doporučení pro případné zlepšení situace na VC trhu na úrovni ČR a EU.**

Pro naplnění hlavního cíle je potřeba stanovit jednotlivé dílčí cíle.

**Prvním dílčím cílem** je seznámení se s pojmy souvisejícími s VC financováním. Jedná se zejména o vymezení subjektů trhu s VC, druhů VC investic, typů VC fondů a procesu VC financování.

**Druhým dílčím cílem** je rešerše realizovaných výzkumů zkoumající VC investování za účelem identifikace vlivu VC investic na rozvoj podnikání a růst ekonomické úrovně státu. Rešerše by měla přispět k potvrzení či vyvrácení tvrzení, že VC hraje významnou roli v rozvoji podnikání a růstu ekonomiky jako celku a tedy je v zájmu jednotlivých států a EU podporovat vznik příhodných podmínek pro VC financování.

**Třetím dílčím cílem** je analýza aktuální situace a problémů na trhu s VC v EU a identifikace případných programů podpory VC financování v EU.

**Čtvrtým dílčím cílem** je provést typologii zemí EU z hlediska situace na VC trhu. Na základě typologie budou vybrány státy pro komparativní studii.

**Pátým dílčím cílem** je identifikace problémových oblastí podpory VC v ČR pomocí komparativní studie ČR a vybraných zemí EU. Na základě komparativní studie budou formulovány závěry a doporučení pro rozvoj VC financování v ČR a EU.

### **1.3 Metodika**

Diplomová práce je rozdělena do kapitol stanovujících dílčí cíle práce, prostřednictvím nichž bylo dosaženo cíle hlavního. Metoda analýzy vlivu VC na ekonomický růst a analýzy trhu VC v Evropské unii umožnily rozčlenit trh VC v EU na několik oblastí, kde bylo možné zkoumat vztahy mezi nimi. Dále bylo využito metody indukce, vyvozování obecného závěru ze specifických jevů, a syntézy, spojení konkrétních jevů v jeden celek, kdy došlo k stanovení dílčích závěrů a jejich spojení do hlavního závěru. Ve značné části práce bylo využito též metody komparace, která porovnávala podmínky ve vybraných zemích, a dále výzkumu sekundárních dat zejména z databází European Private Equity and Venture Capital Association (dále jen EVCA), Eurostatu a Světové banky.

Diplomová práce je z hlediska struktury rozdělena na sedm kapitol, které na sebe logicky navazují. Pro splnění hlavního cíle bylo stanoveno několik dílčích cílů, které jsou rozebrány v jednotlivých kapitolách.

**První kapitola** obsahuje úvod, cíl práce a metodiku. **Druhá kapitola** vymezuje základní pojmy související s VC financováním, jako například subjekty VC trhu, proces investování VC, druhy VC a typy VC fondů. **Třetí kapitola** se zabývá vlivem VC na rozvoj podnikání a ekonomický růst. Zde bylo využito metody indukce, kdy pomocí analýzy již provedených výzkumů byly stanoveny závěry o vlivu VC investování na ekonomiku státu. **Čtvrtá kapitola** analyzuje aktuální situaci na VC trhu v EU s cílem odhalit problémy VC investování. **Pátá kapitola** na základě sekundárních dat s využitím shlukové analýzy provádí typologii států EU z hlediska jejich aktivity na VC trzích. **Šestá kapitola** je věnována komparativní studii ČR a zvolených zemí EU na základě shlukové analýzy s cílem identifikovat problematické oblasti VC financování v ČR. **V sedmé kapitole** jsou učiněny závěry a diskutovány návrhy na zlepšení pozice VC financování v ČR a EU.

## 2 Charakteristika venture kapitálu

### 2.1 Pojem venture kapitál

Do dnešní doby jednoznačná definice VC neexistuje. Je to i z toho důvodu, že pojem se stále vyvíjí, a proto nemá přesné vymezení. V publikacích se můžeme setkat s mnohými charakteristikami, které pojem VC popisují obdobně.

Při vymezení pojmu VC je nutné se blíže seznámit i s pojmem *private equity* (dále jen PE), který se často vyskytuje právě ve spojení s VC.

Dle *Czech Private Equity and Venture Capital Association* (dále jen CVCA) PE<sup>5</sup> je střednědobé až dlouhodobé financování, jež je poskytováno za účelem získání podílu na základním kapitálu podniků, u nichž nejsou akcie obchodovány na burze.<sup>6</sup> Zpravidla se tímto způsobem investuje do podniků s potenciálem vytvářet hodnotu a zvyšovat tržní podíl, kdy podnik má v plánu vyrábět a nabízet vysoce inovativní produkty, technologie či procesy. PE v sobě zahrnuje nejrozličnější druhy investic, jako například odkupy podniků firemním (buy-out) nebo externím managementem (buy-in), nebo právě i VC investice.<sup>7</sup>

VC je tedy součástí PE. Jedná se o středně až dlouhodobý kapitál investovaný formou kapitálového vstupu do podniku, jehož akcie nejsou kótované na burze.<sup>8</sup> „*Za investici získává fond venture kapitálu podíl na základním kapitálu podniku a společně s finančními prostředky předává firmě také odbornou pomoc (princip „chytrých peněz“).*“<sup>9</sup>

V publikacích je možno se setkat i s českým ekvivalentem pro VC a to s *rizikovým kapitálem*. Např. Kislíngarová a Nový definují rizikový kapitál jako „*financování podniků formou navýšení jejich základního kapitálu. Nejedná se ovšem pouze o jednorázové poskytnutí financí, ale o mnohaletý proces soužití podnikatelského subjektu s investorem, který všestranně napomáhá rozvoji firmy a pravidelně monitoruje aktuální situaci ve firmě.*“<sup>10</sup>

---

<sup>5</sup> Někdy překládáno jako soukromý nebo vlastní kapitál. Pozn. autorky.

<sup>6</sup> CVCA, *Czech Private Equity & Venue Capital Association* [online]. ©2010 [cit. 2014-08-16]. Dostupné z: <<http://www.cvca.cz/cs/>>.

<sup>7</sup> Tamtéž.

<sup>8</sup> Tamtéž.

<sup>9</sup> Tamtéž.

<sup>10</sup> KISLINGEROVÁ E. A I. NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*, str. 393.

Autoři Dvořák a Procházka anglický výraz *venture capital* do češtiny překládají jako *rizikový a rozvojový kapitál*. Rozvojový proto, že kapitál může být investován do podniků již existujících pro financování jejich rozvoje.<sup>11</sup> Autoři popisují rizikový a rozvojový kapitál jako „*prostředek pro financování zahájení činnosti společnosti, jejího rozvoje, expanze nebo odkupu celé společnosti, kdy investor rizikového kapitálu získává dohodnutý podíl základního kapitálu společnosti (akciový kapitál nebo podíly) na oplátku za poskytnutí potřebného kapitálu. Rizikový a rozvojový kapitál představuje dlouhodobou investici nejen peněz, ale i času a úsilí, jejímž cílem je umožnit perspektivním malým a středním společnostem dneška, aby se staly velkými společnostmi zítřka.*“<sup>12</sup>

VC či rizikový kapitál lze tedy charakterizovat těmito body:

- střednědobá až dlouhodobá časově vymezená investice,
- dochází k navýšení základního kapitálu podniku,
- investor podstupuje vysoké riziko s očekáváním vysokých výnosů,
- zpravidla investice do malých a středních podniků s inovativními produkty a s potenciálem vytvářet hodnotu,
- investor vnáší do podniku své „know how“, tedy nefinanční přidanou hodnotu ve formě podpory managementu.

Důležité je poznamenat, že VC fond vytváří určitou platformu, prostřednictvím níž se investoři mohou účastnit vysoce rizikových investic do mladých inovativních podniků, aniž by osobně zodpovídali za výkon a management VC fondu. To má na starosti manažerská společnost VC fondu, která získává zdroje do fondu, provádí výběr a investici, spravuje investici a provádí desinvestici. Více o účastnících VC investic bude rozebráno v kapitole 2.5.

Právě subjekty, které také investují do mladých podniků, avšak již bez prostředníka fondu, jsou tzv. *business angels*. Dle CzechInvest business angel představuje individuálního investora, který využívá své vlastní finanční prostředky na financování perspektivních malých a středních podniků s výrazným růstovým potenciálem. Jedná se o podniky nejčastěji ve fázi seed, start-up či fázi expanze. Business angel přináší do podniku i své know how v podobě znalostí, kontaktů na strategické partnery či orientace v oboru.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> DVOŘÁK I. A P. PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál: Venture Capital*, str. 12.

<sup>12</sup> Tamtéž, str. 14.

<sup>13</sup> CZECHINVEST. Business angels. In: *CzechInvest* [online]. © 1994 - 2014 [cit. 2014-28-16].

Dostupné z: <<http://www.czechinvest.org/business-angels>>.

Zásadní rozdíl mezi business angels a investory VC spočívá v tom, že investor VC investuje do podniku nepřímo prostřednictvím investičního fondu. Business angels také většinou investují do méně finančně náročných projektů oproti fondům VC, jejichž investice začínají na 10 mil. Kč a výše. Velice často business angels hrají roli „prostředního článku“ v procesu investování do podniku, kdy vyplňují určitou mezeru mezi zdroji od skupiny tzv. FFF<sup>14</sup> a formalizovanou formou VC.<sup>15</sup>

## 2.2 Druhy private equity a venture kapitálu

V rámci PE/VC existuje několik podskupin. Rozdělení PE/VC spočívá zejména v načasování investice nebo v konkrétním účelu během životního cyklu cílového podniku.

V odborných publikacích je možné se setkat s různým dělením do několika skupin a podskupin. V této práci je uvedeno dělení PE/VC dle EVCA a CVCA, kde jsou druhy PE/VC rozlišeny podle fází životního cyklu podniku. Je však potřeba mít na paměti, že toto rozdělení je pouze orientační a hranice mezi jednotlivými fázemi mohou být nejasné a mohou se překrývat. Dle fází životního cyklu podniku rozlišujeme následující typy VC/PE.

- *Seed kapitál (předstartovní, zárodečné financování)* - Jedná se o financování velmi raných stádií podnikání, velmi často před samotným vznikem společnosti. Seed kapitál zahrnuje takové úkony, jako například položení základní myšlenky produktu, vývoj prototypu, tržní průzkumy, zpracování podnikatelského plánu. Jedná se o nejrizikovější typ investice a kromě zakladatelského kapitálu (tzv. FFF) jsou nejčastějšími investory business angels, kteří již mají zkušenosti v dané oblasti a pomáhají novým podnikatelským projektům „postavit se na vlastní nohy“.
- *Start-up kapitál (startovní financování)* - Tento druh kapitálu je využíván pro rozvoj produktu a počáteční marketing. Jedná se o investici do začínajícího podniku, který má již připravený produkt, vedení a jasně vymezený trh, na který hodlá proniknout. Start-up kapitál je často investován do technologických oblastí, jako je elektronika, IT nebo biotechnologie. Rizi-

---

<sup>14</sup> FFF – friends, family and fools. Jedná se o finanční prostředky, které jsou schopni poskytnout začínajícímu podnikateli nadneseně jen přátelé, rodina a blázni. Pozn. autorky.

<sup>15</sup> MCKASKILL T. *Raising Angel & Venture Capital Finance*, str. 9.



kovost investice je stále velmi vysoká a investoři musejí být velmi obezřetní ve výběru projektu.

- *Early stage expansion kapitál (financování počátečního rozvoje)* - Investice v této fázi směřuje do podniku, který již existuje, avšak kratší dobu než tři roky. Podniky ještě nedosahují dostatečného zisku a pro svou činnost potřebují další kapitál pro dosažení většího tržního podílu a získání nových zákazníků.
- *Expansion/development kapitál (rozvojové financování)* - V této fázi je již podnik zaběhnutý a investice směřuje ke zvýšení produkční kapacity, posílení pozice na trhu, vývoji nových produktů, financování akvizic, vstupu na nové trhy. Jelikož se jedná o podnik již s určitou historií, investice není tak riziková jako v předchozí fázi. Do této fáze můžeme také zahrnout *bridge kapitál*<sup>16</sup> a *rescue/turnaround kapitál*<sup>17</sup>. Jedná se o nejčastější fázi investování v Evropě.
- *Debt replacement kapitál (náhradní financování)* - Jedná se o druh financování, kdy dochází k nahrazení cizích zdrojů, z nichž je nutné platit úroky, vlastním jměním, formou navýšení základního kapitálu.
- *Transfer/succession kapitál (manažerské odkupy)* - Jedná se o odkup existujícího podniku ve prospěch jeho současného nebo budoucího managementu z vnějšku podniku. Existuje řada druhů odkupů, např. MBO<sup>18</sup>, MBI<sup>19</sup>, BIMBO<sup>20</sup>, LBO<sup>21</sup>.

Od roku 2008 v dělení VC došlo ke změnám. Nyní VC jsou děleny do tří skupin, *early-stage fond* (seed, start-up), *later-stage fond* (expansion/development) a *balanced fond* (investice do early i later-stage bez zaměření na jednu či dru-

---

<sup>16</sup> Jedná se o financování období přechodu z podniku v soukromém vlastnictví na podnik kotovaný na burze. Pozn. autorky.

<sup>17</sup> Financování podniku, který má existenční obtíže s cílem obnovení stability a prosperity na trhu. Pozn. autorky.

<sup>18</sup> MBO – management buy-out – stávající management odkupuje od majitelů společnosti akcie/podíly. Pozn. autorky.

<sup>19</sup> MBI – management buy-in – vnější management kupuje akcie/podíly společnosti, aby se mohl ujmout řízení této společnosti. Pozn. autorky.

<sup>20</sup> BIMBO – management buy-in-buy-out – kombinace MBO a MBI. Pozn. autorky.

<sup>21</sup> LBO – leveraged buy-out – transakce MBO, která je do velké míry financována úvěrem. Pozn. autorky.

hou fázi). Ostatní druhy jako např. náhradní financování nebo manažerské odkupy spadají do PE, nikoliv však do VC investování.

S ohledem na různé přístupy dělení a chápání VC v této práci bude využito chápání a dělení PE/VC dle EVCA popř. CVCA, i z důvodu využití dat publikovaných těmito subjekty.

### 2.3 Historie private equity a venture kapitálu

První investice podobné investování VC tak, jak je známe dnes, byly realizovány již v 15. a 16. století, zejména v Benátské republice, hanzovních městech a později v Holandsku, kde holandští kupci díky rozvoji účetnictví a bankovníctví přinesli do VC investování pohledy, jež mnohé platí do dnešní doby. Jednalo se především o investice do námořních výprav, které byly sice vysoce rizikové, avšak s odpovídající vysokou mírou zhodnocení investovaného kapitálu.<sup>22</sup>

Ke vzniku fondů rizikového kapitálu, které by sdružovaly finanční prostředky investorů, však došlo až ve 20. století v USA. Do té doby neexistoval žádný formální zdroj VC a podnikatelé byli odkázáni, pokud nezískali bankovní půjčku, na svou rodinu a přátele. Tuto mezeru na trhu si uvědomil americký generál George Doriot, který založil první VC firmu, *American Research and Development Corporation* (ARD) v roce 1946.<sup>23</sup>

Avšak vytvoření ARD nestačilo k opravdovému rozvoji VC investování. Zejména malé a střední podniky (dále jen MSP) měly velice omezený přístup k financím. Proto se vláda USA rozhodla k podpoře VC investicím i ze své strany a prostřednictvím zákona *Small Business Act of 1958* vytvořila agenturu *Small Business Administration* a program *Small Business Investment Companies* (SBICs) na podporu VC, který běží dodnes.<sup>24</sup>

Opravdový boom investování rizikového kapitálu nastal koncem 70. let 20. století, kdy v USA došlo ke změnám omezení pro penzijní fondy, které od roku 1979 mohly svá aktiva investovat do VC fondů. Dodnes penzijní fondy tvoří téměř polovinu svěřených finančních zdrojů VC fondu.<sup>25</sup> Došlo také ke změnám daňových zákonů a investoři, kteří investovali do podniku alespoň 25 000 amerických dolarů, si mohli odečíst kapitálové ztráty v rámci běžné činnosti. Navíc

---

<sup>22</sup> DVOŘÁK I. A P. PROCHÁZKA, *Rizikový a rozvojový kapitál: Venture Capital*, str. 44.

<sup>23</sup> METRICK A. A A. YASUDA, *Venture Capital & the Finance of Innovation*, str. 10.

<sup>24</sup> Tamtéž, str. 11.

<sup>25</sup> Tamtéž, str. 11.

se změnou zákona mohly vznikat investiční společnosti se zaměřením na MSP.<sup>26</sup> I díky těmto změnám vznikly společnosti jako Apple nebo CISCO.

Koncem let osmdesátých zaznamenaly investice rizikového kapitálu pokles. Příčinou byla recese ekonomiky a také preference bezpečnějších investic do již zavedených podniků, kde bylo možné dosáhnout vysokých výnosů v poměrně krátkém časovém horizontu.

Spojené státy americké se i přesto staly kolébkou rizikového kapitálu a právě rizikový kapitál byl jednou z příčin růstu americké ekonomiky. Na rozdíl od Evropy ve Spojených státech zaujímal značný podíl zárodečné a startovní financování. Jako příklad můžeme uvést Silicon Valley v Kalifornii, kde mnoho společností začínalo pouze s inovativní myšlenkou a právě s podporou VC.<sup>27</sup>

Evropský trh PE/VC se liší zejména v typech financování. Zatímco v USA se jedná hlavně o investice do počátečních fází, tedy VC investicím v pravém slova smyslu, Evropané dávají přednost investicím do méně rizikovějších pozdějších rozvojových fází podniků. V Evropě vzhledem k velikosti trhu PE/VC i délky tradice dominuje Velká Británie, kde k růstu trhu PE/VC došlo již v 80. letech. Avšak převládajícím typem investic jsou manažerské odkupy.<sup>28</sup>

Co se týče kontinentální Evropy trh PE/VC má ještě stále co dohánět. Za více rozvinuté trhy lze považovat nizozemské a německé. Ve střední a východní Evropě je využívání PE/VC ještě méně rozvinutější. Oproti západní Evropě zde hraje rizikový kapitál spíše roli pomocníka k obecnému rozvoji a je využíván především v průmyslových oborech, nikoliv v high-tech oborech, jak je tomu běžné ve vyspělých zemích.

I přes značné odlišnosti v investicích v Evropě a Americe můžeme konstatovat, že dnešní trend směřuje spíše k investicím do velmi rizikových počátečních fází podniků. *„Společným dnešním jmenovatelem je globalizace trhu rizikového a rozvojového kapitálu, které odpovídá globálnímu charakteru podnikání jak cílových společností, tak i společností manažerských.“*<sup>29</sup>

---

<sup>26</sup> HVCA. The Development of Private Equity and Venture Capital. In: HVCA [online]. ©2014 [ci. 2014-12-27] Dostupné z: <<http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>>.

<sup>27</sup> DVOŘÁK I. A P. PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál: Venture Capital*, str. 45 – 46.

<sup>28</sup> KISLINGEROVÁ E. A I. NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*, str. 202.

<sup>29</sup> DVOŘÁK I. A P. PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál: Venture Capital*, str. 45.

V ČR se investice rizikového kapitálu začaly realizovat až po sametové revoluci od roku 1990. Pro ČR to bylo velice složité období transformace české ekonomiky – liberalizace zahraničního obchodu, liberalizace cen, liberalizace podnikání, demokratizace společnosti, privatizace státního majetku, liberalizace kurzové politiky apod.<sup>30</sup>

Na začátku tohoto období vznikaly vysoké nároky na objem finančních prostředků. Hlavním způsobem financování podniků se staly bankovní úvěry zejména z důvodu absence alternativních zdrojů financování.<sup>31</sup> První fondy vznikající v 90. letech byly financovány prostřednictvím finanční pomoci EU a USA. Od poloviny 90. let na trh vstupují i komerční investoři, kdy vůbec první společností byla Renaissance Partners, která byla založena v roce 1995. Následně v roce 1997 vzniká oficiální subjekt sdružující investory PE/VC, CVCA. Zajímavostí je, že se jedná o soukromý subjekt, na jehož financování se nepodílí stát, jak tomu běžně bývá u podobných organizací v zahraničí.<sup>32</sup> V současné době má CVCA 13 řádných členů a 29 členů přidružených<sup>33</sup>.

Mezi lety 1990 až 2009 členové CVCA uskutečnili více než 100 investic v celkové hodnotě 2 400 milionů EUR, kdy sektorem s největším podílem investování prostředků byly IT, telekomunikace a internet.<sup>34</sup>

Na obr. 1 lze vidět investiční aktivity v ČR od roku 1999 do roku 2013. Nárůst hodnoty investic v roce 2006 byl způsoben investicí do Českých Radiokomunikací, stejně jako v roce 2009 se jednalo o investici do společnosti StarBev, která přesáhla 1 miliardu EUR.<sup>35</sup> I když počet investic stále roste a povědomí o možnosti financování PE/VC v ČR se zvyšuje, stále se PE/VC řadí mezi alternativní zdroje financování.

---

<sup>30</sup> KISLINGEROVÁ E. a I. NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*, str. 199.

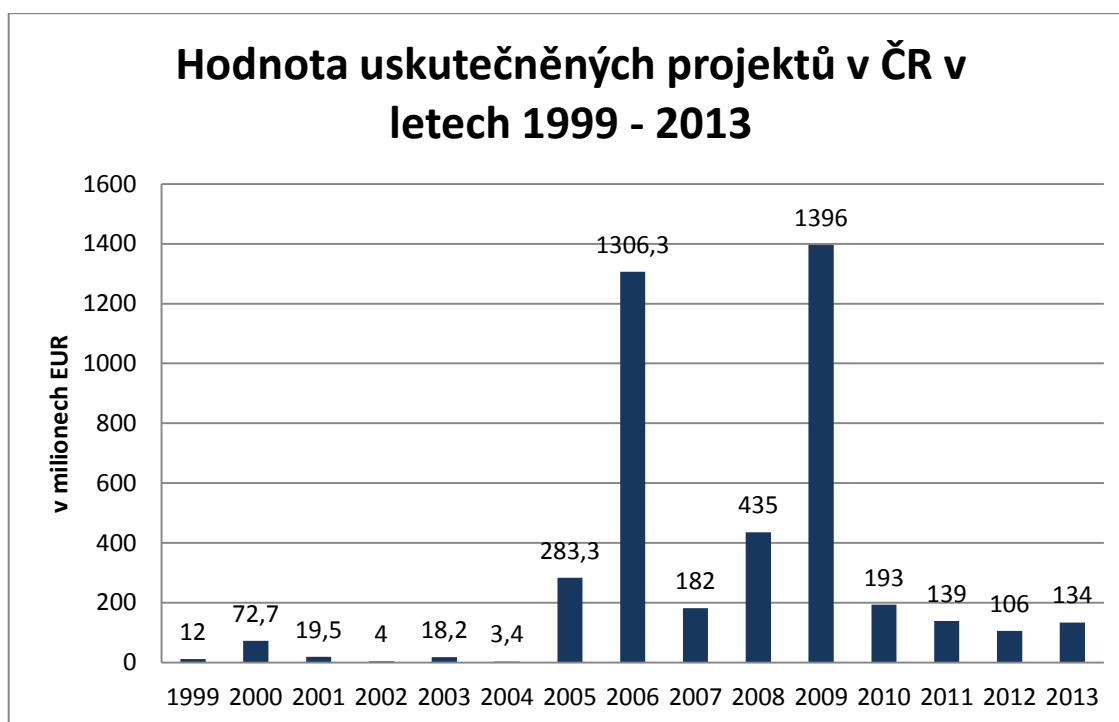
<sup>31</sup> Tamtéž, str. 198.

<sup>32</sup> KISLINGEROVÁ E. a I. NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*, str. 200.

<sup>33</sup> Přidruženými členy jsou subjekty poskytující poradenství v oblasti PE/VC. Jedná se často o poradenské a právní společnosti. Pozn. autorky.

<sup>34</sup> CVCA. *Adresář členů CVCA*, str. 15.

<sup>35</sup> Tamtéž, str. 16.



Obr. 1 Hodnota investičních projektů v ČR v letech 1999 – 2013 (Zdroj: CVCA, 2014, upraveno autorkou)

## 2.4 Proces investování venture kapitálu

Investování VC představuje investování poměrně významných finančních prostředků. Jelikož je investice značně riziková a neexistují garance vrácení investovaných prostředků, tak jako při bankovních úvěrech, celý proces investování od vyhledávání investičních příležitostí až po výstup investora ze společnosti je velice náročný. VC není možné investovat do každé společnosti. Vzhledem k povaze financování VC fondy musejí mít jistotu, že jejich investice přinese vysoké zisky, které kompenzují také množství času, kdy je kapitál vázán v daném podniku.

Celý investiční proces začíná předáním podnikatelského záměru manažerské společnosti spravující fond VC. Forma podnikatelského záměru závisí na konkrétní charakteristice projektu/podniku, ale i přesto by měl splňovat určitá kritéria. Dle EVCA by podnikatelský záměr měl obsahovat historii podniku, složení manažerského týmu, představení produktů, analýzu trhu a konkurence, marketingový plán, predikci finančních toků podniku, kapitálovou potřebu pod-

niku, dobu a způsob výstupu investora z podniku a v neposlední řadě celkové shrnutí všech výše uvedených položek.<sup>36</sup>

Po předání podnikatelského záměru následuje jeho posouzení. V první fázi manažerská společnost posuzuje zejména:

- zda má podnik potenciál dosáhnout předpokládaného růstu,
- zda má manažerský tým podniku dostatečné dovednosti a zkušenosti,
- zda předpokládaná návratnost investice odpovídá její rizikovosti,
- zda druh investice odpovídá kritériím fondu rizikového kapitálu.<sup>37</sup>

Pokud podnikatelský záměr projde prvotním posouzením, manažerská společnost si následně vyžádá detailnější informace, výjimkou nebývá ani osobní návštěva podniku.

Následuje finanční nabídka manažerské společnosti včetně časového harmonogramu. Nabídka obsahuje strukturu kapitálového vstupu a formulaci základních podmínek vztahu manažerské společnosti a podnikatele.<sup>38</sup>

V případě, že podnikatel nabídku manažerské společnosti přijme, následuje hloubkový audit společnosti, tzv. *due diligence*. Dle Rajchlové *due diligence* může trvat v rozmezí několika týdnů až měsíců a celkové náklady na *due diligence* se pohybují od 300 tisíc Kč výše.<sup>39</sup> Proces *due diligence* je možné rozdělit do čtyř kategorií dle jejich zaměření.

- *Finanční due diligence* – jedná se o proces, kdy investor analyzuje finanční stránku investice. Zdroje informací nachází v historických účetních výkazech a plánovaných výkazech. Investor se především zaměřuje na rentabilitu kapitálu (ROI) a vnitřní výnosové procento (IRR).
- *Tržní a produktové due diligence* – v této fázi investor posuzuje příležitosti a rizika podniku, analyzuje možnosti trhu a potenciálu podniku.
- *Právní due diligence* – zde se investor zaměřuje zejména na majetkové a vlastnické vztahy v podniku, stanovy a všechny relevantní smlouvy, jako např. s dodavateli, zákazníky, bankami, pojišťovnami a dalšími obchodními partnery.

---

<sup>36</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, str. 17

<sup>37</sup> Tamtéž, str. 18 – 20.

<sup>38</sup> CVCA. *Adresář členů CVCA*, str. 12.

<sup>39</sup> RAJCHLOVÁ, J. *Vybrané aspekty financování podniků rizikový kapitálem v podmínkách České republiky*, str. 22.

- *Due diligence managementu* – zde se hodnotí osobnosti vedení společnosti a způsob jejich vedení. Posuzuje se jejich odolnost, výkonnost a odbornost a také ochota spolupracovat s manažerskou společností.<sup>40</sup>

Největší roli při rozhodování manažerské společnosti hrají výsledky z tržní a produktové due diligence a due diligence managementu, jelikož právní a finanční podmínky lze změnit téměř pokaždé, ale osobnost manažera podniku či tržní podmínky ovlivnit už tak snadno nelze.<sup>41</sup> Vlastníci podniků by na vstupujícího investora (manažerskou společnost) neměli pohlížet jako na „vetřelce“, ale spíše jako na rádce a manažera. Výhodou tohoto určitého oddělení vlastnictví a řízení může být i fakt, že ve vedení rodinného podniku se neocitne člen rodiny bez dostatečných manažerských schopností.<sup>42</sup>

Po odsouhlasení podmínek financování oběma stranami (manažerské společnosti a podnikatele) dochází k podpisu investiční smlouvy a následně ke kapitálovému vstupu do podniku.

Tímto však celý proces investování nekončí. Následuje fáze monitorování, kdy manažerská společnost má i právo podílet se na rozhodování a kontrolovat hospodaření společnosti. Podnikateli poskytuje konzultace, poradenství a také kontakty na obchodní partnery.

Poslední fází celého procesu investování je exit, tedy výstup investora ze společnosti, kdy dochází ke zhodnocení počáteční investice. Nejčastějšími způsoby exitu je zpětné odkoupení podílu stávajícím managementem, prodej strategickému partnerovi nebo uvedení společnosti na burzu. Může však také dojít k nedobrovolnému vystoupení investora z podniku, kdy je podnik prodán pod cenou nebo v případě likvidace jsou prodána jeho aktiva.

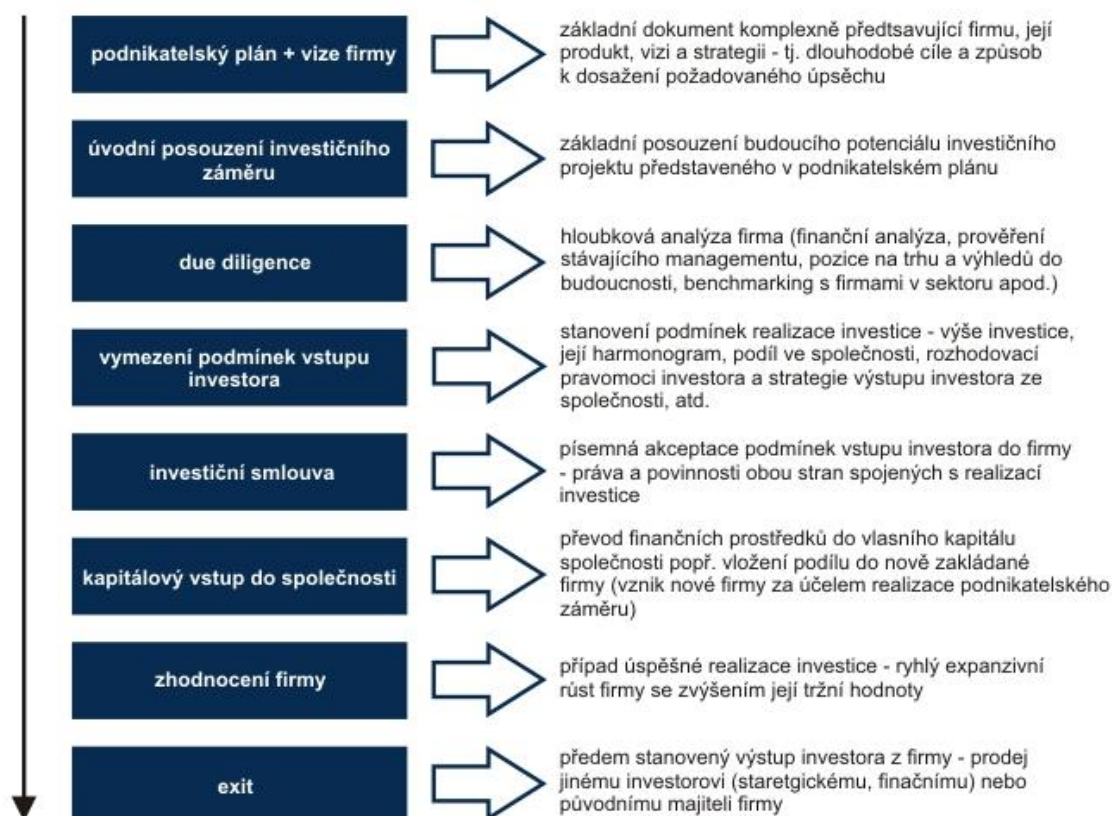
Proces celého investování VC do podniku až po výstup manažerské společnosti z podniku znázorňuje obr. 2.

---

<sup>40</sup> RAJCHLOVÁ, J. *Vybrané aspekty financování podniků rizikový kapitálem v podmínkách České republiky*, str. 23 – 25.

<sup>41</sup> Tamtéž, str. 25.

<sup>42</sup> KORÁB V., HANZELKOVA A. A M. MICHALISKO. *Rodinné podnikání: způsoby financování, řízení rodinných podniků, úspěšné předání, následnictví*, str. 34.



Obr. 2 Proces investování VC (Zdroj: CzechInvest, 2015)

## 2.5 Účastníci trhu venture kapitálu

Před samotným vymezením účastníků trhu venture kapitálu v ČR je potřeba se obeznámit s několika pojmy.

Prvním takovým pojmem je *přímé a nepřímé podílnictví*. Jak uvádí Rajchlová, přímé podílnictví představuje přímý transfer finančních prostředků do daného projektu/podniku.<sup>43</sup> Nepřímé podílnictví představuje transfer finančních prostředků prostřednictvím mezičlánku, např. fondu VC.

Dále je potřeba rozlišovat *nepřímé podílnictví projektově orientované*, kdy investiční společnost vzniká z důvodu realizace konkrétního projektu, a *fondově orientované*, kdy jednotliví investoři vkládají své volné peněžní prostředky do fondů rizikového kapitálu, který je spravován manažerskou společností a jehož prostřednictvím jsou finanční prostředky dále investovány do podniků s inovativním charakterem.

<sup>43</sup> RAJCHLOVÁ, J. *Vybrané aspekty financování podniků rizikový kapitálem v podmínkách České republiky*, str. 18.



V ČR je využíváno právě nepřímé fondově orientované podílnictví.

Na základě vymezení výše uvedených pojmů je možné identifikovat účastníky trhu VC jako investory, fond VC, manažerskou společnost a inovativní podniky.

Investory představují většinou banky, penzijní fondy a pojišťovny. Tito investoři vkládají své finanční prostředky do fondů rizikového kapitálu a získávají podíl na fondu rizikového kapitálu.

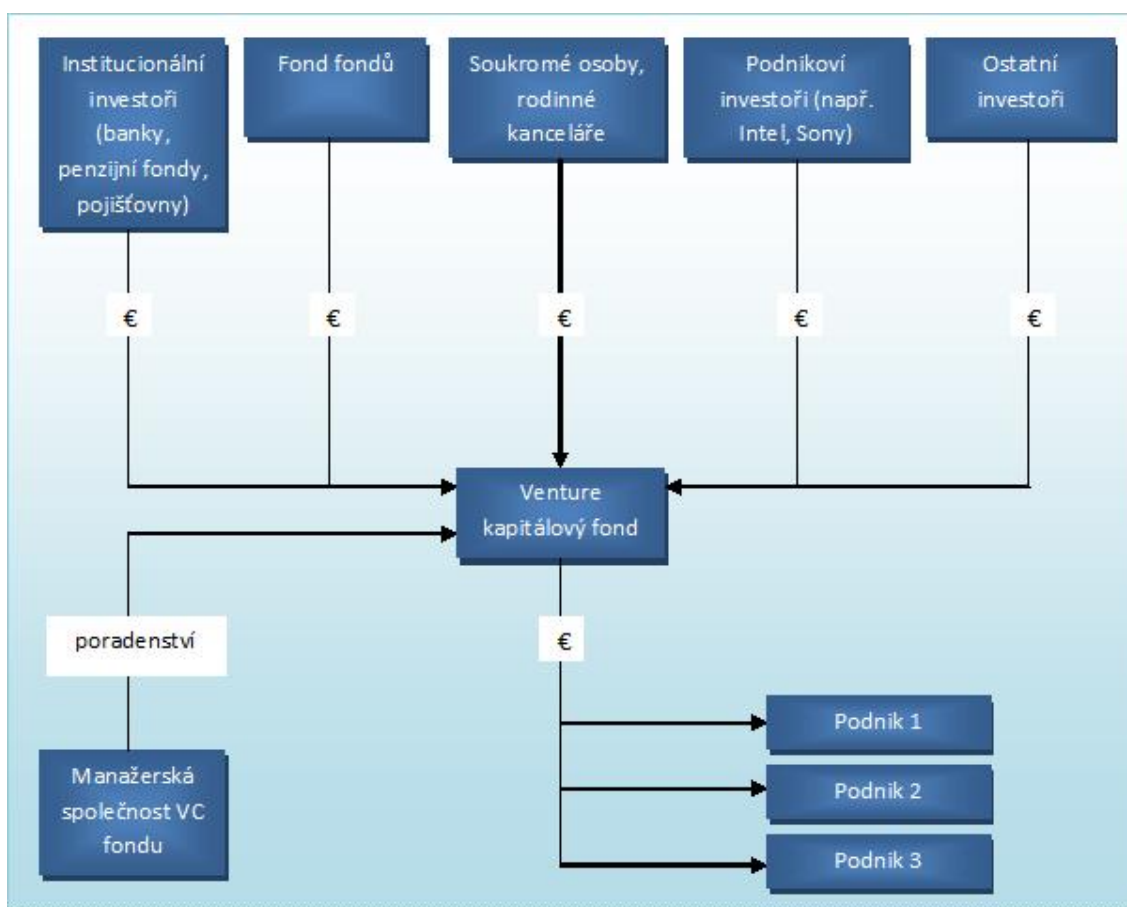
Fondy jsou ve své podstatě účelně založené společnosti shromažďující peněžní prostředky investorů. Fond VC si najímá manažerskou společnost a uzavírá s ní smlouvu definující spolupráci mezi oběma subjekty, včetně odměny pro manažerskou společnost. V rozvinutém VC prostředí fondy mají většinou právní formu v podobě Limited Partnership<sup>44</sup>, kdy samotný fond není plátcem daně a veškeré zisky a ztráty jsou zdaňovány přímo u konečných investorů, čímž se předchází riziku dvojího zdanění.

Manažerská společnost pak provádí skutečnou správu peněžních prostředků, posuzuje investiční příležitosti, provádí investice do podniků, monitoruje jednotlivé investice a zabezpečuje veškerou související administrativu. Výnos, který je realizován po výstupu z podniku, je znovu investován nebo rozdělen jednotlivým investorům dle jejich podílu.<sup>45</sup> Vztahy mezi jednotlivými účastníky trhu VC zobrazuje obr. 3.

---

<sup>44</sup> V českých podmínkách tomu od roku 2015 odpovídá právní forma komanditní společnosti na investiční listy (SICAR). Pozn. autorky.

<sup>45</sup> MCKASKILL T. *Raising Angel & Venture Finance*, str. 14.



Obr. 3 Vztahy mezi účastníky VC investic (Zdroj: vlastní zpracování)

## 2.6 Základní typy venture kapitálových fondů

VC/PE fondy se mohou odlišovat nejen podle fáze podniku, na kterou se zaměřují (seed, start-up, rozvojová fáze, manažerské odkupy atd.), ale i podle vlastníků fondů a jejich struktury.

EVCA rozlišuje tři základní typy PE/VC fondů:

- *Nezávislý fond (independent fund)* – fond, v němž hlavními zdroji jsou třetí strany a kde žádný podílník nemá většinový podíl. Jedná se o nejčastější typ fondu a v roce 2013 v Evropě 95,1 % investic pocházelo z těchto fondů.<sup>46</sup>
- *Kaptivní fond (captive fund)* – fond, v němž jeden podílník přispívá na většinu kapitálu. Většinou mateřská společnost alokuje většinu svých vlastních zdrojů do fondu. Často jsou kaptivní fondy dceřiné společnosti bank, fi-

<sup>46</sup> EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.

- nančních institucí, pojišťoven nebo i podniků. Tzv. podnikové fondy (corporate funds) jsou vytvářeny podniky, které vyhledávají investice do podniků relativních s jejich oblastí působnosti a které jim přinášejí nové technologie.<sup>47</sup> V roce 2013 se kaptivní fondy v Evropě podílely na investicích 3,9 %.<sup>48</sup>
- *Veřejný fond (public fund)* – fond, jehož kapitál pochází zejména nebo zcela z veřejných institucí, a to přímo nebo nepřímo.<sup>49</sup> V roce 2013 tyto fondy se podílely na 1 % všech investic.<sup>50</sup>

---

<sup>47</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, str. 12.

<sup>48</sup> EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.

<sup>49</sup> EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*, str. 12.

<sup>50</sup> EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.

### 3 Rešerše výzkumných záměrů ke zvolenému tématu

Cílem této kapitoly je identifikovat vliv VC investování na rozvoj podnikání a růst ekonomické úrovně státu. Závěrem kapitoly bude potvrzení či vyvrácení tvrzení, že VC investice podporují rozvoj podnikání a napomáhají tak růstu ekonomiky.

Z důvodu obtížného přístupu k finančním a jiným informacím spojených s VC bude zkoumání vlivu VC investic provedeno na základě analýzy již provedených případových studií.

V rámci této kapitoly budou postupně rozebrány čtyři studie z let 2002, 2009, 2011 a 2013. Všechny tyto případové studie měly za úkol potvrdit či vyvrátit vliv PE/VC na podnikání a makroekonomické ukazatele.

#### 3.1 Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe

Již v roce 1996 EVCA provedla první výzkum zaměřený na ekonomické dopady PE/VC. Navzdory začínající ekonomické recesi se v roce 2002 EVCA zaměřila na výzkum vlivu VC investic na rozvoj podnikání.

Výsledky tohoto výzkumu jsou popsány ve studii *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, která vznikla ve spolupráci EVCA s Nottingham University Business School a Europe Unlimited. Celý výzkum byl proveden formou dotazníkového šetření vybraného vzorku podniků napříč Evropou, jejichž činnost byla financována VC mezi lety 1995 a 2001. Celkem bylo navráceno 364 dotazníků dostatečně reprezentující trh s VC každé země.

Cílem studie bylo zjistit více o třech aspektech podniků, do nichž byl investován VC:

- podnikové prostředí – povaha podnikání, velikost a oblast podnikání,
- operace podniku – vnitřní organizace a strategie,
- post-investiční chování – indikátory ukazující úspěšnost podniku v různých oblastech.<sup>51</sup>

---

<sup>51</sup> EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, str. 5.

Podle studie v oblasti post-investičního chování považoval management 94,5 % dotázaných podniků, že VC investice sehrály klíčovou roli ve vytvoření, přežití a růstu podniku. Dle výzkumu 72 % podniků ve fázi seed a start-up by nikdy nevzniklo bez VC investice.<sup>52</sup>

Právě zakládání nových podniků má významný dopad na tvorbu nových pracovních míst. 90 % podniků zaznamenalo nárůst nových pracovních míst po vstupu VC do podniku. Průměrně bylo vytvořeno 46 nových pracovních pozic na jeden podnik.<sup>53</sup> Se vstupem VC do podniku se však nezvyšuje pouze počet pracovních míst, ale také výše mezd. Více jak polovině podniků se zvýšily mzdy všech jejich zaměstnanců. Mnohé podniky začaly také využívat odměny v podobě zaměstnaneckých akcií nebo výkonnostních odměn.<sup>54</sup>

Díky VC investici podniky mají možnost implementovat prorůstové strategie v podobě větších výdajů na výzkum a vývoj, na marketing a rozvoj lidského kapitálu, což vede k následnému zvýšení obrátu a ziskovosti podniku. Více než polovina dotazovaných podniků považuje svůj post-investiční výkon za lepší než u jejich konkurence bez VC investice.<sup>55</sup> Téměř 40 % podniků uvedlo, že dosahují vyššího zisku před úroky a zdaněním než konkurence a zaznamenaly nárůst exportu v průměru o 58 %.<sup>56</sup>

Co se týče oblasti operace podniku s VC investicí, takovéto podniky investovaly především do výzkumu a vývoje, marketingu a vzdělávání. Ve fázi seed a start-up se podniky soustředí především na výzkum a vývoj. V pozdních fázích se s přílivem VC nejvíce zvýšily výdaje na marketing.<sup>57</sup>

Navíc mnohé společnosti potvrdily, že manažerské společnosti VC fondů, nepřinášejí do podniků pouze finance, ale též přispívají nefinančně. U podniků ve fázi seed a start-up jsou to především strategické rady, u podniků v pozdních fázích se jedná zejména o zvýšení důvěryhodnosti.<sup>58</sup>

V oblasti prostředí podniku studie ukazuje, že VC investice směřují hlavně do podniků s méně než 50 zaměstnanci. Podniky v seed a start-up fázi mají nej-

---

<sup>52</sup> EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, str. 6.

<sup>53</sup> Tamtéž, str.6.

<sup>54</sup> Tamtéž, str. 19.

<sup>55</sup> Tamtéž, str. 7.

<sup>56</sup> Tamtéž, str. 17.

<sup>57</sup> Tamtéž, str.13.

<sup>58</sup> Tamtéž, str.15.

častěji méně než 6 zaměstnanců. I když investice směřují do podniků ve všech sektorech, nejvíce se manažerské společnosti zaměřují na high-tech podniky, tedy podniky zaměřené na internetové technologie, telekomunikace, IT a farmaceutii.<sup>59</sup>

Jako největší přínos VC investic managementu podniku považuje zvýšení likvidity, možnost vývoje nových produktů, možnost vstupu na nové trhy nebo upevnění stávající pozice na trhu a možnost zaměstnávání vysoce kvalifikované pracovní síly.<sup>60</sup>

### **3.2 The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings**

Studie, *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*, z roku 2009 se zabývá empirickými důkazy o vlivu PE/VC na ekonomické a sociální ukazatele. Studie je shrnutím předešlých výzkumů zabývajících se otázkami vlivu PE/VC na ekonomické výsledky. Z důvodu nedostatku výzkumů na evropské úrovni je čerpáno především z dat získaných v USA.<sup>61</sup>

Studie sleduje několik bodů:

- dopad PE/VC investic na celkovou ekonomiku,
- spojitost mezi PE/VC a inovacemi,
- vliv PE/VC na výkon podniku,
- vliv PE/VC na zaměstnanost,
- role PE/VC během ekonomické recese nebo při nedostatku finančních zdrojů.<sup>62</sup>

Co se týče dopadu PE/VC na ekonomiku jako celek, mnohá data z různých výzkumů potvrzují, že existuje pozitivní korelace mezi PE/VC investicemi a ekonomickým růstem. Na druhou stranu Strömberg upozorňuje, že se také může jednat o přesný opak, tedy, že ekonomický růst pozitivně ovlivňuje výši PE/VC investic. Avšak mnozí výzkumníci argumentují tím, že právě PE/VC sehrál

---

<sup>59</sup> EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, str. 10.

<sup>60</sup> Tamtéž, str. 12.

<sup>61</sup> STRÖMBERG, P. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*, str.3.

<sup>62</sup> Tamtéž, str. 3.

významnou roli při obnově americké ekonomiky během 80. a počátkem 90. let.<sup>63</sup>

Mnohé výzkumy také ukazují, že existuje pozitivní spojitost mezi PE/VC investicemi a inovacemi. Avšak stejně jak v předchozím bodu, někteří výzkumníci oponují, že VC investice nutně nemusí zvyšovat růst produktivity a následně povzbuzovat inovační úsilí. Navíc další výzkumníci argumentují, že VC investice směřují do podniků, které mají vysoký inovační potenciál již před samotným vstupem kapitálu.<sup>64</sup> Studie zobrazuje tabulku s hlavními výsledky výzkumů pro přehlednost.

Tab. 1 Přehled výzkumů (Zdroj: zpracování dle STRÖMBERG, P., 2009)

Zdroj	Země	Závěr výzkumu
Mollica a Zingales, 2007	USA	VC investice mají pozitivní dopad na inovace a vznik nových podniků (použita kontrola zpětné kauzality).
Kortum a Lerner, 2000	USA	VC investice mají pozitivní dopad množství patentů a tento dopad je významnější, než průmyslový výzkum a výdaje na vývoj.
Hirukawa a Ueda, 2006	USA	VC investice mají vliv na množství patentů, avšak nekorespondují s růstem celkové produktivity.
Caselli, Gatti a Perrini, 2008	Itálie	Společnosti financované VC registrují více patentů než společnosti bez VC účasti před obdržáním VC investice. Tato tendence však mizí poté, co je VC investice zrealizována.
Engel a Keibach, 2007	Německo	Stejný výsledek jak u Caselli, Gatti a Perrini, 2008.

I když studie zcela nepotvrzují, že VC investice přispívají k růstu produktivity podniků, je patrné, že VC podporuje vznik a rozvoj podniků.

Co se týče dalšího bodu, vliv VC na výkon podniku, výzkumy potvrdily pozitivní vztah mezi PE/VC investicemi a výkonem podniku. Podniky s účastí VC

<sup>63</sup> STRÖMBERG, P. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*, str. 6.

<sup>64</sup> Tamtéž, str. 9.

vykazují rychlejší růst a rychlejší uvádění nových výrobků na trhy než podniky bez VC účasti.<sup>65</sup>

Dalším bodem studie byl vliv na zaměstnanost. V této oblasti americké studie potvrzují, že podniky financované VC neustále směřují k rozrůstání se v každé fázi jejich životního cyklu (vznik, VC investice, výstup VC) oproti podnikům, které VC financovány nejsou. Navíc většina společností, které jdou na burzu, jsou s účastí VC. Z tohoto lze učinit závěr, že VC investice mají pozitivní dopad na vytváření nových pracovních míst.<sup>66</sup> Avšak výzkum zaměřený na zaměstnanost v českých podnicích toto tvrzení nepotvrzuje. V českých podmínkách dochází k zvýšení počtu zaměstnanců a jejich efektivity pouze v malých podnicích s účastí VC. Ve středních a velkých podnicích dochází naopak k poklesu v počtu zaměstnanců a efektivnost zaměstnanců se zvyšuje pouze ve velkých podnicích.<sup>67</sup>

Co se týče role PE/VC investic, žádné výzkumy nepotvrdily spojitost mezi těmito investicemi a ekonomickou recesí. Na druhou stranu lze předpokládat, že podniky s PE/VC účastí jsou lépe řízeny a tudíž by měly v době recese zažívat méně problémů. Navíc podniky s VC účastí v době recese mohou stále investovat hodně do inovací, přestože ostatní kapitálové trhy jsou méně likvidní.<sup>68</sup> To má následně pozitivní dopad na navrácení se do stádia ekonomického růstu.

### **3.3 Venture Capital: Policy lessons from the VICO project**

Velice významnou studií na evropské úrovni, která se zabývá VC investicemi, je tzv. *VICO project*, jehož výsledky shrnuje práce s názvem *Venture Capital: Policy lessons from the VICO project*.

VICO project se zabýval studiem dopadu VC investic na financování inovací, zaměstnanost, růst, konkurenceschopnost atp. Mimo jiné se také zaměřil na působení odlišných druhů VC fondů, konkrétně se jedná o nezávislé VC fondy (IVC), korporátní VC fondy (CVC) a veřejné VC fondy (PVC).

---

<sup>65</sup> STRÖMBERG, P. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*, str. 10.

<sup>66</sup> Tamtéž, str. 12.

<sup>67</sup> Rajchlová J. Fedorova A. a Z. Brož. *The venture capital in the Czech companies: development of number of employees and efficiency of employees*, str. 84 – 85.

<sup>68</sup> STRÖMBERG, P. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*, str. 14.



V oblasti produktivity a růstu právě IVC sehrává významnou roli v nárůstu produktivity podniku. Výzkumníci tento nárůst vysvětlují, že je zapříčiněn příchodem nových znalostí a řídicích schopností manažerské společnosti. Produktivita podniků s VC účastí je pak především způsobena nárůstem výstupů/produkce.<sup>69</sup>

Naopak CVC způsobuje v krátkém období jen minimální nárůst produktivity i zaměstnanosti. Avšak v dlouhém období CVC dosahuje již stejných výsledků jak IVC. Vysvětluje se to tím, že IVC se snaží o co nejrychlejší exit z podniku, zatímco CVC sleduje spíše dlouhodobé strategické zájmy.

PVC pak sehrávají velice významnou roli v investicích do podniků v zárodečných fázích, které mají velmi omezený přístup k možnostem financování jejich inovativních projektů.<sup>70</sup>

Dále je potřeba rozlišovat, zda se jedná o domácí VC fond nebo zahraniční. Výzkum prokázal, že tržby rostou rychleji u těch podniků, kde je zahraniční účast. Výzkumníci to vysvětlují, že mezinárodní VC fondy poskytují podnikům mezinárodní dovednosti a mezinárodní obchodní síť.<sup>71</sup>

Co se týče vlivu VC investic na inovace, opět různé druhy fondů různě ovlivňují množství inovací. IVC dosahují mnohem lepších výsledků než PVC. Avšak nejlepších výsledků dosahují podniky, do nichž investovaly jak PVC tak IVC a větší podíl na základním kapitálu mají IVC.<sup>72</sup>

VICO project se také zabýval výkonem podniků s VC účastí v době krize, která v Evropě vypukla v roce 2008. Zde byl srovnáván růst tržeb a pracovních míst podniků financovaných VC a nefinancovaných VC. I když oba druhy podniků zažily pokles růstu jak v oblasti tržeb, tak v pracovních místech, pouze podniky s VC účastí zaznamenaly zpomalení růstu, kde však nedošlo k úbytku pracovních míst nebo poklesu tržeb, tak jako u podniků nefinancovaných VC.<sup>73</sup>

Lze tedy konstatovat, že VC investice nejen pomáhají podnikům růst rychleji, ale také v době ekonomické krize poskytují podnikům finanční zdroje a znalosti, které jsou nutné, aby přizpůsobily jejich produkty novým podmínkám.

---

<sup>69</sup> COLOMBO G. M. A KOL. *Venture Capital: Policy lessons from the VICO project*, str. 11.

<sup>70</sup> Tamtéž, str. 11.

<sup>71</sup> Tamtéž, str. 14.

<sup>72</sup> Tamtéž, str. 12.

<sup>73</sup> Tamtéž, str. 15.

### 3.4 Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe

Poslední studií zabývající se dopady PE/VC na ekonomický růst v Evropě je studie z roku 2013 s názvem *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, vypracována na žádost EVCA. Práce se soustředí na tři klíčové aktivity přispívající k ekonomickému růstu Evropy, které byly definovány v evropské strategii růstu Evropa 2020 – inovace, produktivita a konkurenceschopnost.

V dnešní době, kdy tradiční možnosti růstu jsou téměř vyčerpány, inovace sehrávají klíčovou roli v podpoře ekonomického rozvoje. Inovace umožňují využívat stávající zdroje efektivněji, tedy dosahovat vyšších výstupů při zachování stejných vstupů.

Výzkumy potvrzují, že 4 z 5 nejproduktivnějších oblastí vzhledem k počtu patentů jsou oblasti, které jsou nejčastěji podporovány PE/VC. Jedná se o medicínu, obchod a průmyslové služby, komunikační technologie a průmyslové výrobky. Podle mnohých studií podniky s PE/VC investicemi produkují lepší inovace s vyšší významností ve srovnání s podniky bez PE/VC. PE/VC podporují především mladé podniky, které mají tendenci být více inovativní než podniky zaběhnuté.<sup>74</sup>

Dalším bodem, kterým se studie zabývala, je produktivita podniku. Produktivita navazuje na inovace. Díky inovacím podniky mohou dosahovat vyšší produkce při stejném množství zdrojů, tedy roste jejich produktivita.

Zvýšení produktivity podniku lze docílit investicemi do nových výrobních zařízení a technologií. Studie odhaluje, že přísun PE/VC investic je doprovázen nárůstem dlouhodobého hmotného majetku (stroje, vybavení, budovy), jak na úrovni jednotlivých sektorů, tak na úrovni států. Avšak zároveň uvádí, že je potřeba dalšího zkoumání.<sup>75</sup>

Na úrovni jednotlivých podniků je studie již více konkrétnější. Uvádí, že mezi lety 2005 a 2011 ve zkoumaných 473 evropských podnicích PE/VC přispěl k nárůstu EBITD<sup>76</sup> na zaměstnance v průměru o 6,9 %. Navíc rozdíl mezi růs-

---

<sup>74</sup> FRONTIERS ECONOMICS. *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, str. 24 – 30.

<sup>75</sup> Tamtéž, str. 34 – 37.

<sup>76</sup> Zisk před úroky, zdaněním a odpisy. Pozn. autorky.

tem produktivity v amerických podnicích s PE/VC a bez PE/VC během let 1980 až 2005 byl více jak 5,2 %.<sup>77</sup>

Růst produktivity podporuje ekonomický růst, dochází k vytváření nových pracovních míst, kumulaci kapitálu, zakládání nových podniků a zvyšuje se konkurenceschopnost. Zvyšování konkurenceschopnosti jak na domácí tak mezinárodní úrovni přispívá k ekonomickému růstu. Doposud však nebyla provedena jediná studie, která by se zabývala dopady PE/VC na konkurenceschopnost. Avšak tyto dopady lze zkoumat i jiným způsobem. A to jako vztah mezi PE/VC a exportem nebo financování riskantních projektů.<sup>78</sup>

PE/VC sehrává významnou roli při vstupu podniku na zahraniční trhy. Za prvé manažerská společnost PE/VC fondu se podílí řízení podniku a přináší své know-how. Za druhé přináší do podniku dodatečné finanční prostředky, které lze využít právě při vstupu do zahraničí.<sup>79</sup>

Každoročně Světové ekonomické fórum vydává zprávu o globální konkurenceschopnosti. Jedním z měřítek pro hodnocení konkurenceschopnosti je také přístup k VC fondům. Toto měřítko je založeno na myšlence, že dostatečná velikost VC fondů umožňuje financování nových podniků, které jsou velice riskantní a inovativní a bez této investice by nemohly vzniknout kvůli vysokému riziku. Tyto nové podniky přicházejí na trh s novými technologiemi a procesy, čímž zintenzivňují konkurenci na trhu a nutí i ostatní podniky k růstu produktivity, čímž se zvyšuje celková konkurenceschopnost dané země.<sup>80</sup>

### 3.5 Shrnutí výsledků výzkumů

Evropská ekonomika se stále potácí na pomezí stagnace a je ohrožována deflací. EU dnes čelí novým výzvám, a to výzvám ekonomické a sociální transformace.

Na tyto výzvy EU odpovídá dokumentem *Evropa 2020*, kde si stanovuje pět hlavních cílů, kterých chce dosáhnout. Minimálně ke splnění dvou cílů mohou přispět právě i VC investice:

- zajištění 75% zaměstnanosti lidí ve věku 20 až 64 let,

---

<sup>77</sup> FRONTIERS ECONOMICS. *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe*, str. 38.

<sup>78</sup> Tamtéž, str. 45.

<sup>79</sup> Tamtéž, str. 46.

<sup>80</sup> Tamtéž, str. 47 – 49.

- investice do výzkumu a vývoje budou představovat 3 % HDP EU.<sup>81</sup>

Výše uvedené studie demonstrovaly, že PE/VC přispívá k ekonomickému růstu a to prostřednictvím několika sub-indikátorů.

Za prvé jsou to inovace. Podniky s VC účastí mají více finančních prostředků, které mohou investovat do výzkumu a vývoje. Navíc podniky s VC vykazují rychlejší růst a rychlejší uvádění nových výrobků na trh ve srovnání s podniky bez VC účasti. Podle mnohých studií podniky s PE/VC investicemi produkují lepší inovace s vyšší významností ve srovnání s podniky bez PE/VC.

S inovacemi souvisí i produktivita podniků. Mezi lety 2005 a 2011 ve zkoumaných 473 evropských podnicích PE/VC přispěly k nárůstu zisku na zaměstnance v průměru 6,9 %. Podniky s PE/VC dosahují také lepší produktivity ve srovnání s podniky bez PE/VC.

Dále se jedná o zaměstnanost. Podniky, do nichž byl investován VC, se neustále rozrůstají a to ve všech fázích svého životního cyklu. Přibližně v 90 % dotazovaných podniků byl zaznamenán nárůst nových pracovních míst po vstupu VC do podniku. Průměrně bylo vytvořeno 46 nových pracovních pozic na jeden podnik.

Velice významnou roli sehrávají i manažerské společnosti VC fondů, které přinášejí do podniků nejen dodatečné finanční prostředky, ale i znalosti, v podobě strategického řízení a rozsáhlé mezinárodní sítě kontaktů. Tyto znalosti a finanční prostředky lze právě využít při vstupu na zahraniční trhy. Lze tedy tvrdit, že VC přispívá ke zvyšování exportu a tedy i konkurenceschopnosti jednotlivých zemí. V průměru podniky s VC účastí zaznamenaly nárůst exportu o 58 %.

Je zapotřebí také zmínit roli VC v době hospodářské krize a recese. I když podniky s VC účastí zaznamenaly zpomalení růstu tržeb a pracovních míst, nedošlo k úbytku pracovních míst nebo poklesu tržeb, tak jako u podniků nefinancovaných VC. Navíc podniky s VC účastí v době recese mohou stále investovat do inovací, přestože ostatní kapitálové trhy jsou méně likvidní, což urychluje proces navracení se ekonomiky do období růstu.

Podle mnohých manažerů podniků VC investice sehrály klíčovou roli v jejich vytvoření, přežití a růstu. Mnohé podniky ve fázi seed a start-up by nikdy nevznikly bez VC investice.

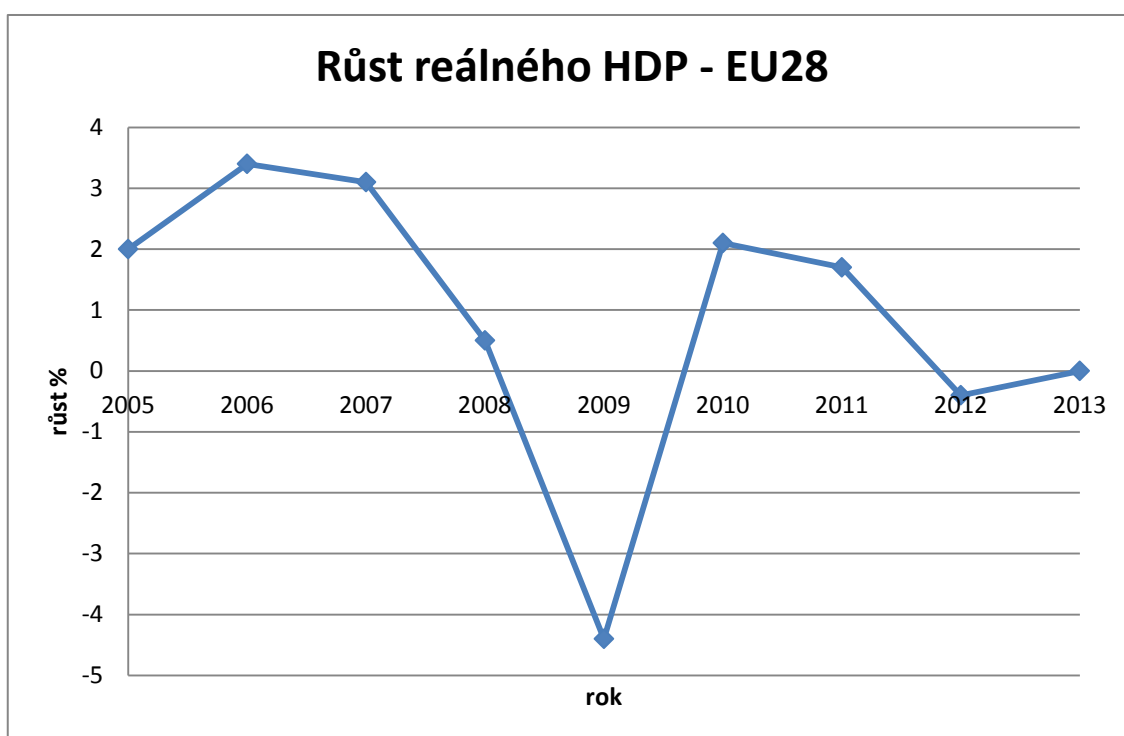
---

<sup>81</sup> EUROPEAN COMMISSION. *Europe 2020: Europe's growth strategy*, str. 3.

Jako největší přínos VC investic management podniků považuje zvýšení likvidity, možnost vývoje nových produktů, možnost vstupu na nové trhy nebo upevnění stávající pozice na trhu a možnost zaměstnávání vysoce kvalifikované pracovní síly.

## 4 Situace na evropském trhu venture kapitálu

I když od vypuknutí hospodářské krize v Evropě v roce 2009 již uběhlo více jak pět let, EU se stále vzpamatovává z jejích dopadů a stále se pohybuje na pomezí stagnace. HDP celé EU se propadlo do záporných hodnot právě v roce 2009 a od té doby tempo růstu není schopno se navrátit do svých předkrizových hodnot (obr. 4). V roce 2013 HDP EU nedosáhlo žádného přírůstku a i když v roce 2014 došlo k mírnému růstu HDP, EU se stále obává stagnace ekonomiky.

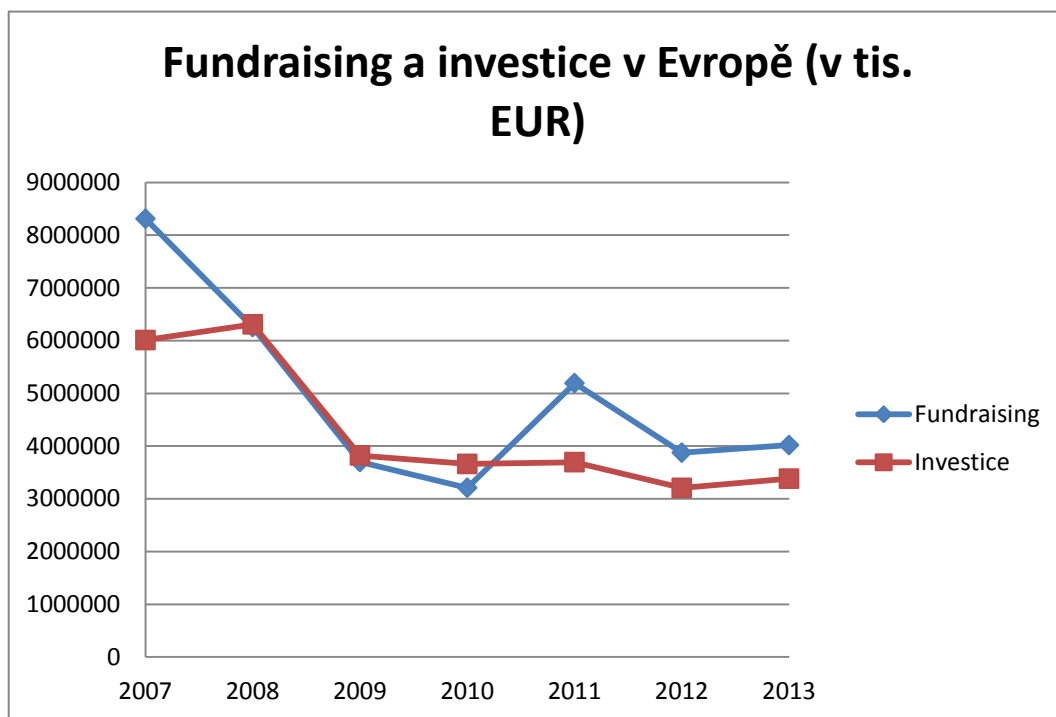


Obr. 4 Růst reálného HDP – EU28 (Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostatu)

Evropská komise považuje za klíčové, jak nastartovat ekonomický růst, vytváření nových pracovních míst a růstu v inovacích. Ale inovativní podniky v Evropě čelí značným problémům v přístupu k financím, které potřebují pro zahájení činnosti, růst a konkurenceschopnost na globálních trzích.<sup>82</sup>

<sup>82</sup> EUROPEAN COMMISSION. *Report of Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors*, str. 3.

Právě s vypuknutím ekonomické krize VC fondy značně snížily svou nabídku. Institucionální investoři, jako banky, pojišťovny či penzijní fondy, začali své volné finanční prostředky zhodnocovat v méně rizikových investicích.



Obr. 5 Fundraising a investice v Evropě (Zdroj: vlastní zpracování na základě EVCA)

Fundraising a investice VC fondů značně poklesly opět v době ekonomické krize mezi lety 2008 a 2009 a i když v následujících letech fundraising opět o něco vzrostl v rámci Evropy, investice již pokrizový nárůst nezaznamenaly (obr. 5). Právě přístup k financím, a to i ve formě VC, hraje jednu z nejvýznamnějších rolí v přeměně výsledků výzkumu a vývoje do komerčních výstupů ve formě produktů pro konečné spotřebitele. VC investice potřebují právě menší inovativní podniky, jejichž projekty jsou vysoce rizikové, a které jsou často přehlíženy tradičními finančními institucemi, jako jsou například banky.

Jak uvádí zpráva Evropské komise, Evropa čelí problému úzkého trhu, kdy existuje pouze limitovaný počet investorů a inovativních prorůstově orientovaných podniků, kde obě strany mají problémy se vzájemně najít a uzavřít smlouvu.<sup>83</sup>

<sup>83</sup> EUROPEAN COMMISSION. *Report of Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors*, str. 6.

Aby trh s VC fungoval efektivně je zapotřebí dostatečně informované institucionální investory, dostatečnou nabídku vysoce inovativních podniků, profesionální a zkušené manažerské společnosti VC fondů, programy podpory a informační síť pro začínající podnikatele a také rozvinuté exitové trhy.

#### 4.1 Problémy na straně nabídky

I díky vypuknutí ekonomické krize v Evropě, podniky během krize i nyní čelí velice obtížnému přístupu k financování. Týká se to zejména malých, vysoce inovativních avšak velice riskantních podniků, které nemají téměř žádnou šanci získat úvěrové financování od bank.

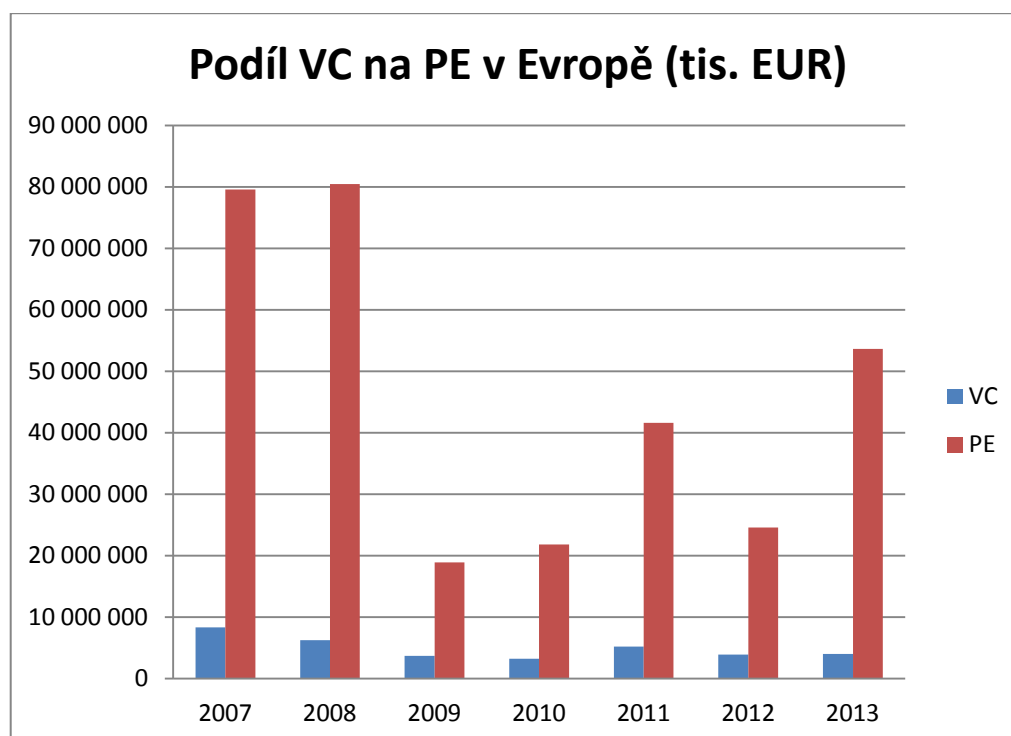
Velkým problémem na straně nabídky je nedostatek velkých institucionálních investorů. Tento problém však nesouvisí pouze s nedávnou ekonomickou krizí. Jak uvádí studie Evropského parlamentu, VC trhy v Evropě se začaly rozvíjet ve druhé polovině 90. let minulého století, kdy zde byla „*internetová horečka*“<sup>84</sup> (dot.com bubble).<sup>85</sup> V této době mnoho institucionálních investorů znamenalo velké ztráty a do oblasti VC investic se již nikdy nevrátili. Na obr. 6 lze vidět, že VC fondy tvoří v průměru pouze 12 % veškerých fondů vlastního kapitálu.

---

<sup>84</sup> Internetová horečka je označení období mohutného vzniku internetových firem bez jakéhokoliv obchodního plánu, které přilákaly obrovské investice, avšak které brzy zkrachovaly. Pozn. autorky.

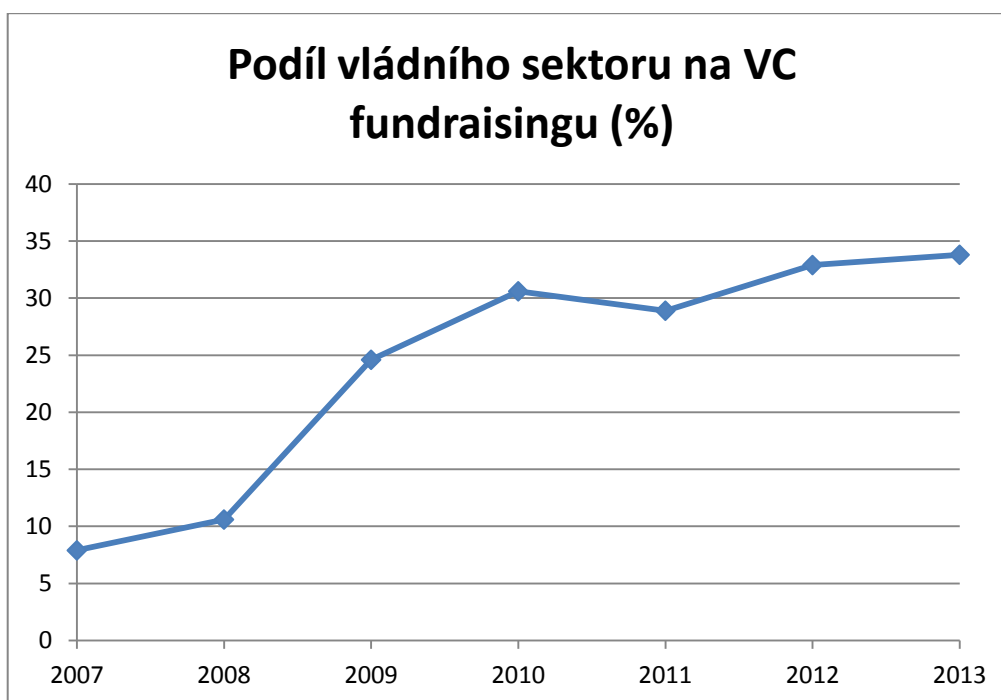
<sup>85</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 37.





Obr. 6 Podíl VC na PE v Evropě (Zdroj: vlastní zpracování na základě EVCA)

Tuto „mezeru“ v přísunu financí do fondů se snaží z části vyplnit vládní sektor, na unijní úrovni se jedná zejména o Evropský investiční fond. Obr. 7 zobrazuje, jak se během posledních sedmi let zvyšoval podíl vládního sektoru na VC fundraisingu.



Obr. 7 Podíl vládního sektoru na VC fundraisingu (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Dalším problémem je velikost VC fondů. Většina VC fondů v Evropě je relativně malá, čímž je omezen limit pro množství investic do podniků a s tím související diverzifikace investičního portfolia, tudíž není dostatečně atraktivní pro velké institucionální investory. Zatímco v USA průměrná velikost fondu v roce 2013 byla 110,3 mil. USD<sup>86</sup> (přibližně 88,3 mil. EUR), v Evropě to bylo 38,3 mil. EUR. Navíc v Evropě průměrná velikost fondů je stále v poklesu, jak uvádí tab. 2.

Tab. 2 Průměrná velikost VC fondu (v mil. EUR, zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Early-stage</b>	38,5	28,2	25,3	17,0	26,7	36,5	30,2
<b>Later-stage</b>	45,6	86,3	19,5	34,2	49,7	20,2	33,9
<b>Balanced</b>	46,9	37,6	26,2	28,2	38,3	31,7	50,2
<b>Total VC</b>	42,4	37,9	25,0	24,0	34,2	33,1	38,3

Jak však uvádí Evropský parlament, nelze přesně určit jak velká je „mezera“ na trhu s VC v Evropě, protože informace jsou k dispozici pouze o firmách, které

<sup>86</sup> THOMSON REUTERS. *National Venture Capital Association Yearbook 2014*, str. 9.

získaly VC, a některé firmy, jež mají velice omezený přístup k financím, ani o VC nezažádaly, protože šanci, že by uspěly, považovaly za mizivou.<sup>87</sup>

Nedostatečná nabídka z pohledu kvantity není jediným problémem. Jak již bylo uvedeno v kapitole 3, velice významnou roli při VC financování hraje manažerská společnost VC fondů, která přináší do podniku i znalosti a síť kontaktů. Jedná se o nedostatečnou nabídku z pohledu kvality. Jak uvádí výsledky z VICO projektu, zkušenější manažeři dosahují mnohem lepších ekonomických výsledků.<sup>88</sup>

Evropa, která má mnohem kratší historii VC trhů ve srovnání s USA, také disponuje limitovaným počtem zkušených manažerů. Tedy nabídka VC je limitována také množstvím zkušených manažerských společností. Počet amerických manažerských společností, které vytvořily 2 a více fondů, je 4,6krát větší než těch evropských. Těch, kterých založily 6 a více fondů, je dokonce 16,3krát více než v Evropě.<sup>89</sup>

## 4.2 Problémy na straně poptávky

Nedostatečná poptávka na VC trzích je zejména charakterizována nízkým počtem vysoce inovativních podniků v počátečních fázích, které vyhledávají VC financování. Nejedná se pouze o množství inovativních podniků, ale také o kvalitu jejich podnikatelských záměrů. Podle EVCA pouze 3 – 4 z 600 – 700 podnikatelských záměrů v Evropě je financováno VC každý rok, tedy přibližně pouhých 0,5 %.<sup>90</sup>

Významnou roli ve vzniku inovativních podniků hraje také velikost výdajů na výzkum a vývoj. Výdaje na výzkum a vývoj podporují vznik nových nápadů, což následně zvyšuje potřebu po finančních prostředcích na jejich realizaci. Jak uvádějí Söderblom a Wiklund, blízká spolupráce s univerzitami je v této oblasti

---

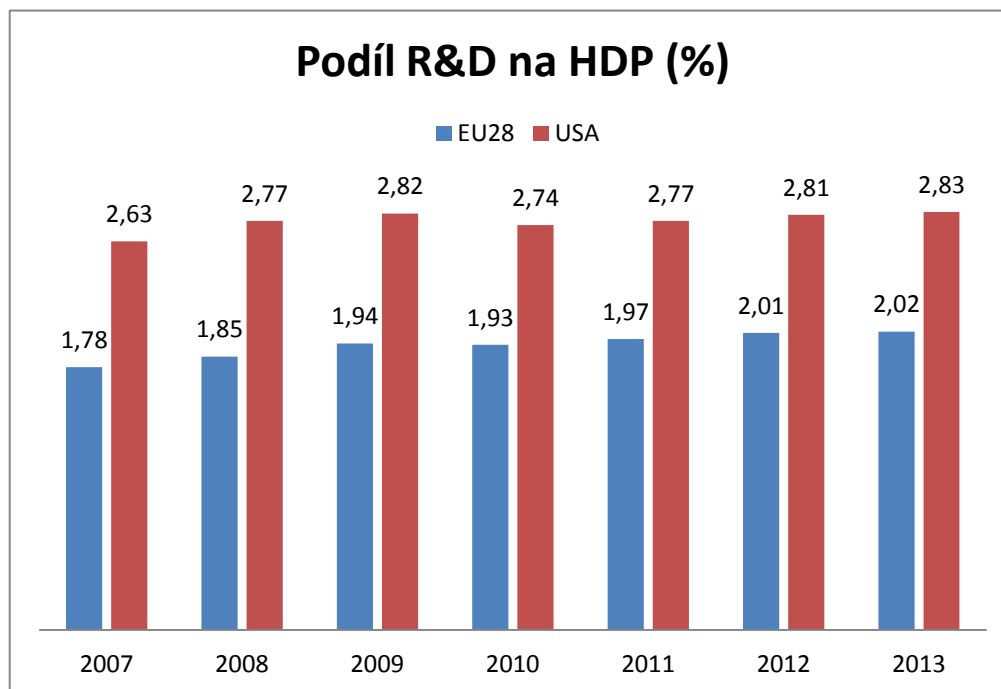
<sup>87</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 37 – 40.

<sup>88</sup> COLOMBO G. M. A KOL. *Venture Capital: Policy lessons from the VICO project*, str. 10.

<sup>89</sup> Tamtéž, str. 42.

<sup>90</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 43.

klíčová.<sup>91</sup> Ve srovnání se Spojenými státy EU v této oblasti také zaostává (obr. 8).



Obr. 8 Podíl výdajů na výzkum a vývoj na HDP v EU28 a USA (Zdroj: vlastní zpracování dle Eurostat)

Dalším významným krokem je přetvoření nových myšlenek v konečné produkty, tedy komercializace. V tomto momentě je klíčová existence technologických inkubátorů, transferových center a klastrů.<sup>92</sup>

Poptávku po VC utváří nejen podmínky vzniku podniků, ale i podmínky, které jsou spjaty s dalším rozvojem podniku, jako například práva duševního vlastnictví, vládní podpora, daňový systém.<sup>93</sup>

Z krátkodobého hlediska poptávku po VC ovlivňuje také výše úrokových sazeb. Pokud je úroková sazba vysoká, podnikatelé projevují větší zájem

---

<sup>91</sup> SÖDERBLOM A. A J. WIKLUND. *Factors Determining the Performance of Early Stage High-Technology Venture Capital Funds: A Review of Academic Literature*, str. 31.

<sup>92</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 44.

<sup>93</sup> Tamtéž, str. 44.

o alternativní způsoby financování, tedy i VC, oproti tradičnímu způsobu financování prostřednictvím bankovního úvěru.<sup>94</sup>

Je potřeba si uvědomit, že nabídková a poptávková strana jsou ve velmi úzkém vzájemném vztahu. Projekt VICO zjistil, že dostatečná nabídka VC podporuje vznik vysoce prorůstových a vysoce inovativních podniků.<sup>95</sup> Dostupnost VC motivuje podnikatele vytvářet prorůstové a inovativní strategie podnikání, protože pak mají vysokou šanci získat financování VC.

Pokud je nabídka VC dostatečně vysoká, tak mají podniky větší šanci získat tento druh financování, o který by jinak ani neusilovaly. Naopak v oblastech, kde je nízká aktivita VC financování, podniky se nesnaží získat přístup k tomuto druhu financování, protože jejich náklady na získání převyšují značně jejich šanci, že uspějí. Navíc podniky s velkým potenciálem neusilují o VC financování, jelikož mají snadnější přístup k jiným druhům financování.

### 4.3 Podpora venture kapitálu ze strany Evropské unie

V kapitole 4.1 bylo uvedeno, že značnou část nabídky VC tvoří vládní sektor. Jinými slovy nabídka VC se stává čím dál více závislá na vládním sektoru. Jak uvádí zpráva Evropského parlamentu, pokud programy EU a národní programy budou v souladu, povedou ke zvýšení nabídky a poptávky po VC jak kvantitativně, tak kvalitativně, což má následně vliv na růst inovací, ekonomický růst, zaměstnanost a produktivitu.<sup>96</sup>

Na evropské úrovni sehrává zásadní roli Evropský investiční fond (EIF), jehož úkolem je poskytování rizikového financování malým a středním podnikům (MSP) napříč Evropou. Podílníky jsou Evropská investiční banka (EIB), EU zastupovaná Evropskou komisí a další banky a finanční instituce.<sup>97</sup> EIF poskytuje finanční produkty svým partnerům respektive zprostředkovatelům (banky, záruční banky, leasingové a mikrofinanční instituce, PE/VC fondy atd.). Evropská komise umísťuje finanční zdroje do EIF a EIF je následně zodpovědný za fi-

---

<sup>94</sup> ASTRID R. *The Determinants of Venture Capital: A Panel Data Analysis of 16 OECD Countries*, str. 4.

<sup>95</sup> COLOMBO G. M. A KOL. *Venture Capital: Policy lessons from the VICO project*, str. 3.

<sup>96</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 63.

<sup>97</sup> EIF. Who we are. In: *European Investment Fund* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: <[http://www.eif.org/who\\_we\\_are/index.htm](http://www.eif.org/who_we_are/index.htm)>.

nanční koordinaci svěřených zdrojů prostřednictvím několika iniciativ. Z pohledu VC jsou důležité iniciativy COSME a Horizon 2020.

#### 4.3.1 COSME

Program COSME, *Programme for the Competitiveness of Enterprises and Small and Medium-sized Enterprises*, má programovací období 2014 – 2020 a navazuje na program CIP, *Competitiveness and Innovation Framework Programme*, pro období 2007 – 2013. Plánovaný rozpočet představuje částku 2,3 mld. EUR.<sup>98</sup>

Program se soustředí na podporu MSP v následujících oblastech:

- lepší přístup k financování MSP (COSME finanční nástroje),
- přístup na trhy,
- podpora podnikatelů,
- lepší podmínky pro zvyšování konkurenceschopnosti.

S podporou VC investic je přímo spojena oblast COSME finanční nástroje. Pro tuto oblast je vyhrazeno celkem 1,3 mld. EUR s cílem usnadnit přístup k půjčkám a k rizikovému kapitálu MSP. Evropská komise předpokládá, že tak bude mobilizováno až 25 mld. EUR od finančních zprostředkovatelů díky pákovému efektu.<sup>99</sup>

Finanční nástroje programu COSME jsou spravovány EIF ve spolupráci s jednotlivými finančními zprostředkovateli sídlících v zemích EU a dělí se na dvě části:

- nástroj úvěrové záruky (The Loan Guarantee Facility, LGF),
- nástroj vlastního kapitálu pro růst (The Equity Facility for Growth, EFG).

LFG je určen na financování záruk pro finanční instituce, tak aby mohly poskytnout MSP více půjček a leasingového financování.

EFG je určen pro investice do fondů rizikového kapitálu pro MSP ve fázích expanze a růstu. Skrze EFG EIF investuje do vybraných fondů, které poskytují

---

<sup>98</sup> EUROPEAN COMMISSION. COSME programme. In: *European Commission* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/growth/smes/cosme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/smes/cosme/index_en.htm)>.

<sup>99</sup> EUROPEAN COMMISSION. COSME financial instruments. In: *European Commission* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/cosme-financial-instruments/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/cosme-financial-instruments/index_en.htm)>.

VC a mezzanine<sup>100</sup> financování MSP ve fázích expanze a růstu, zejména pak fondům které působí přes hranice jednotlivých států EU. Evropská komise předpokládá, že přibližně 500 podniků získá pomoc z EFG o celkové výši investice 4 mld. EUR.<sup>101</sup>

EFG navazuje na nástroj GIF 2 programu CIP. Hlavní výhodou v programu COSME v oblasti finančních nástrojů EU spatřuje v přilákání nových investorů a finančních institucí a tím další usnadnění přístupu k financím pro MSP.<sup>102</sup>

### 4.3.2 Horizon 2020

Program Horizon 2020 je zaměřený na výzkum a inovace v EU s celkovou kapacitou 80 mld. EUR pro období 2014 – 2020 a s cílem zabezpečit evropskou globální konkurenceschopnost.<sup>103</sup>

Horizon 2020 má 8 programovacích priorit, které se dále dělí na oblasti. Přehled uvádí tab. 3.

Tab. 3 Priority a oblasti programu Horizon 2020 (Zdroj: vlastní zpracování dle Evropské komise)

Priorita	Oblasti
Týmy excelence	Evropská výzkumná rada, Budoucí a vznikající technologie, Akce Marie Skłodowska-Curie, Evropské výzkumné infrastruktury
Vedoucí postavení evropského průmyslu	Průmyslové a průlomové technologie, Snazší přístup k rizikovému financování, Inovace v MSP

<sup>100</sup> Mezzanine fondy poskytují investice k usnadnění financování manažerských odkupů. Pozn. autorky.

<sup>101</sup> EUROPEAN COMMISSION. COSME financial instruments. In: *European Commission* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/cosme-financial-instruments/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/cosme-financial-instruments/index_en.htm)>.

<sup>102</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 67.

<sup>103</sup> EUROPEAN COMMISSION. Horizon 2020. In: *European Commission* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <<http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/what-horizon-2020>>.

Společenské výzvy	Zdraví, demografické změny a životní pohoda, Potravinové zabezpečení, udržitelné zemědělství, mořský výzkum a bioekonomika, Zajištěná, účinná a čistá energie, Inteligentní, ekologická a integrovaná doprava, Ochrana klimatu, životního prostředí, účinné využívání zdrojů, suroviny, Evropa v měnícím se světě, Bezpečné společnosti
Evropský inovační a technologický institut	
Nejaderné přímé akce Společného výzkumného střediska	
Šíření excelence a podpora účasti	
Věda se společností a pro společnost	
EURATOM	

Z pohledu VC investic je nejdůležitější prioritou *Vedoucí postavení evropského průmyslu*, oblast *Snazší přístup k rizikovému financování*. Jedná se o finanční nástroje s cílem usnadnit inovativním podnikům a dalším subjektům přístup k úvěrům, zárukám a rizikovému kapitálu. Souhrnně se tyto nástroje nazývají *InnovFin* (EU Finance for Innovators). InnovFin navazuje na nástroje a aktivity, které se osvědčily v předchozím programovacím období 2007 – 2013. Konkrétně se jedná o *Finanční nástroj pro sdílení rizika* (Risk-Sharing Finance Facility, RSFI), *Nástroj na sdílení rizika* (Risk-Sharing Instrument for SMEs, RSI) a *Mechanismus pro rychle rostoucí a inovační MSP v počáteční fázi jejich činnosti* (High-Growth & Innovative SMEs Facility, GIF 1).

Implementace InnovFin probíhá prostřednictvím EIB, jež je zodpovědná za poskytování záruk bankám, a EIF, který garantuje půjčky bank MSP a investuje do VC fondů, jež vstupují do začínajících a rychle se rozvíjejících podniků.<sup>104</sup>

InnovFin zahrnuje mnoho nástrojů podpory, z čehož nejvýznamnější pro trh s VC je *Nástroj vlastního kapitálu pro výzkum a inovace* (Equity Facility for

<sup>104</sup> EVROPSKÁ KOMISE. Přístup k rizikovému financování: Informace. In: *Horizon 2020* [online]. © 2013 -2015 [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <<http://www.h2020.cz/cs/vedouci-postaveni-evropskeho-prumyslu/financovani/informace>>.



R&I). Tento nástroj je pokračovatelem GIF 1 v rámci programu CIP pro období 2007 – 2013. Měl by zlepšit přístup k rizikovému kapitálu MSP s orientací na výzkum a vývoj v raných fázích. EIF vkládá finanční zdroje do fondů s VC a mezzanine kapitálem, které se zaměřují na investice do podniků v raných fázích. V případě investice do fondu, který se zaměřuje i na podniky v dalších fázích bude EIF koordinovat svůj postup společně s programem COSME, nástrojem EFG.<sup>105</sup>

Evropská komise si od tohoto nástroje slibuje navýšení nabídky VC, a tudíž inovativní MSP budou moci rozvíjet více svůj potenciál a produkovat více inovativních výrobků. Pro rok 2014 byl stanoven rozpočet 40 mil. EUR, pro rok 2015 je to částka 50 mil. EUR.<sup>106</sup> Je však potřeba zmínit, že tohoto nástroje doposud nebylo využito a zatím dobíhá financování v rámci programu CIP.

---

<sup>105</sup> EUROPEAN COMMISSION. *Horizon 2020: Work programme 2014 – 2015*, str. 8.

<sup>106</sup> Tamtéž, str. 8.

## 5 Typologie zemí Evropské unie z hlediska situace na trhu s venture kapitálem

I když se do dnešní doby s jasným vymezením pojmu VC nesetkáme, VC hraje velice důležitou roli v podpoře růstu a inovací ve světě. VC lze s určitým zjednodušením považovat za měřítko v oblasti technologických inovací, což lze pozorovat právě na příkladu Izraele, kdy v roce 2008 výše investic VC v přepočtu na osobu byla dvaapůlkrát vyšší než v USA.<sup>107</sup>

Tradičně za kolébku VC můžeme považovat USA, kde v 70. letech minulého století nastal opravdový boom investic VC.<sup>108</sup> A právě VC je považován za jednu z příčin růstu americké ekonomiky. Jako symbol VC investic a podpory inovací je možné uvést Silicon Valley v Kalifornii, kde mnoho společností začínalo pouze s inovativní myšlenkou a právě s podporou VC dokázaly tyto nápady přetvořit v realitu.

Co se týče evropského trhu VC, tak se liší zejména v typech financování. Zatímco v USA převládají investice do raných fází, tedy jedná se o skutečný VC, v Evropě investoři dávají přednost méně rizikovým podnikům v pozdějších fázích rozvoje, kdy se jedná nejčastěji o manažerské odkupy.<sup>109</sup>

EU si uvědomuje potenciál VC, který pozitivně ovlivňuje růst podniků, produktivitu a inovativní prostředí. I když se EU snaží přibližovat ekonomiky jednotlivých členských států, což lze pozorovat na příkladu jednotného vnitřního trhu, v oblasti VC jsou mezi jednotlivými členskými státy EU značné rozdíly.

Cílem této kapitoly je identifikovat co nejvíce vnitřně homogenní skupiny států Evropské unie vzhledem k situaci na VC trzích v jednotlivých členských státech EU.

Tohoto cíle bude dosaženo využitím shlukové analýzy, díky níž budou definovány skupiny států, jež budou tvořit státy s podobnou úrovní VC investic.

---

<sup>107</sup> SENOR, D. A S. SINGER. *Start-up nation: Příběh izraelského hospodářského zázraku*, str. 12.

<sup>108</sup> HVCA. The Development of Private Equity and Venture Capital. In: *HVCA* [online]. ©2014 [ci. 2014-12-27] Dostupné z: <<http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>>.

<sup>109</sup> KISLINGEROVÁ E. A I. NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*, str. 202.

Výsledky budou následně použity k identifikaci bariér a příležitostí pro zlepšení situace na trhu VC investic v ČR a EU.

## 5.1 Stanovení charakteristických znaků pro analýzu

Jak už bylo uvedeno v kapitole 4, nabídka VC a poptávka po něm jsou velmi úzce propojeny. Bez dostatečné nabídky, podniky nemají zájem ani usilovat o získání přístupu k VC, a bez dostatečného množství inovativních podniků investoři hledají jiné příležitosti pro zhodnocení svých peněžních prostředků.

Pro následující shlukovou analýzu je tedy potřeba stanovit znaky, jež jsou charakteristické pro nabídkovou a poptávkovou stranu, jelikož pouze jednostranně orientovaná analýza by dostatečně nepopsala celkovou situaci na trhu s VC.

Z předchozí analýzy situace VC trhu v EU (kapitola 4) je možné stanovit znaky charakterizující nabídku na VC trhu následovně:

- podíl disponibilních finančních zdrojů VC fondů na HDP (fundraising/HDP),
- celková velikost investic vyjádřená jako procentuální podíl na HDP na území daného státu (investice/HDP),
- podíl VC investic na PE (VC/PE).

Poptávku po VC lze charakterizovat množstvím inovativních podniků, v jejichž vzniku hrají významnou roli výdaje na výzkum a vývoj. Kromě podpory výzkumu a vývoje je zapotřebí také usnadnění přetvoření inovativních myšlenek do konečné komerční podoby. Proto je poptávka po VC charakterizována následujícími znaky:

- podíl výdajů na výzkum a vývoj na HDP (R&D/HDP),
- pořadí v hodnocení obtížnosti založení podniku podle Doing Business.

## 5.2 Vstupní data

Na základě stanovení charakteristických znaků VC trhu byla sestavena tabulka vstupních dat pro shlukovou analýzu. Tabulka v příloze A zobrazuje vybrané údaje o 22 zemích Evropské unie platné k 31.12.2013, převzaté z databáze EVCA, Eurostatu a Doing Business.

Tabulka v příloze B zobrazuje vstupní data pro shlukovou analýzu, kdy některé vybrané znaky byly spočítány na základě údajů z Tabulky v příloze A.

Tabulky nezobrazují údaje všech členských zemí Evropské unie z důvodu, že data sledující VC aktivitu nejsou pro některé země k dispozici, protože jejich

aktivita v této oblasti je velmi nízká respektive nulová. Jedná se o Maltu a Kypr. Některé země v databázi EVCA jsou sledovány ve skupinách kvůli jejich blízkosti, propojenosti či obtížnosti získání veškerých dat pro jednotlivé země. Jedná se o státy Pobaltí, kam spadá Litva, Lotyšsko a Estonsko, a dále skupinu skládající se ze Slovinska, Slovenska a Chorvatska. Hodnoty některých znaků pro tyto skupiny byly spočítány jako součet hodnot znaků jednotlivých států (HDP, R&D) nebo jako průměr hodnot znaků jednotlivých států (podnikatelské prostředí).

Dalším krokem úpravy vstupních dat je standardizace. Standardizace dat je volitelným krokem, kdy se mění původní hodnoty na hodnoty nové, bezrozměrné. Tento krok je vhodný zejména tehdy, kdy jsou jednotlivé jednotky znaků vzájemně nesrovnatelné. V případě této práce je standardizace nezbytným krokem, jelikož znaky jsou vyjádřeny v různých jednotkách (procenta, pořadí).

Tabulka v příloze C zobrazuje standardizovaná data. Pro standardizaci dat byla využita nejběžnější standardizační funkce:

$$z_{ij} = \frac{x_{ij} - \mu_j}{\sigma_j}$$

kde  $x_{ij}$  je aktuální hodnota prvku v tabulce,  $\mu_j$  je průměr znaku  $j$ ,  $\sigma_j$  je směrodatná odchylka znaku  $j$ ,  $z_{ij}$  je vypočítaná standardizovaná hodnota,  $i$  je objekt a  $j$  je znak.

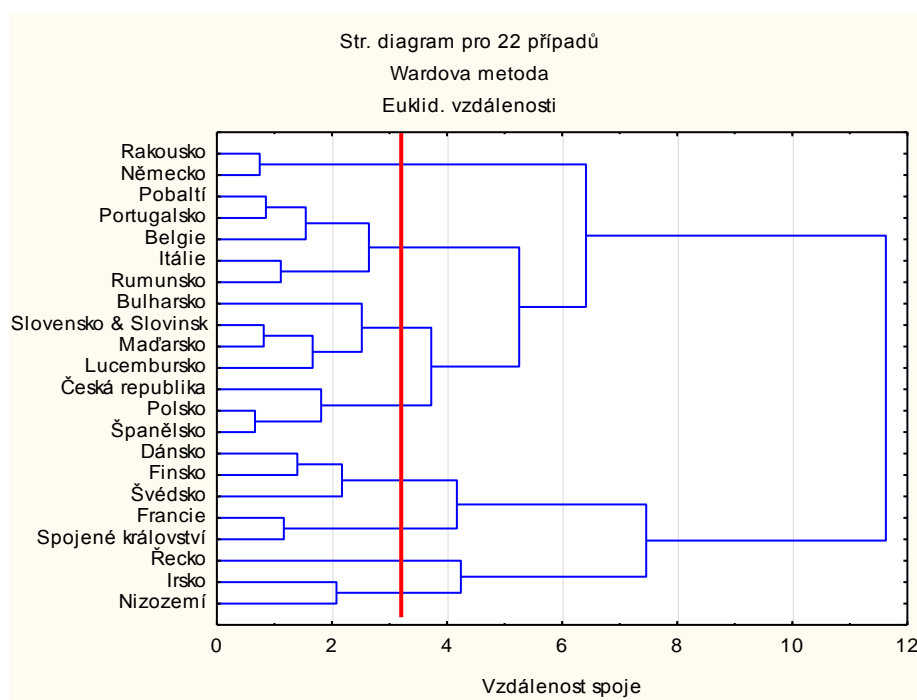
### 5.3 Shlukovací proces

Celý shlukovací proces byl proveden v programu STATISTICA 12. Jako metoda shlukování byla použita Wardova metoda. Jedná se o metodu, kdy vzdálenost mezi dvěma shluky je dána velikostí změny sumy čtverců při sloučení shluků.<sup>110</sup> Vychází tedy z analýzy rozptylu. Nevýhodou této metody je, že vytváří poměrně malé shluky. To však v tomto případě není překážkou, protože se předpokládá, že státy budou spíše vytvářet menší uskupení, které budou značně vnitřně homogenní.

Jako metrika vzdálenosti byla použita *Euklidovská vzdálenost*, která pro dva objekty v prostoru určuje délku „nejkratší cesty“ z jednoho objektu do druhého a je nejběžněji využívána.

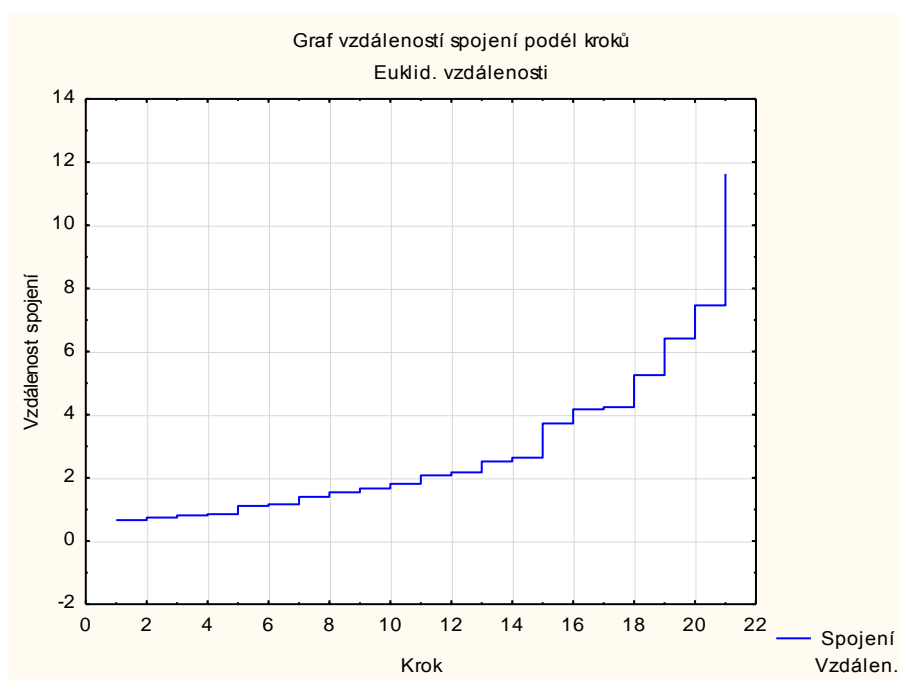
---

<sup>110</sup> MINAŘÍK B., BORŮVKOVÁ J. A M. VYSTRČIL. *Analýzy v regionálním rozvoji*, str. 111.



Obr. 9 Dendrogram shlukové analýzy (Zdroj: vlastní zpracování v programu STATISTI-CA 12)

Na obr. 9 je znázorněn proces spojování jednotlivých objektů, v tomto případě států, do skupin. Shlukovací proces bude nejvhodnější ukončit ve chvíli, než se připojí shluk Bulharska, SVK&SLO&CRO, Maďarska a Lucemburska ke shluku České republiky, Polska a Španělska. Tento moment je znázorněn v obrázku červenou vertikálou. Toto tvrzení potvrzuje i obr. 10, na kterém jsou vyobrazeny jednotlivé kroky shlukování ve vztahu se vzdáleností objektů. První výraznější „schod“ lze vyzorovat v kroku 15, což opět odpovídá červené vertikále na obr. 9.



Obr. 10 Graf rozvrhu shlukování (Zdroj: vlastní zpracování v programu STATISTICA 12)

## 5.4 Výsledky shlukové analýzy

Na základě shlukové analýzy je možné identifikovat 8 shluků, kdy jeden shluk tvoří pouze jediný stát, Řecko. Přehledné rozdělení států zobrazuje následující tabulka.

Tab. 4 Rozdělení zemí do shluků (Zdroj: vlastní zpracování)

Označení shluku	Počet zemí	Země
<b>Shluk 1</b>	2	Rakousko, Německo
<b>Shluk 2</b>	5	Pobaltí, Portugalsko, Belgie, Itálie, Rumunsko
<b>Shluk 3</b>	4	Bulharsko, SVK&SLO&CRO, Maďarsko, Lucembursko
<b>Shluk 4</b>	3	Česká republika, Polsko, Španělsko
<b>Shluk 5</b>	3	Dánsko, Finsko, Švédsko
<b>Shluk 6</b>	2	Francie, Spojené království
<b>Shluk 7</b>	1	Řecko

<b>Shluk 8</b>	2	Irsko, Nizozemí
----------------	---	-----------------

Tabulka v příloze D zobrazuje komplexní popis jednotlivých shluků a průměrné hodnoty jejich charakteristických znaků. Díky shlukové analýze můžeme definovat skupiny států s podobnou situací na VC trzích.

Dvě skupiny států vykazují vysokou VC aktivitu oproti zbytku evropských států. Jedná se o *Shluk 5* (Dánsko, Finsko, Švédsko) a *Shluk 8* (Irsko Nizozemí). Ve všech těchto státech je poměrně snadné začít podnikat, což podporuje VC investice. Jediné, co Irsko s Nizozemím odlišuje od Dánska, Finska a Švédska, je podíl VC na PE, kdy VC představuje většinu z PE, z čehož vyplývá, že investoři zde dávají přednost rizikovějším investicím.

*Shluk 6* (Spojené království a Francie) projevuje také relativně vysokou VC aktivitou, avšak investice nedosahují výše peněžních prostředků, jež jsou ve fondech. Je zde tedy převis nabídky nad poptávkou, což částečně zapříčinily nižší výdaje na výzkum a vývoj a obtížnější zakládání podniků.

Pro *Shluk 1* (Německo, Rakousko) je typické velice obtížné zahájení podnikání. I přes vysoké výdaje na výzkum a vývoj, země nedosahují výše VC aktivity jako shluky výše. Může to být dáno tím, že mnoho inovativních nápadů se nepodaří přetvořit do konečné komerční podoby, která by zaujala VC investory.

Zbývající shluky, *Shluk 2* (Pobaltí, Portugalsko, Belgie, Itálie, Rumunsko), *Shluk 3* (Bulharsko, Slovensko&Slovinsko&Chorvatsko, Maďarsko, Lucembursko), *Shluk 4* (Česká republika, Polsko, Španělsko) a *Shluk 7* (Řecko) se jeví již nižší až nízkou VC aktivitou. Pro Pobaltí, Portugalsko, Belgii, Itálii a Rumunsko je typické, že místní VC fondy nedisponují dostatečnými finančními prostředky a tak inovativní podniky jsou financovány ze zahraničí. Oproti tomu fondy *Shluku 3* jsou dostatečné, ale nejsou zde podniky, do kterých by bylo možné investovat. *Shluk 4* (Česká republika, Polsko, Španělsko) má nedostatečně rozvinuté VC trhy jak z pohledu poptávky, tak z pohledu nabídky. Nejhůře je na tom Řecko, které má nejméně rozvinuté VC trhy a velice nízké výdaje na výzkum a vývoj.

Tab. 5 popisuje přehledně rozdělení jednotlivých zemí EU do skupin. Modře jsou označeny skupiny států, které dosahují poměrně dobrých výsledků na VC trzích, červeně jsou vyznačeny skupiny, jejichž VC trhy jsou již více problematické. Čím je skupina v tabulce výše, tím je na tom z hlediska situace na VC lépe.

Tab. 5 Typologie zemí EU dle situace na VC trhu (Zdroj: vlastní zpracování)

Označení	Země	Popis situace
Shluk 8	Nizozemí, Irsko	Vysoká VC aktivita, snadné zakládání podniků, VC tvoří většinu v PE.
Shluk 5	Dánsko, Finsko, Švédsko	Vysoká VC aktivita, snadné zakládání podniků.
Shluk 6	Spojené království, Francie	Vyšší VC aktivita, investice nedosahují výše peněžních prostředků, jež jsou ve fondech.
Shluk 1	Německo, Rakousko	I přes vysoké výdaje na výzkum a vývoj, země nedosahují výše venture kapitálové aktivity jako shluky výše.
Shluk 2	Pobaltí, Portugalsko, Belgie, Itálie, Rumunsko	Místní venture kapitálové fondy nedisponují dostatečnými finančními prostředky a tak inovativní podniky jsou financovány ze zahraničí
Shluk 3	Bulharsko, Slovensko&Slovinsko&Chorvatsko, Maďarsko, Lucembursko	Fondy jsou dostatečné, ale nejsou zde podniky, do kterých by bylo možné investovat.
Shluk 4	Česká republika, Polsko, Španělsko	Nedostatečně rozvinuté venture kapitálové trhy jak z pohledu poptávky, tak z pohledu nabídky.
Shluk 7	Řecko	Nejméně rozvinuté trhy, velmi nízké výdaje na R&D.



## 6 Komparativní studie – vybrané země EU

Shluková analýza v kapitole 5 rozdělila členské státy EU do skupin s podobnou úrovní VC trhů.

Lze vypořádat, že státy, které mají vysoké výdaje na výzkum a vývoj a příhodné prostředí pro podnikání, mají mnohem vyšší VC aktivitu než státy, které jsou méně liberální v podnikatelské sféře. To potvrzují i mnohé studie, jež některé z nich byly zmíněny v kapitole 4 této diplomové práce. Nabídka a poptávka na VC trhu jsou úzce svázány k sobě a trh nemůže být výkonný, aniž by jedna ze stran nevykazovala efektivitu.

Je však potřeba brát v úvahu, že shluková analýza představuje značné zjednodušení reality a pro hlubší pochopení problematiky VC trhů, je potřeba podrobnější studium fungování VC v jednotlivých státech.

Díky vytvoření shluků pomocí shlukové analýzy však již nebude potřeba pracovat se všemi státy, ale pouze s vybranými státy z jednotlivých shluků, které budou shluky dostatečně reprezentovat.

Cílem této kapitoly je porovnat úroveň VC trhů ve vybraných státech EU podle určitých parametrů a následně identifikovat problematické oblasti v ČR a EU.

### 6.1 Stanovení parametrů pro komparaci

Jak bylo prokázáno v kapitole 5, státy EU dosahují velice různorodé úrovně na VC trzích a tato úroveň se liší jak z pohledu nabídky, tak z pohledu poptávky po VC. I když jedním z předních cílů Evropské unie je sjednocení podmínek na vnitřním trhu a postupná harmonizace předpisů, z pohledu VC trhů k přílišnému zlepšení nedochází.

Jednotlivé státy EU se liší v počtu vysoce inovativních podniků, do nichž by bylo možné investovat VC, i v počtu a velikosti VC fondů, liší se v podnikatelském prostředí a přístupu k riziku, v legislativě, v přístupu na exitové trhy a v mnohém dalším.

V kapitole 3 bylo demonstrováno, jak vysoká aktivita na VC trzích přispívá k celkovému rozvoji podnikatelského prostředí a k ekonomickému růstu a dalším makroekonomickým ukazatelům s tím spojených. Široká podpora aktivity na VC trzích je potřebná nejen ze strany jednotlivých států, ale i vyšších regio-

nálních uskupení, jelikož trhy se stávají globálními a toky VC investic mezinárodními.

Jak studie od OECD<sup>111</sup>, Evropské komise<sup>112</sup>, tak i Evropského parlamentu<sup>113</sup> označují za oblasti, jež značně ovlivňují fungování VC trhů, následující:

- *Investiční prostředí* – především zapojení institucionálních investorů, zejména penzijních fondů, a bariéry zahraničního investování VC, podpora výdajů na výzkum a vývoj, spolupráce mezi klastry podniků, univerzitami a dalšími subjekty.
- *Legislativa/daňový systém* – právní forma fondů, daňové úlevy pro investory, riziko dvojího zdanění, podmínky patentů, obtížnost založení podniku, řešení insolvence.
- *Programy podpory na úrovni států a EU* – využívání programů podpory EU, programy podpory na státní úrovni.
- *Exitové trhy* – rozvinuté trhy IPO.

Právě tyto čtyři parametry budou použity pro následující komparativní studii.

## 6.2 Vybrané země a popis jejich aktuální situace

Shluková analýza v kapitole 5 rozdělila země EU na vnitřně homogenní skupiny států dle úrovně VC trhů, díky čemuž není potřeba porovnávat veškeré státy EU, ale právě pouze vybrané státy jednotlivých skupin.

Pro komparativní studii byly vybrány 3 státy, Nizozemí, Česká republika a Maďarsko, jejichž úroveň VC trhů se dostatečně odlišuje, tudíž lze předpokládat nalezení bariér pro rozvoj VC trhů. Pro přehlednost v tab. 6 jsou zobrazeny hodnoty (pro rok 2013), které vstupovaly do shlukové analýzy, pro vybranou trojici zemí.

---

<sup>111</sup> OECD. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, str. 5 – 28.

<sup>112</sup> EUROPEAN COMMISSION. *Report of Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors*, str. 10 – 22.

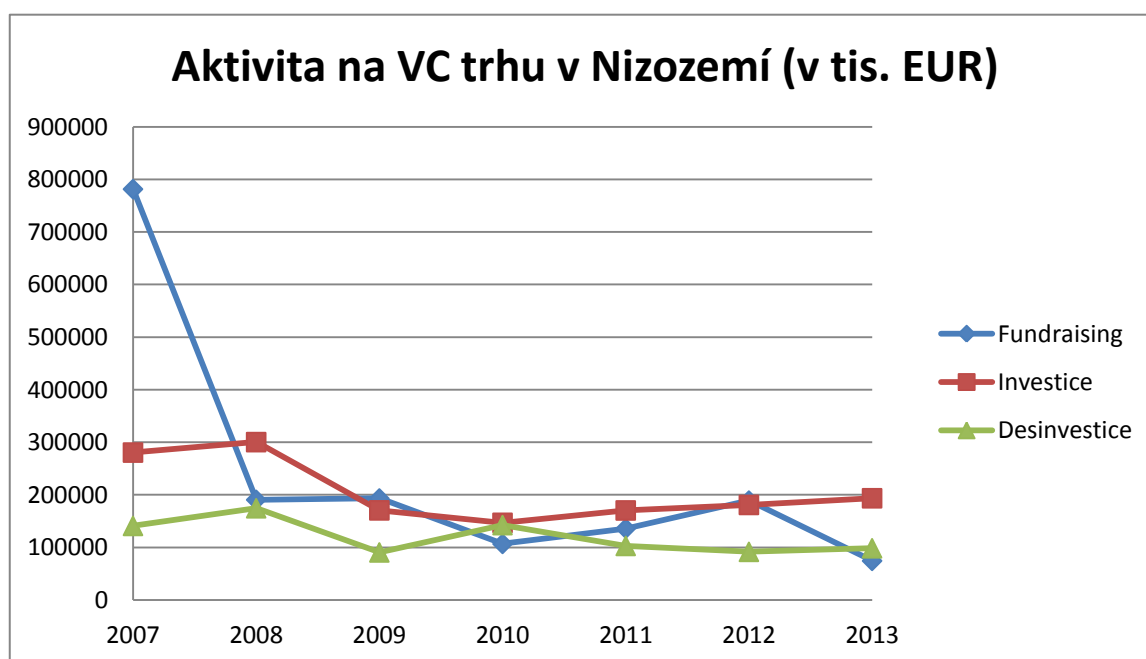
<sup>113</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 81 – 93.

Tab. 6 Hodnoty VC aktivity vybraných zemí (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA, Eurostatu, Doing Business)

Země	Fundraising/HDP	Investice/HDP	VC/PE	R&D/HDP	Obtížnost založení podniku
Nizozemí	0,0124%	0,0321%	55,70%	2,1144%	21
Maďarsko	0,0150%	0,0176%	30,40%	1,4447%	57
Česká republika	0,0000%	0,0019%	2,10%	2,0046%	110

### 6.2.1 Nizozemí

Z pohledu VC trhů Nizozemí patří mezi nejrozvinutější země v EU. VC investice v Nizozemsku tvoří více než polovinu PE investic, což ukazuje vysoký zájem investovat do podniků této země.



Obr. 11 Aktivita na VC trhu v Nizozemí v tis. EUR (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Jak lze vidět na obr. 11, Nizozemsko velice silně zasáhla ekonomická krize v roce 2008. Ani jedna z uvedených hodnot se doposud nevrátila do hodnot předkrizových. Lze však vypožorovat mírnou tendenci k pomalému zlepšování.

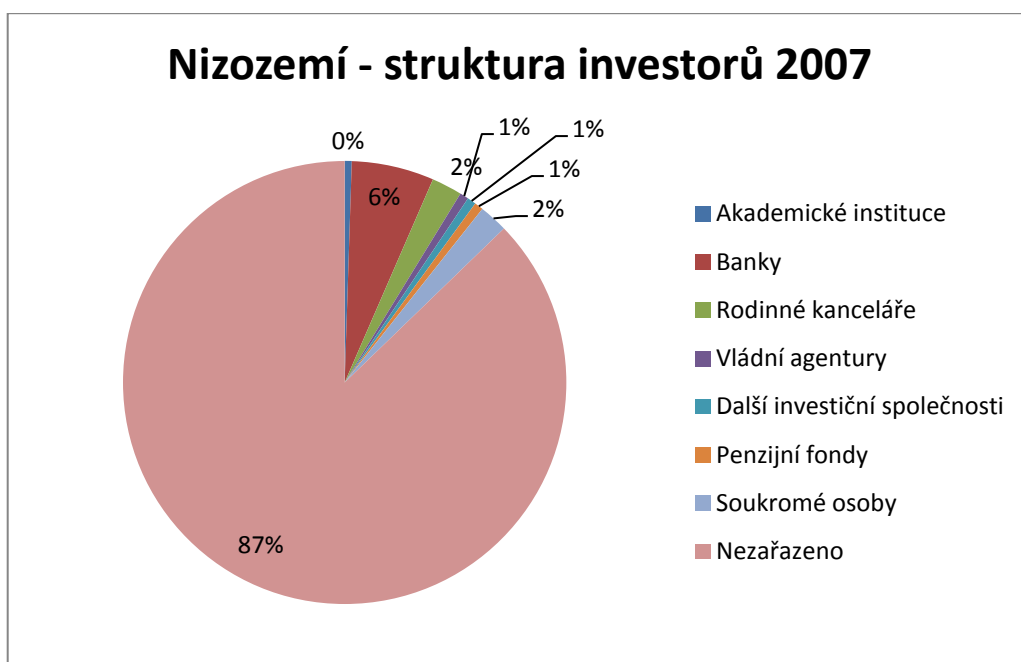
Největší propad během krize zaznamenal fundraising, který v roce 2013 dosáhl svého historického minima. Investice VC v roce 2013 mírně vzrostly, ale mnoho pokusů o dohodu mezi manažerskými společnostmi a podniky zůstaly nedokončeny.<sup>114</sup> Změnila se také průměrná velikost fondů. V roce 2007 průměrná velikost fondu byla 86 900 tis. EUR, kdy většina fondů byla určena na investice do podniků v počáteční fázi (78 %). V roce 2013 průměrná velikost fondu činila 12 400 tis. EUR a na podniky v počáteční fázi bylo určeno jen 34 %.

Při pohledu na obr. 13 a obr. 14 lze tvrdit, že během ekonomické krize se struktura investorů v Nizozemí značně proměnila. Zajímavé je, že zejména narostl podíl podnikových investorů a soukromých osob. V tomto případě lze mluvit o jakési důvěře ve VC fondy a podniky, do nichž je VC investice směřována, a překonání ekonomické krize, protože právě podnikoví investoři mají tendence během ekonomických krizí své finanční zdroje směřovat do jiných aktiv, než je VC kapitál, který je značně rizikový.<sup>115</sup>

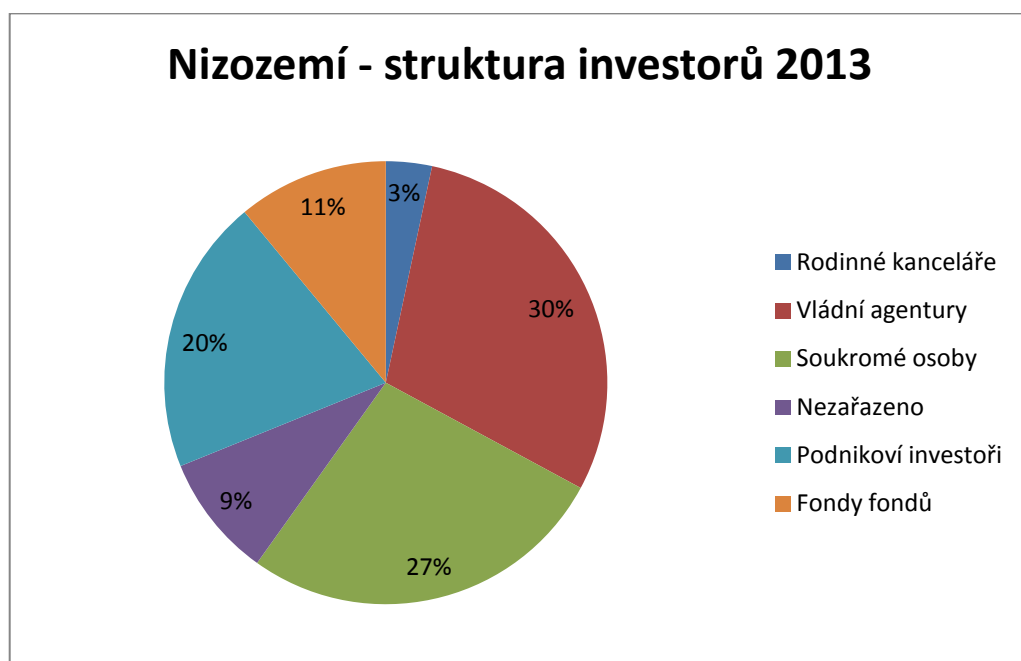
---

<sup>114</sup> NVP. *The Dutch Private Equity and Venture Capital Market in 2013*, str. 9.

<sup>115</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 39.



Obr. 12 Nizozemí – struktura investorů v roce 2007 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)



Obr. 13 Nizozemí – struktura investorů v roce 2013 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Za pozitivní jev, lze považovat to, že přibližně polovina zdrojů pochází ze zahraničí, včetně mimoevropských zemí. Nejvýznamnějším zahraničním investorem je Velká Británie. Průměrná velikost investice VC do podniku v roce 2013 činila

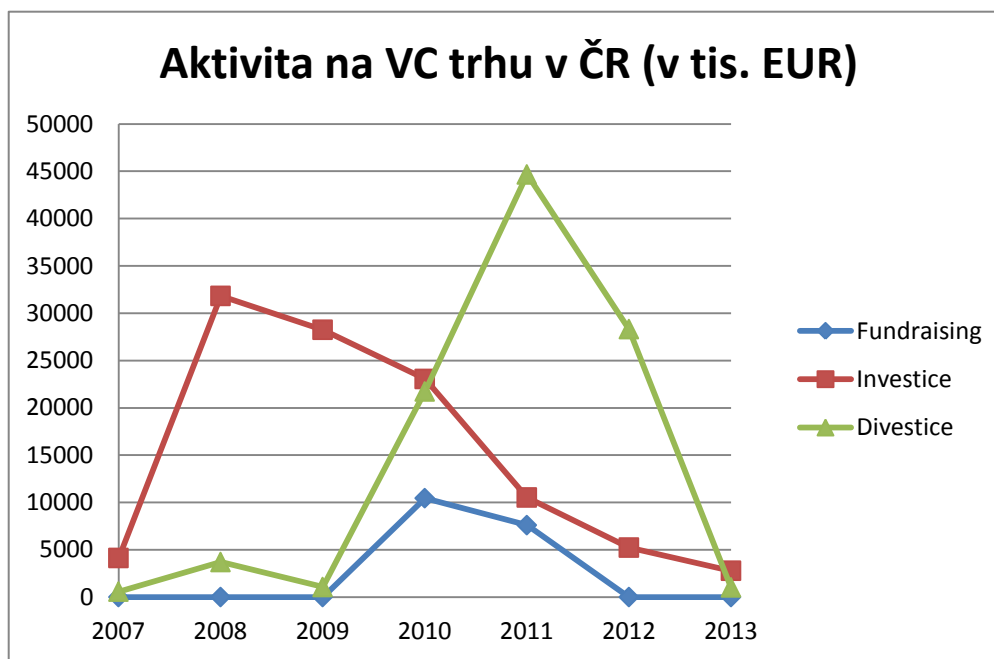
1 019 tis. EUR, kdy nejvíce směřovalo do podniků ve fázi start-up (64 % investic, 134 podniků).<sup>116</sup>

Co se týče oblasti podnikání, v nichž podniky s účastí VC působí, nejvýznamnějšími jsou komunikační technologie, elektrotechnika a zdravotní vědy.

V roce 2013 na území Nizozemí působilo 45 VC manažerských společností, které dohromady spravovaly 1 859 mil. EUR.<sup>117</sup>

### 6.2.2 Česká republika

Z pohledu VC aktivity se ČR řadí mezi velice problematické země. Pokud se jedná o alternativní zdroje financování v ČR, převažují jiné druhy než VC, zejména se jedná o fondy typu generalist, které se zaměřují na investice do podniků ve všech fázích. Investice jsou pak nejvíce cíleny na manažerské odkupy.



Obr. 14 Aktivita na VC trhu v ČR v tis. EUR (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Na obr. 14 lze vidět zejména velice slabé získávání finančních zdrojů do fondů VC. V roce 2012 ani v roce 2013 nebyl vytvořen jediný VC fond. Pouze v letech 2010 a 2011 vznikly fondy VC, které se zaměřovaly na podniky v raných fázích,

<sup>116</sup> EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.

<sup>117</sup> Tamtéž.

jejichž průměrná velikost byla 9 025 tis. EUR a zdroje získány od soukromých osob. Pokud se jedná o VC investici do podniku, jde vždy ze zahraničního VC fondu.<sup>118</sup>

Nejvýznamnějším zahraničním investorem je Velká Británie. Průměrná investice na podnik v roce 2013 činila 463 tisíc EUR. Velice problematické je financování podniků ve fázi seed, kdy v této fázi v roce 2013 byl financován pouze jediný podnik. Celkově se VC investice podílely pouhými 2,1 % na veškerých PE investicích a VC bylo financováno 6 podniků, z toho 3 start-upy. Nejčastější oblasti, kam směřuje VC, jsou elektrotechnika a komunikační technologie.

V roce 2013 v ČR působila pouze jediná manažerská společnost VC fondu, která spravovala 18 mil. EUR.<sup>119</sup>

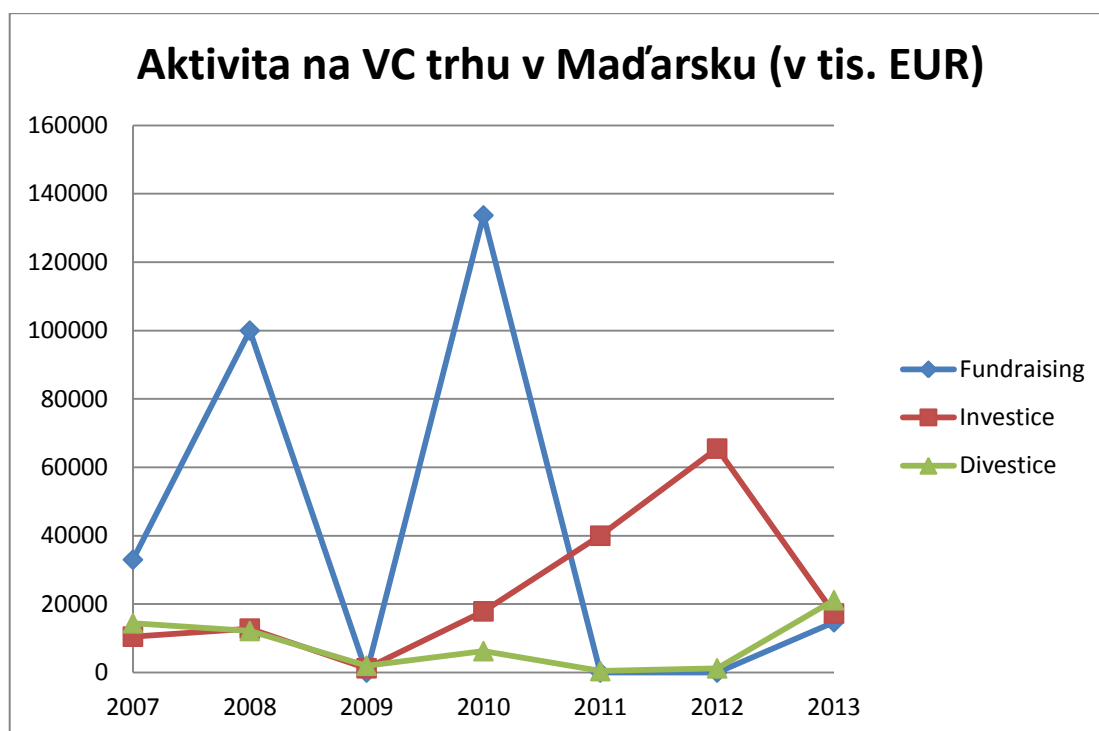
### 6.2.3 Maďarsko

Maďarsko lze označit za „středoevropského tygra“ z pohledu VC. Z obr. 15 lze vypořadovat, že VC trh v Maďarsku se vyvíjí pozitivním směrem. Investice kromě roku 2013 dosahují vyšších hodnot, než v roce 2008, tedy před ekonomickou krizí.

---

<sup>118</sup> EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.

<sup>119</sup> Tamtéž.



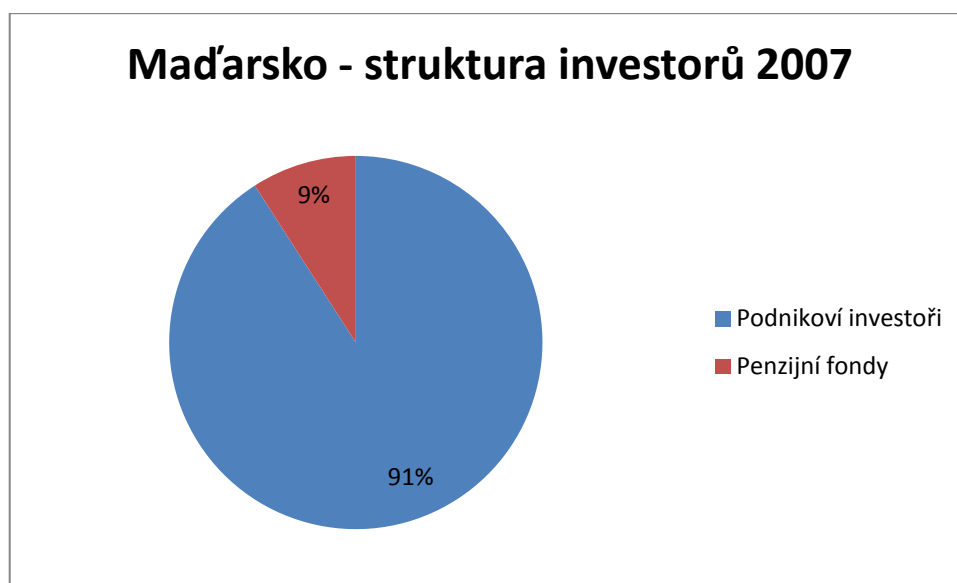
Obr. 15 Aktivita na VC trhu v Maďarsku v tis. EUR (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

V Maďarsku je stále problematické vyvážení nových fondů VC, ale lze vidět pozitivní trend směrem ke zlepšení. V roce 2013 v zemi vznikl pouze jediný fond VC, který se zaměřoval na investice do podniků v pozdních fázích VC a jehož velikost činila 14 710 tis. EUR. Z pohledu fundraisingu byl nejproduktivnější rok 2010, kdy vzniklo 6 nových VC fondů, z toho 3 se zaměřením na podniky v raných fázích. Zdroje fondů v Maďarsku jsou velice různorodé, někdy všechny pochází ze zahraničí, někdy přibližně polovina je zahraničních. V roce 2013 všechny finanční zdroje fondů byly přímo z Maďarska.<sup>120</sup>

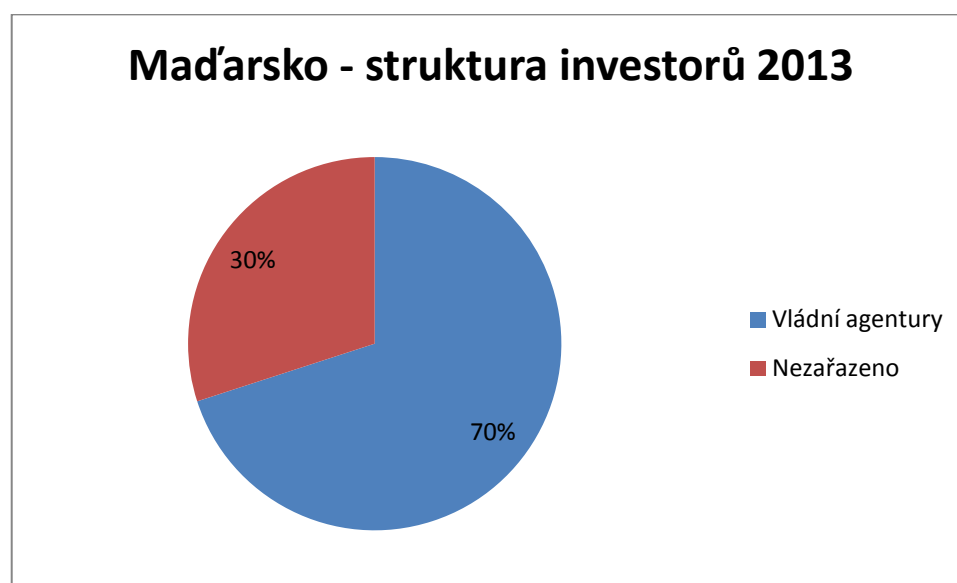
Obr. 16 a 17 zobrazují, jak se proměnila struktura investorů mezi lety 2007 a 2013. Nyní opět převažují jako investoři vládní agentury, tak jako u většiny zemí v EU.

<sup>120</sup> EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.





Obr. 16 Maďarsko – struktura investorů v roce 2007 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)



Obr. 17 Maďarsko – struktura investorů v roce 2013 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Průměrná investice na podnik v roce 2013 byla 480 tis. EUR, kdy se jednalo o pokles téměř o polovinu oproti roku 2007, kdy průměrná investice činila 807 tis. EUR.

Je však nutné poznamenat, že narostl počet podniků ve všech fázích určených pro financování VC. Nejvíce investice směřovaly do podniků ve fázi start-up (21 podniků). VC investice se podílely 30,4 % na celkových PE investicích.<sup>121</sup>

Za nejvýznamnějšího zahraničního investora VC kapitálu je považována Velká Británie. Maďarsko má velice pestrou škálu oblastí, do kterých jsou investice směřovány. Nejvýznamnějšími jsou zdravotní vědy, energie a životní prostředí, komunikační technologie a elektrotechnika.<sup>122</sup>

V roce 2013 v Maďarsku působilo 11 manažerských společností VC fondů, které spravovaly dohromady 319 mil. EUR.<sup>123</sup>

### 6.3 Provedení komparativní studie

Komparativní studie je zaměřena na porovnání třech vybraných zemí EU:

- Nizozemí,
- Česká republika,
- Maďarsko,

na základě zvolených parametrů:

- investiční prostředí,
- legislativa/daňový systém,
- programy podpory na úrovni států a EU,
- exitové trhy.

Cílem je odhalení bariér podpory VC trhu v ČR a v EU.

V následujících kapitolách budou podrobně rozebrány jednotlivé parametry na úrovni EU a jednotlivých vybraných států. Veškeré parametry budou v závěru kapitoly shrnuty v přehledné tabulce.

#### 6.3.1 Investiční prostředí

Co se týče investičního prostředí z pohledu nabídky, hrají významnou roli dva aktéři. Jsou to institucionální investoři, zejména penzijní fondy a pojišťovací společnosti, a zahraniční investoři.

---

<sup>121</sup> EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.

<sup>122</sup> Tamtéž.

<sup>123</sup> Tamtéž.

V zemích EU lze vyzorovat trend, kdy právě penzijní fondy a pojišťovací společnosti jsou nahrazovány vládními agenturami. Je to způsobeno především tím, že v mnohých zemích penzijní fondy nemohou investovat do více rizikových fondů, jako jsou právě VC fondy. Nejsou to však pouze legislativní restriktce, jedná se také o všeobecný evropský konzervativní postoj vůči alternativním zdrojům financování. Tuto mezeru na VC trhu jsou pak nuceny nahrazovat vládní programy, kdy institucionální investoři, jako jsou penzijní fondy a pojišťovací společnosti, jsou nahrazovány vládními agenturami. Avšak právě umožnění penzijním fondům investovat do VC fondů v pozdních 70. a 80. letech v USA osvěžilo tamní VC trh.<sup>124</sup>

Státy EU se navíc potýkají i s velice fragmentovanými trhy VC. I když zahraniční získávání finančních prostředků je možné, není komplexní a nákladově efektivní kvůli legislativním překážkám.<sup>125</sup> Navíc silně fragmentovaný evropský trh VC vede k tomu, že odrazuje zahraniční investory investovat do evropských VC fondů, protože jsou pro ně příliš malé a tedy neatraktivní. Zahraniční investoři do VC fondů však nepřinášejí pouze finanční zdroje. Díky spolupráci mezi domácími a zahraničními investory vznikají nové manažerské zkušenosti, které jsou v EU nedostatečné, jak bylo uvedeno v kapitole 4.1.

Z pohledu nabídky lze investiční prostředí podpořit investicemi do výzkumu a vývoje a podporou přeměny výsledků výzkumů do konečné komerční podoby. Kultura, která investuje do výzkumu a vývoje, především se zapojením univerzit a výzkumných center, je velice důležitá nejen pro příznivé investiční prostředí, ale také pro rozvinutý VC trh.<sup>126</sup>

Jak bylo uvedeno v kapitole 4.2, EU značně zaostává za USA investicemi do výzkumu a vývoje vyjádřených jako podíl na HDP. Je proto nejen na EU, ale i jednotlivých státech, investice do výzkumu a vývoje podpořit vytvořením příznivých podmínek pro spolupráci výzkumných center s univerzitami a podnikateli a vytvářet tzv. klastry, které podporují inovativní prostředí, vznik nových firem, přilákávají investice a podporují rozvoj celé země.<sup>127</sup>

---

<sup>124</sup> OECD. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, str. 18.

<sup>125</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 55.

<sup>126</sup> Tamtéž, str. 43.

<sup>127</sup> CZECHINVEST. Klastry. In: *CzechInvest* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-25]. Dostupné z: <<http://www.czechinvest.org/klastry>>.

## Evropská unie

Pro Evropskou unii je zejména klíčová otázka fragmentace trhů, respektive sjednocení podmínek fundraisingu a investic VC na národních trzích. Toho se snaží dosáhnout prostřednictvím několika iniciativ.

První z nich je směrnice o správcích alternativních investičních fondů, *Alternative Investment Fund Managers Directive* (dále jen AIFMD). AIFMD stanovuje globální standardy pro regulaci alternativních investičních fondů, jejímž cílem je vytvořit harmonizovaný rámec pro management a marketing těchto fondů. AIFMD se vztahuje na manažerské společnosti alokované v EU a manažerské společnosti, které jsou alokovány mimo EU, ale spravují fondy působící v EU. Do režimu AIFMD se mohou také přihlásit manažerské společnosti působící mimo EU a spravující mimoevropské fondy.

Směrnice vstoupila v platnost 22. 7. 2011, členské státy EU musely směrnici implementovat do 22. 7. 2013 a manažerské společnosti se musely registrovat pod AIFMD do 22. 7. 2014. Směrnice ukládá správcům fondů určité povinnosti, zejména v oblasti poskytování informací, správy svěřených finančních zdrojů, auditu, kapitálové přiměřenosti. Mírnější podmínky regulace jsou stanoveny manažerským společnostem, jejichž objem aktiv nepřesahuje 500 mil. EUR, pokud investují bez finanční páky, a 100 mil. EUR, pokud využívají finanční páku.<sup>128</sup> Tyto společnosti však mohou dobrovolně přijmout AIFMD.

Manažerské společnosti VC fondů spadající pod AIFMD se zaregistrují v jediném členském státě EU a následně mohou získávat finanční zdroje a investovat jak v zemi, kde se registrovaly, tak i ve všech ostatních zemích EU.<sup>129</sup> Jedná se o tzv. evropský pas, kdy na základě získané licence v domovském státu manažerské společnosti mohou působit i v ostatních zemích EU.

V roce 2017 AIFMD prošlo revizí Evropské komise. EVCA již nyní ve spolupráci se všemi 28 státy EU připravuje připomínky zejména v oblasti zapojení třetích zemí do režimu a evropského pasu. V polovině roku 2018 by měl vstoupit v účinnost AIFMD režim i pro mimoevropské státy a tedy režim AIFMD by měl být stejný uvnitř EU pro jakoukoli manažerskou společnost.<sup>130</sup> Kritika ze strany EVCA zejména spočívá, že systém AIFMD je navržen pro všechny alternativní

---

<sup>128</sup> EVCA. *AIFMD Essentials: A Guide to the Alternative Investment Fund Managers Directive*, str. 5.

<sup>129</sup> Tamtéž, str. 12.

<sup>130</sup> SCHOT C., KROEZE E. A L. VAN DEN ENDE. *The Netherlands*, str. 38.

investiční fondy a požadavky AIFMD jsou nepřiměřené vůči fungování VC fondů.<sup>131</sup>

Jelikož většina VC fondů je zaměřena na MSP, tak většina nespadá do režimu AIFMD. Z tohoto důvodu vzniklo nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských fondech rizikového kapitálu, *Regulation on European Venture Capital Funds* (dále jen EuVECA), které vstoupilo v platnost 22. 7. 2013. Manažerské společnosti, které spravují fondy VC, jejichž aktiva nepřesahují 500 mil. EUR a 100 mil. EUR s využitím pákového efektu, se mohou dobrovolně registrovat podle tohoto nařízení. Registrací se fondy zavazují, že 70 % vkladů vloží do MSP<sup>132</sup>. Fondy kvalifikované pod EuVECA musí dodržovat určité podmínky investování, podléhají ročnímu auditu, musí zveřejňovat výroční finanční zprávu, musí poskytovat investorům informace o ostatních investorech, o výši svěřeného kapitálu, o investiční strategii aj.<sup>133</sup> Celkově podléhají přísnější kontrole a regulaci, avšak mírnější než v režimu AIFMD. Na druhou stranu se jim však otevírá možnost získat evropský pas, díky němuž mohou působit ve všech členských státech, aniž by se v jednotlivých státech registrovaly. Hlavní výhodou EuVECA kromě evropského pasu je, že manažerské společnosti mohou získávat finanční zdroje i od neprofesionálních investorů, kteří nespádají pod směrnici MiFID, což může přilákat pozornost i business angels.<sup>134</sup>

Na úrovni EU zapojení pojišťoven jako investora VC nejvíce ovlivňuje direktiva *Solvency II*. Solvency II definuje rámec pro řízení rizik a kapitálu pojišťoven. Je tvořena třemi pilíři a pro VC je významný zejména první pilíř, který představuje finanční požadavky na pojišťovny vycházející z tržního ocenění aktiv a závazků. Z počátku Evropská komise navrhovala, že PE/VC fondy stejně jako ostatní fondy budou představovat 49% riziko pro investice a tedy vyšší nároky na kapitál pojišťoven. Nakonec v říjnu 2014 bylo pro PE/VC fondy odsouhlaseno 39% riziko a pro ostatní alternativní investiční fondy zůstává riziko 49%. Toto

---

<sup>131</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 58 – 59.

<sup>132</sup> MSP v tomto nařízení jsou myšleny takové podniky, které nejsou obchodovány na burze, zaměstnávají méně než 250 osob a jejich roční obrat nepřesahuje 50 mil. EUR. Pozn. autorky.

<sup>133</sup> Nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 345/2013 o evropských fondech rizikového kapitálu, čl. 13, odst. 1, písm. a) až j)

<sup>134</sup> GARDNER CH. European fund regulation – just like London buses?. In: *EuVECA* [online]. September 27 2013 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <<http://www.euveca.eu/>>.

upřednostnění PE/VC fondů může vést v konečné fázi k většímu přílivu kapitálu pojišťoven do VC fondů. Na druhou stranu EVCA považuje za ideální míru rizika pro investice do PE/VC fondů 30 %.<sup>135</sup> Tato směrnice by měla být účinná od 1. ledna 2016.

Podobný režim jako Solvency II by měl být pro penzijní fondy. Jedná se o směrnici *Institutions for Occupational Retirement Provision* (dále jen IORP II). Návrh IORP II, který má být založen na stejných pravidlech jako Solvency II. V takovémto případě by mohlo dojít k omezení účasti penzijních fondů na investicích do VC fondů. Konečný návrh by měl být předložen koncem roku 2015.<sup>136</sup>

Co se týče podpory výzkumu a vývoje, EU připravila pro programovací období 2014 – 2020 speciální program cílený na posílení inovativního prostředí, Horizon 2020. Jak bylo uvedeno v kapitole 4.3.2, na program bylo vyčleněno 80 mld. EUR a je určený na financování výzkumu a inovativních projektů, přilákání a podporu vědců, posílení mezinárodní sítě a získání nových znalostí a expertíz.

Dalším programem na podporu výzkumu a vývoje a inovativního prostředí na evropské úrovni je Eurostars, který je podporován jednotlivými zeměmi v rámci EUREKA, které se programu účastní, a EU. Celkový rozpočet programu je 1,14 mld. EUR. Cílem Eurostars jsou inovativní projekty, na kterých spolupracují dva a více MSP z různých zemí. Díky této mezinárodní spolupráci podniky mají větší šanci získat přístup na nové mezinárodní trhy.<sup>137</sup>

EU může i svou legislativou částečně přispět k podpoře výzkumu a vývoje. Takto se snaží působit v oblasti patentů. Patenty povzbuzují podniky investovat do inovací a podněcují podniky obětovat část svých zdrojů do výzkumu a vývoje, který hraje v ekonomickém růstu významnou roli. V současné době lze vynálezy chránit buď národními patenty, nebo evropskými patenty, kdy se jedná o valida-

---

<sup>135</sup> EVCA. Solvency II. In: *EVCA* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/policy/key-topics/investor-regulation/insurance/>>.

<sup>136</sup> EVCA. Institutions for Occupational Retirement Provision – IORP. In: *EVCA* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/policy/key-topics/investor-regulation/pension-funds/>>.

<sup>137</sup> EUREKA. What is eurostars. In: *Eurostars* [online]. ©2013 [cit. 2015-03-27]. Dostupné z: <<https://www.eurostars-eureka.eu/home/what/>>.

ci evropského patentu v každém státě a tedy celý proces je administrativně a finančně značně náročný.<sup>138</sup>

V roce 2012 se členské státy EU usnesly na „patentovém balíčku“, který vytváří režim jednotné patentové ochrany v rámci EU. Díky tomuto nařízení vznikne jednotný evropský patent, který poskytuje patentovanému vynálezu stejnou ochranu ve všech členských státech. Navíc se značně sníží i náklady na jeho pořízení. Dohoda o Jednotném patentovém dvoru byla podepsána 19. 2. 2013 pětadvaceti členskými státy EU, kromě Itálie a Španělska. Nyní má následovat ratifikace v jednotlivých státech. Doposud byla dohoda ratifikována v Rakousku, Belgii, Dánsku, Francii, Maltě a Švédsku.<sup>139</sup>

### **Nizozemí**

Během ekonomické krize v Nizozemsku zcela vymizeli institucionální investoři ve struktuře investorů. Nizozemská banka a pojišťovací společnost DSB zbankrotovala v roce 2009 a bankovní skupina ABN-AMRO Group N. V. byla znárodněna v roce 2009 po vážných problémech s likviditou.<sup>140</sup> V důsledku toho spousta bank, pojišťoven a penzijních fondů byla nucena omezit svou účast v rizikových aktivech, jako je i VC.<sup>141</sup>

Momentálně v Nizozemsku platí, že penzijní fondy musí mít dostatečnou likviditu, aby byly schopny vyplácet penze, ale nejsou uloženy žádné limity na investice penzijních fondů podle druhu aktiv, pouze je stanoven požadavek diverzifikace.<sup>142</sup> Otázkou zůstává, jak se požadavky změní s nově plánovanou směrnicí IORP II.

---

<sup>138</sup> EUROPEAN COMMISSION. Patents. In: *European Commission* [online]. 03/03/2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: < [http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/index_en.htm)>.

<sup>139</sup> EUROPEAN COMMISSION. Unitary patent – ratification progress. In: *European Commission* [online]. 03/03/2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: < [http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/ratification/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/ratification/index_en.htm)>.

<sup>140</sup> KOËTER M. *Boosting the venture capital sector in the Netherlands after the financial crisis*, str. 24

<sup>141</sup> BLOCK J. H., DE VRIES G. A P. SANDNER. *Venture capital and the financial crisis: An empirical study across industries and countries*, str. 5.

<sup>142</sup> OECD. *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds (2014)*, str. 6 a 20.

Stejný režim jako pro penzijní fondy platí i pro pojišťovací společnosti. Existují požadavky na jejich likviditu, které vycházejí z potenciální ztráty na výkazu zisku a ztráty.<sup>143</sup> Od ledna 2016 by měla být účinná směrnice Solvency II. Podle studie EY Nizozemské pojišťovny jsou velmi dobře připraveny na požadavky Solvency II.<sup>144</sup> Lze tedy předpokládat, že strukturu investorů v Nizozemsku tato směrnice výrazným způsobem neovlivní.

Co se týče implementace AIFMD Nizozemsko začlenilo potřebné zákony do své legislativy v rámci FSA, Financial Supervision Act (Wet op het financieel toezicht), 22. 7. 2013.<sup>145</sup> Licenci AIFM poskytuje v Nizozemí Nizozemská centrální banka.

Do mírnějšího a dobrovolného režimu EuVECA se v Nizozemsku začlenily dvě manažerské společnosti, LSP Management Group B.V. a The Thuja Capital Management B.V.

Z pohledu nabídky investičního prostředí Nizozemí zavedlo mnoho programů podpory výzkumu a vývoje a tedy inovativního prostředí. Programy a jejich základní charakteristika jsou pro přehlednost uvedeny v tab. 7.

Nizozemsko patří mezi země, které doposud neratifikovaly dohodu o Jednotném patentovém dvoru, a tedy v zemi je možné zažádat o národní registraci nebo evropský patent. Náklady na registraci patentu jsou 220 EUR pro národní registraci a 914 EUR pro evropský patent. Poplatky za udržování patentu se platí od 4. roku od registrace a začíná na částce 40 EUR, každoročně se zvyšuje a končí na částce 2400 EUR. Pokud se žádá o evropský patent registrovaný v Nizozemí je potřeba zvážit další poplatky jako transakční poplatek za mezinárodní přihlášku 50 EUR nebo poplatek za překlad přihlášky do holandštiny 25 EUR.<sup>146</sup>

---

<sup>143</sup> DENEDERLANDSCHEBANK. Solvency test for Insurers. In: *DeNederlandscheBank* [online]. ©2011 [cit. 2015-03-24] Dostupné z: <<http://www.toezicht.dnb.nl/en/2/51-202118.jsp>>.

<sup>144</sup> EY. *European Solvency II Survey 2014*, str. 6.

<sup>145</sup> AIFMD in the Netherlands (Alternative Investment Fund Managers Directive). In: *Eversheds* [online]. 22 July 2014 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <[http://www.eversheds.nl/en/newsletter/aifmd\\_in\\_the\\_netherlands\\_alternative\\_investment\\_fund\\_managers\\_directive/](http://www.eversheds.nl/en/newsletter/aifmd_in_the_netherlands_alternative_investment_fund_managers_directive/)>.

<sup>146</sup> NETHERLANDS ENTERPRISE AGENCY. Fees. In: *RVO.nl* [online]. © 2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <<http://english.rvo.nl/topics/innovation/patents-other-ip-rights/patents/fees>>.



Tab. 7 Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v Nizozemí (Zdroj: vlastní zpracování dle RVO)

MIT-IPC (Innovatieprestatiecontracten)	Grant na spolupráci 10 – 20 MSP v inovačních projektech trvajících nejvýše 2 roky. Pro rok 2015 nebyl ještě stanoven rozpočet.
TKI (Topconsortia voor Kennis en Innovatie)	Spolupráce podnikatelů a vědců v konsorciích ve vybraných top odvětvích, kde se propojuje výzkum a to jak inovace přetvořit do komerčních produktů. V roce 2015 v Nizozemsku působí 17 takto vzniklých konsorcií. Vláda přispívá 25 centů na každé euro investované do konsorcia a pro prvních 20 000 EUR 40 centů.
RDA (Research and Development Aftrek)	Jestliže podniky investují do výzkumu a vývoje můžou si snížit daň z příjmů na výdaje do výzkumu a vývoje, které neobsahují mzdy. Rozpočet pro rok 2015 je stanoven na 238 mil. EUR.
Innovatiebox	Začleno na snížení daně z příjmů právnických osob na příjmy, která byly generovány výzkumem a vývojem, a to z 25 % na 5 %. Pro rok 2015 vyčleněno 625 mil. EUR.
Programma Groeiversneller	Program financován ministerstvem financí je realizován prostřednictvím konsorcia PwC, Port4Growth, AKD, De Baak Management Centre VNO-NVW a Philips Applied Technologies. Cílem je poskytnout podnikům síť kontaktů, stimulovat spolupráci a podporu. Na celý program je vyčleněno 6 mil. EUR.
Small Business Innovation Research (SBIR) programma	Vládní dotace na výzkum inovativních řešení společenských problémů. Vláda vypisuje veřejné zakázky, vybraný podnikatel může dostat max. 50 000 eur na studii proveditelnosti a 450 000 eur grant na testování prototypu, konečná komercializace je v rukou podnikatele.
Eurostars	Nizozemské podniky se již zapojily do 132 projektů.
Wet Bevordering Speur en Ontwikkelingswerk	Podniky investující do výzkumu a vývoje si mohou

(WBSO)	snížit odvody (až o 50 %) z mezd zaměstnanců zapojených přímo do výzkumu a vývoje. Rozpočet pro rok 2015 je stanoven na 238 mil. EUR.
--------	---

## Česká republika

Problematika penzijních fondů v ČR se odlišuje od fungování v ostatních evropských zemích. V ČR 1. ledna 2016 dojde ke zrušení 2. důchodového pilíře a bude fungovat pouze 1. pilíř, který je kontrolován státem a 3. pilíř, který zastupuje penzijní připojištění. Manévrovací prostor pro soukromé penzijní fondy je tedy dosti zúžený.

Navíc penzijní fondy 3. pilíře jsou značně kvantitativně i kvalitativně omezeny vzhledem k jejich portfoliu investic. Fondy 3. pilíře, které vznikly před důchodovou reformou v roce 2012, jsou tzv. transformované penzijní fondy. Ty mohou 5 % svého majetku alokovat do alternativních aktiv, včetně VC. Problémem je, že současný garantovaný výnos penzijních fondů vede ke konzervativní investiční strategii s vyloučením VC.<sup>147</sup>

Další fondy 3. pilíře vzniklé po důchodové reformě, tzv. účastnické fondy, sice dávají klientům vybrat z investičních strategií, ale fondy nemohou investovat do VC fondů.<sup>148</sup>

Pojišťovny mají obdobný problém, jako penzijní fondy. Zákonem mají stanoveno, do jakých aktiv mohou investovat, kde VC v zákoně není uveden.<sup>149</sup>

ČR implementovala do své legislativy AIFMD s účinností od 19. 8. 2013 v podobě zákona 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech (dále jen ZISIF). Problematické z výkladu českého zákona je především marketing manažerských společností se sídlem mimo EU.<sup>150</sup> V tomto ohledu lze očekávat novelu ZISIF.

<sup>147</sup> CVCA. *Návrhy CVCA na legislativní změny ke zlepšení prostředí pro fondy rizikového a soukromého kapitálu v České republice*, str. 3.

<sup>148</sup> OECD. *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds (2014)*, str. 9.

<sup>149</sup> §70, část druhá, Zákon 277/2009 Sb. o pojišťovnictví

<sup>150</sup> CVCA. *News Letter září – říjen 2013*, str. 2.

Do mírnějšího režimu EuVECA se nezaregistrovala ani jedna manažerská společnost se sídlem v ČR.<sup>151</sup>

Co se týče podpory investic do výzkumu a vývoje, v ČR běží programy podpory, které uvádí tab. 8.

Stejně jako Nizozemí ani ČR doposud neratifikovala dohodu o Jednotném patentovém dvoru. Náklady na registraci patentu vychází na přibližně 6 000 Kč, u evropského patentu 9 000 Kč. Udržovací poplatky se platí od prvního roku a začínají na částce 1 000 Kč a ročně se zvyšují až na částku 24 000 Kč ve 20. roce.<sup>152</sup>

---

<sup>151</sup> ESMA. Venture Capital and Social Entrepreneurship Funds. In: *Esma* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: < <http://www.esma.europa.eu/page/Venture-Capital-and-Social-Entrepreneurship-Funds>>.

<sup>152</sup> ÚŘAD PRŮMYSLOVÉHO VLASTNICTVÍ. Poplatky. In: *ÚPV* [online]. Poslední aktualizace 26.07.2011 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: < <http://www.upv.cz/cs/prumyslova-prava/vynalezypatenty/poplatky.html>>.

Tab. 8 Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v České republice (Zdroj: vlastní zpracování dle CzechInvest)

Potenciál	Podpora při zavedení a rozšiřování kapacity podniků pro realizaci výzkumných, vývojových a inovačních kapacit. Program je součástí OP Podnikání a inovace a na poslední výzvu v roce 2014 byla vyčleněna 1 mld. Kč.
GESHER/MOST	Program mezinárodní spolupráce ČR a Izraele v aplikovaném výzkumu a experimentálním vývoji. Podmínky programu pro rok 2015 se připravují.
GAMA	Zaměřeno na podporu ověření výsledků aplikovaného vývoje a experimentálního výzkumu. Cílem je transformace výsledků výzkumů a vývoje do komerční podoby. Na celý program, který bude trvat do roku 2017, je vyčleněno 2 770 mil. Kč.
DELTA	Spolupráce na projektech výzkumu a vývoje mezi podniky a výzkumnými organizacemi v ČR a zahraničními subjekty, se kterými Technologická agentura ČR navázala spolupráci. Program bude trvat do roku 2019 a rozpočet pro rok 2015 je stanoven 112,4 mil. Kč.
EPSILON	Cílem je zlepšení pozice českého průmyslu pomocí podpory projektů výzkumu a vývoje, které mají rychlé uplatnění v nových produktech. Rozpočet pro rok 2015 je stanoven na 1 167 mil. Kč.
Centra kompetence	Podpora vzniku a činnosti center výzkumu, vývoje a inovací v oborech s vysokým aplikačním a inovativním potenciálem. Cílem je zvýšení konkurenceschopnosti ČR. Pro rok 2015 vyčleněn rozpočet 1 057 mil. Kč.
Eurostars	ČR se zapojila do 36 projektů.

ČR poskytuje také význačné daňové stimuly. Jedná se o odečet až 200 % nákladů spojených s implementací výzkumných a rozvojových projektů (včetně

mezí), 10 let osvobození od daně z příjmů technologických a transferových center.<sup>153</sup>

Mimo programy uvedené v tab. 8 se momentálně finalizují OP určené na podporu výzkumu, vývoje a inovací pro období 2014 – 2020. Jedná se o OP Podnikání a Inovace pro Konkurenceschopnost a OP Výzkum, Vývoj a Vzdělání.<sup>154</sup>

I tabulka potvrzuje, že v ČR je poměrně silná kultura investic do výzkumu a vývoje, které představují přes 2 % HDP. Problém VC aktivity lze tedy spíše sledovat na straně poptávky investičního prostředí.

### **Maďarsko**

V roce 2007 v Maďarsku strukturu investorů do fondů VC tvořily z 9 % penzijní fondy. V roce 2013 již ve struktuře nebyl zastoupen jediný fond.

V Maďarsku platí podmínky, že penzijní fondy mohou investovat pouze 5 % svého majetku do rizikového kapitálu, tedy i do VC fondů.<sup>155</sup> Stejně podmínky platí i pro pojišťovací společnosti. Mohou investovat 5 % svých aktiv do PE/VC fondů, žádná geografická omezení pro ně neplatí.<sup>156</sup>

Maďarsko směrnici AIFMD transponovalo do své legislativy v podobě zákona XCI 2014 16. března 2014, přibližně tři čtvrtě roku po lhůtě.<sup>157</sup> Do mírnějšího režimu EuVECA se nezaregistrovala ani jedna z manažerských společností se sídlem v Maďarsku.<sup>158</sup>

Ze všech tří srovnávaných států má Maďarsko nejnižší výdaje na výzkum a vývoj, vyjádřeno jako podíl na HDP výzkum a vývoj představuje přibližně 1,4 % (viz tab. 9).

---

<sup>153</sup> DELOITTE. *2014 Global Survey of R&D Tax Incentives*, str. 14.

<sup>154</sup> CZECHINVEST. Výzkum a vývoj. In: *CzechInvest* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: < <http://www.czechinvest.org/podpora-vyzkumu-a-vyvoje> >.

<sup>155</sup> OECD. *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds (2014)*, str. 15.

<sup>156</sup> EVCA. *Benchmarking European Tax and Legal Environments*, str. 73

<sup>157</sup> KPMG. *AIFMD Transposition*, str. 6.

<sup>158</sup> ESMA. Venture Capital and Social Entrepreneurship Funds. In: *Esma* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: < <http://www.esma.europa.eu/page/Venture-Capital-and-Social-Entrepreneurship-Funds> >.

Tab. 9 Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v Maďarsku (Zdroj: vlastní zpracování dle National Research, Development and Innovation Office)

Hungarian Scientific Research Fund (OTKA)	Poskytuje finance nejlepším výzkumníkům a výzkumným centrům v Maďarsku. Finance poskytuje především prostřednictvím žádostí o granty. Roční rozpočet se pohybuje kolem 22 mil. EUR.
National Research, Development and Innovation Fund (NKFIA)	Fond je určen na podporu výzkumu a inovací ve všech oblastech. Rozpočet pro rok 2015 není ještě stanoven. Pro rok 2014 činil 23 mil. EUR. <sup>159</sup>
Eurostars	Maďarsko se zapojilo do 17 projektů
Bilateral S&T International Cooperation	Kooperace se 46 zeměmi, 37 je mezivládních a 9 meziinstitucionálních. Předkládají se společné projekty vždy mezi dvěma zeměmi.

Maďarsko také značně podporuje výzkum a vývoj prostřednictvím programů EU. Pro období 2007 – 2013 v zemi běžel EDOP, Economic Development Operational Programme, pro který bylo vyhrazeno celkem přes 3 mld. EUR. Pro oblast výzkumu a vývoje 990 mil. EUR.<sup>160</sup> Pro programovací období 2014 – 2020 rozpočet nebyl ještě stanoven.

Mimo programy podpory maďarská vláda poskytuje i daňové stimuly. Jedná se o 200% snížení nákladů spojených s výzkumem a vývojem včetně mezd, až 50% odečtení autorských poplatků z daně příjmů, osvobození od daně z kapitálových příjmů spjatých s patentem, osvobození od placení sociálního zabezpečení zaměstnanců ve výzkumu a vývoje s akademickými tituly.

Maďarsko se řadí mezi země, které také doposud nepodepsaly dohodu o Jednotném patentovém dvoru. V zemi platí dva režimy, národní patent a evropský patent. Registrační poplatky v národním režimu činí přibližně 460 EUR<sup>161</sup>, udržovací poplatky začínají na částce 60 EUR v 1. roce a končí na částce 550 EUR ve 20. roce. V evropském režimu je potřeba počítat s částkou

<sup>159</sup> Při kurzu 300 HUF/EUR. Pozn. autorky.

<sup>160</sup> THE GOVERNMENT OF THE REPUBLIC OF HUNGARY. *Economic Development Operational Programme*, str. 2.

<sup>161</sup> Při kurzu 300 HUF/EUR. Pozn. autorky.

80 EUR za každý překlad. Udržovací poplatky začínají na částce 60 EUR a končí na hodnotě 550 EUR.<sup>162</sup>

### 6.3.2 Legislativa/daňový systém

I díky velké fragmentaci trhu VC je přístup k VC v rámci EU velice komplikovaný. Pro vytvoření opravdu komplexního a rozvinutého trhu v EU jsou potřeba stejné podmínky pro fungování jak investorů, tak fondů ve všech členských státech. Částečně se tento problém EU podařil vyřešit pomocí AIFMD, avšak pro mnohé VC fondy AIFMD funguje pouze na bázi dobrovolnosti.

Navíc je zde další významný problém. Jedná se o riziko dvojího zdanění.<sup>163</sup> Právě dvojí zdanění činí nepřímou investici přes VC fond nevýhodnou oproti přímé investici do podniku, kdy příjem z investice je zdaňován pouze jednou.<sup>164</sup> VC fond tak může přijít o potenciální investory.

Velice důležitou roli hraje také podnikatelské prostředí a s tím spojená byrokracie. Jedná se například o to, jak dlouho trvá podnik vůbec založit a jaké podmínky musí být splněny, nebo jak nákladná je registrace patentů. Problematika patentů v EU byla již rozebrána v kapitole 6.4.1.

V neposlední řadě je to také vypořádání se s neúspěchem podniku, tedy řešení insolvence. Pokud bude pro podnikatele nepřiměřeně nákladné podniky zavřít, pravděpodobně budou velice uvažovat o tom, zda má cenu vůbec podnik zakládat. Ve většině států EU právní systém penalizuje bankrot mnohem tvrději než v USA. Nejedná se ale pouze o dané právo, ale o celkový postoj evropské kultury vůči neúspěchu v podnikání. Neúspěch je v Evropě chápán mnohem negativněji než v USA, kde je považován za součást života a kde je běžné, že podnikatelé po bankrotu zkouší podnikat znovu.<sup>165</sup>

---

<sup>162</sup> HUNGARIAN INTELLECTUAL PROPERTY OFFICE. Patent. In: *HIPO* [online]. © 1996 -2014 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: < <http://www.sztnh.gov.hu/English/szabadalom/>>.

<sup>163</sup> Riziko dvojího zdanění je zde chápáno jako situace, kdy příjem z investice je zdaněn nejdříve na úrovni VC fondu a následně jsou zdaněny dividendy investorů nebo jejich kapitálový příjem z VC fondu. Pozn. autorky.

<sup>164</sup> TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union*, str. 47

<sup>165</sup> Tamtéž, str. 48.

## Evropská unie

Stejně jak EU nemůže zasahovat do daňových systémů jednotlivých států, tak nemůže určovat postup insolvence ani podmínky zakládání podniků v jednotlivých členských státech. Snaha EU sjednotit trh VC byla popsána zejména v kapitole 6.4.1.

Pro VC fondy je zejména klíčový režim EuVECA, který stanovuje, že VC fond založený v kterémkoli členském státě EU může volně fungovat a investovat v rámci celé EU. Na jednotlivých členských státech je pak stanovit daňové podmínky tak, aby co nejvíce přilákaly zahraniční investory a místní VC fondy mohly co nejefektivněji využívat možností evropského pasu.

## Nizozemí

Podle Doing Business je Nizozemí na 27 místě na světě v hodnocení jednoduchosti podnikání.<sup>166</sup> Zaměřeno na oblasti relevantní k legislativě a daním je hodnocení Nizozemí zobrazeno v následující tabulce.

Tab. 10 Pořadí Nizozemí v hodnocení Světové banky (Zdroj: vlastní zpracování dle Doing Business)

	Snadnost zahájení podnikání	Daňové zatížení	Řešení insolvence
Světové pořadí	21	23	12

Podle hodnocení těchto tří parametrů lze tvrdit, že Nizozemsko je zemí pro podnikatele přívětivou. Avšak pro ucelenější obraz fungování VC z hlediska legislativy je nutný podrobnější rozbor.

V Nizozemsku fondy VC mohou mít různé struktury. Nejobvyklejší je komanditní společnost, *Commanditaire Vennootschap (CV)*. Dále mohou existovat jako společnosti s ručením omezeným, *Bestolen Vennootschap (BV)* nebo družstvo, *Co-op*. Na různé struktury fondů se vztahují různé daňové podmínky, které jsou uvedeny v tab. 11.

<sup>166</sup> THE WORLD BANK. Rankings. In: *DoingBusiness* [online]. © [cit. 2015-03-27]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/rankings>>.



Tab. 11 Přehled daňových a legislativních podmínek v Nizozemsku dle struktury fondu (vlastní zpracování dle EVCA, 2012)

Struktura fondu	Daňová transparentnost <sup>167</sup>		Absence progresivní daně		Stálá provozovna <sup>168</sup>	Daň z kapitálových příjmů pro nerezidenty
	Domácí	Zahraniční	Domácí	Zahraniční		
BV	ne	ne	většina situací	dle případu <sup>169</sup>	ne	dle případu <sup>170</sup>
CV	ano	ano	ano	ano	dle případu <sup>171</sup>	ne
Co-op	ne	ne	většina situací	dle případu <sup>133</sup>	ne	dle případu <sup>134</sup>

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že VC fondy vždy mohou najít vhodnou formu struktury podle toho, na jaké investory se chtějí zaměřit a zda se chtějí vyhnout riziku dvojího zdanění. Výhodné také je, že činnost manažerských společností VC fondů není předmětem DPH. Kapitálové zisky z VC fondů jsou osvobozeny od daně z příjmů právnických osob, pokud podílník vlastní 5 a více procent základního kapitálu podniku. Kapitálové zisky soukromých osob jsou osvobozeny od daně, pokud nemají tyto osoby 5% a větší podíl ve firmě. V takovém případě podléhají 25% sazbě daně. Za mínus lze považovat vysokou daň z příjmů právnických osob, která se pohybuje nad průměrem EU a činí 20 – 25 %.<sup>172</sup>

Z hlediska řešení platební neschopnosti je Nizozemí hodnoceno také dobře. V průměru trvá 1,1 roku a náklady se pohybují kolem 3,5 % majetku dané firmy.

<sup>167</sup> Daňově transparentní fond není považován za poplatníka daného daňového systému. Příjmy přes tuto entitu pouze protékají a jsou zdaňovány až u společníků. U daňově netransparentních entit může dojít ke dvojímu zdanění. Pozn. autorky.

<sup>168</sup> Existence stálé provozovny většinou podléhá dani z příjmů nebo z přidané hodnoty v konkrétní jurisdikci a může vést ke dvojímu zdanění. Pozn. autorky.

<sup>169</sup> Pokud je majetková účast ve fondu více než 5 % a méně než 5 % účast v investované firmě je možná progresivní daň. Pozn. autorky.

<sup>170</sup> V konkrétních případech při majetkové účasti ve fondu vyšší než 5 %.

<sup>171</sup> Může být výhodná pro zahraniční investory. Pozn. autorky.

<sup>172</sup> EVCA. *Tax Benchmark Study 2012*, str. 140 -144.

Při insolvenční moci může projít podnik jak reorganizací, tak likvidací. Míra ozdravení je 88,9 %.<sup>173</sup>

I založení podniků je v Nizozemí hodnoceno pozitivně oproti jiným evropským státům. Celý proces trvá 4 dny a skládá se ze 4 procedur, registrace obchodního jména, podpisu zakládací smlouvy, zápis do obchodního rejstříku, registrace k dani. Poplatky za celý proces vychází na 1 800 EUR.<sup>174</sup>

### Česká republika

Dle Doing Business je ČR celkově hodnocena ve snadnosti podnikání na 44. místě. Pořadí v oblasti snadnosti založení podniku, daňového zatížení a řešení insolvence jsou zobrazena v tab. 12. V souvislosti s VC aktivitou hodnoty v tabulce nejsou nikterak přívětivé.

Tab. 12 Pořadí České republiky v hodnocení Světové banky (Zdroj: vlastní zpracování dle Doing Business)

	Snadnost zahájení podnikání	Daňové zatížení	Řešení insolvence
Světové pořadí	110	119	20

Tab. 13 uvádí základní formy fondů a jejich daňové a legislativní podmínky. V ČR fondy kolektivního investování mohou mít strukturu podílového fondu nebo investičního fondu s právní formou akciové společnosti.

<sup>173</sup> THE WORLD BANK. Ease of doing Business in Netherlands. In: *Doing Business* [online].

©2015 [cit. 2015 -03-27]. Dostupné z:

<<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/netherlands/#resolving-insolvency>>.

<sup>174</sup> Tamtéž.

Tab. 13 Přehled daňových a legislativních podmínek v ČR dle struktury fondu (Vlastní zpracování dle EVCA, 2012)

Struktura fondu	Daňová transparentnost <sup>175</sup>		Absence progresivní daně		Stálá provozovna	Daň z kapitálových příjmů pro nerezidenty
	Domácí	Zahraniční	Domácí	Zahraniční		
Podílový fond	ne	ne	částečně	částečně	ne	Ano, pokud není ošetřeno dohodou
Investiční fond	ne	ne	částečně	částečně	ne	Ano, pokud není ošetřeno dohodou

S účinností ZISIF v srpnu 2013 vznikly i nové právní formy fondů kolektivního investování, tedy i fondů VC. Nyní může mít investiční fond právní formu jako *akciová společnost s proměnným kapitálem* (dále jen SICAV). Výhodou SICAV je, že vydává dva druhy akcií, zakladatelské a investiční, které umožňují exit ve formě zpětného odkupu, díky čemuž bude snazší shromažďovat prostředky od širokého spektra investorů. Investiční fondy kvalifikovaných investorů, budou moci fungovat také pod právní formou *komanditní společnosti na investiční listy* (dále jen SICAR). Tato forma odpovídá zahraniční *limited liability partnership*, která ve světě dominuje u PE/VC fondů. Za hlavní výhodu je považována především daňová transparentnost, flexibilní kapitálová struktura a nízká míra regulace.<sup>176</sup> V ČR je však tato právní forma znevýhodněna oproti jiným právním formám, kdy fond v této formě podléhá dani na dividendy a kapitálové výnosy a zároveň kapitálové ztráty z VC investic nejsou daňově odčitatelné položky.<sup>177</sup>

Investiční fondy podléhaly do roku 2015 5 % dani z příjmů a to i v případě, kdy se jednalo o daňově transparentní právní formu. Od roku 2015 daňová sazba pro investiční fondy je 0 %<sup>178</sup> a tedy poprvé bude zamezeno dvojímu zdanění. Daň z kapitálových příjmů je 15 % a na nerezidenty se vztahuje pouze tehdy, po-

<sup>176</sup> JUŘICA A. *Private equity fondy v návrhu zákona o investičních fondech a konflikt zájmů v private equity*, str. 5 – 7.

<sup>177</sup> CVCA, *Návrhy CVCA na legislativní změny ke zlepšení prostředí pro fondy rizikového a soukromého kapitálu v České republice*, str. 5.

<sup>178</sup> § 21, odst. 2, písm. a) Zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů

kud ČR nemá s druhou zemí podepsanou smlouvu. Správa fondů nepodléhá DPH.<sup>179</sup>

V souvislosti se snadnosti zahájení podnikání v ČR se řadí na 110. místo ve světě. Celý proces registrace podniku trvá v průměru 19 dní a skládá se z 9 procedur – registrace obchodní značky, výpis z rejstříku trestů a z katastru nemovitostí, notářské ověření, získání potvrzení správce kapitálu, zápis do živnostenského a obchodního rejstříku, registrace k daním, registrace plátce sociálního a zdravotního pojištění. Celý proces vychází přibližně na 27 000 Kč.<sup>180</sup>

Řešení insolvence se ČR umísťuje již na vyšších příčkách. Řešení trvá v průměru 2,1 let a náklady tvoří 17 % majetku podniku. Podnik může projít likvidací nebo reorganizací a míra ozdravení podniku je 65,6 %.

## Maďarsko

Dle hodnocení Světové banky obtížnosti podnikání je Maďarsko na 54. místě. Pořadí Maďarska v hodnocení vybraných parametrů zobrazuje tab. 14.

Tab. 14 Pořadí Maďarska v hodnocení Světové banky

	Snadnost zahájení podnikání	Daňové zatížení	Řešení insolvence
Světové pořadí	57	88	64

Kromě řešení insolvence Maďarsko dosahuje lepších výsledků než ČR, ačkoliv v celkovém hodnocení je až za ČR.

Maďarsko z pohledu legislativy a daňových podmínek pro VC fondy poskytuje jedny z nejpříhodnějších podmínek v Evropě. V zemi existují dvě formy struktury fondů, PE fondy nebo investiční fondy. Zahraniční fondy mohou mít také formu společnosti s ručením omezeným (Kft.) nebo akciové společnosti (Zrt.), které jsou mnohem častěji využívány. Tab. 15 zobrazuje daňové a legislativní podmínky pro dvě základní struktury VC fondů.

<sup>179</sup> EVCA. *The Benchmark Study 2012*, str. 54 – 56.

<sup>180</sup> THE WORLD BANK. Ease of doing business in Czech Republic. In: *Doing Business* [online].

©2015 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z:

<<http://www.doingbusiness.org/data/exploreconomies/czech-republic/#starting-a-business>>.

Tab. 15 Přehled daňových a legislativních podmínek v Maďarsku dle struktury fondu (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA, 2012)

Struktura fondu	Daňová transparentnost <sup>181</sup>		Absence progresivní daně		Stálá provozovna	Daň z kapitálových příjmů pro nerezidenty
	Domácí	Zahraniční	Domácí	Zahraniční		
PE fond	ano	ano	ano	ano	ne	ano
Investiční fond	ano	Ano	ano	ano	ne	ano

Daňová transparentnost VC fondů je zajištěna tím, že obě struktury fondů jsou osvobozeny od daně z příjmů. Poplatky za správu fondů jsou osvobozeny od DPH. Kapitálové zisky rezidentů jsou zdaňovány 16 %, u nerezidentů záleží, zda má Maďarsko s druhou zemí uzavřenou dohodu o zamezení dvojího zdanění. Výhodná je také daň z příjmů právnických osob, kdy podniky, jejichž daňová základna nepřesáhne 500 mil. HUF (přibližně 1,7 mil. EUR). Oproti dani z příjmů je velice nákladné sociální zabezpečení zaměstnanců, 27 %, kdy zaměstnanec platí 18,5 %.<sup>182</sup>

Zahájení podnikání v Maďarsku v průměru trvá 5 dní a skládá se ze čtyř procedur, přípravy dokumentace k založení podniku, založení bankovního účtu, registrace firmy a registrace sociálního zabezpečení. Poplatky za založení vycházejí přibližně na 500 – 1 030 EUR podle právní formy podniku.<sup>183</sup>

Insolvence má v průměru trvání 2 let, kdy náklady se vyšplhají až na 14,5 % majetku podniku. Dlužník může projít jak likvidací, tak reorganizací. Míra ozdravení podniku je 40,2 %.<sup>184</sup>

<sup>181</sup> Daňově transparentní fond není považován za poplatníka daného daňového systému. Příjmy přes tuto entitu pouze protékají a jsou zdaňovány až u společníků. U daňově netransparentních entit může dojít ke dvojímu zdanění. Pozn autorky.

<sup>182</sup> EVCA. *The Benchmark Study 2012*, str. 94 - 96.

<sup>183</sup> THE WORLD BANK. Ease of doing business in Hungary. In: *Doing Business* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z:

<<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/hungary/#starting-a-business>>.

<sup>184</sup> Tamtéž.

### 6.3.3 Programy podpory na úrovni států a EU

Vládní podpora hraje jednu ze zásadních rolí v podpoře rozvoje VC trhu v Evropě. Z historické zkušenosti je známo, že vládní podpora nastartovala rozvoj VC ve dvou z pohledu VC investic nejvýznamnějších zemích, USA a Izraeli.

V Izraeli se jednalo o vládní program *Yozma*, který byl zaveden v roce 1993.<sup>185</sup> Do té doby v zemi nebyly žádné VC fondy a ani jiný mechanismus, jak získat potřebný kapitál pro nově vznikající podniky. Příliv zahraničního kapitálu byl nemyslitelný už z důvodu válečného napětí v regionu a Izrael bylo příliš rizikové místo pro investice. Potřeba VC v Izraeli byla však zřejmá. V 80. letech Izrael dosahoval technologických úspěchů, ale Izraelci neměli zkušenosti s řízením takových podniků, ani s jejich marketingem. Proto VC investice byly tolik potřebné, protože přinášejí i odbornou pomoc.<sup>186</sup>

Program *Yozma* spočíval v tom, že „vláda investovala 100 mil. dolarů do vytvoření deseti nových fondů rizikového kapitálu. V každém fondu byly zastoupeny tři strany: Izraelci učící se podnikat v oblasti rizikového kapitálu, zahraniční firma se zkušenostmi v oboru a izraelská investiční společnost nebo banka. Také vznikl jeden fond *Yozma* s původním kapitálem 20 milionů dolarů, který měl investovat přímo do technologických firem.“<sup>187</sup>

Program *Yozma* lákal zejména ze dvou důvodů. Za prvé nabízel spoluúčast v poměru 1,5 : 1, tedy pokud partneři sehnali 12 mil. dolarů na investice, vláda dodala 8 mil. dolarů. Za druhé vláda držela 40% podíl ve fondu, ale zavázala se, že při úspěchu fondu nabídne svým partnerům jeho výhodné odkoupení, včetně každoročních úroků, což znamenalo, že nesla část rizika, ale odměnu přenechala investorům.<sup>188</sup>

Díky programu *Yozma* se tak povedlo nastartovat izraelský VC trh a přilákat zahraniční investory, zejména pak ze Spojených států, kteří tvoří 70 % zdrojů izraelských VC fondů.<sup>189</sup>

Druhým příkladem úspěšné vládní podpory je americký program SBIC, *The U.S. Small Business Investment Company*, který byl vytvořen již v roce 1958.<sup>190</sup>

---

<sup>185</sup> THE YOZMA GROUP. Overview. In: *Yozma* [online]. © 2000 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <<http://www.yozma.com/overview/>>.

<sup>186</sup> SENOR D. A S. SINGER. *Start-up nation: Příběh izraelského hospodářského zázraku*, str. 176.

<sup>187</sup> Tamtéž, str. 182.

<sup>188</sup> SENOR D. A S. SINGER. *Start-up nation: Příběh izraelského hospodářského zázraku*, str. 182.

<sup>189</sup> OECD. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, str. 15.

Fondy spadající pod program SBIC jsou vlastněny soukromými manažerskými společnostmi a jsou licencovány federální vládou SBA – U. S. Small Business Administration. Jedná se tedy o spojení soukromého a vládního sektoru s cílem poskytnout kapitál MSP v USA. Za každý získaný 1 dolar do fondu v režimu SBIC SBA dodá 2 dolary získané prodejem zaručených cenných papírů a to až do výše 150 mil. dolarů.<sup>191</sup> Program SBIC pomohl dnes globálním firmám na jejich vzestupu, jako například Applu, HP nebo Intelu. Do dnešní doby SBIC investoval přes 67 mld. dolarů do MSP v USA, provedl přes 166 000 investic a více než 2 100 fondů bylo licencováno pod SBIC.<sup>192</sup>

Stejně jak existují úspěšné vládní programy, tak existují bohužel i ty méně úspěšné. Je potřeba poznamenat, že vždy záleží na konkrétních podmínkách v dané zemi a ne vždy to, co funguje v jedné zemi, bude fungovat i ve druhé.

### **Evropská unie**

Programy podpory na úrovni EU byly již popsány v kapitole 4.3. Jedná se o Nástroj vlastního kapitálu pro růst v rámci programu COSME a Nástroj vlastního kapitálu pro výzkum a inovace v rámci programu Horizon 2020.

### **Nizozemí**

Tab. 16 uvádí programy organizované nizozemskou vládou na podporu VC aktivity v zemi.

---

<sup>190</sup> SBA. SBIC Program. In: *U.S. Small Business Administration* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: < <https://www.sba.gov/category/lender-navigation/sba-loan-programs/sbic-program-0> >.

<sup>191</sup> SBA. *Office of Investment and Innovation: Office Overview*, str. 6.

<sup>192</sup> Tamtéž, str. 5.

Tab. 16 Přehled vládních programů na podporu VC v Nizozemsku (Zdroj: vlastní zpracování dle RVO)

Seed Capital-regeling	Zaměřeno na inovativní a kreativní podniky v počátečních fázích. Investice do VC fondu jsou zdvojnásobeny příspěvkem ministerstva pro ekonomické záležitosti. Pouze 20 % kapitálových zisků je vypláceno fondu, dokud investice není navrácena. Dalších 80 % směřuje do dalších investic do inovativních začínajících podniků. Rozpočet pro rok 2015 je stanoven 24 mil. eur. Maximální příspěvek ministerstva do fondu je 6 mil. eur.
GroEIFaciliteit	Nástroj zaměřený na podniky v pozdní fázi rozvoje. Vláda poskytuje 50% záruku na VC investice pro VC investory (do výše 12,5 mil. eur) a banky (do výše 2,5 mil. eur). Rozpočet pro rok 2015 je stanoven na 80 mil. eur.
PPM Oost	Jedná se VC manažerskou společnost, která spravuje vládní a regionální VC fondy určené pro investice do inovativních MSP v regionech Gelderland a Overijssel.

V souvislosti s PPM Oost je potřeba také zmínit program Dutch Venture Initiative (DVI). DVI je fond fondů o velikosti 150 mil. EUR, který byl vytvořen společně mezi EIF (závazek 50 mil. EUR) a PPM Oost (závazek 100 mil. EUR) s podporou nizozemského ministerstva pro ekonomické záležitosti. Cílem je podpora investic do inovativních podniků v počátečních a rozvojových fázích v Nizozemí. Do budoucna se počítá s navýšením velikosti DVI na 300 mil. EUR přizváním dalších investorů. V takovém případě závazek EIF se zvýší na 100 mil. eur.<sup>193</sup>

V Nizozemsku působí několik VC manažerských společností, které vytvářejí fondy, kam investuje EIF. Jedná se o Partech International, Vendis Capital, Metric Capital Partners, Metha Capital, Gilde Equity Management Benelux

<sup>193</sup> EUROPEAN INVESTMENT FUND. Dutch Venture Initiative (DVI). In: *EIF* [online]. © 2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: < [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/dvi/](http://www.eif.org/what_we_do/resources/dvi/)>.



Partners, Capital Partners Holding B.V. V rámci programu CIP (předchůdce COSME) působí manažerská společnost Karmijn Kapitaal Management, jejíž VC fondy jsou zaměřeny na podniky ve fázích rozvoje.<sup>194</sup>

### Česká republika

V ČR doposud neběží jediný program, který by přímo podporoval VC investice. Během existence samostatné ČR se objevily dva pokusy o vznik fondu VC s účastí veřejných prostředků. První český VC fond, Fond rizikového kapitálu (dále jen FRK), vznikl v roce 1995 a do roku 2000 fond vstoupil 9 firem. Avšak v roce 2000 zažádal o likvidaci a jeho portfolio bylo prodáno za nevýhodných podmínek. Důvodem likvidace fondu byl zejména zákon a následné protiprávní postavení fondu.<sup>195</sup>

V roce 2005 ve spolupráci CzechInvest a Ministerstva průmyslu a obchodu (dále jen MPO) byl připraven návrh podpory MSP prostřednictvím fondu rizikového kapitálu, kde by necelou polovinu prostředků tvořily veřejné zdroje, zbytek by byl od soukromých investorů. Tento návrh však nebyl nikdy schválen.<sup>196</sup>

Poslední iniciativou MPO je koncept Seed fond. Seed fond byl navržen v rámci OP Podnikání a inovace pro programovací období 2007 – 2013. Prostředky do Seed fondu měl poskytnout Evropský fond pro regionální rozvoj a státní rozpočet ČR. Avšak v dubnu 2014 MPO vydalo rozhodnutí o zrušení zadávacího řízení na poskytování služeb obhospodařovatele<sup>197</sup>. Hlavním důvodem byl nedostatek času na realizaci v rámci OP, který je otevřen do konce roku 2015, a legislativní změny v souvislosti se ZISIF. MPO plánuje, že se k projektu vrátí v rámci OP Podnikání a inovace pro konkurenceschopnost. Doposud ale nebyl předložen žádný návrh.<sup>198</sup>

---

<sup>194</sup> EUROPEAN COMMISSION. Access to EU finance. In: *European Commission* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <[http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index\\_en.htm](http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index_en.htm)>.

<sup>195</sup> PAZOUR M. A D. MAREK. *Fondy rizikového kapitálu s účastí soukromých a veřejných finančních prostředků*, str. 15 – 16.

<sup>196</sup> Tamtéž, str. 16 – 17.

<sup>197</sup> Obhospodařovatel je chápán jako manažerská společnost fondu. Pozn. autorky.

<sup>198</sup> CZECHTRADE. Seed fond. In: *BusinessInfo.cz* [online]. © 1997 – 2015 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cs/dotace-a-financovani/zdroje-financovani-z-eu/oppi/seed-fond.html>>.

V ČR působí několik manažerských společností, které spravují fondy, kam investuje EIF. Jedná se o Mid Europa Partners, Syntaxis Capital, Enterprise Investors, East Accession BV, Darby Private Equity, 3TS Capital Partners. Pouze Pontis Venture Partners a Early Bird se zaměřují na investice do podniků v raných fázích.<sup>199</sup>

### **Maďarsko**

Maďarsko se řadí mezi země, které využily společnou iniciativu Evropské komise, EIB a EIF JEREMIE pro programovací období 2007 – 2013.

Program JEREMIE, *Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*, v Maďarsku započal v druhém čtvrtletí roku 2010. Program je zastřešen revolvingovým holdingovým fondem a využívá část zdrojů strukturálních fondů k financování MSP prostřednictvím rizikového kapitálu, půjček a záruk. V roce 2010 v rámci JEREMIE vzniklo v zemi 8 VC fondů, které disponovaly do konce roku 2013 částkou 128 mil. EUR určených k investicím do MSP. Díky úspěšnosti JEREMIE I nyní běží JEREMIE II, pod nějž spadá 10 VC fondů s celkem 145 mil. EUR určených k investicím. Program poběží až do roku 2015.<sup>200</sup>

Pro programovací období 2014 – 2020 EIF připravuje další generaci programu JEREMIE.<sup>201</sup>

V zemi působí několik manažerských společností, které spravují fondy s účastí EIF. Jedná se o Royalton Partners, East Accession BV, Darby Private Equity, 3TS Capital Partners.<sup>202</sup>

---

<sup>199</sup> EUROPEAN COMMISSION. Access to EU finance. In: *European Commission* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <[http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index\\_en.htm](http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index_en.htm)>.

<sup>200</sup> WHITEBOARD. Why Hungary is in the top 5 European countries for VC investments. In: *Whiteboard* [online]. ©2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <<http://www.whiteboardmag.com/hungary-top-5-european-countries-vc-investments/>>.

<sup>201</sup> EIF. JEREMIE. In: *EIF.org* [online]. © 2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <[http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/jeremie/](http://www.eif.org/what_we_do/resources/jeremie/)>.

<sup>202</sup> EUROPEAN COMMISSION. Access to EU finance. In: *European Commission* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <[http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index\\_en.htm](http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index_en.htm)>.

### 6.3.4 Exitové trhy

Velmi bylo zmíněno již o tom, jak povzbudit poptávku po VC a posílit nabídku VC. VC trh je potřeba chápat komplexně, od vytváření VC fondů a získávání investorů, přes alokaci kapitálu do podniku až k výstupu investorů z podniků. Právě dostatečně rozvinuté exitové trhy jsou nezbytné pro fungující VC trh.

Úspěšným výstupem z podniku se uzavírá kruh celého procesu. Dobře rozvinuté VC trhy umožňují investorům získat odměnu za riziko, které podstoupili, když investovali do fondu. A výši podstupovaného rizika musí odpovídat tato odměna. K úspěšnému výstupu jsou zapotřebí rozvinuté kapitálové trhy, respektive akciové trhy, a to jak primární sloužící k IPO, tak sekundární k dalšímu obchodu s cennými papíry. V zemích s rozvinutými VC trhy, jako jsou USA a Izrael, nejčastější výstup z podniku je ve formě IPO. IPO představuje prvotní veřejnou nabídku cenných papírů, kterou provádí podnik, s jehož cennými papíry se doposud veřejně neobchodovalo. Kromě akcií se také v širším slova smyslu může jednat i o obligace.<sup>203</sup>

Jak uvádí zpráva OECD, kvůli volatilitě na finančních trzích od roku 2000 se snížila důvěryhodnost sekundárních trhů jako možnosti výstupu investora z podniku.<sup>204</sup> Tab. 17 znázorňuje způsoby výstupu VC investorů z podniků v Evropě v roce 2013. IPO a prodej na sekundárních trzích tvořily dohromady pouze 13,5 %, z toho IPO byla 0,9 %. Nejvíce převládají prodeje obchodního podílu (akvizice).

Tab. 17 Desinvestice VC v Evropě v roce 2013 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

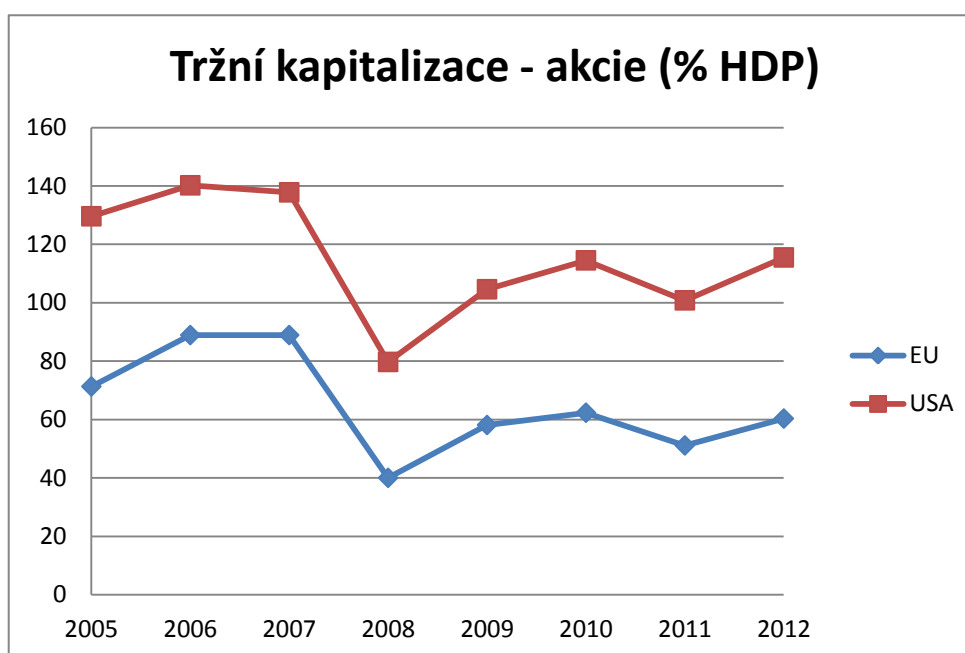
Způsob exitu	Hodnota (tis. EUR)	%	Počet podniků	%
Prodej jinému podniku	1193820	53,5	211	20,7
IPO	20030	0,9	4	0,4
Prodej kotovaných akcií	280132	12,6	73	7,2
Odpis kapitálu	339746	15,2	268	26,3
Vyrovnaní tichého partnerství	40482	1,8	203	19,9
Splacení půjčky	52012	2,3	81	7,9
Prodej jiné manažerské společnosti	129666	5,8	47	4,6
Prodej finanční instituci	29507	1,3	15	1,5

<sup>203</sup> MELUZÍN T. A M. ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*, str. 30.

<sup>204</sup> OECD. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, str. 26.

Prodej managementu	130223	5,8	93	9,1
Jiné způsoby	15602	0,7	24	2,4

Důvodem pro nízký zájem o veřejnou nabídku je především fragmentace akciových trhů, což vede k nízké kapitalizaci a likviditě. Obr. 16 zobrazuje tržní kapitalizaci EU a USA vyjádřenou jako % HDP. Zatímco USA má tržní kapitalizaci přibližně 120 % svého HDP, EU dosahuje pouhých 60 % svého HDP.



Obr. 18 Tržní kapitalizace jako % HDP (Zdroj: vlastní zpracování dle Světové banky)

### Evropská unie

EU si uvědomuje, že aby kapitálové trhy fungovaly dostatečně a efektivně, je zapotřebí je určitým způsobem sjednotit. Důležitost kapitálových trhů spočívá zejména v tom, že umožňují určitou alternativu oproti bankovnímu sektoru, který v Evropě hraje hlavní roli.

Významnou roli v integraci akciových trhů hrálo zavedení jednotné měny, čímž se odstranilo kurzové riziko a zlehčil platební styk. Důležitou roli hraje i odstraňování různé regulace akciových trhů na národní úrovni a bariér, bránících přeshraničnímu obchodu. Lze tvrdit, že vysoká fragmentace akciových trhů

vede k zostřené konkurenci mezi burzami, která je tlačí k větší přeshraniční spolupráci a kompatibilitě, což vede k vyšší likviditě a úsporám z rozsahu.<sup>205</sup>

Jednou z nejvýznamnějších horizontálních integrací burz (fúzí mezi burzami) v rámci EU je amsterdamské, bruselské a pařížské burzy v roce 2000, kdy vznikla nová entita Euronext, která nabízí jednotnou obchodní platformu (NSC) a kde všichni členové mají přístup ke všem zaregistrovaným cenným papírům. Euronext se dále v roce 2002 rozrostl o lisabonskou burzu a podepsal smlouvy o vzájemném členství s burzami v Helsinkách a Varšavě, které zavedly kompatibilní systémy. V roce 2006 Euronext převzala newyorská burza NYSE<sup>206,207</sup>

Dalším pokusem o fúzi byl mezi Londýnskou a Německou burzou, ale jednání se nezdařila. V Evropě tak působí tři významní hráči NYSE Euronext, Londýnská a Německá burza.

Největší překážkou se jeví zejména roztržitá struktura pro vypořádání obchodů s cennými papíry, které probíhá přes národní centrální depozitáře. Investor je nucen využít několik prostředníků a čelí rozdílným regulacím národních režimů, které zvyšují náklady.<sup>208</sup>

V rámci NYSE Euronext existuje od roku 2013 program EnterNext, který sdružuje platformy AlterNext pro MSP a veškeré podniky spadající do třídy B a C, kterým by jinak chyběly potřebné zdroje pro vstup na regulovaný trh.<sup>209</sup>

V rámci harmonizace kapitálových trhů, a tedy i akciových, Evropská komise začátkem roku 2015 vydala zelenou knihu Vytváření unie kapitálových trhů. Do roku 2019 by Komise chtěla předložit akční plán k položení základů plně fungující unie kapitálových trhů.<sup>210</sup>

## Nizozemí

V tab. 12 jsou zobrazeny způsoby, jakými VC společnosti vystoupily z podniků v roce 2013. Z tabulky vyplývá, že v zemi převažují prodeje obchodních podílů.

---

<sup>205</sup> LACINA L. A KOL. *Měnová integrace: Náklady a přínosy členství v měnové unii*, str. 504.

<sup>206</sup> NYSE je burza s největší tržní kapitalizací. Pozn. autorky.

<sup>207</sup> Lacina L. a kol. *Měnová integrace: Náklady a přínosy členství v měnové unii*, str. 507 – 508.

<sup>208</sup> Tamtéž, str. 509 -510.

<sup>209</sup> EURONEXT. AlterNext. In: *EURONEXT* [online]. ©2015 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <<https://www.euronext.com/listings/alternext>>.

<sup>210</sup> EVROPSKÁ KOMISE. *Zelená kniha: Vytváření unie kapitálových trhů*, str. 3.

IPO nebylo provedeno ani jednou, což signalizuje, že investoři nemají zájem o tento druh výstupu.

Tab. 18 Desinvestice v Nizozemí v roce 2013 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Způsob exitu	Hodnota (tis. EUR)	%	Počet podniků	%
Prodej jinému podniku	58 000	58,9	8	13,3
IPO	0	0	0	0
Prodej kotovaných akcií	8037	8,2	1	1,7
Odpis kapitálu	14300	14,5	16	26,7
Vyrovnaní tichého partnerství	0	0	0	0
Splacení půjčky	8175	8,3	21	35,0
Prodej jiné manažerské společnosti	0	0	0	0
Prodej finanční instituci	0	0	0	0
Prodej managementu	4935	5,0	9	15,0
Jiné způsoby	4996	5,1	5	8,3

Počet provedených IPO nezvýšilo ani vytvoření pan-evropské burzy NYSE Euronext, jejíž jedna z poboček sídlí v Amsterdamu, ani platformy AlterNext speciálně určené MSP, které nejčastěji bývají s účastí VC. Avšak AlterNext byl vytvořen až v roce 2013 a poslední data o desinvesticích v Nizozemí pochází také z roku 2013, takže lze do budoucna očekávat nárůst exitu ve formě IPO.

### Česká republika

V tab. 19 jsou zobrazeny způsoby desinvestice v roce 2013 v rámci VC fondů. Stejně jak je nízký počet VC investic, tak jsou nízké i desinvestice z podniků s účastí VC. Pokud se již jednalo o desinvestice, jediný způsob výstupu z podniku byl prodej podílu jinému podniku (akvizice).

Tab. 19 Desinvestice v české republice v roce 2013 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Způsob exitu	Hodnota (tis. EUR)	%	Počet podniků	%
Prodej jinému podniku	1019	100	2	100
IPO	0	0	0	0
Prodej kotovaných akcií	0	0	0	0
Odpis kapitálu	0	0	0	0

Vyrovnaní tichého partnerství	0	0	0	0
Splacení půjčky	0	0	0	0
Prodej jiné manažerské společnosti	0	0	0	0
Prodej finanční instituci	0	0	0	0
Prodej managementu	0	0	0	0
Jiné způsoby	0	0	0	0

## Maďarsko

Jak lze vyčíst z tab. 20, exitový trh v Maďarsku umožňuje investorům výstup z podniku zejména dvěma způsoby, prodejem podílů jinému podniku a prodejem podílů podniku managementu.

Tab. 20 Desinvestice v Maďarsku v roce 2013 (Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA)

Způsob exitu	Hodnota (tis. EUR)	%	Počet podniků	%
Prodej jinému podniku	203	1	2	25
IPO	0	0	0	0
Prodej kotovaných akcií	0	0	0	0
Odpis kapitálu	0	0	0	0
Vyrovnaní tichého partnerství	0	0	0	0
Splacení půjčky	0	0	0	0
Prodej jiné manažerské společnosti	0	0	0	0
Prodej finanční instituci	0	0	0	0
Prodej managementu	20954	99	6	75
Jiné způsoby	0	0	0	0

Aby investoři mohli vystoupit z podniku pomocí IPO, je podle *Hungarian Venture Capital and Private Equity Association* (dále jen HVCA) zapotřebí vytvořit obchodní platformu speciálně určenou pro MSP s minimálními náklady a administrativními překážkami, která by fungovala pouze na online bázi.<sup>211</sup>

<sup>211</sup> HVCA. *Industry position paper*, str. 16.

## 6.4 Výsledky komparativní studie

Tabulka 21 shrnuje výsledky komparativní studie ČR, Nizozemí a Maďarska. V ČR v roce 2013 nevznikl ani jeden fond VC a zrealizovaly se investice pouze do 6 podniků. Ve srovnání s Maďarskem a Nizozemí průměrná VC investice do podniku byla nejnižší.

Problém nerozvinutého trhu VC v ČR nespočívá ani tak v poptávce VC jako v nabídce VC. ČR dosahuje téměř stejného podílu výdajů na výzkum a vývoj na HDP jako Nizozemí a vyšších než Maďarsko. Podpora výzkumu a vývoje ze strany státu je realizována nejrůznějšími programy. I náklady na registraci a udržení patentů jsou nižší v porovnání s dalšími dvěma zeměmi. ČR nenabízí tak příhodné daňové stimuly pro výzkum a vývoj jako Maďarsko, ale i tak lze o investicích do výzkumu a vývoje tvrdit, že jsou vysoké. Jediným problémem může být transformace výsledků výzkumu a vývoje do konečné komerční podoby, jelikož ČR je z hlediska obtížnosti zakládání podniků hodnocena až na 110. místě. Kromě tohoto problému z pohledu poptávky se nejeví žádná větší bariéra, která by bránila rozvoji VC investování, a lze tedy tvrdit, že v ČR je dostatek podniků, které by mohly být atraktivní pro VC investory.

Mnohem problematičtěji se jeví nabídková strana trhu VC v ČR. Pokud někdy vznikly v ČR VC fondy, jejich investory byly vždy soukromé osoby. V ČR není prakticky vůbec možné pro penzijní společnosti a pojišťovny investovat část svých zdrojů do fondů VC. Lze argumentovat tím, že ani v Nizozemí ani v Maďarsku penzijní společnosti a pojišťovny neinvestovaly do VC fondů ani jedenkrát a i přesto v obou zemích vznikly v roce 2013 fondy VC. V Nizozemí a Maďarsku však významnou roli jako investora hrají vládní agentury, které prostřednictvím státních programů nahrazují určitou roli institucionálních investorů. Navíc v Nizozemí jsou silně zastoupeni jako investoři soukromé osoby a podniky, jejichž kapitálové zisky za určitých podmínek osvobozeny od daně. Oproti tomu v ČR neexistují žádné daňové stimuly pro přilákání investorů a ani žádné státní programy, které by zastoupily chybějící investory a podpořily vznik VC fondů.

Ani problematika založení VC fondu v ČR nebyla do konce roku 2014 jednoduchá. S implementací AIFMD do české legislativy prostřednictvím ZISIF vznikly nové právní formy pro fondy VC, které nabízí takovou strukturu, že zajišťují daňovou transparentnost. Do roku 2014 veškeré fondy podléhaly sazbě dani 5 %, a tudíž zde hrozilo riziko dvojího zdanění. Od roku 2015 pro veškeré



investiční fondy platí sazba daně z příjmů 0 % a poprvé v ČR bude tak zamezeno riziku dvojího zdanění. Za pozitivum lze také považovat, že služby manažerských společností VC fondů nepodléhají DPH, avšak toto je běžné i v ostatních zemích. Pokud se v roce 2013 jednalo o investice VC v ČR, VC pocházel vždy ze zahraničních VC fondů.

Pro investory nejsou výhodné VC investice do českých podniků ani z pohledu exitových trhů. V ČR je prakticky možné realizovat výstup z podniku pouze prodejem podílu jiné společnosti, což zužuje prostor pro dosažení, co nejvyššího zhodnocení investice. Lze však konstatovat, že IPO nebyla v roce 2013 provedena ani v jednom ze sledovaných států. Tím se však mnohé evropské fondy mohou připravit o významné zámořské investory.

Tab. 21 Výsledky komparativní studie (Zdroj: vlastní zpracování)

		Nizozemí	Česká republika	Maďarsko
AKTUÁLNÍ SITUACE	Fundraising/HDP 2013	0,0124 %	0,0000 %	0,0150 %
	Průměrná velikost fondu	2007/2013: 86 900 / 12 400 tis. EUR	Pouze 2010 a 2011: 9025 tis. EUR	2007/2013: 33 000 / 14 710 tis. EUR
	Struktura investorů	2013: vládní agentury (30 %), soukromé osoby (27 %), podnikoví investoři (20 %), fondy fondů (11 %)	2010 a 2011: soukromé osoby (100 %)	2013: vládní agentury (70 %), nezařazeno (30 %)
	Investice/HDP 2013	0,0321 %	0,0019 %	0,0176 %
	VC/PE 2013	55,70 %	2,10 %	30,40 %
	Průměrná velikost investice 2013	1 019 tis. EUR, 64 % investic do start-up fáze (134 ze 190 podniků)	463 tis. EUR, 48 % investic do start-up fáze (3 z 6 podniků)	480 tis. EUR, 49 % investic do start-up fáze (21 z 36 podniků)
	Investiční oblasti	komunikační technologie, elektrotechnika, zdravotní vědy	elektrotechnika, komunikační technologie	zdravotní vědy, energie a životní prostředí, komunikační technologie, elektronika
	Působící manažerské společnosti 2013	45 společností, správa celkem 1 859 mil. EUR	1 společnost, správa celkem 18 mil. EUR	11 společností, správa celkem 319 mil. EUR

		Nizozemí	Česká republika	Maďarsko
INVESTIČNÍ PROSTŘEDÍ	Podmínky pro penzijní fondy	požadavek likvidity a diverzifikace investičního portfolia	transformované fondy: max. 5 % účastnické fondy: žádné VC fondy	max. 5 % do VC fondu
	Podmínky pro pojišťovny	požadavek likvidity a diverzifikace investičního portfolia	žádné VC fondy	max. 5 % do VC fondu
	AIFMD/EuVECA	AIFMD: implementace 22.7.2013 EuVECA: 2 manažerské společnosti	AIFMD: implementace 19.8.2013 EuVECA: žádná manažer. spol.	AIFMD: implementace 16.3.2014 EuVECA: žádná manažer. spol.
	R&D/HDP	2,1144 %	2,0046 %	1,4447 %
	Podpora R&D	podpora spolupráce a rozvoje sítí, granty a dotace na vývoj a výzkum, daňové stimuly (zaměstnanci, podnikové výdaje, kapitálové výdaje, technologický transfer)	podpora spolupráce a rozvoje sítí, granty a dotace na výzkum a vývoj, podpora komercializace inovací, daňové stimuly (podnikové výdaje, technologický transfer)	granty a dotace na výzkum a vývoj, podpora spolupráce mezi zeměmi, daňové stimuly (podnikové výdaje, kapitálové výdaje, zaměstnanci, technologický transfer, kooperace mezi výzkumnými centry, univerzitami a podniky)

		náklady na registraci: 220/914 EUR udržovací poplatky (20 let): 11 040 EUR, prům. roční popl.: 552 EUR	náklady na registraci: 214/320 EUR udržovací poplatky (20 let): 6 599 EUR, prům. roční popl.: 330 EUR	náklady na registraci: 460 EUR udržovací poplatky (20 let): 7 808 EUR, prům. roční popl.: 330 - 390 EUR
		Nizozemí	Česká republika	Maďarsko
LEGISLATIVA/DAŇOVÝ SYSTÉM	Patenty			
	Daňová transparentnost	ano, komanditní společnost (CV)	komanditní společnost na investiční listy (SICAR), ale 5 % daň z příjmů, od roku 2015 0 %	ano, fondy jsou osvobozeny od daně z příjmů
	Osvobození od daně z kapitálových příjmů	Ano, pokud podíl investora (PO) v podniku je 5 a více %. Ano, pokud podíl investora (FO) je méně než 5 %. Jinak sazba 20 – 25 %.	Ne, sazba 15 %. Nerezidenti osvobozeni pouze pokud jejich země má s ČR uzavřenou smlouvu.	Ne, sazba 16 %. Nerezidenti osvobozeni pouze pokud jejich země má s Maďarskem uzavřenou smlouvu.
	DPH na služby man. společnosti	ne	ne	ne
	Obtížnost založení podniku	21. místo, doba trvání 4 dny, poplatky 1 800 EUR	110. místo, doba trvání 19 dní, poplatky 1 000 EUR	57. místo, doba trvání 5 dní, poplatky 500 – 1 030 EUR
Řešení insolvence	12. místo, doba trvání 1,1 roku, náklady 3,5 % majetku, míra ozdravení 88,9 %	20. místo, doba trvání 2,1 let, náklady 17 % majetku, míra ozdravení 65,6 %	64. místo, doba trvání 2 roky, náklady 14,5 % majetku, míra ozdravení 40,2 %	

		Nizozemí	Česká republika	Maďarsko
PODPORA VC	Programy podpory VC	Seed Capital-regeling, Groeifaciliteit, PPM Oost, DVI	Ne, pokus o vznik Seed fondu nedokončen.	JEREMIE
	Man. spol. spravující fondy s účastí EIF	5 společností	8 společností	4 společnosti
EXITOVÉ TRHY	IPO 2013	0 %, ale od 2013 platforma AlterNext	0 %	0 %
	Převažující způsob exitu 2013	prodej jinému podniku (58,9 %)	prodej jinému podniku (100 %)	prodej managementu (75 %)
	Tržní kapitalizace – akcie k HDP 2012	79,1 %	18,0 %	16,6 %

## 7 Závěr

### 7.1 Z hlediska Evropské unie

EU stále čelí důsledkům ekonomické krize z roku 2008, vypořádává se stagnací ekonomiky a nezaměstnaností. Jedním z klíčových dokumentů odpovědi EU na dnešní problémy je strategie *Evropa 2020*, která si klade za cíl dosáhnout nového růstu v Evropě a vytvoření inteligentní a udržitelné ekonomiky podporující sociální začleňování. Konkrétně strategie stanovuje pět cílů týkajících se zaměstnanosti, výzkumu a vývoje, změny klimatu a udržitelných zdrojů energie, vzdělávání a boje proti chudobě a sociálnímu vyloučení.

Právě k naplnění cílů zaměstnanosti a výzkumu a vývoje může přímo přispět i VC, který podporuje vznik a rozvoj zejména inovativních podniků, jež později vytvářejí nová pracovní místa. Do ostatních oblastí, změny klimatu a udržitelné zdroje energie, vzdělávání a boj proti chudobě a sociálnímu vyloučení, přispívá nepřímo prostřednictvím svých pozitivních dopadů na ekonomiku.

EU si uvědomuje přínos VC investic, který je patrný zejména ve dvou zemích, Izraeli a USA, jež lze právem nazývat „kolébkami VC“. Významnost VC v ekonomice EU, kterou mu EU přikládá, lze spatřovat i v existenci dvou programů podpory EU. Jedná se o program COSME a jeho *Nástroj vlastního kapitálu pro růst* (EFG) a program Horizon a *Nástroj vlastního kapitálu pro výzkum a inovace*. Implementace těchto dvou nástrojů probíhá prostřednictvím EIF, který investuje svěřené prostředky EU do VC fondů.

EU identifikuje několik problémů VC investic:

- nedostatek velkých institucionálních investorů a tím způsobená jejich náhrada vládním sektorem,
- relativně malá a stále snižující se velikost VC fondů, jež jsou neatraktivní pro velké investory,
- nedostatečný počet zkušených manažerských společností VC fondu,
- nižší výdaje na výzkum a vývoj a s tím spojen nižší počet inovativních podniků ve srovnání s USA,
- problematika přetvoření inovativních nápadů a výsledků výzkumu do konečné komerční podoby,
- různorodost legislativních a daňových systémů v rámci EU a s tím související problém přeshraničního investování,

- nedostatečně rozvinuté exitové trhy a roztržitost akciových trhů,
- podnikatelská kultura v EU a problém averze k riziku.

Tyto problémy jsou řešeny několika evropskými iniciativami s menší či větší úspěšností.

Zásadním problémem v EU je fundraising, tedy získávání finančních zdrojů do fondů VC. Dnes téměř 35 % všech zdrojů VC fondů v EU pochází z vládních agentur. Navíc významní institucionální investoři, jako jsou banky, penzijní fondy a pojišťovny, dávají přednost méně rizikovým investicím, než je VC, ne-li jsou ze strany členských států kvalitativně a kvantitativně omezovány z hlediska jejich investičního portfolia. Nenapomáhá tomu ani nově vytvořená bankovní unie, která zpřísňuje podmínky kontroly evropských bank, ani směrnice Solvency II a IORP II, které stanovují požadavky na výši kapitálu pojišťoven a penzijních fondů, tak aby byly schopny plnit své závazky, což v konečné fázi může vést ještě k větší averzi vůči investicím do VC fondů.

Na druhou stranu je pochopitelné, že po nedávné ekonomické krizi, se zvyšuje požadavek EU větší kontroly právě nad institucionálními investory. Avšak tito investoři by neměli být nahrazováni vládními agenturami. Spíše by se EU měla zaměřit na přilákání jiných investorů, jako jsou podniky a menší rodinné kanceláře. EU nabízí, jak už bylo výše zmíněné, dva programy podpory VC investic v rámci COSME a Horizon.

Těmito programy však EU přímo nepodporuje rozvoj VC trhu jako takového, spíše se snaží o podporu vzniku nových inovativních podniků, jejichž činnost je financována prostřednictvím VC. EU by měla namísto programů „finančních injekcí“ se zaměřit na dlouhodobou strategii rozvoje VC financování, tak jako tomu bylo v USA nebo v Izraeli. Jejich národní programy podpory VC, SBIC respektive Yozma, byly založeny na spoluúčasti vlád ve VC financování, kdy jejich příspěvek byl podmíněn účastí dalších nevládních investorů. Podmínky pro účast na VC investicích byly pro investory velice příhodné, což přilákalo mnoho podnikových a soukromých investorů, kteří se přímo zapojili do VC financování. Nejen že tak tito investoři získali za velice výhodných podmínek podíl v inovativních podnicích a podniky získaly zdroje na financování svých aktivit, ale i tím jak se zapojovali nevládní investoři a manažerské společnosti, tak získali potřebné zkušenosti a znalosti v oblasti VC financování, které v Evropě stále scházejí.

Za velké plus lze považovat směrnici AIDMD a EuVECA, které stanovují stejné podmínky fungování manažerských společností VC fondů působících

v EU. Nyní se manažerské společnosti mohou zaregistrovat pouze v jediné členské zemi EU a následně mohou získávat finanční prostředky a investovat ve všech zemích EU za stejných podmínek, jedná se o tzv. evropský pas. Díky těmto směrnicím by měly být částečně odstraněny bariéry přeshraničního fungování VC trhu a postupně docházet ke sjednocení VC trhu na evropské úrovni. Tato směrnice by však měla být dále podpořena kroky jednotlivých členských států v podobě sjednocení legislativních a daňových podmínek na trhu VC.

Co se týče výdajů na výzkum a vývoj, kdy EU dosahuje nižšího podílu na HDP než USA, je zde vysoká podpora prostřednictvím programu Horizon 2020. Na tento program bylo vyčleněno více prostředků, než pro předchozí programovací období 2007 – 2013. EU také přispěla k vytvoření jednotného evropského patentu, pomocí něhož má dojít ke snížení nákladů na pořízení. Avšak dohoda o Jednotném evropském dvoru nebyla doposud ratifikována ve většině členských zemích.

Významnou roli na VC trhu hraje také exitový trh. Bez rozvinutého exitového trhu VC fondy nebudou dosti atraktivní pro investory, protože nebudou mít jistotu, že jimi realizovaný výstup z podniku se jim vyplatí. Významnou roli zde hraje IPO, tedy forma výstupu jako veřejná nabídka akcií podniku. V Evropě je značná fragmentace akciových trhů, což vede k nízké kapitalizaci a likviditě. EU učinila již určité kroky k integraci akciových trhů, jako např. zavedení jednotné měny. Dochází také k horizontálním integracím akciových burz, nejvýznamnější je vznik burzy Euronext. Od roku 2013 se také rozběhla platforma EnterNext, která umožňuje vstup MSP na akciový trh za příhodnějších podmínek. Posledním krokem EU v rámci integrace akciových trhů je zelená kniha Vytváření unie kapitálových trhů. Lze tedy v budoucnu očekávat hlubší integraci i na VC trhu.

Následujícími největšími výzvami pro EU v oblasti VC financování je vytvoření programu podpory, který by přilákal nevládní investory, spolupráce s členskými zeměmi na sjednocení legislativních a daňových podmínek, tak aby trh VC měl možnost se rozvíjet plošně po celé EU. Dále by se měla EU zaměřit více na oblast vzdělávání s cílem zlepšit vztah k podnikání, snížit averzi k riziku a podpořit inovativní myšlení.



## 7.2 Z hlediska České republiky

ČR je ve srovnání s EU i s některými členskými zeměmi o mnoho kroků pozadu. V rámci hodnocení zemí z hlediska aktivity na VC trhu ČR patří mezi země s nerozvinutým VC trhem, jak z pohledu nabídky, tak z pohledu poptávky.

Za nejvíce problematické oblasti můžeme považovat:

- nedostatečný počet (respektive žádný) institucionálních investorů a s tím související nízký až nulový fundraising,
- dlouhou dobu existence daňově netransparentní právní formy VC fondů a jejich zdanění 5 % a s tím související riziko dvojího zdanění,
- problematické založení podniku,
- neexistence jediného vládního programu podpory VC,
- prakticky jediná možnost výstupu z podniku ve formě prodeje podílu.

Lze konstatovat, že ČR již učinila určité kroky k odstranění výše zmíněných bariér pro efektivní fungování VC trhu. Jedná se zejména o nově vzniklou právní formy fondů, SICAR, která zajišťuje fondům VC daňovou transparentnost. Avšak nedostatek této právní formy spočívá ve znevýhodnění oproti jiným právním formám, kdy fond SICAR podléhá plně dani z dividend a kapitálových zisků a ztráty z VC investic nejsou odčitatelné položky. Dále od roku 2015 veškeré příjmy investičních fondů jsou zdaňovány sazbou 0 %, čímž poprvé v ČR bude zamezeno riziku dvojího zdanění v oblasti VC investic.

ČR také implementovala směrnice AIFMD v podobě zákona ZISIF. Podle tohoto zákona již vznikla v ČR nová společnost Jet Investment Management. Ta se však zaměřuje zejména na manažerské odkupy. Do dobrovolného režimu EuVECA se nezaregistrovala zatím žádná manažerská společnost.

Do budoucna lze počítat, díky implementaci AIFMD a EuVECA a 0% sazbě daně z příjmů pro fondy, s vyšší VC aktivitou v ČR. V ČR jsou inovativní podniky s vysokým potenciálem. To potvrzují i výdaje na výzkum a vývoj, které dosahují průměru EU. V této oblasti může být problematické pouze přetvoření výsledků výzkumu a vývoje do finální komerční podoby z důvodu, že ČR je hodnocena v obtížnosti založení podniku až na 110. místě. Na druhou stranu v ČR existují vládní programy, které se přímo soustředí na komercializaci výsledků výzkumu a vývoje (program GAMA a EPSILON).

Největším dosavadním problémem se jeví v ČR fundraising. Podmínky pro vznik fondů se sice zlepšily, ale podmínky pro účast institucionálních investorů ve VC fondech jsou stále přísné, kdy jsou kvantitativně i kvalitativně omezovány

a prakticky nemají možnost do VC fondů investovat část svého kapitálu. Přísné podmínky jsou stanoveny i v ostatních členských zemích EU a lze předpokládat, že s implementací Solvency II a IORP II nenastanou výraznější změny směrem k uvolnění. ČR však oproti mnoha jiným členským zemím nemá doposud jediný vládní program podpory VC. Přitom v dnešní době právě podpora ze strany státu hraje klíčovou roli v rozvoji VC trhu. V tomto ohledu by ČR měla již dokončit plánovaný program Seed fondu a nebo zahájit jiný program podpory VC podle amerického nebo izraelského vzoru.

V ČR nejsou rozvinuté ani exitové trhy a prakticky jediná možnost výstupu je prodej obchodního podílu. Jako jedno z řešení této situace by mohla být integrace středoevropských burz a vytvoření obchodní platformy určené speciálně pro IPO MSP s minimálními náklady a administrativními překážkami, která by fungovala pouze na online bázi.

Pro ČR jsou momentálně hlavními výzvami vytvoření státního programu podpory VC investování. Dále se jedná o vytvoření takové právní formy VC fondů, která by byla konkurenceschopná zahraničním právním formám a podpořila by vznik fondů VC na území ČR. V neposlední řadě je to celkové zajištění stabilního daňového a legislativního prostředí, jelikož VC investice mají dlouhodobý horizont a investoři nebudou mít zájem o investice, u kterých nemají jistotu, že se nezmění jejich podmínky. Zájem o VC investice by bylo možné také podpořit pomocí daňového zvýhodnění podobného v Nizozemí, kde existuje osvobození od daně z kapitálových zisků za určitých podmínek.

## 8 Seznam použité literatury

- AIFMD in the Netherlands (Alternative Investment Fund Managers Directive).  
In: *Eversheds* [online]. 22 July 2014 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z:  
<[http://www.eversheds.nl/en/newsletter/aifmd\\_in\\_the\\_netherlands\\_alternative\\_investment\\_fund\\_managers\\_directive/](http://www.eversheds.nl/en/newsletter/aifmd_in_the_netherlands_alternative_investment_fund_managers_directive/)>.
- ASTRID R. *The Determinants of Venture Capital: A Panel Data Analysis of 16 OECD Countries* [online]. © 2004 [cit. 2015-01-18]. Dostupné z:  
<<http://econpapers.repec.org/paper/solwpaper/04-015.htm>>.
- BLOCK J. H., DE VRIES G. A P. SANDNER. *Venture capital and the financial crisis: An empirical study across industries and countries* [online]. München: Technische Universität München, Erasmus University Rotterdam, 2010 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <[http://mpra.ub.uni-muenchen.de/20287/2/MPRA\\_paper\\_20287.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/20287/2/MPRA_paper_20287.pdf)>.
- COLOMBO G. M. A KOL. *Venture Capital: Policy lessons from the VICO project* [online]. September 30, 2011 [cit. 2014-11-18]. Dostupné z:  
<[http://www.vicoproject.org/doc/policy/VICO\\_FinalPolicyBrief.pdf](http://www.vicoproject.org/doc/policy/VICO_FinalPolicyBrief.pdf)>.
- CVCA. *Adresář členů CVCA* [online]. September 2010 [cit. 2014-09-10].  
Dostupné z: <[http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA\\_-\\_ADRESAR.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf)>.
- CVCA, *Czech Private Equity & Venture Capital Association* [online]. ©2010 [cit. 2014-08-16]. Dostupné z: <<http://www.cvca.cz/cs/>>.
- CVCA. *Návrhy CVCA na legislativní změny ke zlepšení prostředí pro fondy rizikového a soukromého kapitálu v České republice* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <[http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/58-file2-File\[cs\]-CVCA\\_recommendations\\_on\\_fund\\_industry\\_cz\\_final.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/58-file2-File[cs]-CVCA_recommendations_on_fund_industry_cz_final.pdf)>.
- CVCA. *News Letter září – říjen 2013* [online]. září – říjen 2013 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <[http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/27-file2-File\[cs\]-NEWSletter\\_rijen\\_2013.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/27-file2-File[cs]-NEWSletter_rijen_2013.pdf)>.
- CZECHINVEST. Business angels. In: *CzechInvest* [online]. © 1994 - 2014 [cit. 2014-28-16]. Dostupné z: <<http://www.czechinvest.org/business-angels>>.
- CZECHINVEST. Klastry. In: *CzechInvest* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-25]. Dostupné z: <<http://www.czechinvest.org/klastry>>.

- CZECHINVEST. Výzkum a vývoj. In: *CzechInvest* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <<http://www.czechinvest.org/podpora-vyzkumu-a-vyvoje>>.
- CZECHTRADE. Seed fond. In: *BusinessInfo.cz* [online]. © 1997 – 2015 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.businessinfo.cz/cs/dotace-a-financovani/zdroje-financovani-z-eu/oppi/seed-fond.html>>.
- DELOITTE. *2014 Global Survey of R&D Tax Incentives* [online]. March 2014 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Tax/dttl-tax-global-rd-survey-aug-2014.pdf>>.
- DENEDERLANDSCHEBANK. Solvency test for Insurers. In: *DeNederlandscheBank* [online]. ©2011 [cit. 2015-03-24] Dostupné z: <<http://www.toezicht.dnb.nl/en/2/51-202118.jsp>>.
- DVOŘÁK I. a P. PROCHÁZKA. *Rizikový a rozvojový kapitál: Venture Capital*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1998. ISBN 80-85943-74-3.
- EIF. JEREMIE. In: EIF.org [online]. © 2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <[http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/jeremie/](http://www.eif.org/what_we_do/resources/jeremie/)>.
- EIF. Who we are. In: *European Investment Fund* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: <[http://www.eif.org/who\\_we\\_are/index.htm](http://www.eif.org/who_we_are/index.htm)>.
- ESMA. Venture Capital and Social Entrepreneurship Funds. In: *Esma* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <<http://www.esma.europa.eu/page/Venture-Capital-and-Social-Entrepreneurship-Funds>>.
- EUREKA. What is eurostars. In: *Eurostars* [online]. ©2013 [cit. 2015-03-27]. Dostupné z: <<https://www.eurostars-eureka.eu/home/what>>.
- EUROPPEAN COMMISSION. Access to EU finance. In: *European Commission* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <[http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index\\_en.htm](http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index_en.htm)>.
- EUROPEAN COMMISSION. COSME financial instruments. In: *European Commission* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/cosme-financial-instruments/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/access-to-finance/cosme-financial-instruments/index_en.htm)>.

- EUROPEAN COMMISSION. COSME programme. In: *European Commission* [online]. © 2015 [cit. 2015-02-23]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/growth/smes/cosme/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/smes/cosme/index_en.htm)>.
- EUROPEAN COMMISSION. *Europe 2020: Europe's growth strategy* [online]. Luxembourg: Publication Office of the European Union, ©2013 [cit. 2015-01-05]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/europe\\_2020\\_explained.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/europe_2020_explained.pdf)>.
- EUROPEAN COMMISSION. Horizon 2020. In: *European Commission* [online]. ©2015 [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <<http://ec.europa.eu/programmes/horizon2020/en/what-horizon-2020>>.
- EUROPEAN COMMISSION. Patents. In: *European Commission* [online]. 03/03/2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/index_en.htm)>.
- EUROPEAN COMMISSION. *Report of Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors* [online]. ©2012 [cit. 2015-01-05]. Dostupné z: <<http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=6008&no=1>>.
- EUROPEAN COMMISSION. Unitary patent – ratification progress. In: *European Commission* [online]. 03/03/2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/ratification/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/growth/industry/intellectual-property/industrial-property/patent/ratification/index_en.htm)>.
- EUROPEAN COMMISSION. *Horizon 2020: Work programme 2014 – 2015* [online]. 10 December 2014 [cit. 2015-01-20]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/research/participants/data/ref/h2020/wp/2014\\_2015/main/h2020-wp1415-finance\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/research/participants/data/ref/h2020/wp/2014_2015/main/h2020-wp1415-finance_en.pdf)>.
- EUROPEAN INVESTMENT FUND. Dutch Venture Initiative (DVI). In: *EIF* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <[http://www.eif.org/what\\_we\\_do/resources/dvi/](http://www.eif.org/what_we_do/resources/dvi/)>.
- EURONEXT. AlterNext. In: *EURONEXT* [online]. ©2015 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <<https://www.euronext.com/listings/alternext>>.

- EVCA. *AIFMD Essentials: A Guide to the Alternative Investment Fund Managers Directive* [online]. July 2013 [cit. 2015-03-10]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/299189/aifmd-essentials-december-2013-preview.pdf>>.
- EVCA. *Benchmarking European Tax and Legal Environments* [online]. October 2008 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Executive\\_Summary\\_Benchmark\\_2008.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Executive_Summary_Benchmark_2008.pdf)>.
- EVCA. European Private Equity Activity Data 2007 – 2013. In: *EVCA* [online]. 6 May 2014 [cit. 2015-03-16]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/165475/yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx>>.
- EVCA. Institutions for Occupational Retirement Provision – IORP. In: *EVCA* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/policy/key-topics/investor-regulation/pension-funds/>>.
- EVCA. *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs* [online]. November 2007 [cit. 2014-10-28]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>>.
- EVCA. Solvency II. In: *EVCA* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z: <<http://www.evca.eu/policy/key-topics/investor-regulation/insurance/>>.
- EVCA. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe* [online]. June 2002 [cit. 2014-11-12]. Dostupné z: <[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Economical\\_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf)>.
- EVCA. *Tax Benchmark Study 2012* [online]. June 2013 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <[http://www.evca.eu/uploadedFiles/Benchmark2012.pdf?dm\\_i=1GLS,1K23D,827W8K,5C4G8,1](http://www.evca.eu/uploadedFiles/Benchmark2012.pdf?dm_i=1GLS,1K23D,827W8K,5C4G8,1)>.
- EVROPSKÁ KOMISE. Evropa 2020: Priority. In: *Evropská komise* [online]. 07/04/2014 [cit. 2015-04-14]. Dostupné z: <[http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/index\\_cs.htm](http://ec.europa.eu/europe2020/europe-2020-in-a-nutshell/priorities/index_cs.htm)>.

- EVROPSKÁ KOMISE. Přístup k rizikovému financování: Informace. In: *Horizon 2020* [online]. © 2013 -2015 [cit. 2015-02-24]. Dostupné z: <<http://www.h2020.cz/cs/vedouci-postaveni-evropskeho-prumyslu/financovani/informace>>.
- EVROPSKÁ KOMISE. *Zelená kniha: Vytváření unie kapitálových trhů* [online]. Brusel: 18.2.2015 [2015-04-02]. Dostupné z: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN>>.
- EY. *European Solvency II Survey 2014* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-european-solvency-ii-survey-2014/\\$FILE/EY-european-solvency-ii-survey-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-european-solvency-ii-survey-2014/$FILE/EY-european-solvency-ii-survey-2014.pdf)>.
- FRONTIERS ECONOMICS. *Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe* [online]. May 2013 [2014-11-18]. Dostupné z: <<https://www.evca.eu/media/12929/Frontier-Economics-Report.pdf>>.
- GARDNER CH. European fund regulation – just like London buses?. In: *EuVECA* [online]. September 27 2013 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <<http://www.euveca.eu/>>.
- HUNGARIAN INTELLECTUAL PROPERTY OFFICE. Patent. In: *HIPO* [online]. © 1996 - 2014 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: <<http://www.sztnh.gov.hu/English/szabadalom/>>.
- HVCA. *Industry position paper* [online]. Budapest> December 23, 2013 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <[http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/01/final-HVCA\\_position\\_paper\\_EN-02-01-2014.pdf](http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/01/final-HVCA_position_paper_EN-02-01-2014.pdf)>.
- HVCA. The Development of Private Equity and Venture Capital. In: *HVCA* [online]. ©2014 [ci. 2014-12-27] Dostupné z: <<http://www.hvca.hu/pevc-explained/private-equity/the-development-of-private-equity-and-venture-capital/>>.
- JUŘICA A. *Private equity fondy v návrhu zákona o investičních fondech a konflikt zájmů v private equity* [online]. Studentská odborná činnost. Praha: Univerzita Karlova v Praze, Právnická fakulta [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <<http://svoc.prf.cuni.cz/sources/6/16/242.pdf>>.

- KISLINGEROVÁ E. a I. NOVÝ. *Chování podniku v globalizujícím se prostředí*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-847-9.
- KOËTER M. *Boosting the venture capital sector in the Netherlands after the financial crisis* [online]. Master Thesis. Tilburg: Tilburg University, Tilburg Law School, 2012 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z: <<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=128736>>.
- KORÁB V., HANZELKOVA A. a M. MICHALSKO. *Rodinné podnikání: způsoby financování, řízení rodinných podniků, úspěšné předání, následnictví*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2009. ISBN: 978-80-251-2620-2.
- KPMG. *AIFMD Transposition* [online]. 25 February 2015 [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <<http://www.kpmg.com/LU/en/IssuesAndInsights/Articlespublications/Documents/AIFMD-Transposition-overview-25Feb2015.pdf>>.
- LACINA L. a KOL. *Měnová integrace: Náklady a přínosy členství v měnové unii*. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2007. ISBN: 978-80-7179-560-5.
- MCKASKILL T. *Raising Angel & Venture Capital Finance*. Melbourne: Breakthrough Publications, 2009. ISBN: 978-0-9806458-4-2.
- MELUZÍN T. a M. ZINECKER. *IPO: prvotní veřejná nabídka akcií jako zdroj financování rozvoje podniku*. Vyd. 1. Brno: Computer Press, 2009. ISBN: 978-80-251-2620-2.
- METRICK A. a A. YASUDA. *Venture Capital & the Finance of Innovation*, 2nd. ed. Portland: MPS Limited, 2011. ISBN: 978-0-470-45470-1.
- MINAŘÍK B., BORŮVKOVÁ J. a M. VYSTRČIL. *Analýzy v regionálním rozvoji*. 1. vydání. Příbram: Professional Publishing, 2013. ISBN: 978-80-7431-129-1.
- NETHERLANDS ENTERPRISE AGENCY. Fees. In: *RVO.nl* [online]. © 2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <<http://english.rvo.nl/topics/innovation/patents-other-ip-rights/patents/fees>>.
- NVP. *The Dutch Private Equity and Venture Capital Market in 2013* [online]. April 2014 [cit. 2015-03-07]. Dostupné z: <[http://www.nvp.nl/data\\_files/NVPHo22%20Ondernemend%20Vermogen%20EN%20WTK%20incl%20Omslag%201205.pdf](http://www.nvp.nl/data_files/NVPHo22%20Ondernemend%20Vermogen%20EN%20WTK%20incl%20Omslag%201205.pdf)>.



- OECD. *Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds (2014)* [online]. ©2014 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2014%20Survey%20of%20Investment%20Regulations%20of%20Pension%20Funds%20FINAL.pdf>>.
- OECD. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations* [online]. October 2004 [cit. 2015-03-02]. Dostupné z: <<http://www.oecd.org/industry/ind/28881195.pdf>>.
- PAZOUR M. A D. MAREK. *Fondy rizikového kapitálu s účastí soukromých a veřejných finančních prostředků* [online]. 30. září 2011 [cit. 2015-04-08]. Dostupné z: <<http://www.vyzkum.cz/storage/att/18CoC6EoBEDC982432D14A62BD739099/A%204-8%20VC%20fondy.pdf>>.
- RAJCHLOVÁ, J. *Vybrané aspekty financování podniků rizikový kapitálem v podmínkách České republiky*. Disertační práce. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 158 s. Vedoucí disertační práce: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.
- RAJCHLOVÁ J., FEDOROVÁ A. A Z. BROŽ. The Venture Capital in the Czech Companies: Development of Number of Employees and Efficiency of Employees. In: *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 11, Issue 1, 2014. ISSN 1810-4967.
- SBA. Office of Investment and Innovation: Office Overview [online]. June 2014 [cit. 2015-04-08]. Dostupné z: <<https://www.sba.gov/sites/default/files/lender/2014-06-11%20%28OII%20Overview%29.pdf>>.
- SBA. SBIC Program. In: *U.S. Small Business Administration* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <<https://www.sba.gov/category/lender-navigation/sba-loan-programs/sbic-program-0>>.
- SCHOT C., KROEZE E. A L. VAN DEN ENDE. *The Netherlands*. In: EMEA Legal Insights Bulletin [online]. Summer 2013 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z: <[http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/EMEA/EMEAALIB/Sept%202013/nl\\_emea\\_netherlandslegalinsights\\_sep13.pdf](http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/EMEA/EMEAALIB/Sept%202013/nl_emea_netherlandslegalinsights_sep13.pdf)>

- SENOR, D. A S. SINGER. *Start-up nation: Příběh izraelského hospodářského zázraku*. 1. vydání. Praha: ALIGIER, 2011. ISBN: 978-80-904895-0-9.
- SÖDERBLOM A. A J. WIKLUND. *Factors Determining the Performance of Early Stage High-Technology Venture Capital Funds: A Review of Academic Literature* [online]. March 2006 [cit. 2015-01-15]. Dostupné z: <<http://www.edocr.com/doc/8/factors-determining-performance-early-stage-high-technology-venture-capital-funds> >.
- STRÖMBERG, P. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings* [online]. September 2009 [cit. 2014-11-12]. Dostupné z: <[http://www.fvca.fi/files/30/EVCA\\_DOC\\_RP\\_ECONIMPACT\\_0909.pdf](http://www.fvca.fi/files/30/EVCA_DOC_RP_ECONIMPACT_0909.pdf)>
- THE GOVERNMENT OF THE REPUBLIC OF HUNGARY. *Economic Development Operational Programme* [online]. [cit. 2015-04-02]. Dostupné z: <[http://palyazat.gov.hu/download/1781/GOP\\_070702\\_EN.pdf](http://palyazat.gov.hu/download/1781/GOP_070702_EN.pdf)>.
- THE WORLD BANK. Ease of doing business in Czech Republic. In: *Doing Business* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/czech-republic/#starting-a-business>>.
- THE WORLD BANK. Ease of doing business in Hungary. In: *Doing Business* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/hungary/#starting-a-business>>.
- THE WORLD BANK. Ease of doing Business in Netherlands. In: *Doing Business* [online]. ©2015 [cit. 2015 -03-27]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/netherlands/#resolving-insolvency>>.
- THE WORLD BANK. Rankings. In: *Doing Business* [online]. ©2015 [cit. 2015-03-27]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/rankings>>.
- THE YOZMA GROUP. Overview. In: *Yozma* [online]. ©2000 [cit. 2015-03-21]. Dostupné z: <<http://www.yozma.com/overview/>>.
- THOMSON REUTERS. *National Venture Capital Association Yearbook 2014* [online]. ©2014 [cit. 2015-01-08]. Dostupné z: <<http://nvca.org/?download=676>>.

- TYKVOVÁ T., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union* [online]. ©2012 [cit. 2015-01-08]. Dostupné z: <[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE\\_ET\(2012\)475088\\_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET(2012)475088_EN.pdf)>.
- ÚŘAD PRŮMYSLOVÉHO VLASTNICTVÍ. Poplatky. In: *ÚPV* [online]. Poslední aktualizace 26.07.2011 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <<http://www.upv.cz/cs/prumyslova-prava/vynalezy-patenty/poplatky.html>>.
- WHITEBOARD. Why Hungary is in the top 5 European countries for VC investments. In: *Whiteboard* [online]. ©2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <<http://www.whiteboardmag.com/hungary-top-5-european-countries-vc-investments/>>.

# **Přílohy**

## A Tabulka základních dat

	Fundraising 2013 v mil. eur	Investice 2013 v mil. eur	R&D 2013 v mil. eur	HDP 2013 v mil.eur	VC/PE 2013	obtížnost založení podniku
Rakousko	16,000	65,05017	9074,23	313066,9	0,12	29
Pobaltí	0,000	11,59582	797,662	76616,7	0,192	9
Belgie	14,000	89,49741	9014,684	382692	0,087	5
Bulharsko	20,400	5,09837	266,505	39940,3	0,459	14
Česká republika	0,000	2,78117	2996,666	149491,1	0,021	30
Dánsko	90,790	80,71374	7730,554	248974,8	0,044	11
Slovensko & Slovinsko & Chorvatsko	32,800	10,49632	1900,566	150536,9	0,213	18
Finsko	90,940	99,86655	6684,1	193443	0,188	13
Francie	1529,360	679,53265	47159,5	2059852	0,105	14
Německo	440,400	702,58766	82482	2737600	0,143	31
Řecko	0,000	4,83299	1426,708	182054,2	1	20
Maďarsko	14,710	17,27256	1415,099	97948	0,304	17
Irsko	29,280	109,55443	2723,4	164049,8	0,642	8
Itálie	117,000	60,78236	20203,3	1560023,8	0,04	18
Lucembursko	15,130	5,28374	523,143	45478,2	0,034	26
Nizozemí	74,510	193,57567	12742,8	602658	0,557	9
Polsko	20,000	15,63184	3436,284	389695,1	0,041	28
Portugalsko	9,000	37,9598	2321,617	165690	0,118	4
Rumunsko	0,000	2,98374	557,769	142245,1	0,043	10
Španělsko	47,470	101,65899	13052,236	1022988	0,052	24
Švédsko	39,380	231,41558	13994,683	420849,1	0,284	16
Spojené království	1109,200	557,62554	32783,704	1899098	0,058	17

Tabulka 1 Základní data (Zdroj: EVCA, Eurostat, Doing Business)

## B Tabulka vstupních dat

	Fundraising/HDP 2013	Investice/HDP 2013	VC/PE 2013	R&D/HDP 2013	obtížnost založení podniku
Rakousko	0,0051%	0,0208%	12,00%	2,8985%	29
Pobaltí	0,0000%	0,0151%	19,20%	1,0411%	9
Belgie	0,0037%	0,0234%	8,70%	2,3556%	5
Bulharsko	0,0511%	0,0128%	45,90%	0,6673%	14
Česká republika	0,0000%	0,0019%	2,10%	2,0046%	30
Dánsko	0,0365%	0,0324%	4,40%	3,1050%	11
Slovensko & Slovinsko & Chorvatsko	0,0218%	0,0070%	21,30%	1,2625%	18
Finsko	0,0470%	0,0516%	18,80%	3,4553%	13
Francie	0,0742%	0,0330%	10,50%	2,2895%	14
Německo	0,0161%	0,0257%	14,30%	3,0129%	31
Řecko	0,0000%	0,0027%	100,00%	0,7837%	20
Maďarsko	0,0150%	0,0176%	30,40%	1,4447%	17
Irsko	0,0178%	0,0668%	64,20%	1,6601%	8
Itálie	0,0075%	0,0039%	4,00%	1,2951%	18
Lucembursko	0,0333%	0,0116%	3,40%	1,1503%	26
Nizozemí	0,0124%	0,0321%	55,70%	2,1144%	9
Polsko	0,0051%	0,0040%	4,10%	0,8818%	28
Portugalsko	0,0054%	0,0229%	11,80%	1,4012%	4
Rumunsko	0,0000%	0,0021%	4,30%	0,3921%	10
Španělsko	0,0046%	0,0099%	5,20%	1,2759%	24
Švédsko	0,0094%	0,0550%	28,40%	3,3253%	16
Spojené království	0,0584%	0,0294%	5,80%	1,7263%	17

Tabulka 2 Vstupní data (Zdroj: vlastní zpracování na základě EVCA, Eurostat, Doing Business)

## C Tabulka standardizovaných vstupních dat

	Fundraising/HDP 2013	Investice/HDP 2013	VC/PE 2013	R&D/HDP 2013	podnikatelské prostředí
Rakousko	-0,675935	-0,063150	-0,396300	1,237937	-0,617794
Pobaltí	-0,919543	-0,383388	-0,098087	-0,850316	-0,617794
Belgie	-0,745167	0,084834	-0,532981	0,627560	0,571459
Bulharsko	1,515054	-0,517865	1,007787	-1,270632	0,344935
Česká republika	-0,919543	-1,136636	-0,806343	0,232910	0,684722
Dánsko	0,818622	0,597359	-0,711080	1,470058	-1,580523
Slovensko & Slovinsko & Chorvatsko	0,119035	-0,846550	-0,011108	-0,601377	1,081139
Finsko	1,321294	1,687270	-0,114654	1,863987	-1,297367
Francie	2,619468	0,629757	-0,458427	0,553202	-0,051483
Německo	-0,152737	0,214103	-0,301037	1,366596	-1,014212
Řecko	-0,919543	-1,091566	3,248528	-1,139749	1,647450
Maďarsko	-0,203687	-0,241551	0,365801	-0,396508	1,251033
Irsko	-0,068790	2,547252	1,765746	-0,154379	-1,070843
Itálie	-0,562054	-1,021115	-0,727648	-0,564794	1,364295
Lucembursko	0,666241	-0,582939	-0,752499	-0,727533	1,534188
Nizozemí	-0,330222	0,580442	1,413689	0,356419	-0,278007
Polsko	-0,674911	-1,014586	-0,723506	-1,029438	0,005148
Portugalsko	-0,660629	0,057816	-0,404583	-0,445486	-0,391269
Rumunsko	-0,919543	-1,123178	-0,715222	-1,579971	0,911246
Španělsko	-0,698357	-0,678310	-0,677946	-0,586347	0,061779
Švédsko	-0,473520	1,878042	0,282964	1,717842	-1,184105
Spojené království	1,864467	0,423960	-0,653094	-0,079982	-1,353998

Tabulka 3 Standardizovaná vstupní data (Zdroj: vlastní zpracování v Excelu)

## D Výsledky shlukové analýzy

Označení shluku	Země	průměrné hodnoty shluku				Popis shluku					
		Fundraisi ng/HDP 2013	Investice /HDP 2013	VC/PE 2013	R&D/HDP 2012	Fundraisi ng/HDP 2013	Investice /HDP 2013	VC/PE 2013	R&D/HDP 2012	obtížnost založení podniku	Popis shluku
Shluk 1	Rakousko Německo	0,0106%	0,0232%	13,15%	2,9557%	108	0,0051%	0,0208%	12,00%	2,8985%	101 Země s mírně vyšší VC aktivitou, jsou zde vysoké investice do 114 výzkumu a vývoje, avšak obtížné zakládání nových podniků.
Shluk 2	Pobalí						0,0000%	0,0151%	19,20%	1,0411%	24 Země, kde VC fondy nedispoují dostatečnými finančními 10 prostředky, je zde poměrně snadné zahájení podnikání, avšak 14 podpora místních VC fondů je velice nízká.
	Portugalsko					26	0,0054%	0,0229%	11,80%	1,4012%	
	Belgie	0,0033%	0,0135%	9,60%	1,2970%		0,0037%	0,0234%	8,70%	2,3556%	
	Itálie						0,0075%	0,0039%	4,00%	1,2951%	46
	Rumunsko						0,0000%	0,0021%	4,30%	0,3921%	38
Shluk 3	Bulharsko						0,0511%	0,0128%	45,90%	0,6673%	49 Země s obtížným založením podniků, podprůměrnými výdaji 60 na R&D, kde sice VC fondy mají finanční prostředky, avšak 57 není do čeho investovat.
	SVK&SLO&CRO Maďarsko Lucembursko	0,0303%	0,0122%	25,25%	1,1312%	62	0,0218%	0,0070%	21,30%	1,2625%	
Shluk 4	Česká republika					90	0,0000%	0,0019%	2,10%	2,0046%	110 Země s velice nízkou venture kapitálovou aktivitou a velice 85 obtížným zakládáním podniků.
	Polsko	0,0033%	0,0053%	3,80%	1,3874%		0,0051%	0,0040%	4,10%	0,8818%	
	Španělsko						0,0046%	0,0099%	5,20%	1,2759%	74
Shluk 5	Dánsko					28	0,0365%	0,0324%	4,40%	3,1050%	29 Země s vysokou VC aktivitou, poměrně snadné zakládání 32 podniků, vysoké investice do R&D.
	Finsko Švédsko	0,0309%	0,0463%	17,20%	3,2952%		0,0094%	0,0550%	28,40%	3,3253%	
Shluk 6	Francie					37	0,0470%	0,0516%	18,80%	3,4553%	27
	Spojené království	0,0663%	0,0312%	8,15%	2,0079%		0,0742%	0,0330%	10,50%	2,2895%	28 Země s vysokou VC aktivitou, avšak VC investice nedosahují svého maxima, což způsobují i nedostatečné investice do R&D a poměrná obtížnost založení podniků.
Shluk 7	Řecko	0,0000%	0,0027%	100,00%	0,7837%	52	0,0584%		5,80%	1,7263%	Země s nejnižší VC aktivitou a velice nízkými výdaji na R&D.
Shluk 8	Irsko	0,0151%	0,0495%	59,95%	1,8873%	20	0,0178%	0,0668%	64,20%	1,6601%	19 Země s vysokou VC aktivitou, kde velikost VC převyšuje 21 velikost PE, poměrně snadné zahájení podnikání.
	Nizozemí						0,0124%	0,0321%	55,70%	2,1144%	

Tabulka 4 Výsledky shlukové analýzy (Zdroj: vlastní zpracování v Excelu)