

VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

VYBRANÉ ASPEKTY FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ  
RIZIKOVÝM KAPITÁLEM V PODMÍNKÁCH ČESKÉ  
REPUBLICKY

THEORETICAL AND PRACTICAL APPROACHES TO  
PRIVATE EQUITY UNDER CONDITIONS OF THE  
CZECH REPUBLIC

DISERTAČNÍ PRÁCE  
DISSERTATION THESIS

AUTOR PRÁCE  
AUTHOR

ING. JAROSLAVA RAJCHLOVÁ, BA

VEDOUCÍ PRÁCE  
SUPERVISOR

DOC. ING. MAREK ZINECKER, Ph.D.

## **Abstrakt**

Autorka disertační práce se věnuje v následujícím textu problematice financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky. Byly zkoumány a následně zhodnoceny jednotlivé aspekty financování rizikovým kapitálem v kontextu jak investorů rizikového kapitálu, tak podniků, které byly tímto způsobem financovány a formulovány návrhy změn, které mohou vést k rozvoji financování rizikovým kapitálem v České republice.

Autorka při zpracování disertační práce vycházela nejen z teoretických poznatků získaných studiem odborné zahraniční literatury, ale i z provedených výzkumných úkolů.

Hlavním cílem disertační práce bylo zhodnotit vybrané aspekty financování rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky a formulovat návrhy vedoucí k možnému rozvoji financování podniků tímto alternativním zdrojem. K naplnění hlavního cíle bylo nutno stanovit tři dílčí cíle disertační práce:

První dílčí cíl disertační práce spočíval v identifikaci investičních kritérií ze strany podniků, jež jsou investory uplatňovány při posuzování podnikatelských záměrů.

Druhý dílčí cíl disertační práce spočíval v identifikaci bariér financování podniků rizikovým kapitálem v České republice a formulace návrhů vedoucí k jejich odstranění.

Třetí dílčí cíl disertační práce spočíval ve zmapování nefinanční přidané hodnoty z pohledu investorů směrem k podnikům a zmapování forem podpory, jež sledované podniky využívají.

Primární výzkum byl realizován prostřednictvím dotazníkového šetření, telefonického dotazování a řízených rozhovorů. Kvalitativní data získaná primárním výzkumem byla vyhodnocena s využitím aplikace Microsoft Office Excel. Na základě výsledků získaných zpracováním kvalitativních dat bylo možno formulovat závěry jednotlivých sledovaných aspektů financování podniků rizikovým kapitálem a formulovat návrhy změn, které mohou vést k rozvoji financování podniků rizikovým kapitálem v tuzemsku.

Disertační práce tak přináší ucelený pohled na problematiku financování rizikovým kapitálem, včetně vymezení specifík financování tímto alternativním způsobem v regionu České republiky.

## **Klíčová slova**

Podnik, financování podniku, rizikový kapitál, investiční kritéria, nefinanční přidaná hodnota, bariéry financování rizikovým kapitálem,

## **Abstract**

Author of this dissertation focuses on venture capital financing in the Czech Republic. Individual aspects of venture capital financing from the perspective of investors and also businesses are researched and evaluated in this work and formulated proposals for changes that may lead to the development of venture capital financing in the Czech Republic. This research is based on findings published in foreign scientific journals and own research.

This dissertation has several scientific objectives. It is necessary to identify the evaluation criteria used by the investors to evaluate the proposed business plans. It is also important to research the nonfinancial added value and to determine the forms of support businesses receive from the investors. The final objective is to identify the limitations of venture capital financing in the Czech Republic. A list of recommendations that should improve the conditions of venture capital financing is formulated based on these identified limitations.

Primary research was conducted with the help of questionnaires and interviews. Resulting qualitative data was evaluated with the help of Microsoft Excel. Thorough analysis of the qualitative data allowed the formulation of conclusions which can be found in the final part of this work.

This dissertation provides a complex view of venture capital financing in the Czech Republic, its specifics, conditions and limitations.

## **Keywords**

Business, financing, venture capital, investment evaluation, nonfinancial added value, limitations

## **Bibliografická citace**

RAJCHLOVÁ, J. *Vybrané aspekty financování podniků rizikovým 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.

## **Prohlášení autora**

Prohlašuji, že předkládanou disertační práci na téma „ Vybrané aspekty financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky“ jsem vypracovala samostatně pod vedením svého školitele a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

V Brně, dne 25. 04. 2011

.....  
Ing. Jaroslava Rajchlová, BA

## **Poděkování**

V souvislosti s předkládáním disertační práce děkuji především svému školiteli, doc. Ing. Marku Zineckerovi, Ph.D., za trpělivost, ochotu a vůli mi pomáhat v rámci průběhu celého doktorského studia a při zpracování disertační práce.

Děkuji řediteli ústavu financí Fakulty podnikatelské, ing. Pavlu Svirákovi, Dr. za vytvoření dobrých podmínek pro realizaci doktorského studia.

Naposlední dík patří samozřejmě mým rodičům, kteří svou širokou pomocí podporovali mé studium.



Úvod.....	1
1 Struktura práce .....	1
1.1 Relevantnost tématu .....	4
2 Cíl disertační práce, materiál a metodika výzkumu .....	5
2.1 Hlavní cíl a dílčí cíle disertační práce .....	5
2.2 Metodika výzkumných úkolů – obecný koncept.....	6
2.2.3 Metody a materiál výzkumů disertační práce .....	8
3 Teoretická východiska.....	12
3.1 Pojmové a obsahové vymezení.....	12
3.1.1 Financování podniků .....	12
3.1.2 Pojem private equity a venture kapitál – rizikový kapitál.....	14
3.1.3 Princip financování rizikovým kapitálem .....	18
3.1.4 Proces financování rizikovým kapitálem .....	20
3.1.5 Nefinanční přidaná hodnota .....	28
3.2 Současný stav poznání v oblasti financování rozvoje podniků prostřednictvím rizikového kapitálu .....	32
3.2.1 Dopady financování rizikovým kapitálem na vývoj podniků .....	33
3.2.2 Vliv transferu manažerského know-how ze strany investorů rizikového kapitálu na rozvoj podniku.....	39
3.2.3 Benchmarking study financování rizikovým kapitálem v České republice – identifikace dopadů a bariér .....	43
3.3 Zdůvodnění výběru aspektů financování rizikovým kapitálem .....	52
4 Výzkum I.: Identifikace kritérií hodnocení podnikatelských projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v České republice.....	54
4.1 Cíl výzkumu I. ....	54
4.2 Materiál a metodika výzkumu I.....	55
4.3 Výsledky výzkumu I.....	57
4.4 Diskuze výsledků výzkumu I. ....	64
4.5 Závěrečné shrnutí výzkumu I. ....	68
5 Výzkum II.: Výzkum možných změn legislativních a institucionálních podmínek pro financování rizikovým kapitálem v České republice - komparativní studie.....	70
5.1 Cíl výzkumu II.....	70
5.2 Materiál a metodika výzkumu II. ....	71
5.3 Výsledky výzkumu II. ....	72
5.4 Diskuze výsledků výzkumu II. ....	90
5.5 Závěrečné shrnutí výzkumu II.....	91
6 Výzkum III. : Nefinanční přidaná hodnota poskytované investory rizikového kapitálu tuzemským podnikům .....	92

6.1	Výzkum IIIa.: Oblasti a formy manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu v tuzemských podmínkách .....	92
6.1.1	Cíl výzkumu IIIa. ....	94
6.1.2	Materiál a metodika výzkumu IIIa. ....	94
6.1.3	Výsledky výzkumu IIIa. ....	96
6.1.4	Diskuze výsledků výzkumu IIIa. ....	101
6.1.5	Závěrečné shrnutí výzkumu IIIa. ....	104
6.2	Výzkum IIIb.: Ovlivnění transferu manažerského know-how ze strany investorů rizikového kapitálu vývojovou fází podniku.....	105
5.2.1	Cíl výzkumu IIIb. ....	106
5.2.2	Materiál a metody výzkumu IIIb. ....	106
5.2.3	Výsledky výzkumu IIIb. ....	107
5.2.4	Diskuze výsledků výzkumu IIIb. ....	118
5.2.5	Závěrečné shrnutí výzkumu IIIb. ....	120
6.3	Výzkum IIIc.: Transfer manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu v podmínkách tuzemských podniků .....	120
5.3.1	Cíl výzkumu IIIc. ....	121
5.3.2	Materiál a metody výzkumu IIIc. ....	122
5.3.3	Výsledky výzkumu IIIc. ....	123
5.3.4	Diskuze výsledků výzkumu IIIc. ....	129
5.3.5	Závěrečné shrnutí výzkumu IIIc. ....	131
7	Zhodnocení vybraných aspektů financování podniků rizikovým kapitálem a formulace návrhů.....	133
8	Přínos pro vědu a praxi, návrhy další výzkumné činnosti.....	136
8.1	Přínos disertační práce v oblasti teorie.....	136
8.2	Přínos disertační práce pro praxi.....	136
8.3	Návrh další výzkumné činnosti.....	137
	Závěrečné shrnutí disertační práce .....	138
	Seznam použitých zdrojů .....	144
	Seznam použitých zkratk.....	156
	Seznam tabulek .....	157
	Seznam grafů.....	157
	Seznam obrázků .....	157
	Seznam příloh.....	158

## Úvod

Globálním cílem disertační práce je především rozšířit úroveň poznání z oboru ekonomika a management. Globální cíl lze naplnit prostřednictvím formulace nových poznatků ze zvolené oblasti, a to v případě předkládané disertační práce, financování podniků rizikovým kapitálem.

Problematika financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem je ústředním tématem předkládaného textu. Analýza výsledků zahraniční studií nedává jednoznačný náhled na jednotlivé aspekty financování rizikovým kapitálem. Proto bylo přistoupeno k realizaci výzkumných záměrů, jejichž cílem bylo formulovat nové poznatky o vybraných aspektech financování rizikovým kapitálem v České republice.

Předkládaná práce je souhrnem získaných poznatků na základě studia relevantní literatury a především souhrnem publikačních výstupů vlastních výzkumných úkolů za období let 2009 až 2012. Mnohé z nich byly již publikovány v odborných recenzovaných periodících.

## 1 Struktura práce

Práce je strukturována do devíti hlavních kapitol.

Po úvodní, první kapitole, která vysvětluje především relevantnost tématu po úvodním slovu a představené struktury práce a harmonogram výstavby disertační práce, následuje kapitola druhá, ve které jsou formulovány cíle disertační práce (kap. 2.1) a metodika výzkumné práce v obecném konceptu. Obecný koncept znamená, na základě rešerší relevantní literatury stanovené, možnosti k přístupu realizace výzkumných úkolů. Kapitola 2.2 přibližuje souhrnným, stručným způsobem metody a materiál použité pro naplnění hlavního cíle disertační práce prostřednictvím cílů dílčích.

Kapitola třetí je věnována vymezení důležitých pojmů souvisejících s oblastí výzkumu a definování vnímání jednotlivých pojmů autorkou (kapitola 3.1), a to na základě rešerší zahraničních odborných studií. V kapitole 3.2 jsou přehledným způsobem shrnuty vybrané dosavadní poznatky o financování podniků rizikovým kapitálem. Byly vybrány takové studie, aby tvořily dostatečnou znalostní základnu pro realizované výzkumy. Kapitola 3.2.3 přináší pohled, prostřednictvím benchmarkingové studie, na vývoj financování podniků rizikovým kapitálem v České republice, včetně formulace možných bariér financování podniků tímto způsobem

v tuzemsku. Zdůvodnění výběrů aspektů sledovaných v rámci výzkumných úkolů, jež jsou součástí této práce, je uvedeno v kapitole 3.3.

Realizované výzkumy jsou popsány v samostatných kapitolách uceleným způsobem. Kapitola čtvrtá pojednává o výzkumu kritérií hodnocení předkládaných podnikatelských plánů ze strany podniků investory.

Obsahem páté kapitoly je formulace návrhu možných změn legislativních a institucionálních podmínek pro financování podniků rizikovým kapitálem v tuzemsku, a to na základě komparace legislativních a institucionálních podmínek zemí Velké Británie, Irsko, Nizozemí a Polska.

V rámci výzkumu nefinanční přidané hodnoty investorů při procesu financování rizikovým kapitálem byly zkoumány oblasti a formy manažerské podpory ze strany investorů (kap. 6.1), zda je tento transfer ovlivněn vývojovou fází podniku (kap. 6.2) a jakou formu podpory využívaly sledované podniky (kap. 6.3).

Sedmá kapitola shrnuje výsledky dílčích výzkumů tak, aby bylo možno souhrnně zhodnotit aspekty financování rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky a souhrnně formulovat návrhy vedoucí k rozvoji financování rizikovým kapitálem v tuzemsku.

Kapitola osmá je zaměřena na vyjádření přínosů poznatků plynoucích z disertační práce pro využití v teorii a praxi. Součástí této kapitoly je i návrh další výzkumné činnosti autorky.

Poslední kapitola obsahuje text závěrečného shrnutí disertační práce.

## Harmonogram výstavby disertační práce

V tabulce 1 jsou rámcově zmapovány výzkumné činnosti autorky a činnosti vedoucí k zpracování disertační práce.

**Tabulka 1: Harmonogram kroků zpracování disertační práce**

září 2009	předběžné téma disertační práce : Teorie a praxe financování rizikovým kapitálem v České republice
září – prosinec 2009	rešerše relevantní odborné literatury
prosinec 2009 - leden 2010	mapování <b>Procesu financování rizikovým kapitálem</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- shromažďování informací k procesu financování rizikovým kapitálem</li> <li>- Zpracování informací logickými párovými metodami procesu financování rizikovým kapitálem s důrazem na Due Diligence</li> <li>- Formulování závěrů výsledků</li> <li>- Předání publikaci k recenznímu řízení odborné konference</li> </ul>
leden – únor 2010	Mapování procesu <b>Due diligence</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- shromažďování informací a dat k procesu Due Diligence</li> <li>- Zpracování dat logickými párovými metodami</li> <li>- Formulování závěrů analýzy due diligence</li> <li>- Předání publikaci k recenznímu řízení odborného periodika</li> </ul>
únor - duben 2010	<b>Benchmarking study financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sběr dat pro zpracování benchmarking study</li> <li>- Zpracování dat logickými párovými metodami a statistickými metodami</li> <li>- Formulování závěrů analýzy zpracovaných výsledků</li> <li>- Předání publikaci k recenznímu řízení odborného periodika</li> </ul>
březen – srpen 2010	<b>VÝZKUM I.: Výzkum investičních kritérií investorů rizikového kapitálu</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- shromažďování informací a dat k výzkumu investičních kritérií investorů rizikového kapitálu</li> <li>- Rozeslání dotazníků respondentům</li> <li>- Zpracování dat statistickými a logickými párovými metodami</li> <li>- Formulování závěrů na základě zpracování výsledků</li> <li>- Předání publikaci k recenznímu řízení odborného periodika</li> </ul>
květen 2010	stanovení tématu disertační práce <b>Zhodnocení vybraných aspektů financování rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky, stanovení hlavního cíle disertační práce</b>
květen – listopad 2010	Stanovení <b>dílčích cílů disertační práce vedoucích k naplnění hlavního cíle disertační práce:</b>
prosinec 2010 - srpen 2011	<b>VÝZKUM II.: Výzkum možných změn legislativních a institucionálních podmínek financování podniků rizikovým kapitálem v ČR</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sběr dat pro zpracování komparativní studie</li> <li>- Zpracování dat logickými párovými metodami a statistickými metodami</li> <li>- Formulování závěrů analýzy zpracovaných výsledků</li> <li>- Předání publikaci k recenznímu řízení odborného periodika</li> </ul>
duben 2011- únor 2012	<b>VÝZKUM III.: Nefinanční přidaná hodnota financování rizikovým kapitálem</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- shromažďování informací a dat k výzkumu investičních kritérií investorů rizikového kapitálu</li> <li>- Rozeslání dotazníků respondentům</li> <li>- Zpracování dat statistickými a logickými párovými metodami</li> <li>- Formulování závěrů na základě zpracování výsledků</li> </ul>
leden – duben 2012	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vytváření rámce disertační práce</li> <li>- Formulace přínosů disertační práce</li> <li>- Dokončení a předložení disertační práce</li> </ul>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 1.1 Relevantnost tématu

Malé a střední podniky tvoří v České republice více jak 90% <sup>1</sup> všech podniků. Jsou hybateli hospodářského růstu, inovací, tvorby pracovních míst a sociální integrace (Novotný, 2007). K překážkám rozvoje malého a středního podnikání patří nedostatek kapitálu na financování podnikatelského záměru (Koráb, 2008). Pro začínající malé a střední podniky je vlastní kapitál často nedostačující a získání cizích zdrojů je obvykle v počátečních fázích obtížné. Je nutno se zaměřit na podporu úspěšných podnikatelských aktivit a na zlepšení podnikatelského prostředí pro MSP, tak, aby tyto podniky mohly v dnešní globální ekonomice plně realizovat svůj potenciál. Podpora úspěšných podnikatelských aktivit vyžaduje především podporu v oblasti financování těchto aktivit. Jednou z možností financování rozvoje podniků je forma private equity a venture kapitálu (také rizikový kapitál – vymezení pojmu viz kap. 3.1.2).

Na základě rešerší tuzemských výzkumných záměrů byla identifikována absence výzkumných úkolů a odborných publikací od roku 1998 na téma financování rozvoje podniků formou rizikového kapitálu. Relevantnost tématu je spatřována ve vyplnění mezery ve výzkumných záměrech na téma financování podniků rizikovým kapitálem. Aktuálnost je spatřována v samotném tématu, jelikož právě vymezení alternativních způsobů financování je jedno z ústředních témat důležitých pro podnikatelské subjekty.

---

<sup>1</sup> Údaj MPO, ze dne 23. 03. 2011

## 2 Cíl disertační práce, materiál a metodika výzkumu

V rámci druhé kapitoly je popsán hlavní cíl disertační práce a dílčí cíle disertační práce vedoucí k jeho naplnění. Obecný koncept metodiky výzkumných záměrů je znalostní základnou nutnou pro výběr správné metody výzkumu. V kapitole 2.2.3 je souhrnně popsána užitá metodika a užitý materiál nutný pro naplnění hlavního cíle disertační práce prostřednictvím jednotlivých dílčích cílů.

### 2.1 Hlavní cíl a dílčí cíle disertační práce

**Hlavním cílem této disertační práce** je zhodnocení vybraných aspektů financování rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky a formulace návrhů vedoucí k možnému rozvoji financování tímto alternativním zdrojem. Jako aspekty vhodné pro realizaci výzkumu byly zvoleny kritéria hodnocení podnikatelských projektů ze strany investorů rizikového kapitálu, bariéry financování rizikovým kapitálem v České republice a nefinanční přidaná hodnota financování rizikovým kapitálem ze strany investorů podnikům. Výběr aspektů je podrobně zdůvodněn v kapitole 3.3.

Pro naplnění hlavního cíle disertační práce bylo nutno vytyčit tři dílčí cíle disertační práce v následujících oblastech:

**Prvním dílčím cílem** disertační práce bylo identifikovat kritéria hodnocení investičních projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v ČR a zároveň posoudit míru významnosti těchto kritérií v závislosti na vývojové fázi podnikatelského subjektu. Výzkum si rovněž klade otázku, které důvody investory vedou k zamítnutí financování podnikatelského projektu. První dílčí cíl disertační práce je naplněn prostřednictvím analýzy výsledků **výzkumu I**. Metodika výzkumu I, výsledky výzkumu I, diskuze výsledků výzkumu I a závěrečné shrnutí jsou popsány v kapitole 4.

**Druhý dílčí cíl** disertační práce spočíval v navržení možných změn legislativních a institucionálních podmínek, které mohou vést ke zlepšení situace na trhu rizikovým kapitálem v České republice a tím odstranění identifikovaných bariér rozvoje financování podniků rizikovým kapitálem, a to na základě komparativní studie. Druhý dílčí cíl je naplněn prostřednictvím realizace **výzkumu II**. Metodika výzkumu II, výsledky výzkumu II, diskuze výsledků výzkumu II a závěrečné shrnutí jsou popsány v kapitole 5.

**Třetím dílčím cílem** disertační práce bylo zjistit, zda je ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu poskytována nefinanční přidaná hodnota podnikům financovaným rizikovým kapitálem a o jaké konkrétní formy podpory se jedná. Třetí dílčí cíl byl zaměřen na výzkum mezi investory rizikového kapitálu a výzkum mezi představiteli podniků, jejichž rozvoj byl financován rizikovým kapitálem.

- Formy podpory ze strany tuzemských investorů byly zkoumány v následujících rovinách: Sledování v první rovině je zaměřeno na hledání oblasti forem manažerské podpory, které jsou investory poskytovány nejčastěji. Cíl výzkumu v druhé rovině je spatřován ve zjištění, které konkrétní formy vykazují investoři v podmínkách českých podniků nejčastěji. V třetí rovině bylo zjišťováno, zda poskytovaná nefinanční přidaná hodnota ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu je ovlivněna vývojovou fází podniku.
- Ze strany podniků bylo zjišťováno, jakou formu podpory managementu podniky skutečně využívají rámci financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem v tuzemsku. Výzkum byl realizován ve dvou rovinách: V první rovině byl výzkum zaměřen na hledání oblasti forem manažerské podpory, které jsou podniky využívány nejčastěji. V druhé rovině výzkumu byla pozornost zaměřena na identifikaci konkrétních forem podpory, které byly ze strany podniků využívány nejčastěji.

Třetí dílčí cíl disertační práce byl naplněn prostřednictvím realizace **výzkumu III**.

Metodika výzkumu III, výsledky výzkumu III, diskuze výsledků výzkumu III a závěrečné shrnutí jsou popsány v kapitole 6.

## **2.2 Metodika výzkumných úkolů – obecný koncept**

V průběhu celého výzkumného procesu nutného pro naplnění hlavního cíle této disertační práce byly použity logické metody, tzv. párové logické metody, mezi něž jsou řazeny metody analýzy - syntézy; indukce – dedukce, abstrakce – konkretizace.

Jak uvádí Janíček, Ondráček (1998) analýza je rozklad objektu na nižší prvky a vazby mezi nimi. Je jednou ze základních metod poznávání objektů nebo jevů. Syntézou se naopak rozumí vytváření strukturovaného objektu z prvků a vazeb mezi nimi. Analýza a syntéza se navzájem prolínají a doplňují.



Indukce je vyvozování obecného závěru podle specifík konkrétního objektu, dedukce je pak naopak vyvozování konkrétních individuálních poznatků z obecných premis. U deduktivních úsudků, které jsou správné, je pravdivost závěru dána pravdivostí premis.

Abstrakce je myšlenkový proces, při kterém dochází k vydělování podstatných charakteristik objektu. Tímto způsobem se ve vědomí vytváří objekt obsahující jen společné charakteristiky či znaky skupiny objektů. Naproti tomu konkretizace je vyhledávání konkrétního prvku z určité třídy objektů.

S ohledem na vytčený hlavní cíl disertační práce byly aplikovány metody primárního výzkumu. Bylo možno užít metody kvantitativního a kvalitativního výzkumu.

Cílem kvalitativního výzkumu dle Dismana (2002) je vytváření nových hypotéz, nového porozumění, nové teorie. Standardizace (normalizace) v kvalitativním výzkumu je slabá a proto má kvalitativní výzkum poměrně nízkou reliabilitu<sup>2</sup>. Slabá standardizace výzkumu, volná forma otázek a odpovědí nevynucuje taková omezení jako kvantitativní výzkum. Proto potenciálně může mít vysokou validitu.<sup>3</sup>

Logika kvalitativního výzkumu je induktivní. Na začátku výzkumného procesu je pozorování, sběr dat. Pak výzkumník pátrá po pravidelnostech existujících v těchto datech, pátrá po významu těchto dat, formuluje předběžné závěry a výstupem mohou být nově formulované hypotézy.

Naproti tomu cílem kvantitativního výzkumu je, dle Dismana (2002), testování hypotéz. Kvantitativní výzkum vyžaduje silnou standardizaci (*ceteris paribus*), která zajišťuje vysokou reliabilitu. Silná standardizace vede nutně k silné redukci informace. Respondent místo toho, aby plně popsal svoje mínění (zkušenosti) je omezen na volbu jedné kategorie z nabídnutého, často velice malého, souboru kategorií. To nutně vede k nízké validitě.

Logika kvantitativního výzkumu je deduktivní. Na začátku je problém existující buď v teorii, nebo v realitě. Tento problém je „přeložen“ do pracovních hypotéz. Ty jsou pak základem pro výběr proměnných. Výstupem je potom soubor přijatých nebo zamítnutých hypotéz.

---

<sup>2</sup> Reliabilita, dle Dismana (2002) určité metody v případě kvantitativního výzkumu je obvykle posuzována podle toho, jestli její opakované použití v různých situacích, za vyloučení zásadních měn či vývoje ve sledované charakteristice vede ke stejným výsledkům. V případě kvalitativního výzkumu je výsledek považován za spolehlivý, pokud při studiu určitého problému dospějí různí výzkumníci k podobným závěrům.

<sup>3</sup> Validita, dle Dismana (2002) má v případě kvantitativního výzkumu otázku, zda skutečně měříme to, co předpokládáme, že by se mělo měřit. V případě kvalitativního výzkumu jde spíše o to, aby výzkumník porozuměl určité výpovědi o zkoumaném systému v plně šíři jejích zjevných i skrytých významů.

Pavlica (2000) identifikuje rozdíly mezi oběma přístupy takto (viz tabulka 2):

**Tabulka 2: Rozdíl mezi kvalitativním a kvantitativním výzkumem**

Dimenze rozdílu	Kvantitativní výzkum	Kvalitativní výzkum
Role kvalitativního výzkumu	Přípravná	Prostředek analýzy interpretací reality
Vztah mezi výzkumníkem a subjektem	Neosobní	Osobní
Pozice výzkumníka ve vztahu k subjektu	Odstup	Blížkost
Vztah mezi teorií a výzkumem	Potvrzení teorie	Vyvinutí teorie z dat
Povaha výzkumných dat	Tvrdá a plošná	Měkká a hluboká

Zdroj: upraveno dle Pavlica (2000),

V současnosti se objevuje využití kombinance obou typů výzkumů v rámci jednoho výzkumného úkolu.

Veisová (2009) popisuje způsob implementace kombinovaného výzkumného uspořádání, tzv. model konverze/transformace dat. Tento způsob je ojedinělý pro kombinované výzkumné uspořádání a může mít tři podoby:

- Konverze/Transformace dat: sesbíraná kvantitativní data jsou konvertována do narativní podoby, aby mohla být analyzována kvalitativně a/nebo kvalitativní data jsou převedena do číselných kódů, které jsou statisticky analyzovány.
- Převedení dat na kvantitativní (quantitizing): sesbíraná kvalitativní data jsou převedena do číselných kódů, které jsou statisticky analyzovány,
- Převedení dat na kvalitativní (qualitizing): sesbíraná kvantitativní data jsou konvertována do narativní podoby, aby mohla být analyzována kvalitativně.

Přednosti toho smíšeného výzkumu lze spatřovat především v zesílení významu sebraných dat, kdy např. čísla slouží k zesílení slov a tak existuje možnost širší a komplexněji odpovídat na výzkumné cíle, resp specifické otázky výzkumných cílů. Použití smíšeného výzkumu může vést ke zvýšení obecnosti výsledků.

### **2.2.3 Metody a materiál výzkumů disertační práce**

Pro naplnění hlavního cíle disertační práce byly vytyčeny dílčí cíle disertační práce. Z důvodu nutnosti zastřešení realizovaných dílčích cílů disertační práce prostřednictvím jednotlivých výzkumů je nutno souhrnně popsat metody výzkumných úkolů a označit materiál výzkumů. Metody jednotlivých výzkumů jsou v rámci této kapitoly popsány shrnujícím způsobem, jelikož podrobný popis je uveden, z důvodu zachování přehlednosti a zachování kompaktního

pohledu na jednotlivé výzkumy, v rámci kapitol 4, 5, 6, které jsou věnovány popisu a výsledkům jednotlivých výzkumů. Pro zjištění podrobností jednotlivých metodik a materiálu výzkumů je vždy níže uveden odkaz na danou kapitolu, jejímž obsahem je právě materiál a metodika daného výzkumu.

*Pro naplnění hlavního cíle disertační práce byly použity metody vědecké práce, a to metody kvalitativního výzkumu a smíšeného výzkumu. Smíšený výzkum je užit v podobě konverze dat, kdy kvalitativní data jsou zpracována kvantitativním způsobem. Data byla sbírána prostřednictvím především standardizovaných dotazníků a telefonického rozhovorů mezi investory rizikového kapitálu působící v regionu České republiky a podniků, jejímž zdrojem financování byl i rizikový kapitál. Ke zpracování dat byly použity standardní metody vědecké práce, především logické párové metody, tj. metody analýzy, syntézy, indukce, deskripce a komparace, dále byly použity pro zpracování dat matematické a statistické metody. Pro podporu vypovídací schopnosti jednotlivých dosažených výsledků byly použity grafy a tabulky.*

Pro **výzkum I.** (blíže viz kap. 4.2) bylo užito metod kvalitativního výzkumu. Za metodu sběru dat bylo zvoleno písemné dotazování, prostřednictvím standardizovaného dotazníku, z důvodu minimalizovat nároky na časový fond respondentů. Dotazník (viz Příloha 1) obsahoval 37 hodnotících kritérií rozdělených do šesti bloků. Úkolem respondenta bylo vyjádřit míru významnosti uvedených kritérií kvalitativním hodnocením, a to na čtyřstupňové ordinární škále. Bylo osloveno všech 13 řádných členů CVCA, kteří reprezentují hlavní zdroj institucionalizovaného, ziskově orientovaného rizikového kapitálu v ČR a tvoří tak základní soubor respondentů. Dotazník byl společně s průvodním dopisem zaslán elektronickou cestou s žádostí o participaci na výzkumu. Nebyla-li zaznamenána reakce na dotazník ze strany respondenta, byl tento telefonicky kontaktován. Výzkumný vzorek tvoří 13 respondentů, kvóta návratnosti je na úrovni 62 %. Data byla zpracována pomocí statistických metod.

Východiskem pro realizaci **výzkumu II.** (blíže viz kap. 5.2) byla provedena dokumentární analýza sekundárních dat, tj. analýza právních a daňových předpisů České republiky, Irsko, Velké Británie a Nizozemí, stejně tak jako analýza veřejné podpory financování rizikovým kapitálem ve jmenovaných zemích. Nezbytné bylo čerpat také informace ze studií publikovaných EVCA, stejně jako z interních materiálů CVCA. Pro dosažení druhého dílčího cíle bylo nutno postupovat metodami vědecké práce, a to analýzy, syntézy, indukce, deskripce a komparace. Výše uvedené země byly zvoleny na základě komparace dosažených nejvyšších zná-

mek v oblasti dlouhodobě vhodných podmínek pro financování podniků rizikovým kapitálem a průměrného podílu investic rizikového kapitálu k hrubému národnímu produktu dané země. S ohledem na vytyčený třetí dílčí cíl byl **výzkum III.** (viz blíže kap. 6.1.2, 6.2.2 a 6.3.2) prováděn pomocí metod smíšeného výzkumu a kvalitativního výzkumu, a to písemného dotazování, řízených rozhovorů, telefonického dotazování. Metoda smíšeného výzkumu je užitá v podobě konverze dat, kdy kvalitativní data jsou zpracována kvantitativním způsobem.

- V první rovině zjišťující oblasti a formy manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu v tuzemsku bylo použito metody smíšeného výzkumu, konkrétně písemného dotazování (viz blíže kap. 6.1.2). Sběr dat byl uskutečněn prostřednictvím standardizovaného dotazníku (viz příloha 2). Osloveni byli investoři rizikového kapitálu vyhovující omezující podmínce, a to nutností sídla společnosti investora v regionu České republiky. Stanovení omezující podmínky bylo z důvodu zmapování specifik tuzemského trhu rizikovým kapitálem. Z celkových 19 manažerských společností bylo vyloučeno pro omezující podmínku 7 manažerských společností. Základní soubor tvoří 19 respondentů, výběrový soubor tvoří 12 respondentů, kvóta návratnosti byla na úrovni 83,4 %. Respondentům bylo odesláno emailové sdělení s průvodním dopisem a odkazem na dotazník umístěný na stránkách Fakulty podnikatelské. Dotazník obsahoval, po úvodních identifikacích respondenta, 31 řádků, ve kterých byly vepsány charakteristiky forem manažerské podpory podnikům. Označením políčka vedle řádku bylo vyjádřením souhlasu a ten byl zaznamenán, po exportu do souboru Excel, číslicí 1. Získaná kvalitativní data byla zpracována prostřednictvím statistické funkce četnost funkce, a to v absolutním a relativním vyjádření v dané oblasti podpory. Pro stanovení formy manažerské podpory, která je poskytována nejčastěji ze strany investorů, byla kvalitativní data zpracována prostřednictvím statistické funkce COUNTIFS, jako absolutní četnost a následně vyjádřena relativně.
- V druhé rovině zjišťující ovlivnění poskytování manažerské podpory podniků ze strany investorů byla použita metoda smíšeného výzkumu materiál (viz blíže kap. 6.2.2), bylo vycházeno z dat zjištěných prostřednictvím dotazníkového šetření první roviny, pozornost byla zaměřena na vztah označení vývojové fáze podniku a poskytování oblastí a forem manažerské podpory ze strany investorů. Byla zde možnost odpovědi „bez specifikace strategie“, která znamenala, že daná forma podpory je poskytována napříč vývojovými fázemi podniku. Označením pole vedle charakteristiky formy manažerské podpory a zároveň pod určením dané vývojové fáze byl investorem projeven

souhlas s poskytováním formy podpory v dané fázi vývoje podniku. Kvalitativní data byla zpracována prostřednictvím statistické funkce COUNTIF. Dále byla data sledována prostřednictvím veličiny aritmetický průměr a směrodatná odchylka.

- V třetí rovině zjišťování transferu manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu směrem k financovaným podnikům a jaké jsou jeho formy, byla zvolena metoda smíšeného výzkumu a kvalitativního výzkumu, konkrétně písemné dotazování formou dotazníkového šetření a telefonické dotazování (viz blíže kap. 6.3.2). Základní soubor tvoří 77 podniků, které byly financovány rizikovým kapitálem, od roku 2000. Omezující podmínkou pro stanovení výběrového souboru byla nutnost tuzemského sídla společnosti, jež poskytla rizikový kapitál, z důvodu zmapování specifik tuzemského trhu rizikovým kapitálem. Výběrový soubor tvoří 47 podniků, kvóta návratnosti byla na úrovni 43 %. Odkaz na dotazník byl rozeslán elektronicky společně s průvodním dopisem představitelům podniků výběrového souboru. Dotazník obsahoval (viz příloha 3), kromě identifikace respondenta, označení fáze vývoje podniku a období vstupu investora, soubor 31 forem odborné pomoci ze strany investora rizikového kapitálu. Respondenti potvrdili souhlas s využíváním daných forem podpory označením pole vedle charakteristiky, tato akce byla zaznamenána exportem záznamového dokumentu číslicí 1. V prostoru „pro Vaše sdělení“ měli respondenti možnost vyjádřit formu podpory, jejíž byli příjemci, avšak tato není uvedena v seznamu. Data smíšeného výzkumu byla zpracována pomocí popisné statistiky v programu Excel.

### **3 Teoretická východiska**

Východiskem pro zpracování teoretického rámce této disertační práce byla především zahraniční odborná literatura a odborné studie z oblasti financování podniků rizikovým kapitálem. Kapitola Teoretická východiska tvoří teoretickou znalostní bázi pro výzkumnou činnost autorky.

#### **3.1 Pojmové a obsahové vymezení**

Pro porozumění konceptu financování podniků formou rizikového kapitálu (private equity a venture kapitálem) je nutné obsahové vymezení pojmů a jejich ukotvení pro užití v dalším textu.

##### **3.1.1 Financování podniků**

Financování podniků, dle např. Valacha (2001), Synka (2002) je realizováno prostřednictvím interních a externích - Zinecker (2008), neboli vlastních a cizích zdrojů (Valach 2001, Synek 2002, Wöhe 1995). Vlastními zdroji se rozumí dle Synka (2002) aj. základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku, nerozdělený výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období. Zinecker (2008) interní financování uvažuje v rovinách: otevřené samofinancování – financování z nerozděleného výsledku hospodaření, skryté samofinancování - financování prostřednictvím rezerv a prostřednictvím odpisů a financování přeměnami majetku - financování uvolněním kapitálu.

Synek (2002) jako cizí kapitál vymezuje především jako krátkodobý cizí a dlouhodobý cizí kapitál.

Krátkodobý cizí kapitál, dle Synka (2002) a Valacha (2001) zahrnuje především závazky podniku, splatné do jednoho roku, např. krátkodobé bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, zálohy přijaté od odběratelů, částky dosud nevyplacených mezd, atd.

Dlouhodobý cizí kapitál dle (např. Valach 2001, Synek 2002, Wöhe 1995) je určen především dlouhodobými bankovními úvěry, podnikovými dluhopisy, leasingovými dluhy a jinými dlouhodobými závazky.

Wöhe (1995) a Zinecker (2008) doplňuje o formy dluhového financování o průmyslové obligace, konvertibilní dlužní úpisy, opční úpisy, ziskové úpisy, požitkové a participační listy, faktoring, forfaiting, atd.

Zinecker (2008) externí formu financování spatřuje v rovinách:

- financování vlastním kapitálem – splacení základního kapitálu ze strany vlastníků, splacení navýšeného základního kapitálu ze strany nových vlastníků, financování dary a dotacemi
- financování cizím kapitálem – financování půjčkou poskytnutou vlastníky, financování dluhem poskytnutým věřiteli,
- financování hybridním kapitálem – financování kombinující práva vlastníka a věřitele.

Právě financování rozvoje podniků vlastním kapitálem, konkrétně splacení navýšeného základního kapitálu ze strany nových vlastníků, tedy specifickou formou financování, lze identifikovat ve financování rozvoje podniků alternativním zdrojem, a to formou private equity a venture capital. Zinecker (2008), Režňáková/Nývtová (2007), Valach (2001) vnímají rizikový kapitál jako takový kapitál, který je vkládán do základního kapitálu zpravidla veřejně neobchodovatelných podniků, určený na financování počáteční činnosti podniku a zejména pak na financování projektů inovačního a rozvojového charakteru s vysokým rizikem. Vklady kapitálu jsou realizovány ze strany soukromých investorů, tzv. Business Angels, nebo ze strany institucionálních investorů - fondy rizikového kapitálu.

Pozitiva financování rizikovým kapitálem je možno spatřovat především v získání potřebného kapitálu pro podnik na základě perspektivního projektu nebo patentu i bez záruky, kterou požadují běžní investoři či poskytovatelé úvěrů, dále v trvalé podpoře investora rizikového kapitálu, ve využívání vědomostí a kontaktů jeho manažerů. Vstup rizikového kapitálu posiluje finanční strukturu podniku, ten tak disponuje vyšší finanční stabilitou, a tím i naplňuje jeden ze základních cílů podniku (Zinecker, 2008). Riziko se rozkládá mezi podniky a fondy rizikového kapitálu, přičemž investoři rizikového kapitálu dokáží zhodnotit výši rizika v návaznosti na výnosy z předpokládaných investicí a nastavit a kontrolovat parametry svého investičního portfolia tak, aby riziko minimalizovali. Na rozdíl od bankovního úvěru není negativně ovlivňován rozvojový program nákladovými úroky.

Záporné aspekty financování rizikovým kapitálem lze identifikovat takto (Boué, 2005): vstupem investora se zásadně mění vlastnická struktura, obavy podnikatelů z úniku informací. Limitujícím faktorem je dle (Rajchlová et al, 2011a) nedostatečně vyvinutý kapitálový trh, aby se mohl realizovat výstup z podniku a omezení legislativních norem pro financování rizi-

kovým kapitálem a nedostatečné lidské zdroje pro projekty investování formou rizikového kapitálu.

Ekonomické dopady financování rizikovým kapitálem je možno pozorovat ve stimulaci podnikatelského prostředí dle Režňákové/Nývtové (2007), v podpoře ekonomického růstu, vzniku nových společností, vyšší konkurenceschopnosti podniků, dle Rolinga (2001), Haessler at al. (2009), Tykvova (2000) a jak uvádí Engel (2001) tvorbě nových pracovních míst, atd. Pozitivní dopady na rozvoj podniků dokumentují i četné zahraniční studie realizované např. AVCO<sup>4</sup>(2006), EVCA<sup>5</sup>(2001, 2002), Ernst&Young (2009), Manigart, Van Hyfte (1999), Kortum a Lerner (2000), Amess (2003), Engel (2002), Engel a Keilbach (2002), Bygrave, Lange, Kotha a Stock (2001), Belke, Fehn a Foster (2003), aj.

### 3.1.2 Pojem private equity a venture kapitál – rizikový kapitál

Jednoznačná definice pojmu private equity a venture kapitálu, či rizikového a rozvojového kapitálu neexistuje. Můžeme se setkat s různými interpretacemi, i když samozřejmě logika využití private equity a venture kapitálu je podobná.

Private equity a venture kapitál je formou externího vlastního kapitálu podniku, jenž je vkládán do podniků neemitující akcie. Výhody této formy jsou spatřovány ve snížení celkové zadluženosti, posílení finanční stability a v přínosu nefinančního charakteru v podobě know-how investora (Zinecker, 2008).

Private equity představuje pro podnik takové prostředky, kterými jsou financovány vývoj nových produktů a technologií, zvýšení pracovního kapitálu, provádění akvizic, stejně jako zlepšení finanční struktury (Weitnauer, 2001). Dále užití private equity lze možno pozorovat při tzv. leverage buy-out, např. tzv. manažerských odkupech (MBO/MBI). Venture kapitál je součástí private equity a jedná se o označení finančních prostředků v raných fázích a rozvojových fázích podniku.

Bader (1996) definuje private equity takto: „*Private equity je takový způsob financování, při kterém je vkládán do nekotovaného podniku, v dané fázi rozvoje, bez dostatečného zajištění, středně až dlouhodobý kapitál s možností podpory managementu. Je realizován zisk odpovídající riziku a nutná podmínka je v následném prodeji podílu po dohodnutém období.*“

---

<sup>4</sup> Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation

<sup>5</sup> European Private Equity and Venture Capital Association



Autoři Valach (2001), Režňáková (2007), Schefczyk (2006) se shodují na tom, že PE/VC (rizikový a rozvojový kapitál) je kapitál, který je vkládán do základního kapitálu zpravidla veřejně neobchodovatelných podniků, určený na financování počáteční činnosti podniku a zejména pak na financování projektů inovačního a rozvojového charakteru s vysokým rizikem. Nutno dodat, že např. autoři Valach (2001) a Dvořák, Procházka (1998) používají označení termínů ve formě rizikový a rozvojový kapitál.

Vklady kapitálu jsou realizovány ze strany soukromých investorů, tzv. Business Angels, nebo ze strany institucionálních investorů - fondy PE/VC. Subjekty jsou financovány subjekty v těchto vývojových fázích, (zdroj EVCA).

- Early Stage (Seed, Start-up): Předmětem financování jsou projekty výzkumu a vývoje, které mají vyústit ve zpracování podnikatelského plánu, založení podniku, zahájení výroby a uvedení produktu na trh. Rozhodujícím determinantem úspěchu jsou podnikatelská myšlenka zakladatele, zpravidla tedy jeho technické know-how, a kvalita manažerského týmu. Rizikovost takové investice je velmi vysoká.
- Later Stage Venture: Financování se dotýká již existujících podnikatelských subjektů. Podnikatelské aktivity se koncentrují především na rozšíření výroby a odbytu. Vedle snižujícího se technického vývojového rizika vedou narůstající tržní úspěchy k redukci nejistoty ve vztahu k akceptaci výrobku trhem. Podnik zpravidla vstupuje do zóny zisku a vytváří interní zdroje financování. K financování růstu slouží zdroje poskytované ze strany fondů rizikového kapitálu, pro konvenční poskytovatele cizího kapitálu je naproti tomu podnik příliš rizikový. Rizikovost investice je však nižší než v předchozí fázi.
- Buyouts (Growth, Rescue/Turnaround, Replacement capital, Buyouts): Buy-Outs jsou součástí transakcí typu Private Equity a označují určitou formu odkupu podniku. Investor zpravidla koupí majoritní podíl na základním kapitálu podniku nekotovaného na organizovaném kapitálovém trhu, který po určité době opětovně se ziskem odprodává. Podnik tak získá kapitál a know-how pro svůj další rozvoj. Growth představuje investici do relativně zralé společnosti, která kapitál použije za účelem expanze, restrukturalizace své činnosti, vstupu na nové trhy nebo financování akvizic. V případě Bridge Financing je cílem investice posílení kvóty vlastního kapitálu podniku a jeho příprava na realizaci IPO. Rescue/Turnaround kapitál je poskytován existujícím podnikům, které se dostaly do problémů s odbytem, aby obnovily svoji prosperitu. Repla-

cement kapitál je použit za účelem odkupu podílů v existujících podnicích, případně za účelem refinancování bankovních úvěrů s cílem snížit zadluženost. Buyouts umožňují stávajícímu managementu podniku a investorům odkoupit existující výrokovou řadu nebo celý podnik (Management Buy-Out) anebo tento odkup umožňují managementu mimo podnik (Management Buy-In). Buyouts zahrnují mj. rovněž transakce typu Public to Private (financování odkupu akcií v kontextu jejich stažení z veřejného obchodování) a Leveraged Buyout (odkup podniku, přičemž zdrojem financování odkupu je cizí kapitál.

Definice CVCA<sup>6</sup> je formulována následovně: „*Private equity a venture capital jsou alternativním zdrojem financování inovativních projektů a podniků s potenciálem rychlého růstu. Anglický pojem private equity (někdy také překládáno jako soukromý kapitál) znamená střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze. Investuje se do podniků, které mají potenciál pro tvorbu hodnoty a růst tržního podílu a jejichž podnikatelský plán má za cíl vyrábět a nabízet vysoce inovativní produkt, proces či technologii.*

*Budeme-li se blíže zabývat definicemi private equity a venture capital, můžeme se shodnout na následujícím vysvětlení. V obou případech jde o investici do veřejně neobchodované společnosti, za kterou investor získá podíl na základním kapitálu. Pojem private equity je názvem celé skupiny těchto investic. Private equity v sobě zahrnuje odkupy firem firemním (buy-out) nebo externím managementem (buy-in), ale i venture kapitál, což je kapitál investovaný do založení (seed), rozběhu (start-up) a dalšího rozvoje podniku.*

*Venture capital je v našem prostředí chápán jako středně až dlouhodobý kapitál investovaný formou kapitálového vstupu do společnosti. Za investici získává fond venture capital podíl na základním kapitálu podniku a společně s finančními prostředky předává firmě také odbornou pomoc (princip “chytrých peněz”).“*

Schefczyk (2006) uvažuje, zda je možno definovat rozdíl mezi private equity a venture kapitálem (viz např. Weitnauer, 2001; CVCA ), když do roku 2003 byl všeobecně užívaný termín venture capital (v německém jazyce také Risikokapital, v jazyce českém rizikový a rozvojový kapitál). Právě toto vymezení Schefczyk považuje za problematické ve smyslu jeho zařazení MBO/MBI spíše k venture kapitálu než k formě private equity v rámci Lverage Buyouts.

---

<sup>6</sup> Czech Private Equity and Venture Capital Association

Dále mezaninové financování je možno užívat i v raných fázích financování, a proto by se nejednalo o private equity, ale o formu venture kapitál. Autor se domnívá, na základě nejasností vyplývajících ze striktního rozdělení užití termínu dle typu financování, že není možno oddělovat tyto pojmy, ale spíše užívat jako synonyma, Schefczyk užívá termínu venture kapital.

Stejně jako (Boué, 2005) užívá ve své práci pojmu pouze venture capital z důvodu pochybností o striktním oddělování private equity a venture kapitálu. Pernsteiner (2003) nesouhlasí s pojetím private equity, jako zastřešující termín pro venture kapitál a odlišnostmi užití (viz výše uvedenými): jako problematické se mu jeví pojetí, kdy pouze v rámci financování venture kapitálem je poskytována podpora managementu, jelikož, dle jeho názoru, je i v rámci MBO tato poskytována. Stejně tak mladé, inovativní podniky mohou využívat finanční prostředky poskytované investory nutné pro restrukturalizaci nebo pro změnu vlastníků.

**S ohledem na vybrané přístupy k definicím pojmů, lze pro účely této práce a dále v tvůrčí tvorbě autorky užívat pojmu rizikový kapitál, a tím se přiklonit k pojetí Schefczyka, Bouého a Pernsteinerja. Autorka souhlasí s pojetím zmíněných autorů a doplňuje, že rizikový kapitál nutně nevede k rozvoji podniku, eventuálně jeho růstu či zvyšování hodnoty. Proto je zcela na místě označení pouze rizikový kapitál, nikoliv rizikový a rozvojový kapitál.<sup>7</sup>**

Vlastnosti financování rozvoje podniků formou rizikového kapitálu lze na základě přehledu vybraných přístupů a ze závěrů plynoucích z poznatků autorky definovat takto:

**Externí vlastní kapitál:** rizikový kapitál je forma externího vlastního zdroje nesoucího riziko. V protikladu k běžným formám cizího zdroje není jeho vklad zatížen nákladovými úroky ani umořováním vkladu. Riziko, jež nesou investoři, je především vnímáno ve formě ztráty investice.

**Investice je střednědobá a časově omezená:** investice bývá realizována na dobu výhradně smluvně ujednanou, většinou v období 4 až 6 let.<sup>8</sup>

**Investoři rizikového kapitálu jsou vysoce ziskově orientováni:** investoři rizikového kapitálu jsou zaměřeni na podniky, jež mohou rychle a silně zvyšovat svoji hodnotu. Financování

---

<sup>7</sup> Autorka se ve svém tvrzení opírá o analýzu závěrů zahraničních studií, uvedených v kapitole 3.2.1 a 3.2.2, ze kterých vyplývá, že využití rizikového kapitálu ne vždy vede k rozvoji podniku, růstu podniku, eventuálně zvyšování hodnoty podniku.

<sup>8</sup> Hodnota se opírá o závěry výzkumu autorů Zinecker, Rajchlová (2010)

podniku rizikový kapitálem však nutně nevede ke zvyšování hodnoty podniku, eventuálně k jeho růstu a rozvoji.

**Podpora managementu:** investoři rizikového kapitálu poskytují podniku manažerskou podporu, kterou lze označit jako nefinanční přidanou hodnotu podniku<sup>9</sup> ze strany investorů. Tato vlastnost je významnou a jedinečnou charakteristikou financování rizikovým kapitálem.

### 3.1.3 Princip financování rizikovým kapitálem

Financování rizikovým kapitálem lze realizovat prostřednictvím přímého a nepřímého podílnictví (Schefczyk, 2006). Tato charakteristika rozdělení je různými autory vnímána stejně. Přímé podílnictví znamená realizaci investice přímým transferem peněžních prostředků do zvoleného projektu.

Naproti tomu nepřímé podílnictví znamená transfer peněžních prostředků prostřednictvím mezičlánků (viz níže Účastníci trhu...). U nepřímého podílnictví lze dále rozlišit tzv. projektově orientované podílnictví, tzn. mezičlánek v podobě *investiční* společnosti, které jsou založeny z důvodu realizace jednoho konkrétního projektu a fondově orientované podílnictví. V tomto případě investoři vkládají finanční prostředky do fondů, tzv. fondů rizikového kapitálu a prostřednictvím *manažerské* společnosti jsou dále financovány inovativní podniky, resp. podniky s vysokým potenciálem růst.

Rozdíl mezi projektově a fondově orientovaným podílnictvím je spatřován především v diversifikaci rizika a manažerské podpory. V prvním případě není riziko dostatečně diversifikováno a ze strany *investiční* společnosti není poskytována podpora managementu financovaného projektu. V druhém případě je právě z důvodu mezičlánků v podobě fondů a *manažerské* společnosti riziko redukováno a manažerská společnost poskytuje v souladu s pojetím financování rizikovým kapitálem podporu managementu v průběhu doby podílnictví. V České republice je uplatňován přístup nepřímého fondově orientovaného podílnictví.

#### Účastníci trhu rizikového kapitálu

Pro potřeby této práce bude dále rozvíjen typ nepřímého, fondově orientovaného podílnictví. V případě nepřímého, fondově orientovaného podílnictví, lze účastníky trhu rizikového kapitálu identifikovat jako: investory, fond rizikového kapitálu, manažerská společnost a podnik, jak naznačuje obr. 1.

---

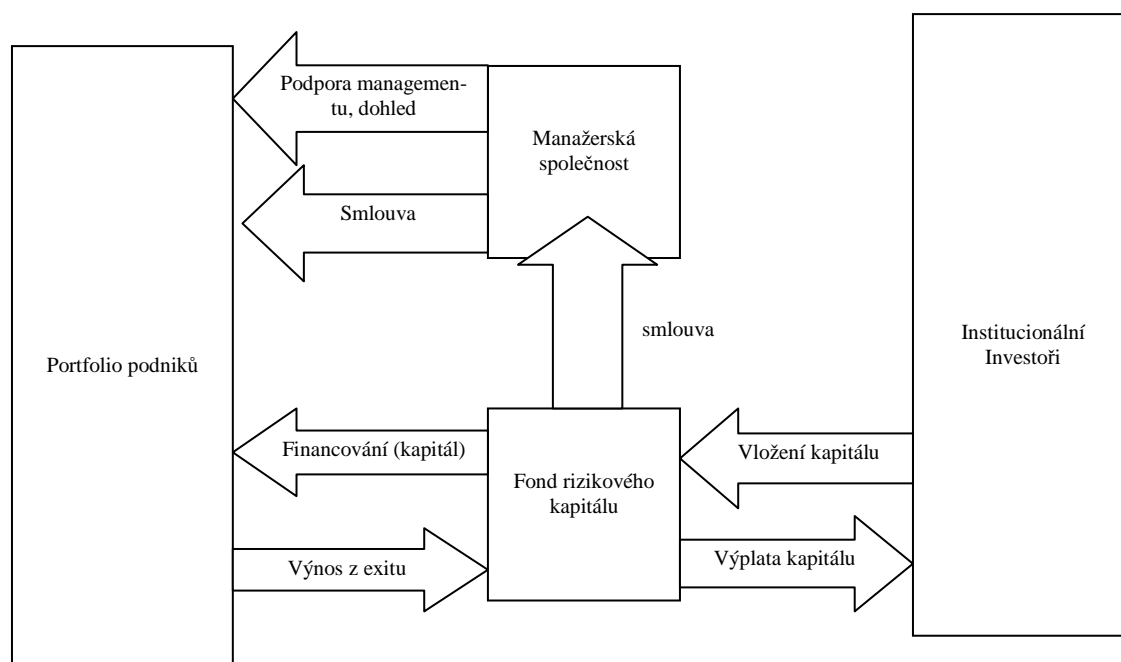
<sup>9</sup> Blíže kapitola 2.1.4

Investory jsou chápány banky, penzijní fondy, fondy pojišťoven. Tyto investory pak nazýváme institucionálními investory. Manažerská společnost prostřednictvím tzv. fund raisingu (získávání peněz) kumuluje prostředky do vytvořeného fondu rizikového kapitálu. Manažerská společnost (Rajchlová et al, 2012) uzavírá s fondem rizikového kapitálu smlouvu, která definuje kooperaci mezi oběma stranami, včetně odměny za poskytované služby.

Manažerská společnost posuzuje investiční příležitosti, provádí jejich výběr, monitorování a správu portfolia a nakonec zabezpečuje i odprodej držných podílů v jednotlivých společnostech. Především je poskytovatelem, prostřednictvím svých odborníků, podpory managementu podniku ve smyslu transferu know-how. Tyto služby jsou prováděny na smluvním základě. Manažerské společnosti fungují na principu poradenských společností.

Investoři získávají podíl na fondu rizikového kapitálu. Výnos, který je realizován po exitu, plyne zpátky do fondu rizikového kapitálu, kde je reinvestován nebo dle podílu rozdělen investorům.

**Obrázek 1: Vztahy na trhu rizikového kapitálu**



Zdroj: vlastní zpracování dle Schefzyk (2006) a Rajchlová et al. (2012)

S ohledem na výše uvedené vztahy je nutno definovat terminologii užívanou v následujícím textu. Na základě rešerší zahraniční literatury jsou odborníci manažerské společnosti nazývány „investory rizikového kapitálu“. Toto označení lze potvrdit na základě osobních profesních zkušeností autorky tohoto textu. Proto bylo přistoupeno ke stejnému označení v dalším textu.

### 3.1.4 Proces financování rizikovým kapitálem

Proces financování rizikovým kapitálem je v literatuře popisován shodným způsobem. Autoři např. Dvořák (1998), Schefzyk (2006), Leitinger (2000) se shodují na průběhu, který je znázorněn na (obr. 2). Autoři Schröder (1992) a Zemke (1995) doplňují průběh investičního procesu o fázi fundraisingu jako prvního kroku.

#### Obrázek 2: Investiční proces

Zdroj: vlastní zpracování dle Dvořák (1998)



Investory rizikového kapitálu představitelé podniku usilující o kapitálový vstup oslovují prostřednictvím podnikatelského záměru s jasně vymezenou vizí dalšího rozvoje podniku. Dobrý podnikatelský záměr pro investování rizikovým kapitálem musí splňovat tyto požadavky (Dvořák, Procházka 1998), (Zinecker, Rajchlová, 2010) : existuje cílová společnost s pevnou vlastnickou strukturou, společnost produkuje určitý výrobek či službu, společnost drží určitý podíl na trhu nebo je ho schopna dosáhnout, má konkurenční výhodu a je specifikována cesta jejího využití, předkládaný plán je reálný a náležitě technicky, legislativně a personálně zabezpečen, existuje přesvědčivý a reálný marketingový a finanční plán vycházející z určité historie (není nutná podmínka), současnosti a perspektiv podniku, existuje jasná představa o financování záměru. Pro investory rizikového kapitálu je to klíčový dokument, který posuzují a na jehož základě si vytvoří představu o podniku a jeho manažerech, o jejich schopnostech. V této fázi také dochází k podpisu smlouvy o ochraně dat mezi klientem a manažerskou společností. Ta také předkládá zprávu investičnímu výboru fondu rizikového kapitálu a snaží se na jejím základě získat rozhodnutí o realizaci investice. V případě, že je realizace investičním výborem fondu rizikového kapitálu odsouhlasena, investiční manažeři podrobně prověří prostřednictvím procesu Due Diligence (podrobný popis procesu Due Diligence viz kap. 3.1.4.1).

Při strukturování podmínek investice se jedná například o stanovení objemu investice, její harmonogram, podíl ve společnosti, rozhodovací pravomoci investora rizikového kapitálu,

strategie exitu ze společnosti. Pokud strany souhlasí s navrženými podmínkami, pak přistupují k písemné akceptaci podmínek vstupu investora do podniku, v podobě souboru závazných právních dokumentů potvrzujících souhlas managementu se všemi náležitostmi. Následně dochází k převodu dojednaných finančních prostředků fondu rizikového kapitálu na účet podniku či na účty určené ve smlouvě a v smluvně daném časovém harmonogramu.

Je pravidlem, že některý z investorů rizikového kapitálu je členem orgánu klientské společnosti – jednatelem či členem představenstva či dozorčí rady. Neomezuje se však v rámci monitorování plnění podnikatelského plánu jen na zasedání jednání orgánů společnosti, ale pravidelně tuto navštěvuje, projednává vážné problémy s managementem, doporučuje optimální řešení, napomáhá s výběrem partnerů, organizaci marketingových kampaní apod. – jedná se o poskytování tzv. nefinanční přidané hodnoty (podrobnosti k tématu nefinanční přidaná hodnota blíže v kap. 2.1.4). Je nutno zdůraznit, že investoři rizikového kapitálu nenahrazují profesionální management podniku, nepochopení tohoto je značným a častým zdrojem problémů ze strany klientského podniku.

Jako průměrná maximální doba trvání projektu byla stanovena pro early stage fázi 4,5 roku, pro LVS 4,66 let a pro fázi boyoutů 5,4 let (Zinecker, Rajchlová, 2010).

Desinvestice (exit) je smluvně dohodnuta a existuje pět způsobů, jak ji realizovat (Schefczyk, 2006) jedná se o: zpětné odkoupení, prodej strategickému partnerovi, uvedení na burzu, refinancování a nedobrovolné vystoupení. Aby bylo možné provést částečný prodej akcií nebo podílů společnosti v držbě investora je nutno stanovit uznanou hodnotu podniku a úměrně k ní se pak stanoví i cena požadovaná investorem za jeho podíl. Hodnocení úspěšnosti investice je rozdílem velikosti vstupu do podniku hodnotou podílu při vystoupení. Faktická prodejní cena, která je investorem docílena, je pak sice s hodnotou společnosti v silné korelaci, ale není tím určena absolutně. Cena je ovlivněna i typem transakce, počet prodávaných akcií, předmět podnikání, charakter odvětví a řada dalších faktorů specifických pro daný obor. Mezi nejrozšířenější metody hodnocení investic patří metody tržního srovnání, metoda ziskových násobitelů a metody diskontních hotovostních toků.

## **Due Diligence**

Předmětem této podkapitoly je vymezení procesu Due diligence v souvislosti s financováním rizikovým kapitálem a naznačit odlišnosti v rozhodování investorů rizikového kapitálu v zahraniční a České republice.

Autoři (Rajchlová et al., 2012) provedli šetření s cílem vymezení procesu Due diligence v souvislosti s financováním rizikovým kapitálem a naznačení odlišností v rozhodování investorů rizikového kapitálu v zahraniční a České republice. Problematika vymezení Due Diligence byla publikována v odborném recenzovaném periodiku pod názvem *Due Diligence Process in the Context of Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic*, autory Rajchlová, J., Zinecker, M., Brož, Z. (2012). Text níže je převzat z této publikace a upraven dle potřeb této disertační práce.

Ze studií zaměřující se na problematiku Due Diligence a její aplikaci v procesu financování rizikovým kapitálem lze jmenovat např. (Schönenbauer, 2004), (Scheffczyk, 2006) a (Horváth, 2006). Na základě závěrů těchto studií je proces Due Diligence charakterizován jako soubor specifických procesů, činností a analýz. Analýza jednotlivých výsledků plynoucích z procesů vede k závěrům, jež jsou podpůrným materiálem pro investory rizikového kapitálu při jejich rozhodování o vhodnosti předkládané investice.

Investování formou rizikového kapitálu má několik specifík - například je identifikována informační asymetrie mezi poskytovatelem kapitálu a jeho příjemci. Základní pravidlo formulované (Hartmann-Wendels, 1987) je, že kvalita investičního portfolia investora závisí na schopnosti pro hodnocení rizik jednotlivých investičních projektů. Autoři např. (Tyebjee, Bruno 1984), (Fried, Hirsch 1994), (Macmillan, 1987) a (Muzyka et al, 1996) zdůrazňují existenci několika kritérií, které jsou důležité pro hodnocení podnikatelských záměrů. Tento seznam zahrnuje: velikost a atraktivitu trhu, kvalita managementu, jedinečnost výrobku, intenzita konkurence na trhu. Tato kritéria jsou dále diskutována v (Zinecker, Rajchlová 2010).

Primární výzkum probíhal formou osobních a telefonických rozhovorů s investory rizikového kapitálu v České republice. Byli osloveni dva investoři se čtrnáctiletou praxí na trhu rizikovým kapitálem. Investoři rizikového kapitálu byli požádáni, aby popsali jednotlivé typy Due Diligence na základě vlastních zkušeností. Rozhovory byly zaznamenány a analyzovány. Sekundární výzkum byl realizován analýzou zahraničních studií s cílem vysledovat charakteristiky procesu Due Diligence. Další data pro tento záměr pochází z výzkumného materiálu (Zinecker, Rajchlová, 2010), realizovaným v roce 2010 s cílem zjistit investiční kritéria tuzemských investorů rizikového kapitálu. Byly použity metody analýzy, syntéza, indukce a dedukce. Pro zdůraznění výsledků šetření byly užity grafické metody

### **Výsledky šetření**

Na základě rozhovorů s investory rizikového kapitálu byly zjištěny následující závěry: Proces Due diligence (dále i DD) je v délce trvání od několika týdnů do několika měsíců. Čas po-



třebný k DD závisí na organizaci podniku, tržním zaměření přístupu vlastníků podniku a managementu podniku k jednání s investorem. Náklady na komplexní Due Diligence byly investory vyčísleny od cca 300 000 Kč výše. Konečná částka je závislá na prováděných činnostech a časové náročnosti DD. Jednotlivé typy Due Diligence jsou realizovány většinou s pomocí interních odborníků, s výjimkou právní Due Diligence. Na úkony právního charakteru bývá najímána právní kancelář.

Jednotlivé procesy Due Diligence lze rozdělit podle jejich zaměření.

**V rámci finanční Due diligence** investor rizikového kapitálu analyzuje finanční aspekt potenciální investice. Investor rizikového kapitálu se zaměřuje především na předchozí zisky, strukturu vlastního kapitálu obchodní společnosti a finanční plán investice. Důležitým zdrojem informací o společnosti jsou údaje uvedené v historických účetních výkazech a plánové účetní výkazy. Pokud je zaznamenána absence historických účetních výkazů, např. z důvodu zakládání podniku (ve fázi early stage), pak je nutné vycházet odhadů plynoucích z osobních zkušeností investorů rizikového kapitálu. Investoři se zaměřují především na rentabilitu investovaného kapitálu (ROI) a vnitřní výnosové procento (IRR) potenciální investice. Odhadovaná míra těchto dvou finančních ukazatelů musí splňovat požadavky investorů. Dle požadavků tuzemských investorů by měla hodnota ROI v early stage dosahovat téměř 33,8 %, v later stage podniku je uváděno průměrná výše 23,8 % a ve fázi buyouts investoři deklarovali 21,6 %. Jako IRR projektů bylo tuzemskými investory rizikového kapitálu stanoveno pro rané fáze 37,5 %, later stage 25,8 % a pro fáze buyouts 21 %. Pro investory rizikového kapitálu jsou akceptovatelné jen ty projekty, které naplňují podmínku vysokého zhodnocení předkládaného projektu. Data získaná z finančních analýz mohou být srovnána, např. s průměrnými hodnotami pro podobný typ projektu nebo s hodnotami ostatních investic z portfolia investorů rizikového kapitálu.

Prostřednictvím **tržní a produktové Due Diligence** se investor rizikového kapitálu zaměřuje na analýzu možností trhu a inovačního potenciálu produktu. Jsou posuzovány příležitosti a rizika podnikatele v oboru podnikání, např. snadnost ev. obtížnost vstupu nové konkurence na trh daného výrobku nebo služby. Rámcové podmínky relevantního trhu podnikání jsou samozřejmě součástí oblasti analýzy. Způsob realizace procesu tržní a produktové Due Diligence obsahuje specifika, která právě odlišují posuzování běžného podnikatelského projektu od projektu předkládaného investorům rizikového kapitálu (Schoenbauer, 2004)

V rámci analýzy nabízeného produktu je zkoumáno, zda produkt, eventuálně služba má pro zákazníka jednoznačně rozpoznatelný užitek a zda lze v produktu spatřovat jednoznačné

zlepšení v porovnání se srovnatelnými produkty na trhu. Tyto charakteristiky jsou považovány za nutné napříč vývojovými fázemi podniku. Dále je nutné, aby byl produkt ze strany trhu prokazatelně akceptován, tedy prokazatelně poptáván. Tato charakteristika je nezbytně nutná obzvláště pro investory rizikového kapitálu vstupujících do podniku při fázi boyouts.

Při analýze situací vztahujících se k trhu nabízeného produktu či služby je možno spatřovat odlišné požadavky ve vztahu k vývojové fázi objektu financování. Zatímco pro investory financující podnik ve fázi early stage je vysoce upřednostňována vysoká míra růstu trhu a malé konkurenční prostředí, ve fázi later stage a bouyout je významná ta skutečnost, zda existují funkční distribuční kanály.

Dalším těžištěm rozhodovacího procesu před možným přijetím investičního projektu s podporou prostředkům formě rizikového kapitálu je rozklad rámcových podmínek poptávajícího podniku v procesu **právní Due Diligence**. Obzvláště jsou zkoumány majetkové vztahy, vlastnické vztahy, stanovy a všechny podstatné smlouvy. Rozhodující jsou uzavřené kontrakty s dodavateli, zákazníky, bankami, pojišťovny, pronajímateli nebo jinými obchodními partnery.

Analýzy v procesu **Due Diligence managementu** se zaměřují na osoby - manažery a jejich schopnosti. Jak bylo uvedeno, investor rizikového kapitálu vkládá dohodnutý finanční podíl do základního kapitálu podniku, stává se spolujednatel podniku. Z uvedeného vyplývá právo, ale také i do určité míry povinnost být se současným managementem v úzkém kontaktu, podílet se na rozhodnutích. Z toho důvodu je velmi nutné ohodnotit i osobnosti vedení podniku, způsob vedení podniku. Investoři rizikového kapitálu vyžadují od podnikatelů mimořádnou výkonnost a odolnost, a to především v počátečních fázích rozvoje podniku, při fázích boyoutu není požadavek na tyto schopnosti významný. Osobnostní charakteristika managementu, správně rozpoznat riziko a správně je vyhodnotit, souvisí s předchozí a stejně tak jako nutnost na straně managementu vystihnout problémy, definovat cíle a schopnost ovládnutí delegování pravomocí. Konkrétně posledně jmenované je velmi očekávané v posledních fázích investování, tzv. boyouts.

Součástí analýzy je i zjišťování nakolik je management seznámen s cílovým trhem produktu či služby, jež podnik nabízí; právě tento fakt považují investoři rizikového kapitálu napříč vývojovými fázemi za nejdůležitější. I když tato skutečnost je charakteristická, resp. by měla být, pro podnikání všeobecně; je nutno mít co nejpřesnější informace o trhu, na který podniku buď vstupuje či se na něm již nachází. Další nutnou podmínkou je, především v later stage a

fázi buyout, kompetentnost managementu v oblasti vedení a v tomto směru musí disponovat potřebnými zkušenostmi.

Za logicky vyvozenou lze považovat tu skutečnost, že pro investora jsou velmi důležité reference o dosavadní činnosti managementu a dále nutnou podmínku, zda je vyvážený a vzájemně se doplňující tým jednotlivých členů managementu.

Investoři rizikového kapitálu upřednostňují společnosti s prověřeným týmem manažerů, skupinou kvalifikovaných odborníků. Zde předpokládají menší pravděpodobnost selhání celého týmu, než v případě podniku vystavěného na jedné osobě, kdy manažer nemusí být schopen čelit výzvám. Osobnost manažerů hraje důležitou roli v early stage , jelikož zde je produkt nebo služba představován právě manažerem, eventuálně vlastníkem a je velmi obtížné jej nahradit v této fázi. V pozdějších fázích je, dle investorů rizikového kapitálu, obvykle jednodušší provádět změny ve vedení.

Po detailním prozkoumání jednotlivých dílčích oblastí následuje souhrnná konfrontace všech možných relevantních rizik, tzv. **analýza rizik**. V souvislosti se jmenovanou analýzou rizika budou brány v potaz oblasti možností tržního rizika, technologického rizika, finančního rizika a rizika selhání managementu.

Tržní riziko zahrnuje možné chybné odhady v prosazení produktu, nákupní síly zákazníků nebo chybný odhad v souvislosti s konkurenčním prostředím.

Technologické riziko vyjadřuje nebezpečí nedostatečné produkce nebo nástup alternativních technologií.

Finanční riziko se vztahuje na možné chybné odhady ve skutečné potřebě kapitálu nebo neoptimální využívání poskytnutých finančních prostředků.

Popisované riziko selhání managementu vyjadřuje obavu z rezignace klíčového managementu příjemce prostředků investora rizikového kapitálu, eventuelně vyvstalé osobní antipatie mezi investory a managementem

Po vyjádření stávajících rizik je možno zanalyzovat další vývoj podniku. Jsou vytvořeny situace znázorňující dopady právě těchto chybných odhadů. Váha jednotlivých složek Due Diligence není stejná. Nejvýznamnější vliv na rozhodování investora jsou závěry plynoucí z analýz tržní a produktové Due Diligence a DD managementu. Právní a finanční aspekty lze vyřešit ve většině případů. Není však možné změnit osobnost manažera. Také je velmi obtížné ovlivnit hospodářskou soutěž ev. situaci na trhu.

## **Příklady rozhodování investorů na základě analýzy závěrů výsledků Due Diligence**

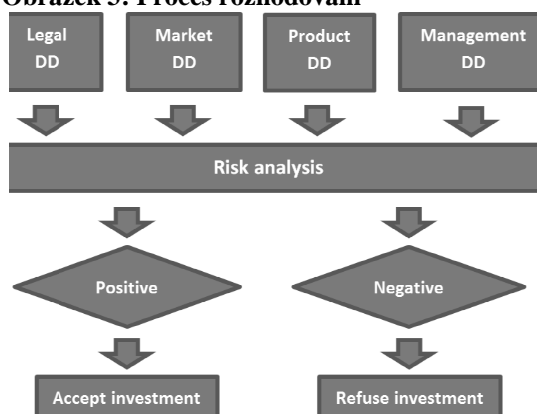
**Příklad první:** vlastník IT podniku kontaktoval investora rizikového kapitálu v únoru 2010, z důvodu nemožnosti financování rozvoje podniku bankovním úvěrem. Proces DD byl zahájen v listopadu 2010. Právní Due Diligence identifikovala řadu závažných problémů v obchodním styku. Společnost měla problémy se splácením závazků, byla předlužená. Due diligence trhu naznačila, že se jedná o podnik s vysokým růstovým potenciálem. Vedení podniku se sestávalo z odborníků v technických oblastech, nikoliv ekonomického nebo právního směru. Prostřednictvím Due diligence managementu bylo zjištěno, že podnik má silný tým spolehlivých manažerů, kteří jsou schopni čelit výzvám a jsou odolní proti pracovnímu vypjetí. Manažeři podniku byli komunikativní a byli otevření přijímání kompromisů a nových výzev. Vzhledem k odstranitelnosti problémů identifikovaných na základě výsledků DD byla investice přijata investorem v dubnu 2011.

**Příklad druhý:** představitelé společnosti zaměřené na výrobu spotřebního zboží kontaktovali investora rizikového kapitálu v květnu 2010. Podnik plánoval navýšení výrobní kapacity a získání nových zákazníků. Bankovní úvěr podnik nepředpokládá z důvodů ohrožení likvidity a finanční situace podniku. Na základě výsledků analýz v rámci produktové Due Diligence byl identifikován vysoký potenciál růstu výrobku. Výsledky analýz tržní Due Diligence naznačovaly, že postavení firmy může být ohrožena konkurencí z důvodu snadného vstupu do odvětví. Analýza v rámci finanční Due Diligence ukázala, že společnost v posledních letech vytváří zisk, cash flow je kladný. Právní Due Diligence také nezjistila žádné závažné problémy. Výsledky analýzy Due Diligence managementu prokázaly problémy ve vedení ze strany jednoho z klíčových manažerů společnosti. Dalším identifikovaný problém bylo zjištění, že vedení společnosti je postavené na jedné osobě – majiteli a ten odmítá jakékoli delegování pravomocí, není schopen akceptace jiných než vlastních názorů. Na základě analýzy rizik bylo jednoznačně stanoveno, že majitel podniku je zdrojem významného rizika. I přes možné vysoké zhodnocení investice, dobrý dosavadní vývoj společnost a investice byla zamítnuta v prosinci 2011, a to z důvodu nemožnosti kooperace s majitelem podniku ze strany investorů

Závěry plynoucí z analýz Due Diligence by měly být vždy objektivní a měly by pravdivě obsáhnout všechny silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby pro obchodní společnost.

Prostřednictvím výsledků plynoucích z analýz lze identifikovat podnik s možností vysokého zhodnocení investice ze strany investora rizikového kapitálu. Jednoduché schéma procesu Due Diligence je zobrazeno na (obr. 3)

**Obrázek 3: Proces rozhodování**



Zdroj: vlastní zpracování

### **Diskuse výsledků šetření**

Due Diligence je často v literatuře popisována velmi obecně. Autoři se shodují, že se jedná o soubor specifických procesů, činností a analýz. Analýza jednotlivých výsledků plynoucích z procesů vede k závěrům, jež jsou podpůrným materiálem pro investory rizikového kapitálu při jejich rozhodování o vhodnosti předkládané investice (Schönenbauer, 2004), (Schefcyk, 2006) a (Horváth, 2006).

(Dvořák, Procházka, 1998) popisuje tento proces jako nezávislé hodnocení podnikatelského záměru externími odborníky. V současnosti však investoři rizikového kapitálu provádí analýzy v rámci Due Diligence prostřednictvím vlastních odborníků s vlastní specifikací, rozhodování týmu je determinováno společnými cíli. Autoři (Schefcyk, 2006), (Schoenbauer, 2004) a (Horwath, 2004), jak již bylo uvedeno, se omezují na obecný popis procesu Due Diligence, aniž by obsáhli obsah a význam jednotlivých částí celého procesu. (Eisele et al., 2002) se zaměřil na výzkum investičních kritérií investora rizikového kapitálu. Proces finanční Due Diligence je v tuzemsku obdobný jako v zahraničí. Dle (Eisele, 2002) roční návratnost investic (ROI) v early stage by měla být téměř 33 %, v later stage by hodnota ROI se měla rovna zhruba 23 % a ve fázi buyouts 23,6 %. Průměrná hodnota pro vnitřní výnosové procento projektu (IRR) je stanovena ve výši 37,5 % pro fázi early stage, 23 % a 21 % pro fáze later stage a buyouts. Investiční kritéria tuzemských investorů v rámci procesu Due diligence nejsou v mnoha aspektech odlišné. Rozdíly je možno spatřovat např.

v rámci Due Diligence managementu např. zahraniční investoři požadují vlastní podíl v daném podniku a aby manažeři byli kompetentní v oblasti výzkumu a vývoje (Eisele et al,

2002). Tyto charakteristika však nejsou pro tuzemské investory podstatné (Zinecker, Rajchlová, 2010).

Dle (Eisele, 2002) zahraniční investoři rizikového kapitálu požadují, aby produkovaný výrobek byl nutně z kategorie high-tech, pro tuzemské investory rizikového kapitálu je tento fakt nepodstatný. Dále také tuzemští investoři nepožadují, aby byly výrobky patentově (Macmillan et al, 1987). Podle (Zinecker a Rajchlová, 2010) se tuzemští investoři investují do oblastí sportovních a průmyslových produktů a služeb a komunikace. Méně investic je realizováno z oblasti logistiky, stavebnictví a strojírenství. Nutnost existence stávajících distribučních kanálů je důležité pro tuzemské investory rizikového kapitálu, zatímco v Německu má toto jen průměrnou významnost (Eisele, 2002).

### **Podmínky využití Due Diligence**

Výhody výsledků plynoucích z DD je možno spatřovat především v odstranění informační asymetrie mezi investorem rizikového kapitálu a podnikatelem, v jasném definování silných a slabých stránek podniku, hrozeb okolí a možných příležitostí dalšího vývoje podniku. Provedení analýz v rámci Due Diligence má také vedlejší efekty, například v identifikaci určitých problémů uvnitř společnosti, které nebyly dříve zřejmé, nebo výsledky plynoucí z analýz mohou vést ke zlepšení produktivity v podniku, rozpoznání oblastí, kde je možná redukce nákladů, atd. Všechny skutečnosti plynoucí ze závěrů analýz jsou pro podnik impulsem ke zlepšení stávajícího stavu.

Omezení užití Due Diligence je možno spatřovat ve vysokých nákladech na proces, proto bývá DD implikována ze strany investorů rizikového kapitálu jen u těch projektů, které předpokládají vysoké zhodnocení investice a představují vysoký růstový potenciál produktu nebo služby.

### **3.1.5 Nefinanční přidaná hodnota**

Termínem nefinanční přidaná hodnota lze označit přidanou hodnotu (Value Added) ze strany investorů rizikového kapitálu např. (MacMillan et al., 1988; Sapienza et al., 1996; Boué, 2005), formu podpory managementu (Schröder, 1992). EVCA (2002) označuje jako nefinanční přínos investorů podniku, Landström (1991) hovoří o „zprostředkování transferu investorem“ nebo také transfer manažerského know-how.

Pro potřeby výzkumu a dalšího užití v textu jsou označení aktivita, transfer manažerského know-how, nefinanční přínos podniku, nefinanční přidaná hodnota vnímána jako synonyma.

V českém ekonomickém prostředí je nutno uvádět termín *nefinanční přidaná hodnota* z důvodu možnosti záměny termínu s účetním termínem *přidaná hodnota*, jež vyjadřuje vztah: obchodní marže + výroba - výrobní spotřeba; které jsou součástí v účetního výkazu – Výkaz zisků a ztrát.

Třetím místem je však obsahové vyjádření pojmu, tzn. v jakých konkrétních oblastech, ev. činnostech lze podporu managementu identifikovat, jaké jsou přístupy investorů rizikového kapitálu k poskytování podpory managementu ze strany investorů.

Odborné studie identifikují dva přístupy investorů k podpoře rozvoje podniků v jejich portfoliu: jedná se o tzv. „*hands-on*“ a „*hands-off*“ přístupy. (Nathusius et al., 2001; Bygrave et al., 1999). Tyto popisují jako stupeň účasti investora v podniku.

Přístup „*Hands-on*“ je chápán ve smyslu poskytování aktivní pomoci v podobě transferu zkušeností a poznatků investora. Tento přístup bývá spojován se vstupem investora do raných fází rozvoje podniku (early stage).

Přístup „*Hands-off*“ je spojován s aktivitami investora v pozdější fázi (later stage) rozvoje podniku. Tento přístup je ohraničen podporou ve formě monitoringu podniků v portfoliu investora. (Bygrave et al, 1999). Jedná se o pasivní přístup, kdy investor nepravidelně kontaktuje management podniku. Monitoring v tomto smyslu probíhá ve formě analýzy reportů ze strany podniků, v účasti v dozorčí radě.

Další studie zkoumající spolupráci investorů rizikového kapitálu a představitelů podniku, popisují aktivní a pasivní mechanismy implementace nefinanční přidané hodnoty. (např. MacMillan et al. 1988; Ehrlich et al, 1994; Sapienza et al. 1996), v originále *Aktive Value - Added – Vehikel*, resp. *Passive Value - Added – Vehikel*.

Aktivní mechanismy jsou definovány jako oblasti: Monitoring, poradenství, transfer informací, zprostředkování kontaktů, koučing. Zde je nutno vysvětlit pojetí některých oblastí autory (MacMillan et al. 1988; Ehrlich et al, 1994; Sapienza et al. 1996) daných studií.

Monitoring je zde chápán jako pravidelné monitorovací a kontrolní aktivity (dohled nad finančním vývojem s výraznou zpětnou vazbou, dohled nad realizací marketingových strategií, dohled nad efektivitou výzkumu, dohled nad podnikovými procesy). Poradenství je vnímáno jako aktivní poradenství ve smyslu předání znalostí investora a následná implementace těchto. Pasivní mechanismy je možno vnímat ve smyslu diversifikace rizika, zabezpečení realizace plánů a branding, tzn. zvyšování důvěry v podnik. Diversifikace rizika je chápáno jako rozložení rizika podnikání mezi podnikatele a investora rizikového kapitálu. Zabezpečení realizace plánů znamená dostatečná finanční podpora pro realizované aktivity ze strany investora a

zvyšování důvěry v podnik je chápán jako záruka dobrého jména investora pro podnikové okolí.

Po definování přístupů investorů je nutno přistoupit, na základě závěrů zahraničních studií, k vymezení oblastí, ev. konkrétních činností, které jsou chápány jako nefinanční přidaná hodnota managementu podniku ze strany investorů rizikového kapitálu.

MacMillan (1988) ve výsledcích studie uvádí, že nejčastěji poskytovanou aktivitou, nebo rolí investora je tzv. Sounding Board.<sup>10</sup> Následující činností je pomoc při alternativním získání vlastního kapitálu, kontakt s investiční skupinou, monitorování finančního vývoje, monitorování vývoje podniku, pomoc při získání alternativního cizího kapitálu.

Gorman, Sahlman (1989) definují přidanou hodnotu jako poskytování v poradenství k získání alternativním zdrojům finančních prostředků; poradenství v oblasti strategického plánování; aktivní pomoc v oblasti náboru managementu; poradenství při operativním plánování; zprostředkování kontaktu s potenciálními zákazníky a obchodními partnery; aktivní pomoc při řešení HR;

Sapienza, Timmons (1989) vyšetřili nejdůležitější poskytovanou aktivitu ze strany investora rizikového kapitálu ve smyslu funkce Sounding Board, poradce, kouče; finančníka; přítele, důvěrníka; tvorba kontaktů.

Dle Frederiksen et al. (1990) je koncept přidané hodnoty ze strany investorů rizikového kapitálu důležitým a žádoucím úkonem k doplnění řízení podniku, především ve smyslu podpory při rozhodovacích procesech a přístup ke kontaktům a informacím.

Landström (1991) popsal typické znaky pro spolupráci mezi investorem rizikového kapitálu a představiteli podniku v aktivní spolupráci na podnikovém řízení; finanční poradenství; zprostředkování kontaktů; poradenství obecně.

Rosenstein et al. (1993) shodně opět uvádí jako nejdůležitější aktivitu investora v podobě tzv. Sounding Board; kontakt s investiční skupinou; operativní dohled nad vývojem podniku; dosazení nebo odvolání managementu; pomoc při řešení krátkodobých, operativních problémů.

Dle Ehrlich et al (1994) je nejdůležitější aktivitou kontakt s investiční skupinou; zprostředkování získání alternativního vlastního kapitálu; dohled nad finančním vývojem; Sounding Board; operativní dohled nad vývojem podniku; formulace podnikové strategie.

---

<sup>10</sup> Tuto je možno definovat, dle (MacMillan, 1988) jako připravenost investorů naslouchat problémům, nápadům a dotazům podnikatele a následně interaktivně reagovat radou či názorem. Tato aktivita bývá nazývána i funkcí kouče ev. mentora.



EVCA (2002) popsala na základě výzkumu realizovaného u svých členů charakteristiky spolupráce: během early stage považují investoři rizikového kapitálu za nejdůležitější poskytování strategického poradenství a zprostředkování kontaktů, během fáze later stage se jedná o dohled a podporu a zajištění důvěryhodnosti.

Hellman, Puri (2002) zjišťoval oblasti vlivu investorů na rozvoj podniků a zjistil, že manažerské společnosti hrají významnou roli ve výstavbě vnitřní organizace a zvyšují stupeň profesionalizace. Investoři rizikového kapitálu aktivně vystupovali ve výběrových řízeních managementu, rozvoji lidských zdrojů, implementace opčního programu a jmenování klíčových osob. Boué (2005) při zjišťování nefinanční přidané hodnoty zveřejnil, že oblastmi, ev. aktivitami, které investoři poskytují, jsou nejčastěji monitoring, kontrola; poradenství, informace, zprostředkování kontaktů a koučing.

*Pro potřeby výzkumu nefinanční přidané hodnoty poskytované tuzemskými investory rizikového kapitálu v rámci této práce byly stanoveny činnosti ev. aktivity, oblasti transferu know-how. Tyto, níže uvedené, formy podpory budou sloužit jako nástroj ke zmapování poskytované nefinanční přidané hodnoty ze strany investorů rizikového kapitálu a využívání forem podpory managementu tuzemskými podniky, které byly financovány rizikovým kapitálem.*

MacMillan et al (1988) definoval 20 forem odborné pomoci. Další autoři (Ehrlich et al, 1994; Sapienza et al., 1996) tyto formy částečně adaptovali. Landström (1991) definuje 14 forem odborné pomoci a EVCA (2002) uvádí dalších 15 nefinančních příspěvků.

Odborná pomoc se nejčastěji dotýká strategického řízení, finančního řízení, řízení v oblasti lidských zdrojů, obchodní oblasti, operativního řízení, řízení komunikace a interpersonálního řízení (funkce mentora, kouče, důvěrníka).

Formy odborné pomoci v oblasti strategického řízení jsou následující: spolupráce na stanovení obchodní strategie; podpora při vytvoření organizační struktury; podpora při definování podnikových procesů; poradenství při plánování internacionalizace; poradenství při expanzi; podíl na vývoji produktu (služby), podíl při definování marketingové či výrobní strategie.

Formy odborné pomoci v oblasti finančního řízení zahrnují: pomoc při sestavování finančních plánů a rozpočtů; dohled nad finančním vývojem; podpora při získávání vlastního kapitálu; podpora při získání cizího kapitálu; podpora při získávání dotací.

Formy odborné pomoci v oblasti řízení lidských zdrojů se dotýkají: výběru spolupracovníků; výběru členů managementu; výběru klíčových osob z technické oblasti; spoluúčasti na vyjednávání pracovních smluv; motivace personálu.

Formy odborné pomoci v obchodní oblasti mají podobu: získávání zákazníků; získávání referenčních zákazníků; získávání obchodních partnerů; poradenství při výběru dodavatelů.

Formy odborné pomoci v operativní oblasti se nejčastěji dotýkají: řešení krizí a problémů v běžném provozu a dohledu nad běžnou obchodní činností.

Do forem odborné pomoci v řízení komunikace spadají: sdílení kontaktů na podniky z portfolia investorů; zprostředkování kontaktů na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV; zprostředkování kontaktů na investiční banky; zprostředkování kontaktů na média; zprostředkování kontaktů na právní zástupce a poradce, styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou).

V rámci interpersonální oblasti je zdůrazňována funkce investora jako kouče a důvěrníka.

### **3.2 Současný stav poznání v oblasti financování rozvoje podniků prostřednictvím rizikového kapitálu**

Vzhledem k absenci významných výzkumných úkolů problematiky rizikového kapitálu realizovaných v tuzemsku je rešerše textů, vztahující se k představení současného stavu poznání v oblasti financování rozvoje podniků prostřednictvím rizikového kapitálu, tvořena především výběrem zahraničních studií. Kapitoly 3.2.1 popisují širší dopady financování rizikovým kapitálem na podniky, kapitola 3.2.2 pak uvádí výsledky zahraničních studií zkoumající vliv nefinanční přidané hodnoty ze strany investorů na rozvoj podniku. Kapitola 3.2.3 pak popisuje prostřednictvím závěrů plynoucích z benchmarking study stav financování rizikovým kapitálem v České republice, dopady užití tohoto způsobu financování na podniky a národní hospodářství a formulace bariér pro financování rizikovým kapitálem.

### 3.2.1 Dopady financování rizikovým kapitálem na vývoj podniků

Studie vlivu působení financování rizikovým kapitálem jsou převážně v rovině zkoumání růstu zaměstnanosti v podnicích, zvyšování inovační výkonnosti, ohlášení patentů či konkurenceschopnosti podniků. Z četných zahraničních studií byly vybrány následující:

Roling (2001) prováděl šetření ve třech oblastech: zda financování rizikovým kapitálem má vliv na inovace v hospodářství, zda rozvinutý trh rizikového kapitálu má větší vliv na hospodářskou schopnost inovace a zda existuje příčinná souvislost mezi rizikovým kapitálem a inovacemi. Data zpracovával pomocí panelové analýzy dat. Z jeho šetření v první testované oblasti vyplynulo, že existuje pozitivní souvislost mezi rizikovým kapitálem a patenty, může být připisován pozitivní vliv rizikového kapitálu na inovace v hospodářství. Výsledky druhého výzkumného úkolu potvrdily hypotézu: čím rozvinutější je trh rizikovým kapitálem, tím vyšší je jeho inovační intenzita. V rámci dosažených výsledků třetího výzkumu lze konstatovat, že je možno nalézt příčinný vztah mezi rizikovým kapitálem a inovacemi, jsou vzájemně podmíněny. Určité druhy inovací jsou financovány právě formou rizikového kapitálu a obráceně, výnosný finanční proces financování formou rizikového kapitálu se zakládá na dostatečně vysoké kapitálové poptávce, která musí být podporována inovačními investicemi s vysokou očekávanou výnosností vkladů.

Vztahem počtu patentů a financování rizikovým kapitálem se zabývali i Kortum a Lerner (2000) v roce 1998 v USA. Na základě odvětvových dat odhadli, že v průběhu desetiletí, do roku 1992 souhrnně 8% a v 1998 již zhruba 14% patentů bylo ohlášeno právě podniky, které byly financovány rizikovým kapitálem. Podobně jako Kortum a Lerner v USA zkoumala ohlášení patentů německých podniků Tykiová (2000) Ze šetření autorky vyplynulo, že ve výsledku byl vliv financování rizikového kapitálu na počet ohlášených patentů významně pozitivní. Zdvojnásobení VC investic bylo příčinou nárůstu ohlášení německých patentů o 12%. Zdvojnásobení počtu podniků, jež byly financovány rizikovým kapitálem, bylo příčinou přírůstku ohlášení německých patentů o 21%.

K jinému výsledku dospěli Engel a Keilbach (2002), kteří zkoumali vliv financování rizikového kapitálu na počet patentových ohlášení na základě interních dat jednotlivých společností. Potvrdili především tzv. efekt výběru. Inovativní společnosti mají vyšší pravděpodobnost podílnictví ze strany investora rizikového kapitálu a rozvoj podniků financovaných *rizikovým kapitálem je rychlejší než tzv. „podnik – dvojče“* v rámci kontrolní skupiny. Vztah k inovacím podniku, jež byl úspěšně financován *rizikovým kapitálem*, se významně neliší od jiného podniku, pokud je úroveň patentových ohlášení kontrolována v okamžiku založení společnosti.

Autoři z toho usuzují, že investoři rizikového kapitálu financují spíše inovativní společnosti, ale následně zintenzivňují svoji činnost v podobě uvedení výrobků na trh a tím urychlují růst podniku.

Studie zabývající se pozitivními ekonomickými dopady financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem publikoval Engel (2001) pod názvem „*Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture capital?*“ Autor na základě empirické analýzy prokázal vyšší růst zaměstnanosti v podnicích financovaných rizikovým kapitálem v Německu v období mezi roky 1991 a 1998 oproti podnikům, jejichž rozvoj byl financován jiným způsobem. Prokázal, že podniky, jejichž rozvoj byl financován rizikovým kapitálem, vykazovaly 90% vyšší roční nárůst zaměstnanosti oproti podnikům, které touto formou financovány nebyly. Výsledky však také ukázaly značnou variabilitu mezi odvětvími a regiony. V obchodě a ve službách spotřebitelům nebyly zaznamenány vyšší míry růstu zaměstnanosti, naproti tomu ve výrobní sféře, službách podnikům a v High-tech průmyslu byly prokázány až 90% nárůsty zaměstnanosti ve srovnání s růstem míry zaměstnanosti jiným způsobem financovaných podnicích. Zajímavé je zjištění, že podniky v západní části Německa rostly rychleji, než podobné podniky ve východním Německu. Autor tuto skutečnost vysvětlil názorem, že ve východním Německu se angažují manažerské společnosti spíše orientované na tento region a s nejasným zaměřením, tedy nejsou vyhraněné oborově, proto také nedokáží nabídnout podnikům například specializované know-how.

V roce 2002 provedla US National Venture Capital Association ve spolupráci s poradenskou společností DRI studii "*Measuring the Importance of Venture Capital and Its Benefits to the United States Economy*", která se stala i zastřešující pro výzkumy prováděné EVCA v Evropě (viz subkapitola 2.2.). V rámci studie bylo zkoumáno, jaký vliv má financování podniku formou rizikového kapitálu v národohospodářské rovině. Byly zkoumány oblasti průměrných obrátů, zaměstnanosti, výkonnosti, výdajů na vědu a výzkum a vývozy. Testováno bylo 3.500 podniků. Na základě zpracovaných dat autoři dospěli k názoru, že v roce 2000 tzv. odvětví rizikového kapitálu podílelo 11% na zaměstnanosti a hrubém národním produktu. Někteří autoři, např. Penedel a Jud však vznášejí výhrady ke zpracování dat této studie.

Metodicky propracovanější lze uvést studii Belke, Fehn a Foster (2003), kteří ve svém příspěvku popisují vliv investic rizikového kapitálu na celkový růst zaměstnanosti 20 zemí OECD za období 1986 – 1999. Pomocí dynamického modelu objasnili růst zaměstnanosti v závislosti na změně HDP, trhu práce a kapitálového trhu, stejně jako podílu investic rizikového kapitálu na HDP. Dlouhodobé výsledky jsou překvapivě vysoké. Nárůst podílu investic

rizikovým kapitálem k HDP o jednu jednotku dlouhodobě zvyšuje zaměstnanost o 1,0 až 1,8 procentních bodů. Ještě silnější je vliv financování rizikovým kapitálem do raných fází rozvoje podniku. Aby se zvýšil růst zaměstnanosti o jeden procentní bod, je potřeba, aby se zvýšil podíl investic rizikovým kapitálem na HDP o 0,25 jednotky.

Výběr následujících zahraničních studií analyzuje účinek financování rizikovým kapitálem na mikroekonomické úrovni. Metodické přístupy studií jsou velmi rozdílné od jednoduchých subjektivních odhadů až po složité ekonometrické metody výzkumu.

Mezi studie, jejichž metodika je postavena na jednoduchém výzkumném přístupu, patří studie EVCA "Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe" (EVCA, 2001) und "Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe", EVCA(2002). Dotazníkovým šetřením byly v podnicích posuzovány pozitivní účinky na výkonnost podniků. První šetření bylo zaměřeno na podniky, které v letech 1992 až 1997, byly financovány *private equity*<sup>11</sup> při tzv. *Buy-outs* (nebo *Bouyt – in*). Druhé šetření, jež probíhalo v roce 2002, bylo zaměřeno na podniky, které byly v letech 1995- 2001 , financovány venture kapitálem. Jednalo se tedy o investici do vývojových fází podniku typu - fáze *seed, start – up a expansion*.

Výsledky studií jsou následující<sup>12</sup>:

- U obou výzkumů bylo potvrzeno, že financování rizikovým kapitálem je významným determinantem pro rozvoj podniků - 57% podniků financovaných tzv. *venture kapitálem (VC)* a 39 % prostřednictvím tzv. *private equity (PE)*<sup>13</sup> konstatovalo, že by bez tohoto typu financování nemohly (dále) existovat. Zhruba 38%, resp. 45 % nevidí situaci tak dramaticky, ale jsou přesvědčeni, že by se podnikání bez této formy financování vyvíjelo pomaleji. Zbytek sdělil, že by se podnikání bez *private equity* a *venture kapitálu* vyvíjelo stejně dobře. Většina podnikatelů však dodávala, že během *PE/VC* financování se zlepšila postavení podniku oproti jiným podnikům v oblasti výnosů a rentability.
- 72% podniků financovaných *VC* a 49% podniků financovaných *PE* potvrdilo, že se díky podílnictví *PE/VC* kapitálu zvýšily investice v podniku. Stejně tak potvrdilo zvý-

---

<sup>11</sup> Pojmy *private equity* a *venture kapitál* zde jsou ponechány z důvodu struktury daného výzkumu

<sup>12</sup> Vzhledem k nízké návratnosti (12,5%) a pravděpodobnému narušení tzv. *sebeselekce*<sup>12</sup> - a tak vzniku chyby výběru - nemají data příliš velkou vypovídající schopnost. Chyba výběru znamená, že představitelé podniků, které prošly „úspěšným“ financováním *PE/VC*, mají větší tendenci odpovídat na dotazníky, než v podnicích, kde management má rozporuplné zkušenosti.

<sup>13</sup> Zde se jedná o rozlišení dle EVCA na *private equity* a *venture kapitál*, dle pojetí organizace.

šení počtu zaměstnanců (74% / 46%), zvýšení výdajů na výzkum a vývoj (69% / 33%) a zvýšení vývozu (50% / 27%). Dále byly prostředky PE/VC financovány zvýšené potřeba na výdaje v oblasti marketingu a školení zaměstnanců.

- Jako příčinu ke změně vlastnictví podniku prostřednictvím transakcí *Bouy – out* byly nejčastěji zmiňovány: nesoulad s představami strategického rozvoje (45%), špatný rozvoj podniku a finanční těžkosti (26%) a 23% udalo, že podnět k odchodu udal sám bývalý majitel.

K částečně podobným závěrům, dospěla také Britischen Venture Capital Association - BVCA , BVCA (2002) v rámci šetření podniků. Na 1168 dotazníků odpovědělo 176 podniků, jejichž představitelé potvrdili, že díky financování rizikovým kapitálem jejich podniky se rozvíjely rychleji, v případě obratu a zaměstnanosti, než např. průměr podniků indexovaných na burze.

*Diskuze: K podniku financovaného formou rizikovým kapitálem neexistuje žádná podobná alternativa, existuje tak riziko, zkreslení výsledů, porovnávají-li se podniky financované formou rizikového kapitálu a podniky financované jiným způsobem. Víme, že investoři rizikového kapitálu vyhledávají podniky s velkým potenciálem růstu. Právě v tomto odvětví se nejčastěji vyskytuje forma financování formou rizikovým kapitálem. Proto je nutné, aby byly srovnávány podniky, které mají při počátku rozvoje stejný, nebo podobný potenciál růstu, pak lze hledat příčinné souvislosti mezi růstem podniku a financováním tohoto růstu rizikovým kapitálem.*

AVCO ve spolupráci s autory Penedel a Jud (2004) zveřejnila studii, jejíž výsledky měly odpovídat na tyto otázky: Jaký je skutečný význam rizikového kapitálu pro rozvoj růstu podniků? Jedná se jen o možnou alternativu financování nebo je to neopomenutelná součást financování růstu podniků? Zvyšuje tato forma financování pravděpodobnost „přežití“ a úspěchu společnosti? Jak silné účinky můžeme očekávat od financování rizikovým kapitálem na rozvoj podniků? Jak se vyvíjí obrat a zaměstnanost u podniků, jež jsou financovány *rizikovým kapitálem* a jaký je rozvoj u podniků kontrolní skupiny? Jaký vliv má tento kapitál na výzkumné a vývojové aktivity, na inovace v podniku a inovační výkonnost?

V rámci shrnutí studie lze konstatovat:

- Ačkoli byly obě skupiny zvoleny z oboru s velkou mírou růstu, byl vývoj podniků financovaných rizikovým kapitálem ve srovnání s kontrolní skupiny značně lepší.

- Míra růstu u kontrolní skupiny byla v oblasti CF zhruba o 29 % vyšší, ale míra růstu zaměstnanosti byla o 46 % menší než u podniků financovaných rizikovým kapitálem, podniky financované rizikovým kapitálem dosahovaly lepšího obrátu o 10 %.
- Podniky financované vlastními zdroji ukazují všeobecně podstatně nižší míry růstu než podniky financované rizikovým kapitálem.
- Technologické inovace a inovativní poskytování služeb jsou jak pro podniky financované formou rizikového kapitálu, tak pro kontrolní skupinu, skutečným motorem pro růst podniku.
- Podniky financované formou rizikového kapitálu trpěly před vstupem investora finančními problémy ve srovnání s kontrolní skupinou.
- ¾ podniků financovaných formou rizikového kapitálu spatřovalo ve v tomto způsobu financování přidanou hodnotu.

Problematiku determinantů vstupu investora rizikového kapitálu do podniku zkoumali např. Eisele, Habermann a Oesterle (2001), kteří na základě dotazníkového šetření identifikovali kritéria hodnocení investičních projektů ze strany společností investující rizikový kapitál v závislosti na vývojovou fázi podniku. Dotazník byl strukturován do šesti bloků. První blok, zaměřený na osobnost manažera, dominovalo kritérium „přesvědčenost managementu o správnosti obchodního záměru“, pro všechny fáze rozvoje.

V druhém bloku vztahující se ke zkušenostem managementu převažovalo kritérium, shodné pro všechna období vývoje podniku, „důkladná obeznámenost managementu s cílovým trhem“. Pro seed fázi je nutná „výborné znalosti managementu v oblasti výzkumu a vývoje“, ve fázi later stage je významné kritérium „výborná znalost managementu v oblasti výroby“, a pro fáze Boy-out je nutná „výborná znalost managementu v oblasti vedení“.

V bloku určující charakteristiku produktu byla shodně uvedena, pro všechny vývojové fáze „nutnost zřetelné rozpoznatelnosti užítku produktu pro zákazníka“.

Následující blok, „Charakteristika relevantních trhů“, byl převládajícím kritériem „nutnost odbytišť s vysokým tempem růstu“ a v posledním bloku, označující finanční kritéria, dotazovaní určili, že nutnou podmínkou je maximální přírůstek hodnoty nabytého podílu v podniku. Požadovaný roční výnos z podílnictví označili pro seed fázi 46%, pro fázi later stage 34% a pro Boy-outs 26%. Jako maximální dobu projektu určili 4-6 let dle typu investice.

Studie Haesslera, Hafhoffa a Muellera (2009) také reflektuje podmínky vstupu investorů rizikového kapitálu do podniku. Cílem výzkumu bylo zjistit, jakou roli hraje ohlášení patentu, jako signálu kvality pro investory rizikového kapitálu. Empirická analýza ukázala, že patentové ohlášení podnikem mělo významný vliv na moment, kdy vstoupil do podniku investor rizikového kapitálu. Období, kdy do podniku vstoupil investor rizikového kapitálu, se zkrátilo minimálně o 76 %, oproti podniku, který patentové ohlášení neučinil. Šetřením kvality patentu, měřeno dosaženými citacemi, ukazuje, že podniky, které mají k dispozici patenty vyšší kvality, rychleji dosáhnou na financování rizikovým kapitálem. To ukazuje na fakt, že investoři mají tu schopnost, rozlišovat mezi „dobrým a špatným patentem“ ve velmi raných fázích rozvoje podniku. Udělení patentu však nemá žádný dodatečný vliv na okamžik financování rizikovým kapitálem, pravděpodobně proto, že investoři dokáží dobře zhodnotit kvalitu vynálezu na základě informací z patentového ohlášení. Konečné udělení patentu naproti tomu zvyšuje pravděpodobnost financování rizikovým kapitálem již v tzv. startovních fázích, jelikož je signálem pro komerční využití vynálezu

Další studie, např. Bygrave, Lange, Kotha (2001) potvrzují na příkladu analýzy oboru informačních technologií jeho četných subtrhů v Silicon Valley, že bod zlomu ve vývoji obratu podniku následuje po financování rizikovým kapitálem. Toto zjištění může navíc zhodnoceno jako indicie, že investice rizikovým kapitálem v tomto oboru jsou skutečně koncentrované na rané fáze vývojového cyklu.

Četnými autory bývá také zmiňováno, že financování rizikovým kapitálem naplňuje tzv. funkci přidané hodnoty pro podnik, především intenzivní poradenskou činností, zúročováním znalostí a zkušeností investičních managerů. Například Tykvoová (2000) spatřuje přidanou hodnotu ve zkušenost managementu manažerských polečností a rozlišuje míru úrovně výběru, kontroly, poradenství. Wang, Wang a Lu (2002) definují míru přidané hodnoty investorů rizikového kapitálu v jejich aktivním monitoringu a určení vhodné lhůty na vstup na burzu (IPO). Schertler (2003) zdůrazňuje význam „dynamické výhody“ ve formě koncentrace zkušeností a dobrého jména společností rizikového kapitálu. Manažeři těchto společností mohou často nezkoušeným zakladatelům podniků převzít kontrolní a poradenskou funkci (více informací o nefinanční přidané hodnoty kap. 3.2.2)

Studie zkoumající, které mikro a makro ekonomické faktory určují existenci a ziskovost možností investic rizikového kapitálu v tuzemsku a zahraničí, byla zpracována autorkami Schertler A. a Tykvoová T. (2009) a prezentována v roce 2009 s názvem „*Venture Capital and In-*



*ternationalization*“. Výzkum byl proveden v celosvětovém měřítku. Tuzemskem se rozumí země sídla společnosti rizikového kapitálu.

Autorky vedla k výzkumu skutečnost, že více jak třetina investic rizikovým kapitálem v podnicích byla uskutečněna zahraničními investory. Zjišťovaly vliv mikro a makro faktorů ve čtyřech rovinách: jako první zkoumaly přeshraniční a tuzemské transakce z pohledu jednotlivých investorů. Druhou zkoumanou oblastí byla pravděpodobnost, že se zahraniční investor podílí na jedné určité transakci z pohledu jednotlivého souboru podniků (portfolia podniků). V třetí oblasti byl analyzován počet přeshraničních transakcí rizikovým kapitálem z pohledu jednotlivých zemí. Obsahem šetření ve čtvrté rovině byl počet přeshraničních transakcí rizikového kapitálu z pohledu sousedních zemí.

Nejdůležitější výsledky lze shrnout takto: investoři, jenž své významné zkušenosti sbírali na domácím trhu, mají větší výhodu v tzv. internacionalizaci – mezinárodní působnosti, než kdyby jejich zkušenosti byly minimální. Zahraniční investoři se podílí spíše na velkých transakcích. To je především případ, kdy portfolio podniků sídlí v malé zemi. Mimo to jsou podniky odvětví IT, strojírenství a biotechnologie spíše financovány zahraničními investory rizikového kapitálu než podniky z jiných odvětví. Internacionalizace není však jen ovlivněna, či určována charakterem investorů, portfoliem podniků nebo obchodními operacemi, ale také řadou makroekonomických faktorů. Země s vysokým očekávaným růstem, ve kterých je proto i očekáván úspěch investic, přitahují investory nejen tuzemské, ale i zahraniční. Vyšší kapitalizace akciového trhu pobízí tuzemské investory rizikového kapitálu nejen k vyšším tuzemským, ale i vyšším zahraničním investicím.

### **3.2.2 Vliv transferu manažerského know-how ze strany investorů rizikového kapitálu na rozvoj podniku**

Zahraniční studie, které prostřednictvím závěrů prokazovaly existenci nefinanční přidané hodnoty poskytované ze strany investorů v rámci financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem podnikům a vliv na rozvoj podniků jsou četné a výrazně se liší svými závěry. Existují i případy, např. autor Frederiksen popírá pozdějšími výsledky výzkumy výsledky vlastních dřívějších výzkumů.

Jako příklady závěrů zahraničních studií prokazující pozitivní vliv a existenci přidané hodnoty na rozvoj podniku lze vybrat následující: Brophy (1988), Rosenstein et al (1989,1993), Frederiksen et al (1990), Sapienza (1992, 1996), Frederiksen (1992), Jain, Kini (1995), EVCA

(1996), Frederiksen (1997), Brav/Gompers (1997), Wipler (1988), Schefczyk, Gerpott (1988), Lerner (1999), Engel, Keilbach (2002), EVCA (2002), Engel (2003), AVCO (2004, 2006), aj. Studie neprokazující, avšak ani nevylučující přidanou hodnotu: např. Manigart/Hyfte (1996)

Studie neprokazující vliv nefinanční přidané hodnoty financování rizikovým kapitálem na rozvoj podniků: např. Cherin, Hergert (1988), Macmillan et al. (1988), Frederiksen (1991), Barney et al. (1996), Deakins et al. (1996), Bürgel et al. (2000), Wang et al. (2002), Botazzi et da Rin (2002), Busenitz et al. (2004).

Na základy analýzy zahraničních studií byly zjištěny dvě základní metody sběru dat : dotazování respondentů (písemné, formou rozhovorů) a analýzy podnikových dat, eventuálně analýzy vývoje na burze.

Dotazování formou rozhovorů užili Rosenstein et al. (1993), Sapienza (1992), Frederiksen (1997), dotazování písemnou formou, tedy dotazníky užili: Frederiksen et al. (1990), MacMillan at al. (1988), Rosenstein et al. (1989), Frederiksen (1990, 1991), Landström (1991), Sapienza (1996), Barney et al. (1996), Busenitz et al. (2004), Schefczyk, Gerpott(1988), EVCA (2002). AVCO (2004, 2006).

Výzkum na základě analýzy z podnikových dat byl prováděn např.: Frederiksen (1991,1992, 1997), Jain and Kini (1995), EVCA (1996), Manigar/ Hyfte (1996), Lerner (1999), Bürgel et al (2000), Wang et al (2002), Engel, Keilbach (2002), AVCO (2004, 2006), Wipler (1988).

Analýzu vývoj burzovních kurzů sledovali např.: Brophy (1988), Cherin, Hergert (1988), Sapienza 1992, Brav, Gompers (1997), Botazzi et Da Rin (2002).

Stručně vyjádřené výsledky výzkumů výše vybraných autorů, prokazující pozitivní vliv nefinanční přidané hodnoty na rozvoj podniku, naznačují následující:

Brohy (1988) potvrdil, že existence investora rizikového kapitálu v podniku je vnímána kapitálovým trhem, v případě vstupu na burzu, jako skutečnost, která snižuje riziko. K těmto závěrům došel na základě analýzy 1.256 na burze kotovaných podniků, z nichž bylo 210 podniků financováno rizikovým kapitálem. Výzkum byl prováděn v období trvání sedmi let.

Rosenstein (1989, 1993) zkoumal, zda má vliv člen dozorčí rady v podobě investora rizikového kapitálu pozitivní vliv na rozvoj podniku, a to prostřednictvím dotazníkového šetření ve 162 podnicích s kvótou návratnosti 26 %. Výsledkem zjištění bylo, že členové dozorčí rady mají pozitivní vliv na rozvoj podniku.

Frederiksen et al. (1990) dokázal, že investoři rizikového kapitálu mají silný vliv na management podniků v portfoliu investora a doplňují jej, a to především na strategické úrovni řízení.

Výzkum byl prováděn ve skupině 123 švédských podniků financovaných rizikovým kapitálem prostřednictvím dotazníkového šetření, s mírou návratnosti 48 %.

Sapienza (1992) na základě výsledků výzkumu, prostřednictvím dotazníkové šetření (písemnou a ústní formou) zjistil, že manažerské společnosti poskytují podnikatelů přidanou hodnotu v podnikání a plnohodnotně tak podporují rozvoj podniku. V rámci šetření oslovil 51 podniků a investorů, s mírou návratnosti u podniků ve výši 85 % a investorů ve výši 80 %. Autor dále srovnával vývoj kurzů u sledovaných podniků a porovnával je s podniky, které nebyly financovány rizikovým kapitálem<sup>14</sup>. Potvrdil, že podniky financované rizikovým kapitálem a podporované investory v podobě transferu know-how vykazovaly lepší kursovní vývoj.

Frederiksen et al. (1992) využil databázi z jeho předchozího výzkumu, z roku 1991, regresní a klastrové analýze a zjistil, že vliv investorů rizikového kapitálu vede k pozitivním efektům ve vývoji podniků.

Jain, Kini (1995) na základě srovnání 136 podniků, jejichž rozvoj byl financován rizikovým kapitálem, že podpora investorů rizikového kapitálu má pozitivní vliv na vyšší zaměstnanost a růst obrátu, ve srovnání s podniky, které nejsou financovány rizikovým kapitálem.

Frederiksen (1997) potvrdil výsledky z roku 1992, ve smyslu pozitivního vlivu investorů na rozvoj podniku v „nefinančních oblastech“, tzn. např. rozvoj lidských zdrojů, marketing, tvorba kontaktů. Výzkum prováděl formou dotazníkového šetření a řízených rozhovorů v 34 podnicích.

Brav, Gompers (1997) srovnával bursovní vývoj 934 podniků, které byly financovány rizikovým kapitálem 3407 podniky, které nebyly financovány tímto způsobem v období 20 let (v případě podniků s rizikovým kapitálem) a v období 17 let (v případě podniků bez účasti rizikového kapitálu). Na základě závěrů plynoucích z této dlouhodobé analýzy vyslovit hypotézu, že podniky, jež jsou financovány rizikovým kapitálem, jsou méně „nedostatečně fungující“ (tzv. *underperformen*), v porovnání s podniky, které nejsou financovány rizikovým kapitálem.

Na základě analýzy sekundárních dat Wippler (1998) zjistil, že investora zvyšuje rozvoj podniku především v obchodní oblasti.

---

<sup>14</sup> Stejně jako v předchozí podkapitole je nutno připomenout, že závěry výzkumů, které jsou prováděny srovnáním „kontrolní skupiny“ a podniků, jejichž rozvoj byl financován i rizikovým kapitálem, byly kritizovány a závěry těchto studií zpochybňovány, pro nemožnost srovnávat nesrovnatelné (Boué, 2005). K názoru Boué se autorka textu přiklání také. Výzkumy, které prokazují pozitivní vliv na vývoj podniku, by měly být realizovány prostřednictvím srovnání finančních ukazatelů za období před vstupem investora rizikového kapitálu a během období koexistence, do doby exitu. Pak lze učinit závěr, který popíše změnu ve vývoji podniku.

Schefczyk, Gerpott (1998) na základě dotazníkové šetření provedeném ve 12 manažerských společnostech zjistil, že „i když přítomnost investorův podniku má důvod především finanční povahy, existují indicie, které potvrzují, že poradenství z jejich strany na účinek na zvyšování hodnoty podniků v portfoliu investorů rizikového kapitálu.“

Lerner (1999) na základě srovnání podniků financovaných rizikovým kapitálem s tzv. kontrolní skupinou (podniky, jejichž rozvoj je financován jiným způsobem než rizikovým kapitálem). Kontrolní skupina byla zvolena tak, aby výše obratu, odvětví působení podniku a regionu byly podobné s podniky v první skupině. Výsledkem bylo zjištění, že podniky, které využívaly podporu ze strany investorů rizikového kapitálu, vykazovaly tři až čtyřikrát větší míru růstu vybraných ukazatelů, než jaký vykazovala kontrolní skupina. Rozdíl v míře růstu byl zjištěn ještě vyšší, jedná-li se o podniky, které byly financovány rizikovým kapitálem v early stage.

Engel, Keilbach (2002) provedli výzkum na stejné bázi jako Lerner (1999). Zkoumali statistickými metodami 142 podniků, jenž využívali k rozvoji rizikový kapitál a srovnávali výsledky s kontrolní skupinou čítající 21 375 podniků. Výsledkem statistického šetření byly závěry prokazující, že rizikový kapitál a podpora investorů rizikového kapitálu má vliv na vyšší míru růstu podniků než v případě kontrolní skupiny.

Manigart, Hyfte (1999) naopak prokázali, že podniky financované rizikovým kapitálem a využívající podporu ze strany investorů nemají prokazatelně vyšší růst zaměstnanosti, ale vykazují vyšší míru růstu aktiv a v oblasti cash flow. Opět výzkum byl realizován prostřednictvím analýzy tzv. kontrolní skupiny podniků. Celkem bylo srovnáváno 187 belgických podniků s účastí rizikového kapitálu.

Jako závěry studií naopak neprokazují pozitivní vliv nefinanční přidané hodnoty na rozvoj podniku, lze stručně popsat takto:

Cherin, Hergert (1988) na základě vývoje bursovních kurzů a dat za období dvou let (skupina podniků s financování rizikovým kapitálem a kontrolní skupina), učinili závěr, že vývoj podniků financovaných rizikovým kapitálem není lepší než vývoj podniků financovaných jiným zdrojem kapitálu, a to ve vývoji zaměstnanosti a růstu obratu. Zde je nutno vytknout krátké období sledování, jelikož je možné, že v období dvou let se efekty neprojeví. Dalším problematickým aspektem je využití komerčních databází podniků Databanka: Venture economics a IDD Data services. Využití dat pocházejících z komerčních databází kritizují Schefczyk a Pernstein, jako nevěrohodné zdroje informací a dat.

MacMillan (1988) potvrdil, že vývoj podniků není závislý na stupni poskytování nefinanční přidané hodnoty. Závěry učinil na základě dotazníkového šetření mezi 350 podniky financovanými rizikovým kapitálem. Kvóta návratnosti byla na úrovni 18 %.

Frederiksen et al. (1991) v protikladu se závěry vlastního výzkumu z roku 1990 uvedl, že výsledky výzkumu, prováděného zkoumáním vývoje ukazatelů, neprokazují pozitivní vliv investorů rizikového kapitálu na vývoj podniku. Sledovanými ukazateli byly: likvidita, obrat, počet zaměstnanců, equity ratio.

Barney (1996) zjistil, na základě dotazníkového šetření mezi 837 podniky, které využívaly jako formu financování rizikový kapitál, že poskytovaná nefinanční přidaná hodnota podnikům nemá vliv na vývoj podniku. Kvóta návratnosti byla na úrovni 24 %.

Deakins et al. (1999) na základě závěrů plynoucích ze studie mezi 45 podniky financovaných rizikovým kapitálem vyslovil tvrzení, že investoři rizikového kapitálu jako členové dozorčí rady podniku mají „skutečně minimální“ vliv na vývoj podniku.

Wang et al. (2002) prokázal, že investoři nehrají významnou roli v souvislosti s IPO. Závěry rozvádí dále v tom smyslu, že sice akcie podniků s rizikovým kapitálem nebývají podhodnoceny („underpriced“), ale vývoj operativních finančních ukazatelů je horší než u podniků, které nejsou financovány rizikovým kapitálem. Metodou k dosažení cíle byla analýza finančních ukazatelů na základě údajů 92 na burze kotovaných podniků v období 1987 až 2001.

Burgel et al. (2000) a Botazzi, da Rin (2002) dospěly ke stejným závěrům neprokazující existenci vlivu mezi podporou investorů rizikového kapitálu, resp. financováním rizikovým kapitálem jako takovým a růstem podniku. První z autorů dospěl k závěrům na základě dotazníkového šetření mezi 600 německými a britskými podniky, z nichž asi 10 % bylo financováno rizikovým kapitálem. Druhý z autorů provedl srovnání výsledků plynoucích z dotazníkového šetření s kontrolní skupinou na burze kotovaných podniků.

Busenitz et al. (2004) realizoval primární výzkum formou dvou dotazníkových šetření, mezi kterými byl časový odstup 10 let. Výsledkem výzkumu bylo konstatování, že přenos know-how ze strany investorů nevede k vyšší míře úspěchu v podnikání.

### **3.2.3 Benchmarking study financování rizikovým kapitálem v České republice – identifikace dopadů a bariér**

Cíl podkapitoly je spatřován v identifikaci dopadů využití rizikového kapitálu v národním hospodářství, v upozornění na příležitosti a poukázání na bariéry této formy financování, a to na základě benchmarkingové analýzy vývoje financování rizikovým kapitálem v České re-

publice a vybraných evropských zemích. Tohoto cíle se předpokládá dosáhnout prostřednictvím výsledků benchmarking study podkladem pro analýzu budou data a informační zdroje EVCA, CVCA, BVK sekundárního charakteru, následně bude analyzován vývoj využívání rizikovým kapitálem v České republice a v kontextu vývoje financování rizikovým kapitálem ve vybraných evropských zemích a zemích střední a východní Evropy (dále jen CEE), identifikace míry využívání tohoto typu financování v ČR. Z analýzy závěrů plynoucích z benchmarking study a na základě analýzy závěrů plynoucích ze zahraničních studií definovat dopady na národní hospodářství, definovat příležitosti a především bariéry této formy financování v České republice.

Publikace v odborném periodiku na výše zmíněné téma byla zpracována autory Rajchlová et al. (2011a), a uveřejněn pod názvem *Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic and Other European Countries – Development, Opportunities and Limitations*. Text uvedeného příspěvku byl upraven pro potřeby kapitoly 3.2.3 této disertační práce.

Ke zpracování dat byly užity standardní metody vědecké práce, a to především analýzy, deskripce, indukce, dedukce, matematické a statistické metody. Dále bylo užito grafů, které zvyšují vypovídací schopnost jednotlivých dosažených výsledků. Databáze zdrojů EVCA a z nich převzaté a upravené CVCA a BVK jsou zpracovávány v rámci platformy PEREP Analytics, v rámci níž je důsledně brán zřetel na nezkreslenost dat a jednotnou metodiku. V rámci platformy PEREP Analytics je sledován vývoj financování rizikovým kapitálem v 25 zemích Evropy. Sledované období pro zhodnocení vývoje České republiky, bylo zvoleno od roku 1997 do r. 2010. V případě komparace s vybranými zeměmi se jedná o období od roku 2003 až do roku 2010

Vybranými zeměmi Evropy se pro účely zhodnocení vývoje využívání rizikového kapitálu v České republice rozumí tyto země: Švédsko, Velká Británie, Nizozemí, Francie, Maďarsko, Finsko, Španělsko, Belgie, Norsko, Německo, Litva, Itálie, Irsko, Česká republika, Rumunsko, Portugalsko, Litva, Rakousko, Polsko, Řecko, Estonsko, Slovensko. Vybranými zeměmi CEE se rozumí Maďarsko, Litva, Lotyšsko, Rumunsko, Česká republika, Polsko, Estonsko a Slovensko. Výběr zemí byl determinován dostupností úplných dat a informačních zdrojů pro zvolené období 2003 až 2010.

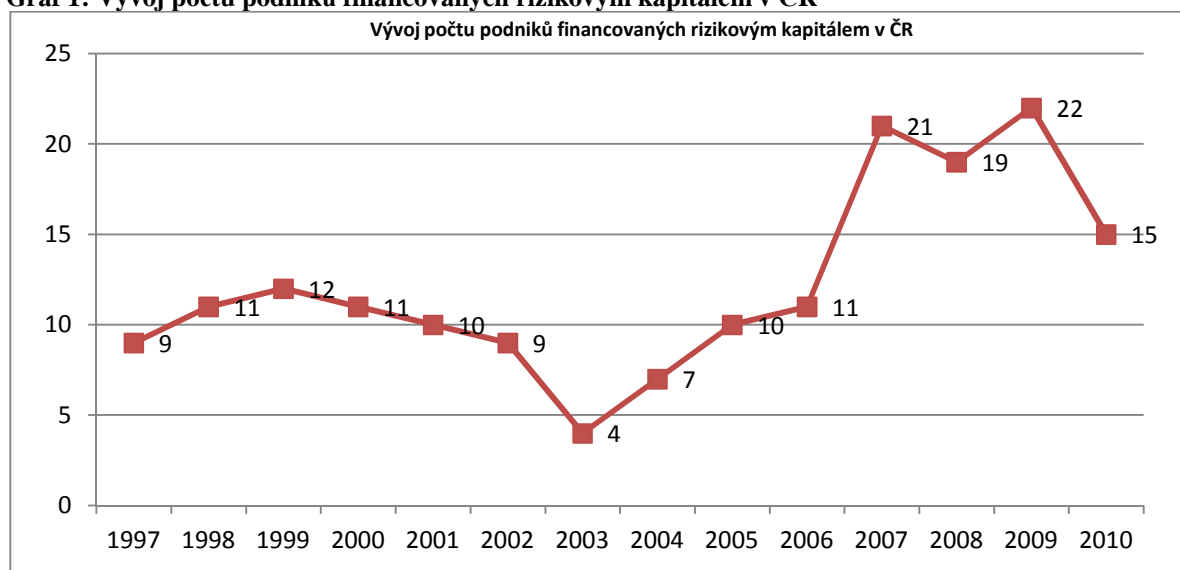
### **Výsledky šetření a diskuze**

Vývoj využívání tohoto alternativního zdroje financování v České republice je znázorněn na vývoji počtu podniků, které byly tímto způsobem financovány a objemem celkových investic

v jednotlivých letech. Tyto údaje jsou uvedeny v časové řadě od roku 1997 do roku 2010. V časové řadě od roku 2003 do roku 2010 budou představeny počty exitů a dosažená celková finanční výše finančních prostředků při jejich realizaci za dané roky. Pro stanovení míry využívání rizikového kapitálu v ČR byl použit poměr celkové výše investic v dané zemi za daný rok k velikosti HDP dané země. Komparace byla učiněna na úrovni vybraných evropských zemí a zemí střední a východní Evropy (CEE).

První graf dokumentuje vývoj počtu podniků využívajících rizikový kapitál v České republice od roku 1997. Počet podniků se do roku 2002 pohyboval kolem hodnoty 10. Historicky nejnižší údaj byl zaznamenán v roce 2003 a to počet ve výši 4. Tuto skutečnost je možno vysvětlit tím, že investoři očekávali vstup České republiky do Evropské unie. Od následujícího roku až do roku 2007 počet sledovaných podniků rostl. V roce 2009 bylo zaznamenáno historické maximum, a to 22 podniků, které využívaly tuto formu financování. Následující rok byl počet podniků financovaných rizikovým kapitálem na úrovni 15. V České republice, dle Zinecker, Rajchlová (2010) nejčastěji investoři investují do podniků působících v oborech „spotřebitelské a průmyslové výroby“, „spotřebitelské a průmyslové služby“ a „komunikace“. Podnikatelské plány, dle Zinecker, Rajchlová (2010), předkládané představiteli podniků v podmínkách České republiky, musí představovat podnikatelský záměr s vysokým potenciálem růstu. Dále musí např. vykazovat jednoznačný přínos výrobku nebo služby pro zákazníka a výrobek musí mít jednoznačně rozpoznatelný užitek pro zákazníka, dále management podniku musí reprezentovat podnikatelskou myšlenku. Management podniku musí prokázat extrémní výkonnost a odolnost. Trh, na kterém se podnik pohybuje, se musí vyznačovat vysokou mírou růstu. Zhodnocení vložených prostředků, dle ROI, se pohybuje dle fáze vývoje podniku, od 21,6% do 33,8% p.a. Z těchto údajů je jasné, že podniky, které v tzv. procesu Due Diligence (Horvath, Rajchlová, Schoenbauer) uspějí a je jim následně vysloven souhlas se vstupem investora do podniku, jsou v minoritě. Je nutné si uvědomit, že investor vstupuje do podniku a jeho investice není krytá hmotným ev. nehmotným majetkem, tedy jedná se mimořádně rizikové investice a tedy jeho odměna musí být nutně odpovídající k míře rizika. Investor prostřednictvím procesu Due diligence se ujistí o vhodnosti předkládané investice.

**Graf 1: Vývoj počtu podniků financovaných rizikovým kapitálem v ČR**

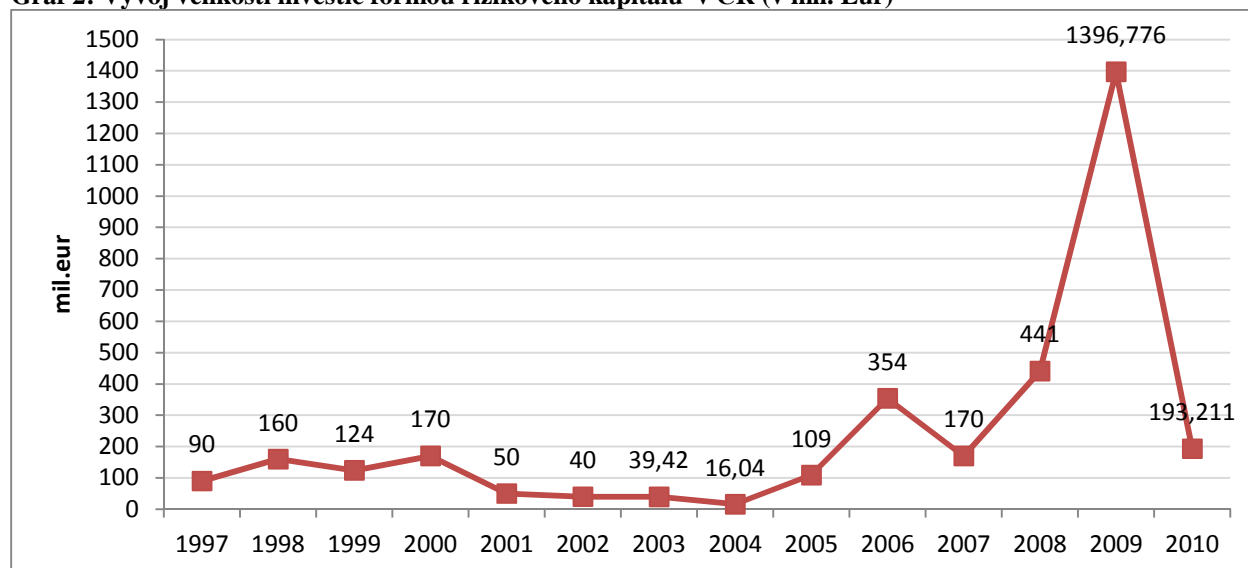


Zdroj: vlastní zpracování dle Jež (2007), EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011)

Druhý graf znázorňuje vývoj velikosti investic formou rizikového kapitálu v České republice. Od roku 1997 do roku 2005 se výše celkových ročních investic držela pod úrovní 200 mil. Eur ročně. Díky délce časové řady můžeme pozorovat, že investice formou rizikového kapitálu vykazují nepravidelné cykly. Historická maximální výše investice v roce 2009 odporuje celoevropskému poklesu investic v tomto roce (dle EVCA 2009, BVK 2010). V roce 2009 se realizovalo 22 investic, přičemž jedna z nich byla ve výši cca 1 mld. Eur, a to v oboru telekomunikací. Ze statistického hlediska by neměl být na tuto investici brán zřetel, ale vzhledem k metodice platformy PEREP Analytics, není možno tyto investice z tohoto hlediska vyřazovat.



**Graf 2: Vývoj velikosti investic formou rizikového kapitálu v ČR (v mil. Eur)**



Zdroj: vlastní zpracování dle BVK (2006,2008,2009,2010), Jež (2007)

**Tabulka 3: Velikost ročních investice dle fází vývoje subjektů v ČR (v mil Eur)**

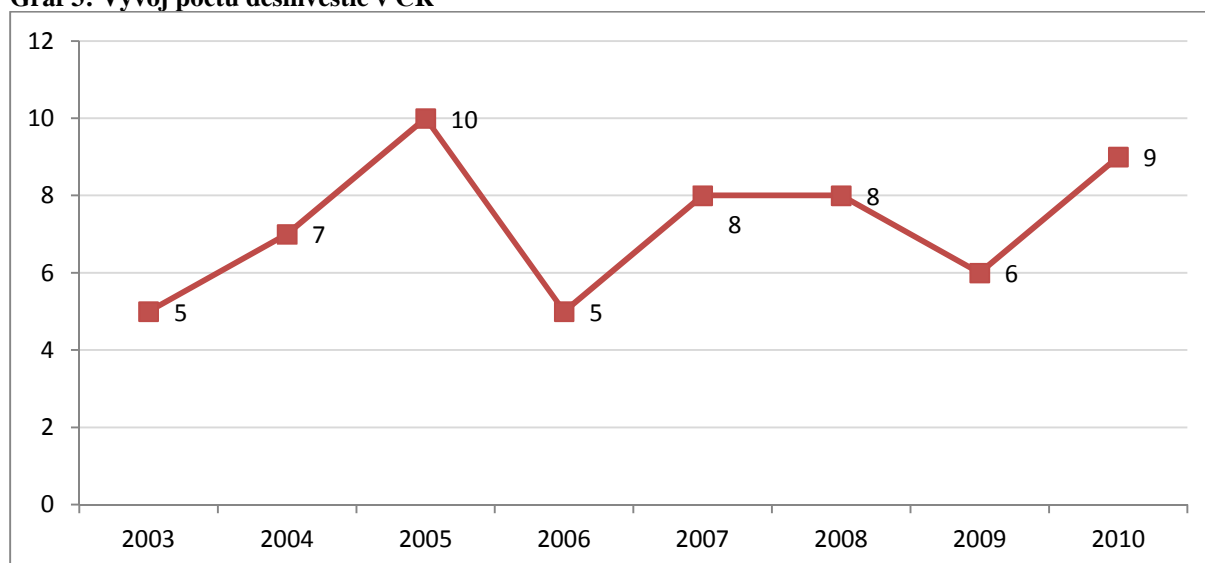
Fáze vývoje / rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Early stage (seed, start-up)	2,25	0,408	0,32	0,50	0,28	0,00	13,14
Later stage venture	13,83	10,62	0,78	89,92	45,69	29,99	9,91
Buyouts (growth, rescue, replacemet capital, Boyouts)	0,00	97,92	353,11	79,84	395,46	1355,79	170,16
Celkem	16,07	108,55	354,21	170,25	441,43	1396,776	193,21

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA(2006, 2007, 2008, 2009, 2011) , BVK (2006, 2008, 2009, 2010),

Tabulka 3 znázorňuje časovou řadu vypovídající o velikosti investic dle vývojové fáze podniku. V roce 2004 EVCA změnila metodiku posuzování investic formou rizikového kapitálu a tím i částečně názvosloví jednotlivých fází vývoje podniků. Od roku 2004 jsou tak dostupná data o velikosti investic do daných vývojových fází. Do jmenovaného roku se investice posuzovaly, resp. uváděly jako celek, tedy jako celková výše investice rizikového kapitálu pro konkrétní zemi. Proto časová řada začíná rokem 2004 a je možno tak vysledovat trend vývoje v období 6 let. Z tabulky 3 je zřejmé, že majoritní podíl investic v České republice je do tzv. fází Buyouts. Tento trend je možno pozorovat ve všech sledovaných zemích (EVCA).

Graf č. 3 ukazuje vývoj počtu exitů v jednotlivých letech v České republice. Počet desinvestic je v minimu na úrovni 5 podniků v daném roce a maxima dosáhlo v roce 2005 počtem 10 podniků.

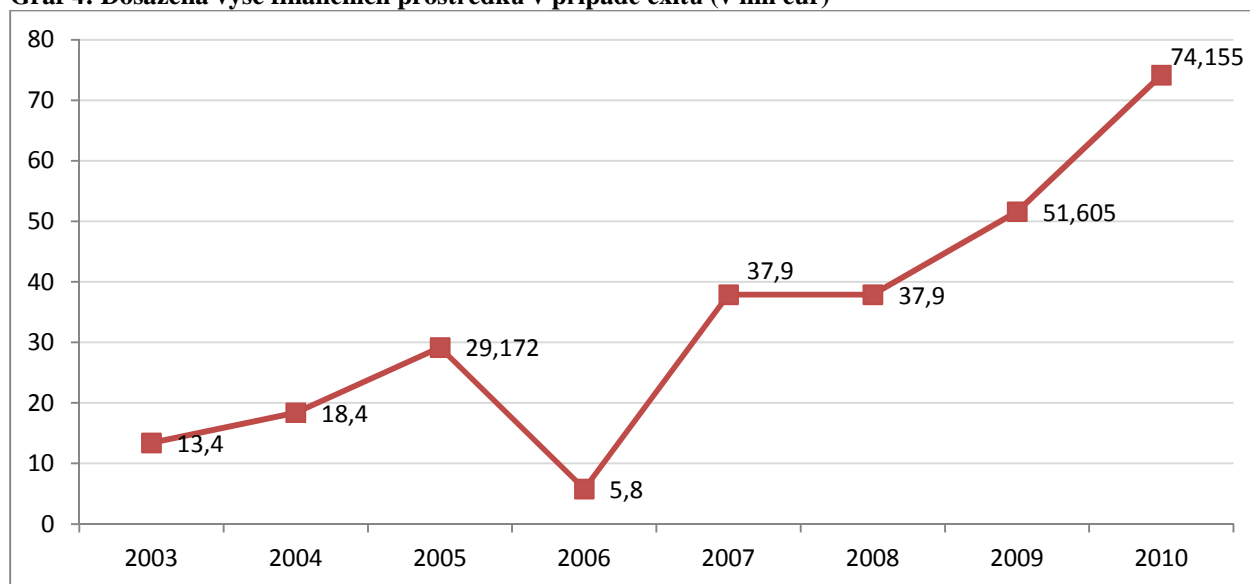
**Graf 3: Vývoj počtu desinvestic v ČR**



Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011)

Dle grafu 4 je možno konstatovat, že dochází ke zvyšování dosažených finančních prostředků prostřednictvím desinvestic. V roce 2005 exit realizovali investoři v 10 podnicích a dosáhli sumy 29,172 miliónu eur. V roce 2010 v případě 9 zrealizovaných výstupů dosáhla celková velikost desinvestic již částky 74,155 milionů eur. Tento trend je možno vysledovat po celé sledované období s výjimkou roku 2006, kdy investoři vystupovali z 5 podniků a dosažená suma byla pouze 5,8 milionů eur, oproti roku 2003, kdy při stejném počtu desinvestic investoři získali 13,4 milionů eur.

**Graf 4: Dosažená výše finančních prostředků v případě exitů (v mil eur)**



Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011), BVK (2006)

Jako kritérium hodnocení významnosti investic formou rizikového kapitálu jednotlivých evropských zemí je možno užít poměr celkových ročních investic rizikového kapitálu k HDP dané země. Tyto poměry jsou uvedeny v tabulkách 4 a 5 pro vybrané země CEE a Evropy. Pro období 2004 až 2010 je uvedena hodnota podílu investic formou rizikového kapitálu k HDP dané země. Nejvyšší úroveň investic k HDP, dle tabulky 2, vykazují Švédsko, Velká Británie a Nizozemí. Švédsko ve sledovaném období dvakrát významně překročilo 1% hranici poměru HDP/VC. Investice nad 1% HDP jsou považovány dle NVCA<sup>15</sup>, za nadstandardní. Studie autorů Belke, Fehn a Fostera (2003) prokázala, že nárůst podílu rizikového kapitálu k HDP o jednu jednotku dlouhodobě zvyšuje zaměstnanost o 1,0 až 1,8 procenta. Ještě silnější je vliv financování rizikovým kapitálem do raných fází rozvoje podniku. Aby se zvýšil růst zaměstnanosti o jeden procentní bod, je potřeba, aby se zvýšil podíl rizikového kapitálu na HDP o 0,25 jednotky. Třetí zemí, která dosáhla vysokých hodnot poměru investic rizikovým kapitálem k HDP je Nizozemí. Česká republika v roce 2009 vykazovala úroveň ukazatele v hodnotě 1,017 %. Naopak země, kde je zaznamenán nejmenší podíl investic k HDP jsou Řecko, Estonsko a Slovensko, průměrné hodnoty těchto zemí nedosahují za uvedené roky 0,1 % rizikového kapitálu vůči HDP. Česká republika dosáhla průměrné hodnoty 0,29 % z celkových investic formou rizikového kapitálu k HDP a zaujímá tak 10. místo z vybraných zemí.

**Tabulka 4: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných zemích CEE (v %)**

Rok/Stát	Hungary	Czech Republic	Latvia	Romania	Lithuania	Poland	Estonia	Slovakia
2010	0,07	0,13	0,05	0,1	0,05	0,19	0,05	0
2009	0,223	1,017	0,005	0,189	0,004	0,089	0,033	0
2008	0,423	0,297	0,274	0,198	0	0,165	0,088	0,046
2007	0,487	0,133	0,793	0,392	0,567	0,222	0,332	0,043
2006	0,883	0,315	0	0,115	0,076	0,118	0,031	0,045
2005	0,167	0,112	0,068	0,088	0,07	0,045	0	0,052
2004	0,15	0,019	0,12	0,055	0,007	0,069	0,004	0,021
průměrný podíl investic rizik.kapitálem k HDP	0,343	0,289	0,187	0,162	0,111	0,128	0,077	0,030

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011)

Obdobná statistika, vztažená však k zemím CEE, také poměřující podíl investic rizikovým kapitálem k HDP, ukazuje, že zemí s největším průměrným podílem je Maďarsko. Maďarsko ovšem zaznamenalo citelný pokles investic v roce 2010, kdy se země ocitla v silné hospodář-

<sup>15</sup> NVCA – Asociace private equity a venture kapitálu USA

ské krizi. Česká republika zaujímá druhé místo. Nejmenší míra investic rizikového kapitálu k HDP je na Slovensku.

**Tabulka 5: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných evropských zemích (v %)**

Country	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	Průměrný podíl RK investic k HDP
Sweden	0,78	0,37	0,67	1,2	1,44	0,86	0,78	0,87
United Kingdom	0,75	0,3	0,74	1,03	1,26	0,66	0,56	0,76
Holland	0,33	0,14	0,45	1,03	1,05	0,6	0,7	0,61
France	0,33	0,16	0,47	0,64	0,61	0,45	0,39	0,43
Finland	0,33	0,4	0,4	0,61	0,23	0,47	0,2	0,38
Norway	0,61	0,25	0,35	0,54	0,26	0,24	0,27	0,36
Hungary	0,07	0,22	0,42	0,49	0,88	0,17	0,15	0,34
Belgium	0,27	0,34	0,2	0,64	0,45	0,16	0,24	0,33
Spain	0,28	0,1	0,21	0,4	0,37	0,48	0,27	0,3
Czech Republic	0,13	1,02	0,3	0,13	0,32	0,11	0,02	0,29
Germany	0,19	0,11	0,37	0,44	0,31	0,25	0,23	0,27
Ireland	0,5	0,32	0,16	0,3	0,39	0,08	0,11	0,27
Latvia	0,05	0,01	0,27	0,79	0,07	0,07	0,12	0,2
Italy	0,1	0,13	0,34	0,21	0,33	0,02	0,14	0,18
Romania	0,1	0,19	0,2	0,39	0,12	0,09	0,06	0,16
Portugal	0,11	0,19	0,22	0,1	0,12	0,18	0,15	0,15
Austria	0,25	0,07	0,12	0,31	0,1	0,08	0,07	0,14
Lithuania	0,05	0	0	0,57	0,08	0,07	0,01	0,11
Poland	0,19	0,09	0,17	0,22	0,12	0,05	0,07	0,13
Greece	0,01	0,07	0,13	0,19	0,03	0,22	0	0,09
Estonia	0,05	0,03	0,09	0,33	0,03	0	0	0,08
Slovakia	0	0	0,05	0,04	0,05	0,05	0,02	0,03

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011)

Jak vyplývá z tabulky 5, míra využívání financování formou rizikového kapitálu je v České republice na průměrné úrovni. Jako možné důvody byly vyhodnoceny, na základě předběžného zkoumání, překážky pro investice domácích penzijních fondů a pojišťoven do fondů rizikového kapitálu. Těmito překážkami se rozumí především: Plusová podmínka hospodaření penzijních fondů, již zmiňovaná daňová nevýhodnost v podobě trojího zdanění. Plusová podmínka hospodaření penzijních fondů, vztaženo k vyjádření vlády České republiky z počátku roku 2011, by měly být odstraněny, a to schválením zákona o kolektivním investování.<sup>16</sup>

Nízkou úroveň využívání rizikového kapitálu pro rozvoj podniků v České republice je možno také spatřovat v nepochopení a neznalosti této formy financování, neschopnosti vedení podniku sestavit podnikatelský plán a zaujmout tak potencionálního investora, obavy podnikatelů z administrativní zátěže plynoucí ze vstupu investora a konečně také problematické zhodno-

<sup>16</sup> Zákon o kolektivním financování byl schválen v květnu 2011, podrobnosti v kapitole 6

cení investice, kdy např. veřejný úpis akcií, jenž umožňuje dosažení vysokého zhodnocení, je v České republice málo využíváný.

Dalším důvodem nízkého využívání investice formou rizikového kapitálu je také absence veřejné, institucionální podpory této formy financování. V evropských zemích existují tzv. *seed* fondy (Schefczyk, 2006), které se zaměřují na finanční podporu začínajících inovativních podniků. V České republice se již tato potřeba vzniku tzv. *seed* fondu diskutuje na úrovni ministerstva průmyslu a obchodu a bank, které by poskytl společně se soukromými investory dostatečné finanční zdroje. MPO předpokládá, že s pomocí evropských prostředků založí fond rizikového kapitálu, který bude poskytovat prostředky pro inovativní projekty. Na bázi rizikového kapitálu vstoupí do základního kapitálu podniku a po určitém čase stát svůj podíl v podniku prodá. Cílem tohoto fondu je tak „překlenout mezeru mezi výsledky českého výzkumu a vývoje a mezi slabou schopností přesunout dobré nápady z výkresů na pulty obchodů“.<sup>17</sup>

V současnosti je rizikový kapitál pro MSP v České republice součástí Operačního programu podnikání a inovace na roky 2007 – 2013 (dále jen OPPI), jehož cílem je například zlepšit přístup začínajícím malým a MSP k finančním zdrojům, financovat realizaci podnikatelských plánů, zvýšit zájem o podnikání, odstranit překážky při financování projektů začínajících podnikatelů a zvýšit zaměstnanost. V souvislosti s podporou podnikatelských inkubátorů se uvažuje i o podpoře fondů rizikového kapitálu prostřednictvím programu Evropské investiční banky JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises), jehož zaměřením je právě rizikový kapitál.

Prostřednictvím rizikového kapitálu byl podpořen vznik a rozvoj takových společností, jako Facebook, Cisco, Fedex, Microsoft, Skype, Apple, Home Depot, Intel, Ebay, Google, Amazon, Starbucks, Twitter, Staples, Amgen, Zipcar, Zynga a další (zdroj: NVCA). Potenciál financování rizikovým kapitálem pro Českou republiku tedy spočívá ve financování takových projektů, které jsou mimořádně růstové, mají vysokou přidanou hodnotu a jsou spjata mnohdy s inovacemi, jak produktů, tak služeb ve smyslu ohlášení patentů (Rolling 2001, Schefczyk 2006). Financování rizikovým kapitálem je tak příležitostí pro začínající české podniky s výrazným jak inovačním potenciálem, tak podniky se snahou expandovat. Zvýšení investic rizikovým kapitálem v České republice může znamenat, jak zvýšení počtu nových inovativních podniků, tak expanze stávajících. Dle již zmíněné studie (Belke, Fehn a Foster, 2003) lze spojit navýšení investic rizikovým kapitálem s poklesem

---

<sup>17</sup> Založení *seed* fondu bylo potvrzeno premiérem ČR v listopadu 2011

nezaměstnanosti. Vyspělé ekonomiky (viz Tab. 5) vykazují až 2,5krát větší míru využívání rizikového kapitálu než Česká republika, tato forma financování je zde již etablovanou a dle (kap. 3.2.1) zmíněných studií, lze konstatovat, že financování rizikovým kapitálem přispívá k růstu národního hospodářství. V České republice by měly být učiněny takové změny, především v oblasti legislativy, které by umožnily zvýšení užití této formy financování. Je nutno zvýšit osvětu, upozornit vlastníky podniků na výhody tohoto financování, je nutné formulovat návrhy opatření směřujících k eliminaci bariér rozvoje financování rizikovým kapitálem v České republice, což může přispět k následnému rozvoji financování rizikovým kapitálem a v souvislosti s tím, i k implikování uvedených ekonomických dopadů financování rizikovým kapitálem na národní hospodářství.

### **3.3 Zdůvodnění výběru aspektů financování rizikovým kapitálem**

V rámci kapitoly 3 byly popsány různé aspekty financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem. Mezi tyto lze zařadit:

- Přímé a nepřímé podílnictví při financování rizikovým kapitálem.
- Vztahy mezi účastníky trhu s rizikovým kapitálem.
- Proces financování rizikovým kapitálem s vyzdvižením procesu Due Diligence.
- Nefinanční přidaná hodnota poskytovaná investory rizikového kapitálu managementu podniku.
- Investiční kritéria investorů rizikového kapitálu
- Bariéry rozvoje financování podniků rizikovým kapitálem v České republice.

**Pro realizaci výzkumných záměrů zahrnutých do disertační práce byla vybrána tato témata:**

- Identifikace investičních kritérií ze strany podniků, které jsou investory uplatňovány při posuzování předkládaných podnikatelských záměrů.
- Nefinanční přidaná hodnota ze strany investorů jako charakteristická vlastnost financování rizikovým kapitálem a
- Formulace návrhů vedoucí k odstranění bariér financování rozvoje podniků v České republice.

Přímé a nepřímé podílnictví při financování rizikovým kapitálem, vztahy mezi účastníky trhu s rizikovým kapitálem a proces financování rizikovým kapitálem jsou témata, která sice nejsou podrobně popsána v tuzemské odborné literatuře, nicméně jsou to oblasti, ve kterých se autoři zahraničních odborných studií shodují v závěrech o fungování a struktuře v daných oblastech.

Vybrané aspekty, investiční kritéria, nefinanční přidaná hodnota a bariéry financování podniků rizikovým kapitálem, jsou významnými charakteristikami pro financování podniků rizikovým kapitálem. Jak vyplývá z analýzy závěrů zahraničních odborných studií, jsou pohledy na charakteristiky vybraných aspektů rozdílné, tzn., byly identifikovány nejednoznačné závěry plynoucí z odborných studií vztahující se k jednotlivým oblastem. Z důvodu právě nejednoznačných závěrů zahraničních studií je žádoucí zhodnocení těchto aspektů v podmínkách České republiky a následná formulace návrhů změn jednotlivých aspektů vedoucí k možnému rozvoji financování rizikovým kapitálem v tuzemsku. Obzvláště téma identifikace bariér financování rizikovým kapitálem je téma, jež v zahraniční literatuře popsáno samozřejmě není, proto je mimořádně důležité téma uchopit identifikovat bariéry a prostřednictvím formulací navrhnout možné způsoby změn vedoucí k rozvoji financování tímto alternativním způsobem. Dalším důvodem je také absence odborných studií na daná témata. Jmenovaný důvod je tak i, jak bylo zmíněno v kapitole 1 – relevantnost tématu, hlavním důvodem pro realizaci výzkumných úkolů vážících se k tématu financování podniků rizikovým kapitálem.

## **4 Výzkum I.: Identifikace kritérií hodnocení podnikatelských projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v České republice**

Výzkumný úkol s cílem identifikace investičních kritérií podnikatelských subjektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v České republice byl realizován v roce 2010. Výsledky tohoto výzkumu byly publikovány v odborném recenzovaném periodiku, pod názvem *Private Equity and Venture Capitalists Investment Criteria in the Czech Republic*, autory Zinckerem a Rajchlovou, v roce 2010. Text níže je převzat z této publikace a upraven dle potřeb disertační práce.

### **4.1 Cíl výzkumu I.**

Racionální rozhodování o investicích vyžaduje existenci investičních kritérií. Efektivnost investic se v teorii finančního managementu tradičně posuzuje podle toho, jak investiční projekt přispívá k dosažení hlavního finančního cíle podnikání, tj. maximalizaci tržní hodnoty podniku. Kritériem při rozhodování o přijatelnosti, resp. nepřijatelnosti investičního projektu je tak jeho čistá současná hodnota, neboť pouze investice s pozitivní čistou současnou hodnotou přispívají k růstu tržní hodnoty podniku (např. Valach, 2001). Čistá současná hodnota je ovšem ovlivňována hodnotou s investicí spojených očekávaných peněžních toků, které jsou nejisté. Investor tak bude ochoten poskytnout kapitál pouze tehdy, pokud bude riziko spojené s investicí odměněno v podobě rizikové přirážky.

Pro investiční rozhodování v oblasti rizikového kapitálu je typická vyšší míra informační asymetrie mezi externím poskytovatelem kapitálu a jeho příjemcem. Hartmann a Wendels (1987) uvádějí, že kvalita investičního portfolia poskytovatele kapitálu závisí především na jeho schopnosti správně ohodnotit riziko individuálních projektů. Předpokladem úspěšnosti je volba správných investičních kritérií v procesu investičního rozhodování. Identifikace a ohodnocení významu těchto kritérií je předmětem zájmu velkého počtu výzkumných projektů realizovaných zejména na americkém a německém trhu rizikovým kapitálem spadajících do období od sedmdesátých let až po současnost.

Tyebjee/Bruno (1984), Fried a Hisrich (1994), MacMillan et al. (1987) a Muzika et al. (1996) zdůrazňují existenci a význam následujících kritérií při posuzování podnikatelských záměrů: velikost a atraktivita trhu, způsobilost managementu, jedinečnost produktu, akceptace



produktu trhem a intenzita konkurence. V SRN realizované studie Lauba (1989), Schrödera (1992) a Eiseleho et al.(2002) přispěly k identifikaci rozhodovacích kritérií na německém trhu, přičemž poslední ze jmenovaných studií se zabývala rovněž otázkou, jaká je váha hodnotících kritérií v jednotlivých vývojových fázích podnikatelského subjektu, který je objektem investování.

Potenciální příjemci rizikového kapitálu působící v ČR v současnosti nedisponují vzhledem k absenci odpovídajících výzkumných výsledků informacemi o investičních kritériích a jejich významu při posuzování projektů ze strany investorů. Tato skutečnost byla stimulem pro realizaci výzkumu I, jehož cílem je identifikovat kritéria hodnocení investičních projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v ČR a zároveň posoudit míru významnosti těchto kritérií v závislosti na vývojové fázi podnikatelského subjektu. Výzkum si rovněž klade otázku, které důvody investory vedou k zamítnutí financování podnikatelského projektu.

## **4.2 Materiál a metodika výzkumu I.**

Za metodu sběru dat bylo zvoleno písemné dotazování. Důvodem této volby byly zkušenosti zahraničních kolegů při realizaci citovaných výzkumů, stejně jako snaha minimalizovat nároky na časový fond respondentů. Písemné dotazování prostřednictvím standardizovaného dotazníku rovněž vylučuje nežádoucí subjektivitu, která je např. spojena se sběrem dat formou interview.

Dotazník obsahuje katalog celkem 37 hodnotících kritérií rozříděných do šesti bloků hodnotících osobnost manažera, zkušenosti manažera, produkt, relevantní trh a finanční cíle. Dotazník je uveden v příloze 1. Východiskem pro zařazení kritérií do dotazníku byly zahraniční výzkumy (zejména pak výzkum Eiseleho et al.(2002) a dále pak výzkumy autorů Tyebjee/Bruno (1984), Fried a Hisrich (1994), MacMillan et al. (1987), Muzika et al. (1996) a konzultace s představiteli CVCA.

Úkolem respondenta v pozici investičního analytika bylo vyjádřit míru významnosti uvedených kritérií kvalitativním hodnocením a to na čtyřstupňové ordinální škále. Charakteristika míry významnosti hodnotících stupňů je uvedena v tabulce 6. Vzhledem k tomu, že hodnocení kritérií probíhalo pro jednotlivé vývojové fáze podniku odděleně, mohl být naplněn cíl výzkumu i s ohledem na posouzení změn v míře významnosti hodnotících kritérií mezi jednotli-

vými fázemi životního cyklu příjemců kapitálu. Definice vývojových fází podniku jsou uvedeny kapitole 3.1.2.

**Tabulka 6: Hodnotící škála**

Míra významnosti kritéria (číselně)	Míra významnosti kritéria (verbálně)	Charakteristika
0	zcela nevýznamné	Kritérium nemá žádný vliv na rozhodování investora o kapitálovém vstupu do podniku.
1	méně významné	Kritérium zvyšuje pravděpodobnost, že rozhodnutí investora o kapitálovém vstupu do podniku bude kladné.
2	velmi významné	Kritérium, jehož splnění podporuje kladné rozhodnutí investora o kapitálovém vstupu, pakliže však jiná kritéria nekompenzují jeho nesplnění.
3	Naprosto nezbytné /neopomenutelné	Kritérium, které musí být bezpodmínečně splněno, aby rozhodnutí investora o kapitálovém vstupu bylo kladné.

Zdroj: upraveno dle lit. EISELE et al. (2001)

Na důvody zamítnutí předkládaných podnikatelských projektů jsou respondenti dotazováni formou otevřené otázky. Součástí dotazníku je rovněž část věnovaná identifikaci subjektu respondenta.

Bylo osloveno všech 13 řádných členů CVCA. Tito členové reprezentují hlavní zdroj institucionalizovaného, ziskově orientovaného rizikového kapitálu v ČR a tvoří tak základní soubor respondentů (údaj CVCA). Význam neinstitucionalizovaného rizikového kapitálu nelze vzhledem k absenci relevantních dat posoudit. Členové CVCA jsou ziskově orientované podnikatelské subjekty. Na rozdíl od některých jiných zemí v ČR neexistuje veřejná podpora ve formě financování rizikovým kapitálem. Hlavním cílem institucí poskytujících veřejnou podporu nemusí být nutně realizace zisku, ale např. podpora podnikání a v konečném důsledku tvorba pracovních míst.

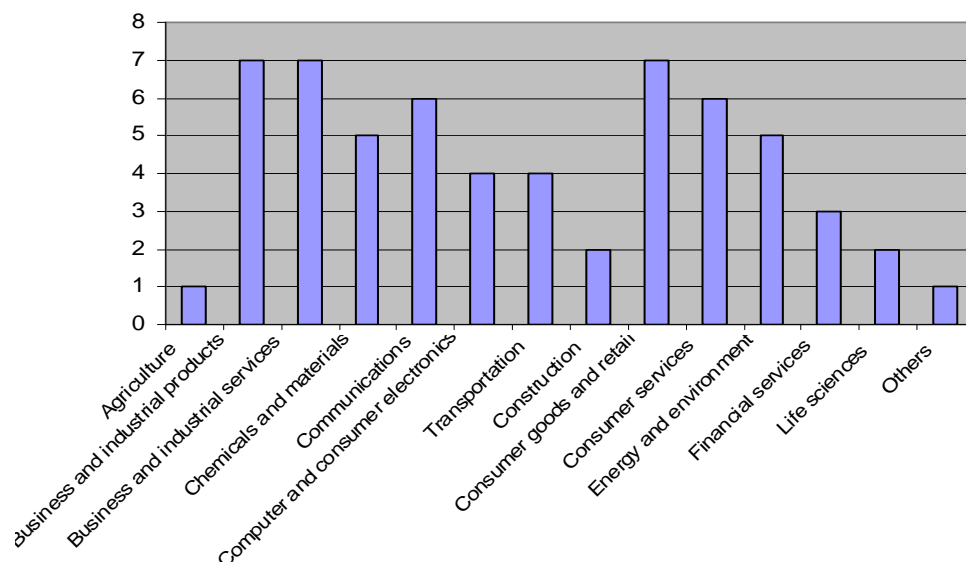
Členům asociace, resp. jejich managementu, byl elektronicky zaslán dotazník spolu s průvodním dopisem. Pakliže do čtrnácti dnů respondent na žádost o participaci na výzkumu nereagoval, došlo k jeho telefonickému kontaktování. V případě tří subjektů zůstala žádost bez odezvy, dva respondenti účast na výzkumu odmítli. Výzkumný vzorek tvoří dvanáct respondentů a kvóta návratnosti je na úrovni 62 %. Sběr dat probíhal v měsících března a dubna 2010. Data byla zpracována pomocí metod popisné statistiky v programu Excel.

Výzkumný vzorek lze blíže popsat prostřednictvím následujících charakteristik:

- společností investující rizikový kapitál v ČR mají své sídlo v ČR, USA, Velké Británii, Nizozemí, Rakousku, Belgii a Finsku;
- obory podnikání, v nichž tyto společnosti realizují své investice, spadají nejčastěji do kategorií „spotřebitelské a průmyslové výrobky“, „spotřebitelské a průmyslové služby“, případně „komunikace“ (graf 5);

- projekty ve fázi Buyouts tvoří 65,9 % hodnoty investičního portfolia společností. Podíl projektů v ostatních fázích na hodnotě investičního portfolia je nižší (Later Stage Venture - 25,9 %; Early Stage - 8,3 %).

**Graf 5: Obory investování společností investujících rizikový kapitál v ČR**



Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.3 Výsledky výzkumu I.

V tabulce 7 jsou v jednotlivých řádcích uvedena kritéria hodnocení podnikatelských projektů členěná do šesti tematických bloků. Úkolem respondenta bylo posoudit míru významnosti kritéria v procesu investičního rozhodování na škále od nuly do tří pro jednotlivé fáze životního cyklu podniku (Early Stage, Later Stage Venture, Buyouts). Údaj o průměrném hodnocení míry významnosti kritéria v jednotlivých fázích a údaj o směrodatné odchylce je uveden ve sloupcích 2 až 7 tabulky. Aby bylo možné určit, zda je kritérium v procesu investičního rozhodování považováno za prioritní, anebo naopak, zda sehraává okrajovou roli, byly pro jednotlivé fáze investování definovány tzv. referenční hodnoty. Ty jsou vyjádřeny jako průměr průměrného hodnocení míry významnosti všech kritérií (tj. kritérií 1 – 37) v jednotlivých fázích investování. Referenční hodnoty jsou 1,77 pro Early Stage, 1,82 pro Later Stage Venture a 1,89 pro Buyouts.

Tabulka 7 dále poskytuje informaci o relativní četnosti odpovědi *naprosto nezbytné/neopomenutelné* pro jednotlivá kritéria. Je tak patrné, splnění jakých kritérií většina investorů považuje za podmínku nutnou pro pozitivní posouzení podnikatelského záměru, tedy pro kladné investiční rozhodnutí.

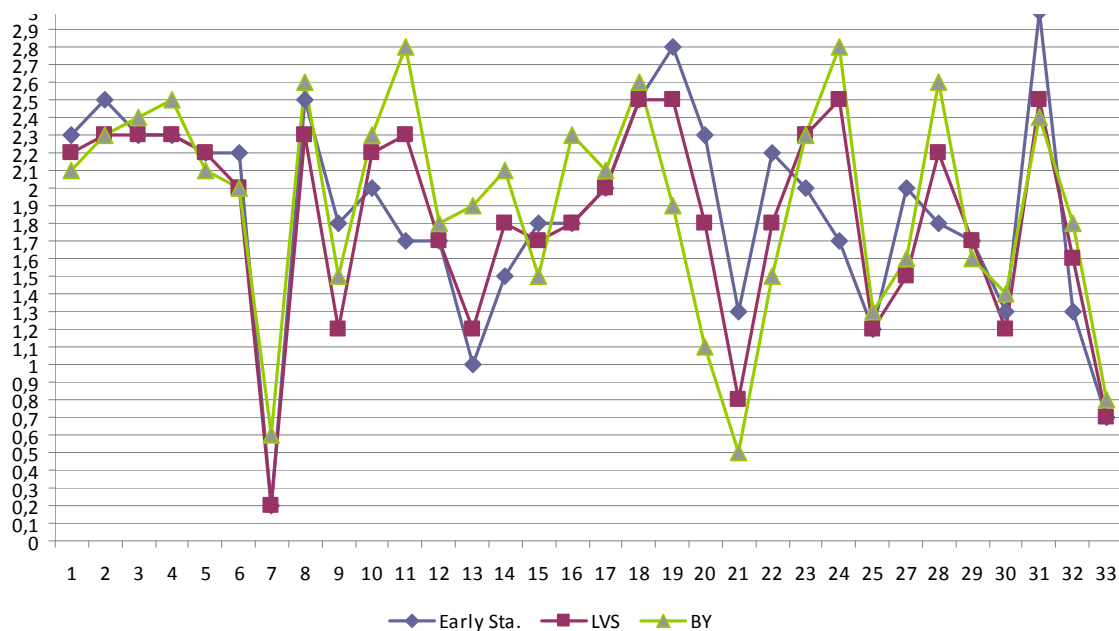
	Early Stage		Later Stage Venture		Buyouts		relativní četnost odpovědi (%) naprosto nezbytné		
	průměr	směrodatná odchylna	průměr	směrodatná odchylna	průměr	směrodatná odchylna	Early Stage	Later Stage Venture	Buyouts
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>I. Osobnost manažera/managementu</i>									
1 schopnost přesvědčivým způsobem reprezentovat podnikatelskou myšlenku	2,3	0,9	2,2	0,7	2,1	0,6	<b>66,70</b>	33,33	25,00
2. na straně managementu lze identifikovat extrémní výkonnost a odolnost	<b>2,5</b>	0,8	<b>2,3</b>	0,7	2,3	0,7	<b>66,70</b>	<b>50,00</b>	37,50
3. management dokáže rozpoznat rizika, správně je vyhodnotit a odpovídajícím způsobem na ně reagovat	2,3	0,7	<b>2,3</b>	0,7	2,4	0,9	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>62,50</b>
4 management dokáže vystihnout problémy, definovat cíle a přidělit úkoly	2,3	0,7	<b>2,3</b>	0,7	<b>2,5</b>	0,7	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	<b>62,50</b>
5. management dokáže strhnout spolupracovníky ve věci společné vize	2,2	1,1	2,2	1,1	2,1	0,9	<b>50,00</b>	<b>50,00</b>	37,50
6. management je ve své práci svědomitý a nezanedbává detaily	2,2	0,9	2	0,8	2	0,9	<b>50,00</b>	33,33	37,50
7. management usiluje o nezávislost	0,2	0,4	0,2	0,4	0,6	0,9	0,00	0,00	0,00
<i>II. Zkušenosti manažera/managementu</i>									
8. management je co nejpřesněji seznámen s cílovým trhem	<b>2,5</b>	0,76	<b>2,3</b>	0,7	2,6	0,5	<b>66,70</b>	<b>50,00</b>	<b>62,50</b>
9. management je kompetentní v oblasti výzkumu a vývoje a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	1,8	1,1	1,2	0,9	1,5	0,7	33,30	16,70	12,50
10. management je kompetentní v oblasti výroby a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	2	0,6	2,2	0,7	2,3	0,7	20,00	40,00	42,90
11. management je kompetentní v oblasti vedení a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	1,7	0,5	<b>2,3</b>	0,7	<b>2,8</b>	0,4	0,00	<b>50,00</b>	<b>75,00</b>
12. management má vysokoškolské vzdělání nebo praxi v oboru podnikání	1,7	1,1	1,7	0,9	1,8	1	33,30	16,70	25,00
13. management je kompetentní v oblasti marketingu a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	1	0,8	1,2	0,7	1,9	0,9	0,00	0,00	25,00
14. management je kompetentní v oblasti finančního řízení a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	1,5	0,5	1,8	0,4	2,1	0,3	0,00	0,00	12,50
<i>III. Ostatní kritéria pro hodnocení manažera/managementu</i>									
15. podíl managementu na základním kapitálu podniku	1,8	1,3	1,7	1,2	1,5	1,1	<b>50,00</b>	33,30	25,00
16. vyvážené složení manažerského týmu, schopnosti a zkušenosti jednotlivých členů se vzájemně doplňují	1,8	0,9	1,8	0,9	<b>2,3</b>	0,8	33,30	33,30	<b>50,00</b>
17. reference o dosavadní činnosti managementu	<b>2</b>	0,8	<b>2</b>	0,8	2,1	0,6	33,30	33,30	25,00

**Tabulka 7: Průměrná míra významnosti kritérií, směrodatná odchylna a relativní četnost odpovědi naprosto nezbytné**

Zdroj: Eisele et al. (2002) a vlastní zpracování

1	Early Stage		Later Stage Venture		Buyouts		Podíl hodnocení „naprosto nezbytné“ (%)		
	průměr	směrodatná odchylna	průměr	směrodatná odchylna	průměr	směrodatná odchylna	Early Stage	Later Stage Venture	Buyouts
							8	9	10
<i>IV. Charakteristika produktu</i>									
18. užitek produktu pro zákazníka je jednoznačně rozpoznatelný	2,5	0,8	<b>2,5</b>	0,5	2,6	0,7	<b>66,70</b>	<b>50,00</b>	<b>75,00</b>
19. produkt představuje jednoznačné zlepšení v porovnání s dosavadní nabídkou	<b>2,8</b>	0,4	<b>2,5</b>	0,5	1,9	0,8	<b>83,30</b>	<b>50,00</b>	25,00
20. produkt disponuje vysokým stupněm inovace	2,3	0,7	1,8	0,7	1,1	0,6	<b>50,00</b>	16,70	0,00
21. produkt spadá do kategorie „High Tech“	1,3	0,7	0,8	0,4	0,5	0,5	0,00	0,00	0,00
22. produkt, resp. způsob jeho zhotovení, je předmětem ochrany (patent, licence)	2,2	0,9	1,8	0,7	1,5	0,5	<b>50,00</b>	16,67	0,00
23. vývojová fáze produktu je uzavřená (existuje funkční prototyp)	2	0,8	2,3	0,7	2,3	1,1	33,33	<b>50,00</b>	<b>62,50</b>
24. produkt je prokazatelně ze strany trhu akceptován	1,7	1,1	<b>2,5</b>	0,5	<b>2,8</b>	0,4	33,33	<b>50,00</b>	<b>75,00</b>
25. produkt disponuje potenciálem k tvorbě výrobní řady	1,2	1,2	1,2	1	1,3	0,9	20,00	20,00	14,29
<i>V. Charakteristika relevantního trhu</i>									
26. trh se vyznačuje vysokou mírou růstu	<b>2,3</b>	0,5	1,7	0,5	1,5	0,5	33,33	0,00	0,00
27. trh se v prvních třech letech vyznačuje nízkou intenzitou konkurence	2	0,6	1,5	0,5	1,6	0,5	16,67	0,00	0,00
28. existují distribuční kanály	1,8	0,9	<b>2,2</b>	0,7	<b>2,6</b>	0,5	33,33	33,33	<b>62,50</b>
29. podnikání otevírá možnost vstupu na mezinárodní trhy	1,7	0,7	1,7	0,7	1,6	0,7	16,67	16,67	12,50
30. podnikání otevírá možnost vstupu na zcela nové trhy	1,3	0,9	1,2	0,7	1,4	0,5	16,67	0,00	0,00
<i>VI. Finanční kritéria</i>									
31. možnost vysoké míry zhodnocení investovaného kapitálu/spoluvlastnického podílu	<b>3</b>	0	<b>2,5</b>	0,5	<b>2,4</b>	0,5	<b>100,00</b>	<b>50,00</b>	37,50
32. možnost rychlého a bezproblémového prodeje spoluvlastnického podílu	1,3	0,9	1,6	0,8	1,8	0,8	16,67	20,00	25,00
33. potenciál průběžného odčerpávání podílů na zisku vyplývající ze spoluvlastnického podílu	0,7	0,5	0,7	0,5	0,8	0,7	0,00	0,00	0,00
34. požadovaná roční výnosnost individuální investice/ROI (údaj uveďte v %)	33,80	11,9	23,80	8,2	21,60	6,3	-	-	-
35. požadovaná úroveň vnitřní úrokové míry individuální investice/IRR (údaj uveďte v %)	37,50	11	25,83	7,88	21	5,2	-	-	-
36. očekávaná roční výnosnost investičního portfolia (v%)	33,30	12	20	7,07	20	6,10	-	-	-
37. maximální doba trvání projektu (v letech)	4,5	1,2	4,66	0,745	5,4	1,3	-	-	-

**Tab. 7 (pokračování): Průměrná míra významnosti kritérií, směrodatná odchylna a relativní četnost odpovědi naprosto nezbytné**  
**Zdroj: Eisele et al. (2002) a vlastní zpracování**



**Graf 6: Průměrná míra významnosti kritérií v jednotlivých fázích**

Zdroj: vlastní zpracování

## Hodnocení managementu

V rámci hodnocení osobnosti manažera kladou investoři důraz především na to, zda lze na straně managementu identifikovat *extrémní výkonnost a odolnost*. Průměrná míra významnosti kritéria dosahuje v jednotlivých fázích životního cyklu podniku hodnot 2,5 (Early Stage), 2,3 (Later Stage Venture) a 2,3 (Buyouts). Respondenti byli v hodnocení jednotní, což naznačuje nízká úroveň směrodatné odchylky. Ve fázi Early Stage je splnění kritéria naprosto nezbytné pro 66,7 % respondentů. Naproti tomu ve fázích Later Stage Venture a Buyouts bylo kritérium pro pozitivní hodnocení podnikatelského záměru podmínkou nutnou pro 50, resp. 37,5 % dotazovaných. Rozhodování investora ve všech fázích životního cyklu podniku rovněž velmi významně ovlivňuje to, zda *management dokáže vystihnout problémy, definovat cíle a přidělit úkoly, zda je schopen správně rozpoznávat rizika, vyhodnocovat je a adekvátně na ně reagovat a zda dokáže přesvědčivým způsobem reprezentovat podnikatelskou myšlenku*. V prvním bloku kritérií ovšem nelze vysledovat kritérium, které by bylo investory shodně všemi investory označováno za neopominutelné napříč všemi fázemi. Naopak, za bezvýznamné lze považovat zjištění, které signalizuje *snahu managementu o nezávislost*.

Za nejvýznamnější kritérium ve fázi Early Stage je ze strany investorů označována *výkonnost a odolnost managementu* (průměrná míra významnosti 2,5). Velký důraz je dále kladen na *schopnost managementu reprezentovat podnikatelskou myšlenku, správně rozpoznávat rizika a adekvátně na ně reagovat, vystihnout problémy, definovat cíle a přidělit úkoly*. Ve fázi Later

Stage Venture je pořadí hodnocení uvedených kritérií shodné s fází Early Stage. V případě *Buyouts* dosahuje nejvyšší průměrné hodnocení *schopnost managementu vystihnout problém, definovat cíle a přidělit úkoly* (průměrná míra významnosti 2,5).

Kritéria popisující zkušenosti managementu, tedy kritéria, která je možné snadněji objektivizovat, zauímají v porovnání s předchozím blokem proměnných nižší míru významnosti. Druhý blok kritérií zároveň vykazuje nižší počet proměnných, jejichž splnění je považováno za nezbytně nutné ze strany nadpoloviční většiny respondentů. Výjimku představuje *obeznámenost managementu s cílovým trhem*. Průměrná míra významnosti kritéria ve fázi Early Stage činí 2,5, ve fázi Later Stage Venture 2,3 a ve fázi Buyouts 2,6. Ve fázi Buyouts dosahuje nejvyšší míry významnosti kritérium *kompetence managementu v oblasti vedení lidí* (průměrná míra významnosti 2,8, směrodatná odchylka 0,4). V této fázi 75 % dotazovaných považuje splnění tohoto kritéria za naprosto nezbytné, naproti tomu o nutnosti bezpodmínečně splnit kritérium ve fázi Early Stage není přesvědčen ani jeden respondent. V případě kritérií hodnotících zkušenosti a kompetence manažera v oblasti *řízení výroby, marketingu a finančního řízení* je patrná rostoucí míra významnosti v pozdějších vývojových fázích podniku (Later Stage Venture, Buyouts). Zkušenosti a kompetence managementu v oblasti výzkumu a vývoje jsou naopak z pohledu investičních analytiků nejméně významné ve fázi Early Stage.

Z doplňujících kritérií (kritéria 15 až 17) jsou v rámci všech fází životního cyklu podniku významné *reference o dosavadní činnosti managementu*. Pro investory je dále pak, obzvláště ve fázi Buyouts, důležitým kritériem *vyvážené složení manažerského týmu*, tzn., *zda se schopnosti a zkušenosti jednotlivých členů vzájemně doplňují*. Hodnocení kritéria *podíl managementu na základním kapitálu podniku* dosáhlo průměrné míry významnosti 1,8 (Early Stage), 1,7 (Later Stage Venture) a 1,5 (Buyouts) a jeho splnění je podmínkou nutnou pro pozitivní investiční rozhodnutí pro 50 % dotazovaných ve fázi Early Stage.

### **Charakteristika produktu**

Dvě kritéria charakterizující produkt lze z hlediska své významnosti označit za dominantní napříč všemi fázemi životního cyklu podniku, a to *jednoznačnou rozpoznatelnost užitku produktu pro zákazníka* a skutečnost, že *produkt představuje jednoznačné zlepšení v porovnání s dosavadní nabídkou*. První jmenované kritérium dosáhlo průměrné míry významnosti 2,5 ve fázi Early Stage (směrodatná odchylka 0,8), 2,5 ve fázi Later Stage Venture (směrodatná odchylka 0,5) a 2,6 ve fázi Buyouts (směrodatná odchylka 0,7). Ve všech fázích je pak kritérium

neopomenutelným pro více než 50 % respondentů. Druhé z kritérií je nejvýznamnější pro fáze Early Stage (průměrná míra významnosti 2,8, směrodatná odchylka 0,4) a Later Stage Venture (průměrná míra významnosti 2,5, směrodatná odchylka 0,5), přičemž ve fázi Buyouts míra významnosti kritéria klesá na hodnotu 1,9 (směrodatná odchylka 0,8). Splnění kritéria považuje 83,3 % dotazovaných ve fázi Early Stage za naprosto nezbytné, má-li se stát podnikatelský plán předmětem financování (ve fázi Later Stage Venture označilo kritérium za neopomenutelné 50 % respondentů, ve fázi Buyouts pak 25 % respondentů).

Ve fázi Early Stage jsou významnější kritéria 18 až 23 v porovnání s kritérii 24 a 25. Tím se tato fáze odlišuje od Later Stage Venture a Buyouts, ve kterých 50, resp. 75 % respondentů označuje za naprosto nezbytné, aby byl *produkt trhem akceptován*. Rovněž význam kritéria 23 (*existence funkčního prototypu*) je v pozdějších fázích financování formou rizikového kapitálu větší.

Příslušnost produktu ke kategorii „*High Tech*“ není pro financování ze strany společností investujících rizikový kapitál podmínkou nutnou, a to nezávisle na fázi financování. Nicméně zdůraznit je třeba rozdíly průměrné míry významnosti této kategorie pro jednotlivé fáze životního cyklu podniku (1,3 pro Early Stage, 0,8 pro Later Stage Venture a 0,5 pro Buyouts). Hodnocení nad úrovní referenčních hodnot dosahuje kritérium *ochrana produktu formou patentu/licence* ve fázi Early Stage. Pro 50 % respondentů představuje splnění kritéria v této fázi podmínku nutnou. Naopak v pozdějších fázích životního cyklu podniků je význam kritéria podprůměrný. Kritérium *potenciál produktu k tvorbě výrobné řady* dosahuje všech fází hodnocení, které se nachází pod úrovní referenčních hodnot.

### **Charakteristika relevantního trhu**

Z výsledků výzkumu kritérií charakterizujících relevantní trh lze vyzorovat dvě odlišné tendence. Zatímco pro fázi Early Stage jsou nejvýznamnějšími kritérii *vysoká míra růstu trhu* a *nízká intenzita konkurence* (průměrná míra významnosti 2,3, resp. 2,0, směrodatná odchylka 0,5, resp. 0,6), je ve fázích Later Stage Venture a Buyouts rozhodujícím kritériem *existence distribučních kanálů* (průměrná míra významnosti 2,2, resp. 2,6 a směrodatná odchylka 0,7, resp. 0,6). Ve fázi Buyouts je existence distribučních kanálů neopomenutelným kritériem až pro 62,5 % respondentů.

Možnost získat účastí na podnikání *přístup na zcela nové*, resp. *na mezinárodní trhy* většina respondentů neoznačila za významné kritérium pro posuzování podnikatelských záměrů. Splnění těchto kritérií označil za podmínku nutnou pouze jeden respondent.



Výsledky výzkumu také poukazují na rozdíly ve významu charakteristik trhu v jednotlivých fázích investování rizikovým kapitálem. Pro investora, který financuje rozvoj podniku v jeho počáteční fázi, není relevantní *existence distribučních kanálů*, ale spíše *perspektiva růstu trhu a nízká intenzita konkurence* po uvedení produktu na trh. Naopak, především v případě Buy-outs je existence distribučních kanálů nezbytným předpokladem pro kladné investiční rozhodnutí.

### Finanční kritéria

V šestém bloku hodnotících kritérií lze vyzorovat jednotící znak napříč všemi fázemi životního cyklu podniku a tím je snaha investorů o maximální zhodnocení investovaného kapitálu. Bezpodmínečné splnění tohoto kritéria požaduje ve fázi Early Stage 100 % respondentů, ve fázích Later Stage Venture a Buyouts byly zaznamenány hodnoty 50, resp. 37,5 %. Pro méně než polovinu respondentů jsou pak důležitá kritéria jako je *možnost rychlého a bezproblémového prodeje spoluvlastnického podílu a potenciál průběžného odčerpávání podílů na zisku*. Málo překvapivé jsou výsledky dotýkající se *požadované míry výnosnosti projektů a požadované vnitřní úrokové míry spojené s projekty*. S rostoucím věkem podniku vykazují hodnoty klesající tendenci. Naopak platí, že v počátečních fázích životního cyklu podniků investoři upřednostňují kratší *dobu trvání projektů*.

### Důvody zamítnutí projektů

Formou otevřené otázky byli respondenti dotazováni na důvody zamítnutí předkládaných podnikatelských projektů. Tabulka 8 obsahuje taxativní seznam důvodů zamítnutí podnikatelských projektů tak, jak je formulovali respondenti, tedy společnosti investující rizikový kapitál v ČR.

Uvedený důvod zamítnutí projektu	Počet jmenování
Nevyhovující management	4
Nedostatečná očekávaná rentabilita projektu	2
Nerealistický projekt	1
Nekonkurenceschopný projekt	1
Neinovativní projekt	1
Nedostatečná růstová příležitost projektu	1
Neschopnost projektu generovat dostatečný peněžní tok	1
Příliš rané stádium projektu	1
Riziko projektu	1
Neperspektivní produkt	1
Nevhodné odvětví	1

**Tabulka 8: Důvody zamítnutí projektů**

Zdroj: vlastní zpracování

#### 4.4 Diskuze výsledků výzkumu I.

##### **Hodnocení managementu**

Lze konstatovat, že kritéria hodnotící *osobnost manažera* sehrávají v procesu rozhodování společností investujících rizikový kapitál stěžejní roli. Průměrná míra významnosti šesti kritérií převyšuje ve všech fázích životního cyklu podniku referenční hodnoty. *Osobnost manažera* lze tak označit za indikátor rizika investice. Tuto domněnku rovněž podporují výsledky výzkumu Eiseleho et al. (2002), podle kterého „jsou schopnosti managementu významným aspektem ovlivňujícím disponibilitu rizikového kapitálu“. Rovněž Khanin et al. (2008) potvrzuje, že investoři kladou důraz na psychologické charakteristiky top managementu a jeho kognitivní kompetence, jakými jsou vytrvalost, odpovědnost, pečlivost a pozitivní postoj k riziku. Robinson (1987) zdůrazňuje, že pro investory je relevantní zejména to, aby byl senior management schopen jednat jako leader, a aby byl jako leader ze strany členů týmu uznáván.

V kategorii *zkušenosti managementu* je všech fázích životního cyklu podniku rozhodujícím kritériem *obeznámenost managementu s cílovým trhem*. Eisele et al. (2002) v této souvislosti uvádí, že „znalost poměrů na cílovém trhu ve fázi Early Stage omezuje riziko určitých chyb již v okamžiku zahájení podnikatelské činnosti, umožňuje cíleně orientovat výzkum a vývoj a přispívá k omezení ztrátového potenciálu investice“. Průměrná míra významnosti kritéria ve fázi Later Stage Venture stejně jako ve fázi Buyouts zůstává nad referenčními hodnotami a dokumentuje tak jeho rozhodující vliv na úspěšný rozvoj podniku i v dalších fázích, mj. jeho potenciál vytvářet tlak na uvádění nových, resp. diferencovaných, produktů na trh (Eisele et al., 2002). Kritérium *kompetence managementu v oblasti výzkumu a vývoje* dosahuje nejvyšší míry významnosti ve fázi Early Stage, což je málo překvapivé, neboť právě v této fázi se testuje technická realizovatelnost produktu, vyvíjí se prototyp a zahajuje se sériová výroba. Technické riziko spojené s vývojem produktu se tak v pozdějších fázích životního cyklu podniku dostává do pozadí a roste význam kompetencí managementu v oblasti řízení výroby, vedení lidí, marketingu a finančního řízení. Výsledky výzkumu v této kategorii jsou tak v souladu se závěry studií, které význam manažerských kompetencí zdůrazňují. Fried a Hisrich(1994) podtrhují význam zkušeností managementu v oblastech marketing, finance a výroba a akcentují tak význam odborné kvalifikace. Robinson (1987) a Knight (1992) doporučují při hodnocení kvality managementu zohlednit nejen jeho kompetence, ale rovněž jeho vyzrá-

lost, a to na základě referencí. Jejich význam potvrzuje i realizovaný výzkum, neboť se jedná o nejvýše hodnocené kritérium v kategorii *ostatní*. Muzyka et al.(1996) doporučuje, aby byl manažerský tým vyvážený, tzn., aby jeho jednotliví členové měli komplementární kompetence a schopnosti. Z výzkumu ovšem vyplývá, že kritérium zaujímá nadprůměrný význam pouze ve fázi *Buyouts*. Překvapivé je zjištění, že z hlediska investorů je kritérium *podíl managementu na základním kapitálu* hodnoceno jako průměrně, resp. podprůměrně významné v porovnání s referenčními hodnotami. Podíl managementu na základním kapitálu přitom může být vnímán jako signál důvěry podnikatele v podnikatelskou myšlenku, případně jako nástroj omezení ztráty kapitálu společníků v případě nezdaru podnikatelského plánu (Eisele et al., 2002).

### **Charakteristika produktu**

Řada studií potvrzuje, že společnosti investující rizikový kapitál posuzují kvalitu produktu na základě následujících kritérií: jedinečnost produktu, resp. jeho dostatečná diferencovanost v porovnání s nabídkou konkurence (Muzika et al., 1996), patentová ochrana produktu (MacMillan et al., 1987; Zacharakis, Meyer, 1998) a existence funkčního prototypu (MacMillan et al., 1987).

Výzkum potvrzuje nadprůměrný význam *jedinečnosti produktu* a jeho *užitku pro zákazníka* při hodnocení podnikatelských záměrů napříč všemi fázemi. Ve fázi *Early Stage* je jako nadprůměrně významné označováno rovněž kritérium *stupeň inovace produktu*. Vše tedy nasvědčuje tomu, že užitek produktu pro zákazníka a jeho zřetelné odlišení od produktů konkurence jsou faktory, které ovlivňují konkurenční pozici podniku a tím i úspěšnost investice, protože reprezentují potenciál pro tvorbu hodnoty. K obdobným výsledkům dospěl ve svém výzkumu Eisele et al. (2002). Naproti tomu kritérium *příslušnost produktu do kategorie „High Tech“* nesehrává oproti očekávání v žádné z fází životního cyklu podniku mimořádný význam.

*Patentová ochrana produktu* je kritérium nadprůměrně významné ve fázi *Early Stage*. Význam patentové ochrany v ostatních fázích životního cyklu podniku ovšem klesá, což je v rozporu např. s výzkumem Eiseleho et al. (2002), podle kterého „může existence ochranných práv vyslat signál o tom, že podnik je činný v určité oblasti, a že disponuje odpovídajícím *know-how*, aby dokumentoval svoji podnikatelskou činnost a inovativní sílu“.

*Existence funkčního prototypu* a *akceptace produktu trhem* jsou kritéria, která nabývají na nadprůměrné významnosti v pozdějších vývojových fázích podniku, tj. ve fázi *Later Stage*

Venture a ve fázi Buyouts. Teprve v těchto fázích totiž investoři mohou posoudit, zda se produkt na trhu prosadil, tzn., zda byl trhem akceptován.

### **Charakteristika relevantního trhu**

Výsledky výzkumu potvrzují výsledky zahraničních studií, podle nichž je nejvýznamnějším kritériem charakterizujícím trh ve fázi Early Stage míra jeho růstu (Eisele et al. 2002, Muzyka et al., 1996). Ve fázích Later Stage Venture a Buyouts míra významnosti kritéria klesá a lze tak předpokládat, že v pozdějších životních fázích podniku sehrávají významnou roli vedle růstového potenciálu i jiné charakteristiky trhu, zejména pak jeho absolutní velikost. Muzyka et al., (1996) klade důraz na takovou velikost trhu, která „podniku dává šanci na dosažení ziskovosti“.

Nadprůměrné míry významnosti dosahuje ve všech fázích životního cyklu kritérium hodnotící *existenci distribučních kanálů*, které jsou nezbytné pro obsluhu cílového trhu. Ve fázích Later Stage Venture a Buyouts míra významnosti kritéria roste, což lze vzhledem k nutnosti realizovat v těchto fázích rostoucí objem prodeje očekávat. Relevanci kritéria zdůrazňují rovněž Tyebee a Bruno (1984). Naproti tomu Eisele et. al. (2002) ve svém výzkumu dospěl k překvapivému zjištění, že pro společnosti investující rizikový kapitál v SRN je *existence distribučních kanálů* kritériem podprůměrně významným. Podle autora je vybudování distribučních kanálů přínosem investora v souvislosti s jeho kapitálovým vstupem do podniku, a proto má kritérium v procesu investičního rozhodování pouze průměrný význam.

Anglosaská literatura klade důraz na mimořádnou roli, kterou při rozhodování o investici sehrává potenciál podniku v oblasti *vstupu na mezinárodní, resp. na nové trhy* (MacMillan et al., 1987). Ve srovnání s výsledky těchto studií je míra významnosti kritéria v ČR ve všech fázích investování podprůměrná.

### **Finanční kritéria**

Nejvýznamnějším kritériem ve všech fázích životního cyklu podniku je z pohledu investorů potenciál maximalizovat hodnotu spoluvlastnického podílu. Význam kritéria podtrhuje rovněž nízká úroveň směrodatné odchylky. Výzkum v tomto směru dospěl k identickým výsledkům jako např. Eisele et al.(2002), podle něhož je nárůst tržní hodnoty spoluvlastnického podílu podstatným motivem ovlivňujícím rozhodování ziskově orientovaných investorů rizikového kapitálu. V tomto kontextu je ovšem nutné zdůraznit i výsledky těch studií, které zdůrazňují,

že „investoři poměrně často nedůvěřují nadměrně optimistickým podnikatelským plánům týkajících se očekávaných příjmů, a proto věnují větší pozornost očekávané míře růstu trhu a tomu, zda produkt uspokojuje potřeby existujícího nebo nově vznikajícího trhu (*emerging markets*)“ (MacMillan et al., 1987; Zacharakis a Meyer, 1998).

Možnost rychlého a bezproblémového prodeje kapitálového podílu je ve všech fázích životního cyklu podniku kritériem s podprůměrnou mírou významnosti. V tomto směru se tak nepotvrdily výsledky výzkumu Eiseleho et al. (2002), z něhož vyplynulo, že kritérium sehrává v rozhodovacím procesu nadprůměrně významnou roli. Řada dalších studií zdůrazňuje, že pro společnosti investující rizikový kapitál je v procesu investičního rozhodování relevantní strategie exitu. Investoři se rovněž koncentrují na otázku, zda bude možné investici v termínu zpeněžit (MacMillan et al., 1987).

Překvapivé je porovnání výsledků průměrné očekávané výnosnosti individuální investice a průměrné očekávané výnosnosti investičního portfolia, neboť rozdíl hodnot dosahuje maximálně necelých čtyř procentních bodů ve fázi Later Stage Venture. Hodnoty, a to i přes vysokou směrodatnou odchylku, vypovídají o tom, že investoři očekávají ve svém investičním portfoliu minimum ztrátových investic. Výsledek tak kontrastuje s výpovědí jednoho manažera společnosti investující rizikový kapitál, kterou uvádí Eisele et. al (2002): „Z počátečních dvaceti investic ve fázi Early Stage skončí deset insolvenčí, pět pokryje svoje náklady (Living Deads), tři dosáhnou požadované míry výnosnosti a pouze dvě lze označit za Super Deal.“

Průměrná doba trvání projektu se pohybuje v intervalu od 4,5 roku po 5,4 roku. Hodnoty tak odpovídají obecné době trvání projektů, která se udává v odborné literatuře.

### **Důvody zamítnutí projektů**

Nejčastějším důvodem zamítnutí projektů, který respondenti uvádějí je „nevyhovující management“. Další jmenované důvody se téměř výlučně dotýkají charakteru předkládaných projektů. Uchazeči o financování rizikovým kapitálem jsou odmítáni proto, že jimi prezentované projekty jsou „nedostatečně rentabilní, nerealistické, nekonkurenceschopné, neinovativní a rizikové, nenabízí přijatelné růstové příležitosti a neslibují generování dostatečného peněžního toku“. Některé projekty jsou nepřijatelné také z toho důvodu, že se „projekt nachází v příliš raném stádiu své existence“, případně „produkt či odvětví se jeví jako neperspektivní“.

Odpovědi na otevřenou otázku směřující k identifikování důvodů zamítání projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v ČR v zásadě potvrzují to, co vyplývá z výsledků hodnocení míry významnosti jednotlivých investičních kritérií (tabulka 6). Důvodem pro zamítání projektů je kombinace několika faktorů, kde dominantní úlohu sehrávají charakteristiky managementu podniku – uchazeče o financování – a charakteristiky projektu, tj. jeho produktové zaměření a relevantní trh.

#### **4.5 Závěrečné shrnutí výzkumu I.**

Výsledky výzkumu naznačují, která kritéria ovlivňují rozhodování společností investujících rizikový kapitál v ČR a jaká je míra významnosti těchto kritérií v jednotlivých fázích životního cyklu podniku, tj. která kritéria nemají na výsledek hodnocení podnikatelských projektů v zásadě vliv a na druhé straně, splnění kterých kritérií představuje podmínku nutnou pro pozitivní rozhodnutí investora projekt financovat.

Výsledky výzkumu mohou být návodem pro podnikatele, neboť naznačují, kterým faktorům je při formulování podnikatelským záměrů potřebné věnovat dostatečnou pozornost. Podnikatelské subjekty se také seznamují s procesem hodnocení podnikatelských záměrů ze strany společností investujících rizikový kapitál, který se v mnoha ohledech liší od standardního hodnocení žádostí o úvěr ze strany bankovních institucí. Jak uvádí Eisele et al. (2002), obdobné výzkumy jsou významné rovněž pro samotné investory v pozici Limited Partners, tj. subjekty svěřující svůj kapitál společností tento kapitál investujícím (General Partners). Limited Partners získávají představu o tom, jak je s jejich peněžními prostředky nakládáno. Rovněž General Partners dostávají příležitost kriticky zhodnotit vlastní kritéria posuzování podnikatelských projektů, neboť se jím do rukou dostávají údaje o průměrné míře významnosti vybraných kritérií v jednotlivých fázích investování na trhu rizikovým kapitálem v ČR. Na závěr se jeví také jako vhodné zmínit diskusi o významu dvou skupin kritérií, která se v literatuře pravidelně opakuje. Např. studie Zacharakis a Meyer(1998) a Tyejee/Bruno(1984) dospěly k zjištění, že společnosti investujících rizikový kapitál kladou větší důraz na charakteristiky produktu a trhu a význam charakteristik managementu tak ustupuje do pozadí. Jiní autoři však uvádějí jako rozhodující kritérium schopnosti a zkušenosti managementu (např. Muzyka et al., 1996; Knight, 1992). Ze studií Zacharakis a Meyer (1998) a Shepherd (1998)

vyplývá, že investoři schopnosti managementu typicky posuzují v kontextu s jinými charakteristikami, jakými jsou zejména velikost trhu a intenzita konkurence. Tuto tezi podporují i výsledky realizovaného výzkumu mezi společnostmi investujícími rizikový kapitál v ČR, neboť drtivá většina kritérií, která mají charakterizovat osobnost manažera a jeho schopnosti, dosahuje napříč všemi fázemi životního cyklu podniku nadprůměrné míry významnosti. Nicméně splnění těchto kritérií není pro pozitivní ohodnocení podnikatelského záměru dostačující. Investoři rovněž kladou důraz na vybrané charakteristiky trhu a produktu.

## **5 Výzkum II.: Výzkum možných změn legislativních a institucionálních podmínek pro financování rizikovým kapitálem v České republice - komparativní studie**

Výzkumný úkol s cílem navrhnout změny legislativních a institucionálních podmínek, které mohou vést ke zlepšení situace na trhu rizikovým kapitálem v České republice, byl realizován v roce 2011. Výsledky tohoto výzkumu byly publikovány v odborných recenzovaných periodících, pod názvy *Proposing Changes in Legislative and Institutional Conditions for Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic - a Comparative Study with Poland* v roce 2011 a *Podmínky pro využití financování podniků formou private equity a venture kapitálu v České republice a vybraných evropských zemích – identifikace bariér, možnosti řešení*, autory J. Rajchlová, M. Baranyková, M. Polák, Z. Brož, v roce 2011.

Text níže je převzat z těchto publikací a upraven dle potřeb disertační práce.

### **5.1 Cíl výzkumu II.**

V legislativě České republiky byly identifikovány bariéry pro rozvoj tohoto typu financování (Zinecker a Rajchlová, 2010; Zinecker, 2010). Podmínky pro využití rizikového kapitálu, jako nástroje podpory rozvoje podniků, jsou na průměrné úrovni.

Poradenská společnost KPMG v roce 2008 vyhodnotila pro evropskou asociaci private equity a venture kapitálu (EVCA) legislativní podmínky a podmínky veřejné podpory ve 27 zemích Evropy. Česká republika se dlouhodobě umísťuje na posledních místech ze všech hodnocených Evropských zemí. Pro komparaci podmínek s Českou republikou byly zvoleny země s největším rozšířením rizikového kapitálu v Evropě: Velká Británie, Irsko a Nizozemí.

Ze zemí střední a východní Evropy, tedy ekonomik se srovnatelnými výchozími podmínkami, především období vývoje tržního hospodářství, jsou nejlépe hodnoceny Maďarsko a Polsko (viz Tab. 9). Pro komparaci s Českou republikou bylo zvoleno právě Polsko, jelikož toto vykazuje dlouhodobě vhodné podmínky pro financování rizikovým kapitálem v zemích střední a východní Evropy.

Cíl výzkumu je spatřován v návrhu takových legislativních a institucionálních podmínek pro financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem v České republice, které mohou vést k zlepšení situace na trhu rizikového kapitálu v České republice.



## 5.2 Materiál a metodika výzkumu II.

Východiskem příspěvku je analýza právních a daňových předpisů České republiky, Velké Británie, Irsko a Nizozemí, stejně tak jako analýza veřejné podpory financování rizikovým kapitálem ve jmenovaných zemích. Při zpracování textu bylo dále nezbytné čerpat informace ze studií publikovaných EVCA, především z tzv. Benchmarking study. Dalším důležitým informačním zdrojem byly interní materiály CVCA.

Pro dosažení stanoveného cíle autoři postupovali metodami vědecké práce, a to syntézy, analýzy indukce, dedukce, deskripce a komparace.

Země byly zvoleny dle následujících kritérií: vysoký průměrný podíl investic rizikového kapitálu k hrubému národnímu produktu a dlouhodobě příznivé podmínky pro financování rozvoje podniků formou rizikového kapitálu. Dle (Tab. 9) lze zjistit, že se právě jedná o výše označené země, jež splňují daná kritéria. Průměrný podíl investic je měřen za léta 2004 až 2010 a data jsou použita z oficiálních statistik zveřejňovaných EVCA.

Jako kritérium hodnotící dlouhodobě vhodné podmínky pro financování rizikovým kapitálem v jednotlivých zemích byly sledovány tyto oblasti: současná komplexní situace země, podmínky pro fondy investičních společností investující rizikový kapitál, penzijní fondy, struktura fondů, daňové a právní podmínky pro investiční společnosti a daňové a právní podmínky pro příjemce rizikového kapitálu – podniky. Každá z uvedených podmínek byla hodnocena známkou od 1 do 3, číslo 1 znamenalo nejlepší úroveň a číslo 3 nevyhovující úroveň.

**Tabulka 9: Hodnocení vybraných zemí z hlediska průměru investic RK k HDP a podmínek pro financování RK ve vybraných letech**

Země	Průměr investic RK k HDP (v %)	Podmínky pro financování RK v roce 2008	Podmínky pro financování RK v roce 2006	Podmínky pro financování RK v roce 2004	Podmínky pro financování RK v roce 2003
Švédsko	0,87	2,02	2,12	2,05	2,09
Velká Británie	0,76	1,45	1,46	1,26	1,20
Holandsko	0,61	1,63	1,6	1,76	1,79
Francie	0,43	1,23	1,36	1,89	2,09
Finsko	0,38	1,92	1,91	2,3	2,25
Norsko	0,36	2,03	2,08	2,04	nehodnoceno
Maďarsko	0,34	1,84	1,83	1,86	nehodnoceno
Belgie	0,33	1,33	1,51	1,82	2,08
Španělsko	0,3	1,58	1,52	1,96	2,17
Česká republika	0,29	2,4	2,21	2,12	nehodnoceno
Německo	0,27	2,18	2,15	2,37	2,41
Irsko	0,27	1,32	1,27	1,53	1,58
Lotyšsko	0,2	1,88	2,12	nehodnoceno	nehodnoceno
Itálie	0,18	1,96	1,72	1,86	1,96
Rumunsko	0,16	2,27	2,35	nehodnoceno	nehodnoceno
Portugalsko	0,15	1,63	1,71	1,81	2,32
Rakousko	0,14	1,87	1,74	2,42	2,53
Litva	0,11	1,75	nehodnoceno	nehodnoceno	nehodnoceno
Polsko	0,13	1,95	2,16	2,13	nehodnoceno
Řecko	0,09	1,46	1,55	1,75	1,96
Estonsko	0,08	2,06	2,08	nehodnoceno	nehodnoceno
Slovensko	0,03	2,33	2,17	2,49	nehodnoceno

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011)

### 5.3 Výsledky výzkumu II.

Velká Británie, Irsko a Nizozemí vykazují stabilně výborné podmínky pro využití rizikového kapitálu, Polsko je v kontextu zemí CEE společně s Maďarskem hodnoceno kladně.

#### Česká republika

Financování rizikovým kapitálem v České republice je sledováno od roku 1997, kdy vznikla Česká asociace venture kapitálu a private equity - CVCA, jenž zastřešuje aktivity spojené s tímto způsobem financování. V současnosti působí v ČR 14 manažerských společností. Česká republika patří podle míry využívání rizikového kapitálu, tedy procentem celkových investic rizikového kapitálu z HDP, k evropskému průměru.

Daňová soustava České republiky je tvořena daní z přidané hodnoty, spotřební daně včetně energetických daní, daně z příjmů, daň z nemovitosti, daň silniční, daň dědická, darovací daň a daň z převodu nemovitostí. Mezi další odvody daňového charakteru patří zejména pojistné na sociální zabezpečení a veřejné zdravotní pojištění a místní poplatky.

Legislativní úpravy vztahované k problematice financování rizikovým kapitálem v České republice:

- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů
- Zákon č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení,
- Zákon č. 592/1992 o pojistném na všeobecné zdravotní pojištění,
- Zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení
- Zákon č. 42/ 1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem
- Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi
- směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů

Daň z příjmů právnických osob je upravena zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. Předmětem daně jsou v obecné rovině příjmy, resp. výnosy z veškeré činnosti a z nakládání s veškerým majetkem. U poplatníků, kteří nejsou zřízení nebo založeni za účelem podnikání, nejsou předmětem daně příjmy z činnosti vyplývající z jejich poslání. U celé řady dalších subjektů existují významné odlišnosti ve způsobu, jakým se zdaňuje. Je tomu tak například u bank, penzijních fondů, podílových fondů, bytových družstev, veřejných vysokých škol, investičních fondů a jiných.

Základ daně se odvozuje od výsledku hospodaření před zdaněním, který se podstatně upravuje. Základ daně se snižuje o daňovou ztrátu, kterou lze uplatnit maximálně v pěti nadcházejících zdaňovacích obdobích. Dále lze od základu daně odečíst 100% výdajů na realizaci výzkumu a vývoje.

Slevy na dani, které si může poplatník uplatnit, jsou dvojího typu – na zaměstnance se změnou pracovní schopností a pro držitele příslibu investiční pobídky.

Sazba daně dle § 21 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů je pro rok 2011 ve výši 19%. Existují však také výjimky, jako jsou např. penzijní fondy (viz níže). Veškeré příjmy z dividend, podílů na zisku, vypořádacích podílů a podílů na likvidačním zůstatku tvoří samostatný základ daně a jsou zdaněny srážkovou daní ve výši 15%. Nutno podotknout, že tyto příjmy jsou vypláceny ze zisku po zdanění, jsou tedy podrobeny tzv. „dvojímu“ zdanění.

Daň z příjmů fyzických osob je v České republice upravena stejným zákonem jako daň z příjmů právnických osob, tedy zákonem č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. Předmětem daně, jsou příjmy ze závislé činnosti a funkční požitky, příjmy z podnikání a z jiné samostatné výdělečné činnosti, u kterých lze výdaje stanovit paušální částkou, tj. procentem z dosažených příjmů, příjmy z kapitálového majetku, příjmy z pronájmu a ostatní příjmy.

Základem daně je částka, o kterou příjmy plynoucí poplatníkovi ve zdaňovacím období přesahují výdaje. U poplatníka, kterému plyne ve zdaňovacím období souběžně více příjmů, je základem daně součet dílčích základů daně. U dílčích základů daně z podnikání a z pronájmu lze uplatnit ztrátu. Zaplacené pojistné sociálního pojištění není daňově uznatelným nákladem. U příjmů dosažených v zaměstnaneckém poměru je základem daně příjem od zaměstnavatele zvýšený o platby sociálního pojištění, které zaplatil za zaměstnance zaměstnavatel (tzv. super hrubá mzda). V současné době se uvažuje o zrušení tohoto konceptu super hrubé mzdy.

Odpočty od základu daně a slevy na dani – položkami snižujícími daňový základ jsou odpočty části úroků z úvěrů na bytové potřeby, příspěvky na penzijní připojištění, pojistné na životní pojištění, zaplacené příspěvky členské organizace. Daňový základ snižuje také hodnota darů s minimální hranicí 1 000 Kč a maximem 10% daňového základu. Základní sleva na dani je 24 840 Kč na poplatníka, 2 520 Kč až 16 140 Kč v závislosti na invaliditě, 4 020 Kč z titulu studujícího a dalším zvýhodněním je částka na vyživované dítě v hodnotě 10 680 Kč.

Sazba osobní důchodové daně je ve výši 15 %.

Daňová a právní legislativa České republiky nenabízí výrazné motivační pobídky právě pro financování rizikovým kapitálem. Nevýhodnou pozici mají zejména penzijní fondy a pojišťovací společnosti. Kromě osvobození z kapitálových zisků od spojených osob přesně stanovených v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů neexistují v České republice další formy fiskální podpory pro investice do investičního majetku podniků.

Penzijní systém v české republice je odlišný od evropských zemí. Penzijní systém je realizován prostřednictvím prvního a třetího pilíře. Prvním pilířem je systém tzv. placení dle spotřeby a je prováděn a kontrolován prostřednictvím státu. Účast na něm je povinná a je upravena

především těmito zákony – zákon č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení, zákon č. 592/1992 o pojistném na všeobecné zdravotní pojištění, zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení.

Třetí pilíř zahrnuje schéma tvořené na bázi komerčního systému, který je vykonáván prostřednictvím speciálních fondů – penzijních fondů. I tato část sociální péče je částečně zajišťována státem, účast na ní je však dobrovolná. Jde o tzv. penzijní připojištění.

Zákon č. 42/ 1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením. Částka penzijního připojištění se z daňového hlediska stává pro fyzickou osobu významnou, jelikož je umožněno si ji do určité výše odečíst od základu daně. Toto ustanovení je zakotveno v zákoně o daních z příjmů v § 15 odst. 5. Částka, kterou si může poplatník odečíst od základu daně, se rovná úhrnu příspěvků zaplacených na penzijním připojištění snížena o 6 000 Kč. Maximálně si lze takto uplatnit 12 000 Kč.

V České republice byla také částečně implementována Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Je to dáno především tím, že systém zaměstnaneckých důchodů není u nás úplně typický a pro zahraniční zaměstnavatele může být tento systém problematický.

Důchodové fondy podléhají přísným zákonným předpisům. České právo specifikuje instrumenty, do kterých mohou důchodové fondy investovat. Private equity a venture capital v nich však bohužel nejsou zahrnuty. Nanejvýš 5% z celkových investic penzijního fondu může být umístěno jinak, než stanovuje zákon. Tím samozřejmě vzniká omezení pro možnost investování do jiných druhů aktiv.

Další překážkou je také to, že nelze investovat do aktiv, která by mohla být v každém jednotlivém kalendářním roce ztrátová. V důsledku těchto regulací se investice do fondů rizikového kapitálu stává velmi neatraktivní, a pokud nedojde k výrazným změnám v českém právním systému, bude tomu tak i nadále. Přestože by penzijní fondy mohly investovat do aktiv v členských zemích OECD, nemohou své peníze zhodnotit prostřednictvím rizikového kapitálu. V této oblasti lze však očekávat změny. Vláda ČR schválila dne 16. 2. 2011 novelu, kterou se mění zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, ve znění pozdějších předpisů, a některé další zákony. Novela implementuje do českého právního řádu změny na evropské úrovni.

Návrh zákona (zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování) je převážně implementační a odráží přijetí nové směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (známé pod anglickou zkratkou „UCITS IV“), a 4 evropských legislativních aktů, které UCITS IV provádějí. Návrh dále transponuje novelu tzv. prospektové směrnice a směrnice o transparentci. Novela zákona především zjednodušuje úpravu speciálních fondů kolektivního investování, tj. fondů, které nejsou regulovány na úrovni práva Evropských společenství. Novela dále upřesňuje některá výkladově sporná ustanovení zákona, odstraňuje jejich legislativně technické chyby anebo přináší jejich formulační upřesnění. Největší novinkou je rozdělení speciálních fondů kolektivního investování podle toho, zda budou moci shromažďovat finanční prostředky od veřejnosti, nebo jen od omezeného okruhu osob. Kromě standardních fondů určených pro drobné investory zavádí čtyři druhy speciálních fondů: fond kvalifikovaných investorů, fond cenných papírů, fond fondů a fond nemovitostí. Právě fond fondů je označení pro fond rizikového kapitálu.

Zákon o daních z příjmů upravuje v § 21 odst. 3 sazbu daně pro penzijní fondy ve výši 5%. Sazba daně se stejně jako u ostatních právnických osob vztahuje na základ daně snížený o položky podle § 34 zákona o daních z příjmů (ztráta z podnikání, výdaje vynaložené na vědu a výzkum).

Pojišťovny mají v České republice podobný problém jako penzijní fondy. Českými zákony jsou upravena aktiva, do kterých mohou pojišťovací společnosti investovat své zdroje z rezerv. Stejně jako u penzijních fondů však tyto aktiva nezahrnují rizikový kapitál, proto v České republice není do těchto projektů strany penzijních fondů investováno.

Pojišťovny mohou investovat své zdroje v zemích Evropské unie, ne však prostřednictvím rizikového kapitálu.

V České republice fungují také podílové a investiční fondy, které však musí být schváleny Českou národní bankou. Daňový režim je stejný jako u penzijních fondů – sazba daně je tedy ve výši 5% ze základu daně sníženého o odčitatelné položky. Toto ustanovení je upraveno zákonem o daních z příjmů v § 21 odst. 2. Řízení takovýchto fondů pak zůstává na samotném managementu společnosti. Z toho plyne, že nejsou daňově transparentní pro tuzemské ani zahraniční subjekty, které by chtěli do těchto fondů investovat. Investicí do tohoto fondu nevzniká takovýmto subjektům v České republice stálá provozovna. Podle zákona o dani z přidané hodnoty (§ 54 zákona č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty) jsou navíc služby

související s řízením fondu prostřednictvím managementu společnosti osvobozeny od DPH. Fond je tak bez zbytečných investičních omezení.

Česká republika neposkytuje, kromě osvobození dividend a kapitálových zisků, které lze použít u investic mezi spojenými osobami, žádné další daňové motivační pobídky pro osoby, které by chtěly investovat do rizikového kapitálu.

Sazba daně právnických osob je stanovena v § 21 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů. Pro rok 2011 je tato sazba všeobecně ve výši 19 %, existují však také výjimky, kdy je sazba nižší. Jedná se například 5 % sazba pro penzijní fondy, podílové a investiční fondy.

Neexistuje odlišná sazba daně z příjmů právnických osob pro začínající malé a střední podniky.

Úrokové náklady související s úvěrem mezi spojenými osobami nemohou investoři odečíst od svého daňového základu v plné výši, ale musí být použita pravidla tzv. nízké kapitalizace.

Pravidla nízké kapitalizace určují daňovou uznatelnost úroků plynoucích z úvěrů a půjček, zejména od takzvaných spojených osob (společníků, dceřiných či sesterských společností a podobně). Úroky jsou obecně nákladem a způsobují, že část zisku dlužníka se přenáší ve prospěch věřitele. To u spojených osob může umožňovat daňovou optimalizaci, popřípadě u zahraničních věřitelů únik části zisku do zahraničí.

Spojenými osobami se rozumí (podle § 23 odst. 7 zákona o daních z příjmů):

- osoby přímo nebo nepřímo se podílející na základním kapitálu (nebo hlasovacích právech) více než 25 procenty,
- jedna osoba podílející se na vedení nebo kontrole jiné osoby,
- osoba ovládající a ovládaná,
- osoby blízké a podobně.

Od roku 2005 se v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů zakotvilo nové ustanovení v § 34. Výdaje vynaložené na vědu a výzkum se stali odčitatelnou položkou od základu daně a to v plné výši. Pod tyto náklady lze zahrnout mzdy zaměstnanců, cestovní náhrady, odpisy majetku, náklady na certifikace a ostatní související s projekty vývoje a výzkumu.

V České republice je diskutována možnost veřejné podpory private equity a venture kapitálu na úrovni ministerstva a bank. Uvažuje se o zřízení fondů na podporu rozvoje podniků, tzv. seed fondu, prostřednictvím kterého budou realizovány investice typu private equity a venture kapitálu.

V ČR lze identifikovat příznivé podmínky pro zdanění kapitálových zisků, kdy jsou dividendy daně srážkovou daní, která je upravena v § 36 zákona o daních z příjmů a v současné době je ve výši 15 %, a zdanění fyzických osob, které je stanoveno v § 16 zákona o daních z příjmů a je také ve výši 15 %. Obě tyto sazby jsou pod Evropským průměrem. Daňová kvóta ČR byla v roce 2006 42 %, v roce 2008 klesla na 39,6 % a pro rok 2009 byla na úrovni 36,9 %.

Pro fyzické osoby je od 1. 1. 2008 nově v zákoně o daních z příjmu upravena možnost osvobození od daně u příjmů z prodeje cenných papírů, a to za podmínek, pokud doba mezi nabytím a převodem těchto cenných papírů přesahuje 6 měsíců a zároveň se osvobození vztahuje pouze na osoby, jejichž celkový přímý podíl na základním kapitálu nebo hlasovacích právech společnosti nepřevyšoval v době 24 měsíců před prodejem CP 5%. Ustanovení je zakotveno v § 4 odst. 1 písm. w). Pokud by byl podíl na základním kapitálu či hlasovacích právech vyšší než 5 % pak se použije ustanovení § 4 odst.1 písm. r), které říká, že v takovémto případě lze osvobodit příjmy, přesahuje-li doba mezi nabytím a prodejem 5 let.

## **Polsko**

V Polsku existuje financování rozvoje podniků formou private equity a venture kapitálem od roku 1990. Aktivitu spojené s tímto způsobem financování zastřešuje polská asociace private equity a venture kapitálu PPEA/PSIK. V současnosti působí na polském trhu 16 manažerských společností.

Polský daňový systém je založen na přímých daních (firemní a osobní daň je propojena klasickým systémem, podle kterého je příjem korporací plně zdaňován na podnikové úrovni a rozdělení zisky navíc podléhají dani z příjmů osob u akcionářů), sociálnímu pojištění, nepřímým daním a majetkovým daním.

Legislativní úpravy vztahované k problematice financování venture kapitálem a private equity v Polsku

- Osobní důchodové daně jsou upraveny: Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osob fizycznych (tekst jedn. Dr. U. z 2000 r. Nr 14, poz. 176 z pozn. zm.),
- Daně z příjmů právnických osob jsou upraveny: Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osob prawnych (tekst jedn. Dr. U. z 2000 r. Nr 54, poz. 654 z pozn. zm.)



- Obchodní zákoník: Ustawa z dnia 15 września 2000 Kodeks spółek handlowych. (Dz. U. z dnia 8 listopada 2000 r.)
- Zákon o penzijních fondech: ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz. U. z 2004 r. Nr 159, poz. 1667 (tekst jednolity))
- Zákon o investičních fondech: Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych Opracowano na podstawie: Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546.

Právníckými osobami, které podléhají dani z příjmů právnických osob (Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, 1992) jsou akciové společnosti, společnosti s ručením omezeným, státní podniky a družstva, evropská společnost a evropská družstevní společnost, naopak investiční a penzijní fondy jsou od daně osvobozeny. Náklady vynaložené na získání zdanitelných příjmů jsou odpočitatelné, jestliže nestanoví zákon jinak. Mezi daňově uznatelné výdaje patří i platby sociálního pojištění a daně z nemovitostí.

Daňové odpisy dlouhodobého majetku jsou v Polsku povinné a nelze je odložit. Obecně se vyžaduje lineární metoda odepisování. Majetek, který se neodepisuje, či je možno odepisovat zrychleně je přesně vymezen v zákoně a zahrnuje zejména stroje a zařízení použité v chemickém průmyslu, zemědělství nebo potravinářském průmyslu.

Daňové pobídky zahrnují možnost rychlejších odpisů u výrobních podniků a zvýhodnění u malých podniků do ročního obrátu 1 200 000 EUR včetně DPH. V Polsku dále existuje 14 speciálních ekonomických zón, ve kterých může podnikající investor, v případě, že investuje více jak 100 000 EUR získat pomoc ve výši 50% kvalifikovaných výdajů.

Danovou ztrátu lze uplatňovat nejdéle v následujících 5 letech, v jednotlivých letech lze uplatňovat maximálně 50% hodnoty ztráty.

Sazba daně z příjmu právnických osob je jednotná ve výši 19 %, srážková daň, která je použita u dividend má hodnotu také 19%.

Zdanitelným příjmem je dle zákona (Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, 1991) příjem spadající do jedné z následujících skupin:

1. Příjem ze závislých povolání, včetně zaměstnaneckého a důchodového příjmu; z nezávislých povolání; z podnikání; z vybraných zemědělských sektorů; z nemovitého majetku; z investic a majetkových práv; z prodeje nemovitého majetku, majetkových práv a movitého majetku; Ostatní příjem.

Daň se vypočte ze součtu dílčích základů daně po odečtení uznatelných výdajů. Mezi osvobozené příjmy patří zejména příjem ze státních sociálních dávek a částky získané z pojištění osob a majetku.

Základní odpočitatelná částka je 3089 PLN na poplatníka. Dary na vymezené účely jsou odpočitatelné do výše 6% ročního příjmu poplatníka. Dále lze odečíst náklady spojené s internetovým připojením až do výše 760 PLN za rok. Slevy na dani nemohou přesáhnout 1% částky splatné daně a jsou uplatňovány zejména z titulu plateb pojistného a péči o děti.

Daňové sazby považujeme za klouzavě progresivní a mají hodnoty viz (Tab. 10).

**Tabulka 10: Progresivní zdanění v Polsku**

Zdanitelný příjem	Daň
Do 3 089 PLN	0
3 089 PLN – 85 528 PLN	18 % minus 586,85
Nad 85 528 PLN	14 839 + 32 % z částky přesahující 85 528

Zdroj: vlastní zpracování, dle Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osob fizycznych (tekst jedn. Dr. U. z 2000 r. Nr 14, poz. 176 z pozn. zm.).

Jednotná sazba daně se uplatňuje ve výši 19 % na kapitálový příjem z prodeje akcií a jiných cenných papírů. Srážková daň je ve výši 19 % a uplatňuje se mj. na výplatu dividend a úroků. Daňové a právní prostředí pro oblast rizikového kapitálu vykazuje v Polsku určité nedostatky. Formou rizikového kapitálu mohou v Polsku investovat pojišťovací společnosti. Penzijní fondy (ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, 2004) jsou v oblasti investic omezeny, jak výběrem aktiv, tak územním omezením. Pro zvýšení atraktivity stát zavedl několik investičně - daňových pobídek, a to v oblasti aktivit spojených s vědou a výzkumem.

#### Penzijní fondy

Polsko má reformovaný důchodový systém tím, že je ustanoven povinný druhý pilíř důchodového systému. Systém je rozdělen do tří pilířů: první je na bázi „pay-as-you-go“ – platba podle spotřeby, druhý pilíř je plně financován a třetí pilíř je zaměřen na připojištění – tento však není dostatečně rozvinut a vzniká zde prostor pro zlepšení. Polsko zatím implementovalo pouze částečně směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi (EVCA, KMPG, 2009)

Penzijní fondy (Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, 2004) v Polsku mohou investovat pouze aktiva, které jsou explicitně vyjmenovány v zákoně o penzijních fondech. Forma private equity mezi tyto aktiva zahrnuta není. Investice do různých

druhů aktiv mohou být uskutečněna prostřednictvím tzv. „uzavřených investičních fondů“ pro neveřejná aktiva. Investice do takto zvolené formy aktiv však nesmí přesahovat 10% z celkových aktiv penzijního fondu.

Existují zde také geografické restrikce. Polské penzijní fondy mohou investovat do členských zemí OECD, popřípadě zemí, které uzavřely dohodu o vzájemné podpoře a ochraně investic, a to však pouze 5 % ze svých aktiv. Kromě toho musí být zahraniční druhy aktiv, do kterých je investováno, ohodnoceny renomovanou ratingovou agenturou.

Zákon o investičních fondech (Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, 2004) nestanovuje striktně kategorie, do kterých mohou pojišťovací společnosti investovat, ale jsou dány procentní podíly z technických rezerv, které označují, kolik finančních prostředků může být investováno.

Pojišťovací společnost může investovat až 10% rezerv do různých aktiv, které zahrnují také podíly na subjektech, které nejsou obchodovatelné na veřejných trzích.

Podobně jako u penzijních fondů jsou investice formou private equity teoreticky možné, pokud jsou uskutečněny tuzemskými uzavřenými investičními fondy do neveřejných aktiv. Znamená to tedy, že pojišťovací společnost může investovat maximálně 10% ze svých technických rezerv, což je v souladu s hranicí uvedenou ve směrnici EU.

Na rozdíl od penzijních fondů neexistují u pojišťoven žádné geografické restrikce, mohou tak investovat také do zemí Evropské unie.

Nejvhodnější struktura fondů (Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, 2004), které investují do rizikového kapitálu, jsou tzv. „uzavřené investiční fondy pro neveřejná aktiva“ (CEIF).

Tato forma není pro tuzemské i zahraniční společníky daňově transparentní, avšak pro domácí investory znamenají investice do této formy fondů výrazné daňové zvýhodnění. Nevzniká povinnost platit daň z příjmů, dokud investice nejsou splaceny.

Zahraničním investorům v Polsku nevzniká povinnost zřízení stále provozovny (Ustawa z dnia 15 września 2000 Kodeks spółek handlowych, 2000), pokud se rozhodnou investovat do fondů a manažerské poplatky jsou osvobozeny od DPH.

Neexistují zde ani speciální investiční pobídky pro začínající a inovativní společnosti v jejich rozvojové fázi podnikání. Chybí také snížená sazba pro malé a střední podniky. Je však pravdou, že hranice pro malé a střední podniky byla v roce 2009 zvýšena a jsou jimi všechny podniky, jejichž obrat včetně DPH činil 1 200 000 EUR. Dříve byla tato hranice nastavena na

800 000 EUR. Tito tzv. „small tax-payer“ mohou využít z některých daňových zvýhodnění, jako jsou například čtvrtletní daňové zálohy nebo možnost zrychleného odpisování, které se jinak v Polsku neužívá.

Společnosti mohou plně odečíst své čisté nákladové úroky pouze v případě, že se úvěr používá k získání příjmů nebo zajištění zdroje příjmu. Navíc úrokové náklady, které jsou spojeny s úvěrem poskytnutým přímo mezi mateřskou a dceřinou společností, kdy matka vlastní alespoň 25% podílu na dceři, jsou zatíženy pravidly nízké kapitalizace.

Polsko poskytuje (EVCA, KPMG, 2009) některé fiskální pobídky pro výzkum a vývoj v oblasti podnikání, kapitálového rozvoje a technologického rozvoje.

Pokud byl rozvoj pro výzkum a vývoj využit a investice byla prokázána, je brána jako nehmotný majetek a lze ji odpisovat, po dobu delší 12 měsíců. Na druhé straně, jsou-li takovéto investice negativní, je tato investice chápána jako daňově uznatelný výdaj.

Polsko nenabízí žádné daňové zvýhodnění pro jednodušší spolupráci s institucemi poskytujícími výzkum a vývoj.

Dividendy u soukromých osob jsou zdaňovány sazbou 19 %, při průměrné sazbě v Evropě 15,2%. Zdanitelný příjem fyzických osob je zatížen progresivní sazbou daně až 40% (viz výše).

V polském zákoně o dani z příjmů právnických osob nejsou přesně stanoveny pravidla pro zdanění akcií. Nicméně na základě dostupných výkladů, které všeobecně uznává také Polská daňová správa, se zdanitelné plnění váže na příjemce těchto výnosů z akcií. Jedná se pouze o akcie nabyté v důsledku výsledků, které jsou předmětem daně v Polsku.

Diskutabilní také zůstává, zda by výše uvedené příjmy měly být zdaňovány jako kapitálové zisky nebo příjmy z jiných zdrojů. (například plynou-li tyto příjmy ze smlouvy mezi zaměstnancem a zaměstnavatelem). Nejběžnější zůstává, že tyto příjmy jsou zdaňovány jako kapitálové příjmy a tedy 19% sazba daně.

V případě jsou-li řídicími osobami CEIF fyzické osoby odměny bývají vypláceny formou bonusů a tak spadají do zdanění příjmů fyzických osob. Tyto bonusy se pak zahrnou do příjmů, které tvoří základ daně pro fyzické osoby a jsou tak zdaněny progresivní sazbou daně.

## Velká Británie

Legislativní úpravy vztažené k problematice financování venture kapitálem a private equity ve Velké Británii:

- Income Tax (Earnings and Pensions) Act 2003 (ITEPA, 2003) – zákon o daních z příjmů.
- House of Commons Member's Fund and Parliamentary Pensions Act 1981 – zákon o penzijním pojištění.
- The Social Security (Contributions) (Re-rating and National Insurance Funds Payments) Order 2007 – zákon o pojišťovacích fondech.

Ve Velké Británii je platné progresivní zdanění. Sazba daně (ITEPA, 2003) ve výši 21 % je uplatňována při dosažení ročního zisku do 300 000 GBP, sazba 29,75 % při dosažení 300.000 až 1 500 000 GBP a 26% sazba nad 1 500 000 GBP. Investiční společnosti platí daň ze zisku 20 %.

Ve zdaňovacím období, dle výše uvedeného zákona, 2010/2011 byla daňová úleva z kapitálových výnosů 10 100 GBP. Zisk nad tuto hranici je zdaněn jednotnou sazbou ve výši 18 %, je nicméně možné uplatnit případnou akumulovanou ztrátu z minulých let. Daňovou úlevu mají jednotlivci, kteří prodají svou firmu a dále vlastníci alespoň 5% podílu ve firmě, kteří jej prodají a v takové firmě pracují. Tito lidé zaplatí daň ve výši 10 % ze zisku do 1 mil. GBP. Od placení daně z kapitálového výnosu jsou osvobozeny investice do individuálních spořicíh účtů do 7 200 GBP ročně, přičemž investice do peněžních produktů ISA činí maximálně 3 600 GBP a zbytek tvoří investice do cenných papírů.

Komanditní společnosti a fondy mohou využívat širokou škálu pobídek pro investice do private equity a venture kapitálu (EVCA ,KPMG, 2008) Penzijní fondy a pojišťovací společnosti nejsou při investování svých aktiv ničím omezeny (House of Commons Member's Fund and Parliamentary Pensions Act, 1981; The Social Security Contributions Re-rating and National Insurance Funds Payments Order, 2007). Omezení se vztahují pouze na ty společnosti, které jsou uvedeny ve směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Struktura penzijních a pojišťovacích fondů ve Velké Británii je považována za model pro ostatní země, stejně jako daňové pobídky, které stimulují investice formou rizikového kapitálu. Podpora mladých a rostoucích podniků ve Velké Británii na nízké úrovni (EVCA, 2008; KPMG, 2008).

Dne 22. srpna 2008 byla ve Velké Británii plně implementována směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi, kterou se penzijní systém řídí. Penzijní fondy nepodléhají žádným kvantitativním, kvalitativním ani geografickým omezením, které jsou stanoveny státem. Řídí se pouze pravidly uvedenými ve směrnici EU. Mohou tedy investovat do rizikového kapitálu podle vlastního uvážení.

Ve Velké Británii mohou pojišťovací společnosti investovat formou private equity a venture kapitálu bez omezení a to jak kvalitativního, tak kvantitativního. Stejně tak neexistují omezení geografická. Je nutné dodržovat pouze pravidla daná směrnicí EU. Nejvíce rozšířená právní forma fondů, které investují do rizikového kapitálu je Anglická komanditní společnost a Skotská komanditní společnost (EVCA a KPMG, 2008).

Anglická komanditní společnost je daňově transparentní pro účely zdanění ve Velké Británii v oblasti příjmů a zdanitelného zisku a to jak pro domácí tak i pro zahraniční společníky. I v případě neexistence obchodní činnosti se mohou zahraniční společníci vyhnout povinnosti založení stálé provozovny. Manažerské poplatky spojené s investicemi formou venture kapitálu a private equity nepodléhají DPH (ITEPA, 2003).

Investuje-li soukromý investor částku do výše 200 000 liber pomocí tzv. „Venture Capital Trust“ vzniká nárok na slevu na dani z příjmu ve výši 30 % investice, pokud tato investice trvá alespoň 5 let (ITEPA, 2003). Příjmy plynoucí z VCT nepodléhají u investorů dani z příjmů a kapitálové zisky také nepodléhají dani z kapitálových zisků. Toto lze považovat za daňovou příležitost či pobídku pro individuální investice pro malé společnosti prostřednictvím „enterprise investment schemes“.

Velká Británie poskytuje daňové pobídky v podnikání pro oblast výzkumu a vývoje, a to především pro malé a střední podniky. Malé a střední podniky si mohou uplatnit výdaje až do výše 175 % investice (ITEPA, 2003). Velké společnosti pak mohou využít odpočtu ve výši 130 % výdajů z investice. Dále jsou nabízeny příspěvky na kapitálové výdaje vynaložené na výzkum a vývoj. Výdaje spojené s externími subdodavateli a externě prováděnou prací, která souvisí s výzkumem a vývojem, lze odpočítávat u obou typů společností (jak malých a středních, tak velkých).

Samostatná pravidla existují pro možnost odepisování duševního vlastnictví jako je např. know-how. Odepisovat lze po celou dobu životnosti tohoto vlastnictví a odpisy připadající na daný rok se tak stávají odčitatelnou položkou od základu daně. Zároveň jsou ve Velké Británii

poskytovány pobídky pro smluvené výzkumné pracovníky. Větší společnosti si od základu daně mohou odečíst finanční prostředky vynaložené výzkumným ústavům či vysokým školám, které se výzkumem a vývojem zabývají.

## **Nizozemí**

Legislativní úpravy vztahené k problematice financování venture kapitálem a private equity v Nizozemí:

- Algemene Ouderdomswet (AOW), 1995 – zákon o důchodovém pojištění.
- Wet Inkomstenbelasting 2001 (Wet Ib, 2001) – Zákon O daních z příjmu.
- De Zorgverzekeringswet (Zvw) 2006 – zákon o zdravotním pojištění.
- Pensioenwet (Pw) 2011 – Penzijní zákon.

Sazba daně je rozdělena do tří skupin podle dosažené výše příjmů. V této zemi jsou upraveny sazby daně pro malé a střední začínající podniky následovně (Wet Ib, 2001): zisk do 40 000 EUR je daněn sazbou 20 %, zisk od 40 000 EUR do 200 000 EUR je zdaňován 23 % a zisk 200 000 EUR a více je zdaňován sazbou 25,5 %. Srážková daň je ve výši 15 % a je uvalena na dividendy. Skupinové zdanění umožňuje u propojených podniků stanovit konsolidovaný základ daně.

V Nizozemí (De Zorgverzekeringswet Zvw, 2006); (Pensioenwet Pw, 2011); (Algemene Ouderdomswet, 1995) mohou penzijní fondy a pojišťovací společnosti vstupovat na trh rizikového kapitálu. Penzijní fondy jsou jedním z nejvýznamnějších investorů v zemi do investic typu PE/VC. Počátkem roku 2008 byla plně implementována Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Kromě podmínek definovaných ve směrnici nejsou žádné další omezení pro penzijní fondy a jejich investice do rizikového kapitálu, jak v tuzemsku, tak v ostatních evropských zemích.

Pojišťovací společnosti mohou v Holandsku investovat formou rizikového kapitálu bez kvantitavních či územních omezení. Jediná omezení plynou ze směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Investovat tak mohou do různých druhů aktiv po celé Evropě.

V Nizozemí existují dvě právní formy podnikání v oblasti rizikového kapitálu. První z nich je komanditní společnost a druhou je registrované podnikatelské sdružení. Komanditní společnost je daňově transparentní pro domácí i zahraniční komanditisty, za předpokladu, že změny

či rozhodnutí komanditistů je schváleno ostatními společníky komanditní společnosti. Služby související s řízením fondu prostřednictvím managementu společnosti jsou osvobozeny od DPH. Fond je tak bez faktických investičních omezení.

Nizozemí je zemí, která se zaměřuje na pobídku zaměřenou na podporu investice do fondů rizikového kapitálu. Konkrétně pokud soukromý investor investuje do některého z „fondů rizikového kapitálu“ může vyloučit jakoukoli návratnost investice do těchto fondů ze svého zdanitelného příjmu a případné vzniklé ztráty mohou být daňově uznatelné. Úrokové náklady z úvěrů poskytovaných nezávislým subjektům jsou zpravidla daňově uznatelné na akruální bázi. Nicméně spoluúčastí úrokových nákladů z úvěrů poskytnutých spojenými osobami podléhá různým omezením, jako např. pravidlům nízké kapitalizace (EVCA a KPMG, 2008).

Nizozemí poskytuje řadu veřejných pobídek pro výzkum a vývoj v oblasti podnikání, kapitálového rozvoje a vyhledávání kontraktů. Například zákon o podpoře výzkumu a vývoje (EVCA a KPMG, 2008) umožňuje snížení daní z mezd, které jsou vypláceny v souvislosti s danou investicí. Dále jsou zvýhodněny investice do výzkumu a vývoje v oblasti životního prostředí, kdy jsou některé druhy stálých aktiv volně odepisovatelné (Wet Ib, 2001).

Kapitálové zisky (Wet Ib, 2001) z akcií držené soukromou osobou jsou osvobozeny od daně v případě, kdy je investor vlastníkem menšího než podstatného podílu firmy. Tehdy se jedná o vlastnictví nižší než 5 % základního kapitálu podniku. Pokud je podíl investora na základním kapitálu vyšší, kapitálové zisky jsou zdaněny sazbou 25 %. Daň z příjmů pro fyzické osoby může dosáhnout až hranice 52 %, což je výrazně vyšší než evropský průměr 39,6 %. Kapitálové zisky manažerů a zaměstnanců jsou zdaněny při výplatě.

## **Irsko**

Legislativní úpravy vztažené k problematice financování venture kapitálem a private equity v Irsku:

- ITA 1967 – Income Tax Act – zákon o dani z příjmu.
- CGTA 1975 – Capital Gains Act – zákon o dani z příjmu právnických osob.
- Insurance act 1989 – zákon o pojišťovnictví.
- The Investments Intermediaries Act, 1995 – zákon o finančních zprostředkovatelích.
- Pensions Act 1990 - penzijní zákon.
- TCA 1997 – Taxes Consolidation Act – zákon o kolektivním financování.



Sazba daně v Irsku činí 12,5% (ITA, 1967). Pro vybrané druhy obchodní činnosti je sazba daně stanovena na 25 %, pojišťovací fondy podléhají dani ve výši 20 %. (CGTA, 1975). Mezi daňové pobídky patří 10% sazba daně z příjmů plynoucí z vybraných výrobních aktivit. Srážková daň má převažující výši 20 %. V Irsku je možnost skupinového zdanění podniků podle výše obchodního podílu kapitálově spojených firem. Mezi výhody skupinového zdanění patří např. možnost uplatnění ztráty v rámci skupiny (TCA, 1997).

Irsko je jednou z nejlépe hodnocených zemí v oblasti daňové a právní pro investování formou rizikového kapitálu viz. (Tabulka 19). Penzijní fondy a pojišťovny nejsou limitovány (pouze v rámci směrnice EU) pro investice do rizikového kapitálu (Pensions Act, 1990; Insurance act, 1989). Struktura domácích fondů je v Irsku velmi rozsáhlá a to především díky daňovým pobídkám, které umožňují výhodnější investice do aktiv. Na rozdíl od kapitálových zisků a daně z příjmů fyzických osob nabízí Irsko relativně dobré prostředí pro začínající investory a manažerské fondy (The Investments Intermediaries Act, 1995).

Irsko má velmi příznivé prostředí pro penzijní fondy. Existují zde 4 pilíře penzijního systému. První pilíř je povinný a funguje na bázi tzv. pay – as – you – go - platba podle spotřeby. Druhý pilíř tvoří možnost doplňkového financování penzijního systému. V roce 2005 zde byla plně implementována Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Kromě podmínek definovaných ve směrnici nejsou v Irsku žádná další omezení pro penzijní fondy a jejich investice do rizikového kapitálu jak v tuzemsku, tak v ostatních evropských zemích. Penzijní fondy mohou investovat až 50 % svých prostředků do předem nespecifikovaných aktiv (Pensions Act, 1990).

Pojišťovací společnosti (Insurance act, 1989) mohou v Irsku investovat formou PE/VC zcela v souladu s omezeními, které jsou uvedené ve směrnici. Podle rámcových předpisů mohou pojišťovací společnosti investovat maximálně 2,5 % z celkových aktiv do nekótovaných podílů a 10 % do podílového fondu schváleného finančním regulátorem. Geografické omezení investic není u pojišťoven definováno.

Nejobvyklejší strukturou fondů pro rizikový kapitál je komanditní společnost (EVCA a KPMG, 2008). Zdanění komanditistů, tuzemských i zahraničních, je daňově transparentní a speciálně pro ně byl zaveden režim tzv. „non-trading“ – neobchodní. Investování tohoto typu netvoří automaticky zahraničnímu investorovi povinnost založení stále provozovny v Irsku (The Investments Intermediaries Act, 1995). Pokud se zvolí vhodná struktura fondu, obvykle

se neúčtuje DPH z poplatků spojených se správou. Znamená to tedy, že komanditní společnosti nevznikají žádné další zbytečné restriktce. Irsko poskytuje daňové pobídky na podporu investice do rizikového kapitálu prostřednictvím modelu „Business Expansion Scheme“.

Nejvýznamnější pro irský hospodářský úspěch minulých let byla nízká daň ze zisku právnických osob, jejíž základní sazba je na úrovni 12,5 % (pro příjmy z hlavní činnosti, pro ostatní příjmy platí sazba 25 %), která byla zachována. Irsko v současné době velmi bojuje za udržení, popř. i přilákání dalších zahraničních investic. Nízká daň z příjmu právnických osob je velkým lákadlem pro zahraniční investory. Dodatečný daňový výtěžek je díky transferům výnosů nadnárodních firem odhadován na cca 5,5 mld. € ročně (EVCA a KPMG, 2008)

I když je Irsko jedna z nejlépe hodnocených zemí, viz (Tabulka 9), v zemi se stále ještě nerozvinula daňová podpora pro mladé a inovativní podniky a stále nebyla stanovena snížená sazba pro malé a střední podniky. Irsko nabízí širokou škálu daňových zvýhodnění pro vývoj a výzkum. Existují daňové pobídky pro výzkum a vývoj v oblasti podnikání, kapitálového rozvoje a smluvních podmínek (EVCA , KPMG, 2008). Jsou dostupné prostřednictvím daňových úlev v oblasti výzkumu a vývoje. Tyto výhody jsou v Irsku platné od 1. ledna 2004. Daňová úleva je ve výši 20% a může zahrnovat náklady spojené se zapojením jednotlivců i institucí. Stejně daňové úlevy jsou použity také při vynaložení kapitálových výdajů na budovy nebo struktury s výzkumem a vývojem spojené. Pojišťovací fondy podléhají 20% dani. Dále je v Irsku možné si odečíst náklady vynaložené na vědecký výzkum, to zahrnuje také částky zaplacené vysokým školám, které tyto výzkumy provádějí.

Dalším významným stimulem je tzv. „Seed Capital Relief“, který se stal součástí „Business expansion Scheme“ v roce 1995 a slouží k motivaci zaměstnanců, aby začali sami podnikat. Pokud zaměstnanec, který je rezidentem Irska, opouští své zaměstnání za účelem vlastního podnikání, má nárok na vrácení daně z předchozího příjmu, pokud jej použije jako startovní pro své nové podnikání. Tímto způsobem je možno získat podporu až do výše 190 500 EUR. Výsledky plynoucí z analýz lze shrnout viz tabulka č. 11.

**Tabulka 11: Podmínky pro financování rizikovým kapitálem ve vybraných zemích**

Podmínka	Česká republika	Polsko	Velká Británie	Nizozemí	Irsko
<b>Daň z příjmu PO</b>	19%	Progresivní zdanění	Progresivní zdanění	Progresivní	12,5%
<b>Snížená sazba daně z příjmu PO pro začínající MSP</b>	Neexistuje	neexistuje	Uplatnění výdajů na výzkum a vývoj až do 175% výdajů na počáteční investici	Snížení daní z mezd při počátečních investicích	Seed Capital Relief <sup>18</sup>
<b>Investice do rizikových aktiv – pojišťovací fondy</b>	Nelze	Maximálně 10% aktiv; geografické restrikce	Plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 <sup>19</sup>	Plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003	Plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003
<b>Investice do rizikových aktiv - penzijní fondy</b>	Nelze	Maximálně 10% aktiv; geografické restrikce	Plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003	Plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003	Plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003
<b>Seed fond</b>	v jednání ÚV ČR	Není popsáno	ano	Ano	ano
<b>Daňové pobídky pro investory rizikového kapitálu</b>	neexistuje	Investice větší než 100 000 Eur, možno pak odepsat 50% kvalifikovaných výdajů	Manažerské poplatky spojené s investicemi rizikovým kapitálem nepodléhají DPH; Venture Capital Trust <sup>20</sup>	Plně daňově uznatelné ztráty spojené s investicemi do fondů rizikového kapitálu	Business Expansion Scheme <sup>21</sup>
<b>Speciální fondy kolektivního investování - fond fondů</b>	Novela zák. o kol. inv. schválena 16. 2. 2011	ano	ano	Ano	ano
<b>Sazba daně z příjmu pro penzijní, podílové a investiční fondy</b>	5%	19%	20%	Zdanění v závislosti na výši drženého podílu v podniku	20%

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA, KPMG (2008), Rajchlová, J., Baranyková, M., Polák, M., Brož Z., (2011 b,c)

<sup>18</sup> Slouží k motivaci zaměstnanců, aby začali sami podnikat. Pokud zaměstnanec, který je rezidentem Irsku, opouští své zaměstnání za účelem vlastního podnikání, má nárok na vrácení daně z předchozího příjmu, pokud jej použije jako startovní pro své nové podnikání. Tímto způsobem je možno získat podporu až do výše 190 500 EUR.

<sup>19</sup> Plné znění Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi

<sup>20</sup> Investuje-li soukromý investor částku do výše 200 000 liber pomocí tzv. „Venture Capital Trust“ vzniká nárok na slevu na dani z příjmu ve výši 30% investice, pokud tato investice trvá alespoň 5 let

<sup>21</sup> Soubor pobídek pro podporu investic do PE/VC

## 5.4 Diskuze výsledků výzkumu II.

Faktickou překážkou pro financování formou rizikového kapitálu v České republice je nemožnost investic ze strany penzijních a pojišťovacích fondů tak, jak je tomu v případech zvolených zemí, kde žádná restrikce tohoto typu není uplatňována. Ve všech sledovaných zemích mohou penzijní fondy a fondy pojišťoven investovat bez omezení geografického i kvantitativního.

Další překážkou, která byla identifikována, jako překážka rozvoje financování rizikovým kapitálem je minimální podpora začínajících a rozvojových podniků v oblasti daňových pobídek. V České republice neexistuje nižší daňová sazba či možnost rozsáhlejších odpisů pro začínající podniky, jež mohou podstatně zasáhnout do daňového zatížení subjektu, jako je tomu v případě Irska v podobě "Seed Capital Relief". Při této příležitosti je však nutno konstatovat skutečnost, že sazba daně z příjmu v ČR je jedna z nejnižších ze sledovaných zemí. Stejně tak zatím neexistuje podpora financování rizikovým kapitálem. Například v Nizozemí jsou ztráty z investice do "fondů rizikového kapitálu" uznány jako daňový náklad. Přijatý zákon o kolektivním investování je dobrým krokem k rozvoji financování rizikovým kapitálem v České republice. Dalším zjištěným pozitivem na straně České republiky je existence snížené sazby u kapitálových výnosů a žádné progresivní zdanění příjmů právnických a fyzických osob.

Co lze považovat za negativní je zatímní absence veřejného fondu rizikového kapitálu v České republice. Založení tohoto fondu je však již vážně diskutováno na úrovni vlády, ministerstva financí a představitelů bank. Tyto tzv. seed fondy se běžně využívají ve vyspělých ekonomikách například v Německu, Británii, Francii, atd. Tyto fondy především podporují vznik inovativních podniků, kde hodnota know-how převažuje nad hmotnými aktivy. Ostatně Silicon Valley v USA vzniklo díky podpoře právě tohoto typu fondů. "Hospodářský zázrak" v Německu v 80. letech byl umožněn velkou podporou ze strany těchto fondů. Ať už veřejných či soukromých (Schefczyk, 2006).

Podpora výdajů na vědu a výzkum v podnicích taktéž není v legislativě České republiky upravena narozdíl od ostatních vybraných zemí. V Irsku se jedná o daňovou úlevu ve výši 20 % nebo o odečtení vynaložených nákladů na vědecký výzkum. Ve Velké Británii se jedná o uplatnění až 175 % z objemu investice malými a středními podniky a až 130 % v případě velkých podniků. V Nizozemí je umožněno snížení daně z mezd, které jsou vypláceny v souvislosti s investicemi v oblasti vědy a výzkumu.

Ve výčtu bariér financování rizikovým kapitálem nelze však opomenout i překážky ve formě dostatečné znalosti a nepochopení této formy financování mezi podnikateli

V souvislosti se splněním vytyčených cílů lze formulovat změny, které mohou vést ke zlepšení podmínek pro financování formou rizikového kapitálu v České republice:

- Plná implementace Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003, pro možnost investic penzijních fondů a fondů pojišťoven do rizikového kapitálu
- Veřejná podpora financování rizikovým kapitálem, např. ve formě daňově uznatelných nákladů ze vzniklé ztráty při investici.
- Založení veřejného – státního fondu pro podporu začínajících a rozvojových podniků, který by fungoval na bázi tzv. „fondu fondů“, tedy fondu rizikového kapitálu.
- Osvěta ze strany investorů, eventuálně státu směrem k podnikatelům a především k studentům ekonomicky a technicky orientovaných škol coby potenciálním budoucím podnikatelům.

## 5.5 Závěrečné shrnutí výzkumu II.

Rizikový kapitál patří mezi etablované formy financování rozvoje podniků v řadě vyspělých zemí. (Zinecker, 2010; Zinecker, Rajchlová, 2010). Tento způsob financování působí pozitivně na rozvoj podniků, jak naznačují četné studie zmíněné v úvodu tohoto příspěvku. Komparativní studie podmínek pro využití formy financování rizikového kapitálu ve vybraných zemích byla podkladem pro identifikaci bariér, které mohou být důvodem pro nízkou úroveň využívání této formy financování v České republice.

Jako bariéry byly označeny jednoznačně: nemožnost investic typu rizikového kapitálu ze strany fondů pojišťoven a penzijních fondů dále absence veřejné podpory financování formou rizikového kapitálu a absence veřejného fondu fondů, tzv. Fondu rizikového kapitálu a málo rozšířené povědomí o této formě financování především v řadách podnikatelů.

Pro řešení těchto problémů byly formulovány následující návrhy: plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003, veřejná podpora financování formou rizikového kapitálu, např. ve formě daňově uznatelných nákladů ze vzniklé ztráty při investici a založení veřejného státního fondu pro podporu začínajících a rozvojových podniků, který by fungoval na bázi tzv. „fondu fondů“, tedy fondu rizikového kapitálu a nutnost rozšíření povědomí o této formě financování.

## **6 Výzkum III. : Nefinanční přidaná hodnota poskytované investory rizikového kapitálu tuzemským podnikům**

Výzkum nefinanční přidané hodnoty podnikům byl realizován ve třech rovinách. Cílem výzkumu v první rovině bylo zmapování, zda je ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu poskytovaná nefinanční přidaná hodnota podnikům financovaným rizikovým kapitálem a o jaké konkrétní formy podpory se jedná (kap. 6.1) a je označen jako "Výzkum IIIa". Výzkum v druhé rovině byl zaměřen na zjištění, zda poskytovaná manažerská podpora ze strany investorů je ovlivněna vývojovou fází podniku (kap. 6.2) a je označen jako "Výzkum IIIb". Úkolem cíle ve třetí rovině bylo zmapovat, jaké formy manažerské podpory podniky využívají (kap. 6.3), tento je pak označen jako "Výzkum IIIc".

### **6.1 Výzkum IIIa.: Oblasti a formy manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu v tuzemských podmínkách**

Zahraniční studie, které zkoumaly existenci nefinanční přidané hodnoty poskytované ze strany investorů v rámci financování rizikovým kapitálem podnikům, jsou četné a výrazně se liší svými závěry. Existují i případy, např. autor Frederiksen popírá pozdějšími výsledky výzkumy výsledky vlastních dřívějších výzkumů.

Jako příklady závěrů zahraničních studií prokazující pozitivní vliv a existenci přidané hodnoty na podnik lze vybrat následující<sup>22</sup>: Brophy (1988), Rosenstein et al (1989,1993), Frederiksen et al (1990), Sapienza (1992, 1996), Frederiksen (1992), Jain and Kini (1995), EVCA (1996), Frederiksen (1997), Brav and Gompers (1997), Wipler (1988), Schefczyk and Gerpott(1988), Lerner (1999), Engel and Keilbach (2002), Engel (2002), EVCA (2002), Engel (2003), AVCO (2004, 2006), aj.

Studie neprokazující, avšak ani nevylučující přidanou hodnotu: např. Manigart and Hyfte (1996)

Studie neprokazující existenci přidané hodnoty financování PE/VC pro podniky: např. Cherin and Hergert (1988), Macmillan et al. (1988), Frederiksen (1991), Barney et al.(1996), Deakins et al.(1996), Bürgel et al. (2000), Wang et al. (2002), Botazzi et da Rin (2002), Busenitz et al. (2004).

---

<sup>22</sup> Závěry studií dále uvedených autorů byly obsahem kapitoly 3.2.1, proto již nebudou na tomto místě dále rozváděny

Na základy analýzy zahraničních studií byly zjištěny dvě základní metody sběru dat: dotazování respondentů (písemné, formou rozhovorů) a analýzy podnikových dat, ev. analýzy vývoje na burze.

Dotazování formou rozhovorů užili Rosenstein et al (1993), Sapienza (1992), Frederiksen (1997), dotazování písemnou formou, tedy dotazníky užili: Frederiksen et al (1990), MacMillan et al. (1988), Rosenstein et al (1989), Frederiksen (1990, 1991), Landstrom (1991), Sapienza (1996), Barney et al. (1996), Busenitz et al. (2004), Schefczyk, Gerpott (1988), EVCA (2002). AVCO (2004, 2006),

Výzkum na základě analýzy z podnikových dat byl prováděn např.: Frederiksen (1991, 1992, 1997), Jain and Kini (1995), EVCA (1996), Manigart and Hyfte (1996), Lerner (1999), Bürgel et al (2000), Wang et al (2002), Engel (2002), Engel and Keilbach (2002), AVCO (2004, 2006), Wipler (1988). Analýzu vývoj burzovních kurzů sledovali např.: Brophy (1988), Cherin and Hergert (1988), Sapienza 1992, Brav and Gompers (1997), Botazzi et Da Rin (2002).<sup>23</sup>

MacMillan et al (1988) definoval 20 forem odborné pomoci. Další autoři (Ehrlich et al, 1994; Sapienza et al., 1996) tyto formy částečně adaptovali. Landström (1991) definuje 14 forem odborné pomoci a EVCA (2002) uvádí dalších 15 nefinančních příspěvků.

Odborná pomoc se nejčastěji dotýká strategického řízení, finančního řízení, řízení v oblasti lidských zdrojů, obchodní oblasti, operativního řízení, řízení komunikace a interpersonálního řízení (role mentora, kouče, důvěrníka). Níže uvedené formy manažerské podpory jsou převzaty od autorů MacMillan, Ehrlich, Sapienza, Landstrom a EVCA a částečně adaptovány.

Formy odborné pomoci v oblasti strategického řízení jsou následující: spolupráce na stanovení obchodní strategie; podpora při vytvoření organizační struktury; podpora při definování podnikových procesů; poradenství při plánování internacionalizace; poradenství při expanzi; podíl na vývoji produktu (služby), podíl při definování marketingové či výrobní strategie.

Formy odborné pomoci v oblasti finančního řízení zahrnují: pomoc při sestavování finančních plánů a rozpočtů; dohled nad finančním vývojem; podpora při získávání vlastního kapitálu; podpora při získání cizího kapitálu; podpora při získávání dotací.

Formy odborné pomoci v oblasti řízení lidských zdrojů se dotýkají: výběru spolupracovníků; výběru členů managementu; výběru klíčových osob z technické oblasti; spoluúčasti na vyjednávání pracovních smluv; motivace personálu.

---

<sup>23</sup> Blíže se problematice věnuje text kapitoly 3.2.2, proto nebudou na tomto místě výsledky výzkumů dále rozvíjeny.

Formy odborné pomoci v obchodní oblasti mají podobu: získávání zákazníků; získávání referenčních zákazníků; získávání obchodních partnerů; poradenství při výběru dodavatelů.

Formy odborné pomoci v operativní oblasti se nejčastěji dotýkají: řešení krizí a problémů v běžném provozu a dohledu nad běžnou obchodní činností.

Do forem odborné pomoci v řízení komunikace spadají: sdílení kontaktů na podniky z portfolia investorů; zprostředkování kontaktů na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV; zprostředkování kontaktů na investiční banky; zprostředkování kontaktů na média; zprostředkování kontaktů na právní zástupce a poradce, styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou).

V rámci interpersonální oblasti je zdůrazňována funkce investora jako kouče a důvěrníka.

Charakteristiky jednotlivých forem tvoří obsah dotazníků využitých pro výzkum zmapování forem manažerské podpory.

### **6.1.1 Cíl výzkumu IIIa.**

Hlavním cílem výzkumu je zmapovat, zda je ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu poskytovaná manažerská podpora podnikům financovaným formou rizikového kapitálu. Formy manažerské podpory ze strany tuzemských investorů byly zkoumány ve dvou rovinách: Sledování v první rovině je zaměřeno na hledání oblasti manažerské podpory, které jsou investory poskytovány nejčastěji.

Cíl výzkumu v druhé rovině je spatřován ve zjištění, které konkrétní formy manažerské podpory vykazují investoři v podmínkách českých podniků nejčastěji.

### **6.1.2 Materiál a metodika výzkumu IIIa.**

S ohledem na vytyčený cíl byla aplikována metoda smíšeného výzkumu. Metoda smíšeného výzkumu je užitá v podobě konverze dat, kdy kvalitativní data jsou zpracována kvantitativním způsobem (smíšený výzkum, viz blíže kap. 2.2).

Omezující podmínkou při výběru výzkumného vzorku sestávající ho z investorů rizikového kapitálu pro potřeby výzkumného záměru byla nutnost sídla společnosti investora v regionu České republiky. Omezující podmínka byla stanovena z důvodu zmapování specifík tuzemského trhu rizikovým kapitálem.



V rámci zjišťování identity institucionálních investorů byla dotázána CVCA, jejímiž řádnými členy jsou právě investoři rizikového kapitálu. Dále byli osloveni i ti investoři, kteří nejsou členy CVCA, avšak investice z jejich strany jsou vykazovány jako investice typu private equity a venture kapitál. Oborové zaměření investorů nebylo pro účely tohoto výzkumu sledováno. Z celkových 19 manažerských společností bylo vyloučeno pro omezující podmínku 7 manažerských společností. Základní soubor respondentů tvoří 19 manažerských společností.

Sběr dat byl realizován prostřednictvím on-line dotazníku umístěného na webových stránkách Fakulty podnikatelské [http://dotazniky.fbm.vutbr.cz/venture\\_investori/](http://dotazniky.fbm.vutbr.cz/venture_investori/).

Dotazník obsahoval v úvodu představení výzkumného záměru. Jako nepovinný údaj byla možnost vepsání kontaktu respondenta ve formě e-mailové adresy a identifikace společnosti. Následovalo 31 řádků, ve kterých byly vepsány charakteristiky forem manažerské podpory, které jsou uvedeny v úvodu. Označením pole vedle řádku bylo vyjádření souhlasu s poskytováním této formy podpory podnikům. Souhlas byl zaznamenán exportem do souboru Excel a byl vyjádřen číslicí 1.

Odkaz na dotazník společně s průvodním dopisem byl zaslán prostřednictvím osobního e-mailového sdělení konkrétním zástupcům investorů v polovině října 2011. Investoři byli požádáni, aby označili tu formu podpory, kterou poskytovali podniku v období jejich působení.

Respondenti byli vyzváni, pokud ani jedna z nabízených možností není správná, resp. není jimi vykazována, nechť napíše v „prostoru pro Vaše sdělení“ aktivitu, kterou skutečně poskytují. Po 14 dnech od odeslání dotazníku byli investoři, kteří prozatím neodpověděli, opětovně požádáni elektronickou cestou o vyplnění dotazníku. Dotazník byl uzavřen v polovině listopadu 2011.

Výběrový soubor tvoří 12 manažerských společností

Z celkových 12 oslovených investorů odpovědělo 10 investorů rizikového kapitálu

Kvóta návratnosti dotazníku je na úrovni 83,34 %. Data byla zpracována pomocí popisné statistiky programu Excel.

Naplnění dílčího cíle v rovině zaměřené na zjištění oblasti podpory, které jsou investory rizikového kapitálu poskytovány nejčastěji, byla kvalitativní data zpracována prostřednictvím využití statistické funkce četnost v absolutním a relativním vyjádření označení v dané oblasti. Bylo využito statistických funkcí aritmetického průměru a směrodatné odchylky pro zjištění míry významnosti dané oblasti pro investory.

Pro stanovení formy manažerské podpory, která je poskytována ze strany investorů nejčastěji, byla kvalitativní data zpracována prostřednictvím funkce programu Microsoft Excel

COUTIFS, jako absolutní četnost kladných odpovědí a následně upravena v relativní četnost kladných odpovědí. Dále jsou použity popisné statistiky aritmetický průměr a směrodatná odchylka pro zvýšení vypovídací schopnosti zjištěných dat.

### **6.1.3 Výsledky výzkumu IIIa.**

Tabulka 12 a 13 obsahuje výsledky výzkumu zjišťování oblastí a forem manažerské podpory podnikům, které byly financovány rizikovým kapitálem. Pro přehlednost byly výsledky výzkumu rozděleny do dvou částí.

První část představuje výsledky zmapování oblastí manažerské podpory, které jsou poskytovány nejčastěji a zároveň zmapování poskytování konkrétních forem manažerských podpor, prostřednictvím zjišťování četností označení kladných odpovědí.

Druhá část představuje výsledky zmapování nejčastěji poskytovaných konkrétních forem podpory ze strany investorů podnikům, jež byly financovány rizikovým kapitálem.

#### **ČÁST 1.: Zjištění oblastí manažerské podpory, které jsou ze strany investorů poskytovány nejčastěji.**

Tabulka 12 obsahuje výčet oblastí manažerské podpory a konkrétních forem manažerské podpory, absolutní četnost kladných odpovědí, relativní četnost kladných odpovědí. Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí, doplněné o hodnotu směrodatné odchylky, poskytují informaci o pořadí významnosti ze strany investorů daným oblastem manažerské podpory.

Oblastí manažerské podpory, která je investorem poskytována nejčastěji, je oblast strategického řízení. Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí v této oblasti je na úrovni 83 % se směrodatnou odchylkou 10,3 %, která znamená kolísání v rozmezí 10,3 % kolem aritmetického průměru. Zjištěný výsledek lze interpretovat tak, že pro poskytování některých nebo všech forem z oblasti strategického řízení podniku se kladně vyjádřilo průměrně 83 % respondentů. Tato hodnota je nejvyšší dosažená. Pro hodnotu směrodatné odchylky platí, čím menší hodnota směrodatné odchylky, tím má hodnota aritmetického průměru vyšší vypovídající schopnost tzn., hodnoty souboru jsou rozloženy v blízkosti hodnoty aritmetického průměru.

Finanční řízení je druhou nejčastěji zmiňovanou oblastí podpory managementu ze strany investorů. Hodnota aritmetického průměru byla zjištěna na úrovni 74 %, tzn. průměrně 74 % respondentů poskytuje některé nebo všechny formy manažerské podpory obsažené v oblasti

finančního řízení podniku. Hodnota směrodatné odchylky byla stanovena na úrovni 28 %. Hodnota směrodatné odchylky je v tomto případě vysoká a vypovídá o kolísání zjištěných hodnot, tzn. nerovnoměrně rozložené kladné odpovědi v případě poskytování jednotlivých forem podpory ze strany investorů.

Třetí oblastí manažerské podpory, která byla nejčastěji investory označována jako poskytovaná, je oblast řízení komunikace. Hodnota aritmetického průměru procenta kladných odpovědí dosáhla 60 %, tzn., průměrně 60 % investorů poskytuje některou z uvedených forem. Hodnota směrodatné odchylky je ve výši 20,18 %. Hodnotu směrodatné odchylky lze považovat za vyšší, tzn., hodnoty relativní četnosti počet kladných odpovědí jednotlivých forem manažerské podpory není v blízkosti hodnoty aritmetického průměru.

Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí v oblasti interpersonální byl zjištěn v hodnotě 45 %, tzn. průměrně 45 % respondentů je vnímáno jako kouč a (nebo) důvěrník. Směrodatná odchylka nabývá hodnoty 5 %, tuto hodnotu lze považovat za nízkou, tzn., že hodnoty jednotlivých četností leží v blízkosti hodnoty aritmetického průměru procenta kladných odpovědí.

Zjištěná úroveň aritmetického průměru procenta kladných odpovědí v oblasti podpory managementu ze strany investora ve formě řízení lidských zdrojů nabyla 44 % a hodnota směrodatné odchylky nabývá rozmezí 20 %. Průměrně 44 % dotazovaných se vyjádřilo kladně v otázkách podpory managementu podniku v oblasti řízení lidských zdrojů.

Obchodní oblast je jednou z nejméně často označovaných oblastí podpory managementu, hodnota aritmetického průměru procenta kladných odpovědí je ve výši 38 %, tzn., průměrně 38 % dotazovaných potvrdilo poskytování forem podpory z obchodní oblasti. Výše rozmezí hodnoty směrodatné odchylky kolem hodnoty aritmetického průměru dosáhla úrovně 21 %.

Nejméně často označovanou oblastí ze strany investorů, kteří určovali poskytované formy manažerské podpory, je oblast operativního řízení. Výše hodnoty aritmetického průměru dosáhla 25 %, přičemž relativní odchylka je nízká, v hodnotě 5 %. Nejméně, tedy průměrně 25 % investorů rizikového kapitálu, je angažováno v oblasti operativního řízení podniku.

**Tabulka 12: Oblasti a formy manažerské podpory tuzemským podnikům ze strany investorů rizikového kapitálu**

Oblast manažerské podpory	Forma podpory financovaných podniků	Absolutní četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí	Aritmet. průměr procenta kladných odpovědí	Směrodatná odchylka aritmet. průměru
Strategické řízení	Spolupráce na stanovení obchodní strategie	10	100%	83%	10 %
	Poradenství při expanzi podniku	9	90%		
	Poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie	9	90%		
	Podpora při vytvoření organizační struktury	8	80%		
	Poradenství při plánování internacionalizace	8	80%		
	Podpora při definování podnikových procesů	7	70%		
	Podíl na vývoji produktu /služby	7	70%		
Finanční řízení	Dohled nad finančním vývojem	10	100%	74%	28 %
	Pomoc při sestavování rozpočtů/ finančních plánů	9	90%		
	Podpora při získávání cizího kapitálu	9	90%		
	Podpora alternativního získávání vlastního kapitálu	7	70%		
	Podpora při získávání dotací (grantů, podpor)	2	20%		
Řízení komunikace	Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	8	80%	60%	20 %
	Kontakt s advokáty/poradci	8	80%		
	Kontakt s investičními bankami	7	70%		
	Kontakt s tiskem	6	60%		
	Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	5	50%		
	Kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV	2	20%		
Interpersonální funkce	Role kouče	5	50%	45%	5 %
	Role důvěrníka	4	40%		
Řízení lidských zdrojů	Pomoc s výběrem členů managementu	8	80%	44%	20 %
	Pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně	5	50%		
	Aktivní pomoc v otázkách zlepšení motivace personálu	4	40%		
	Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	3	30%		
	Spoluúčast na vyjednání obsahu pracovních smluv	2	20%		
Obchodní oblast	Aktivní pomoc při získávání zákazníků	5	50%	38%	21 %
	Aktivní pomoc při získávání referenčních zákazníků	5	50%		
	Aktivní pomoc při získávání obchodních partnerů	5	50%		
	Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	0	0%		
Operativní řízení	Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	3	30%	25%	5 %
	Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	2	20%		

Zdroj: vlastní zpracování

V oblasti strategického řízení bylo jednoznačně všemi respondenty označeno poskytování formy podpory ve spolupráci na stanovení obchodní strategie. Shodně 90 % respondentů se vyjádřilo kladně v otázce poskytování podniku poradenství v otázkách expanze podniku a poradenství, ev. podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie, 80 % dotazovaných uvedlo poskytování podpory při plánování internacionalizace a podpory při vytvoření organizační struktury. Shodně 70 % respondentů vyjádřilo souhlas s poskytováním manažerské podpory podnikům ve formě definování podnikových procesů a podíl na vývoji produktu nebo služby.

V oblasti finančního řízení byla 100 % respondentů označena jako podnikům poskytovaná podpora ve formě dohledu na finančním vývoji podniku. Shodně 90 % dotazovaných uvedlo svoji podporu podniku ve formě pomoci při sestavování rozpočtů a finančních plánů a podpoře při získání cizího kapitálu. Sedm respondentů, v relativním vyjádření 70 % respondentů podporuje podnik při alternativním získávání vlastního kapitálu. Celkem 20 % dotazovaných nabízí podporu při získávání dotací nebo grantů.

Následující formy manažerské podpory spadají do oblasti řízení komunikace. Nejvíce z této oblasti je uváděno zprostředkování kontaktu na podniky v rámci portfolia investorů a zprostředkování kontaktu s advokáty nebo poradci, a to 80 % dotazovaných. Sedm respondentů (70 % respondentů) zprostředkovávalo kontakt s investičními bankami. Šest respondentů, v relativním vyjádření 60 % zprostředkovávalo kontakt s tiskem. Jako podporu managementu ve formě předání osobního kontaktu na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV uvedlo 20 % dotazovaných.

Interpersonální funkci prostřednictvím role kouče tvořilo 50 % respondentů a prostřednictvím role důvěrníka 40 % dotazovaných.

Oblast řízení lidských zdrojům definována těmito formami vyjadřovaných manažerských podpor ze strany investora: pomoc s výběrem členů managementu uvedlo 80 % dotazovaných, pomoc s výběrem spolupracovníků ve všeobecné rovině uvedlo 50 % respondentů. Poskytnutí aktivní pomoci při řešení zlepšení motivace personálu vyjádřilo 40 % dotazovaných. O deset procent méně uvedlo podporu ve formě pomoci s výběrem klíčových osob z technické oblasti a 20 % respondentů vyjádřilo spoluúčast na vyjednávání obsahu pracovních smluv.

Obchodní oblast je tvořena čtyřmi formami podpor, z nichž tři označilo shodně 50 % dotazovaných jako poskytovanou formu podpory. Jedná se o: aktivní pomoc při získání zákazníků,

aktivní pomoc při získání referenčních zákazníků, aktivní pomoc při získání obchodních partnerů. Žádný z dotazovaných neuvedl poradenskou činnost při výběru dodavatelů a vybavení. V rámci operativního řízení 30 % respondentů pomáhalo řešit krize a problémy v běžném provozu a vykonávání dohledu nad operativními obchody provádělo 20 % dotazovaných.

## **Část 2.: Výzkum konkrétních forem transferu manažerské podpory podnikům ze strany investorů rizikového kapitálu**

Výsledky dílčího výzkumu jsou shrnuty v tabulce 13. Tabulka 13 obsahuje v prvním sloupci konkrétní formy manažerské podpory, seřazené od forem s nejvyšší dosaženou četností po nejnižší. Druhý sloupec je tvořen zjištěnými hodnotami absolutní četnosti, třetí sloupec je tvořen zjištěnými hodnotami relativní četnosti.

Nejčastěji zmiňovanou poskytovanou formou manažerské podpory byla spolupráce investora na stanovení obchodní strategie, jíž označilo 100 % investorů, stejně tak jako dohled nad finančním vývojem ze strany investora.

O jednotku méně, 9 odpovědí z celkových možných deseti, resp. 90 % všech investorů projevílo souhlas s poskytováním podpory v rámci poradenství v otázkách expanze podniku, a poradenství eventuálně podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie podniku. Se stejnou četností kladných odpovědí bylo zjištěno poskytování pomoci při sestavování rozpočtů nebo finančních plánů podniku a podpora investora při získávání cizího kapitálu.

V případě 80 % investorů bylo zjištěno poskytování podpory při vytvoření organizační struktury podniku a osobní poradenství při plánování internacionalizace. Stejný procentní počet investorů udává, že předává know-how ve formě pomoci s výběrem členů managementu. Celkem 80 % investorů také zprostředkovává kontakt na podniky v rámci portfolia investorů a kontakt s advokáty/poradci.

Transfer manažerského know-how ve formě podpory při definování podnikových procesů a podílnictví na vývoji a produktu nebo služby bylo zjištěno u 70 % investorů rizikového kapitálu, stejně jako podpora investora při alternativním získávání vlastního kapitálu a zároveň zprostředkování kontaktu s investičními bankami.

Šest investorů, v relativním vyjádření 60 % investorů uvedlo zprostředkování podnikům kontakt s tiskem.

Celkem 50 % investorů tvoří styčný bod neboli rozhraní, s investory, eventuálně investiční skupinou. Stejný relativní počet investorů se podílí na výběru spolupracovníků, aktivně přispívá k získávání zákazníků, referenčních zákazníků a obchodních partnerů.

Pět investorů (50 % investorů) je koučem managementu podniku.

Čtyři respondenti, celkem 40 % respondentů aktivně pomáhá při řešení zlepšení motivace zaměstnanců. Stejný počet dotazovaných uvedl, že plní funkci důvěrníka managementu podniku.

Transfer manažerského know-how v podobě pomoci při řešení krizí a problémů v běžném provozu a pomoci s výběrem klíčových osob z technické oblasti, byl zjištěn v případě 30 % respondentů.

Absolutní četnost 2, která odpovídá 20 % dotazovaných, byla vyšetřena v případě manažerských podpor ve formě zprostředkování kontaktu na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV, spoluúčasti investora na vyjednávání obsahu pracovních smluv, podpory ze strany investora při získání dotací (grantů, podpor) a dohledu, nebo zpětná vazba nad operativními obchody

Žádný z investorů neoznačil za poskytované poradenství při výběru dodavatelů a vybavení.

**Tabulka 13: Formy manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu tuzemským podnikům**

Poskytovaná forma manažerské podpory	Četnost souhlasných označení	Relativní četnost
Spolupráce na stanovení obchodní strategie; Dohled nad finančním vývojem podniku	10	100 %
Poradenství při expanzi podniku, Poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie ; Pomoc při sestavování rozpočtů/ finančních plánů; Podpora při získání cizího kapitálu	9	90 %
Podpora při vytvoření organizační struktury; Poradenství při plánování internacionalizace; Pomoc s výběrem členů managementu; Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů; Kontakt s advokáty/poradci	8	80 %
Podpora při definování podnikových procesů; Podíl na vývoji a produktu/služby; Podpora alternativního získávání vlastního kapitálu; Kontakt s investičními bankami	7	70 %
Kontakt s tiskem	6	60 %
Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou); Pomoc s výběrem spolupracovníků- všeobecně; Aktivní pomoc při získávání zákazníků, Aktivní pomoc při získávání referenčních zákazníků; Aktivní pomoc při získávání obchodních partnerů; Role kouče	5	50 %
Aktivní pomoc v otázkách zlepšení motivace personálu; Role důvěrníka	4	40 %
Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu; Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	3	30 %
Zprostředkování kontaktu na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV; Spoluúčast na vyjednávání obsahu pracovních smluv; Podpora při získávání dotací (grantů, podpor); Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	2	20 %
Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	0	0 %

Zdroj: vlastní zpracování

#### 6.1.4 Diskuze výsledků výzkumu IIIa.

Na otázku, zda existuje nefinanční přidaná hodnota a především v jaké oblasti podniku je poskytována, není jednoznačná odpověď, jak vyplývá ze závěrů analýz zahraničních studií (viz kapitola 3.2.2)

Na základě zjištěných výsledků lze konstatovat, že čeští investoři poskytují nefinanční přidanou hodnotu financovaným tuzemským podnikům.

Východiskem pro následující polemiku jsou výsledky výzkumů, věnující se problematice existence nefinanční přidané hodnoty financování rizikovým kapitálem.

Nejčastěji zmiňované studie a také část studií, jež byly východiskem výzkumu přidané hodnoty financování rizikovým kapitálem, jsou práce MacMillan (1988), Sapienza, Timmons (1989), Rosenstein et al. (1993), Ehrlich et al. (1994), Boué (2005)

MacMillan (1988) ve výsledcích studie uvádí, že nejčastěji poskytovanou formou podpory ze strany investora, nebo rolí investora v podniku je tzv. Sounding Board.<sup>24</sup> Podpory podniku dále byly identifikovány především v pomoci při alternativním získání vlastního kapitálu, zprostředkování kontaktu s investiční skupinou, monitorování finančního vývoje, monitorování vývoje podniku, a aktivní pomoci při získání alternativního cizího kapitálu.

Sapienza, Timmons (1989) vyšetřili nejdůležitější formu podpory podniku ze strany investora rizikového kapitálu jako tzv. Sounding Board, poradce, kouče. Následuje role tzv. finančníka, přítele či důvěrníka a zprostředkování kontaktů.

Rosenstein et al. (1993) shodně se Sapienza, Timmons (1989) zmapoval podporu podniku ve transferu know-how ve formě tzv. Sounding Board, zprostředkování kontaktu s investiční skupinou, operativním dohledem nad vývojem podniku, dosazení nebo odvolání managementu podniku a pomoci investora při řešení krátkodobých, operativních problémů.

Dle Ehrlich et al. (1994) je nejdůležitější podporou managementu podniku ze strany investora rizikového kapitálu zprostředkování kontaktu s investiční skupinou; zprostředkování získání alternativního vlastního kapitálu; dohled nad finančním vývojem; Sounding Board; operativní dohled nad vývojem podniku; formulace podnikové strategie.

Boué (2005) při zjišťování nefinanční přidané hodnoty zveřejnil, že oblastmi a formami podpory, které investoři poskytují nejčastěji, jsou: monitoring vývoje podniku a kontrola dodržování strategického plánu; poskytování poradenství, poskytování informací, zprostředkování kontaktů a koučing.

---

<sup>24</sup> Tuto je možno definovat, dle (MacMillan, 1988), jako připravenost investorů naslouchat problémům, nápadům a dotazům podnikatele a následně interaktivně reagovat radou či názorem. Tato aktivita bývá nazývána i funkcí kouče ev. mentora.



Analýzou závěrů zahraničních studií bylo zjištěno, že podpora managementu zahraničních investorů rizikového kapitálu je často realizována v oblastech tzv. Sounding Board, zprostředkování kontaktů, finanční řízení, strategické řízení, operativní řízení a poradenská činnost.

Přehled výsledků vybraných zahraničních studií je uveden v tabulce 14.

**Tabulka 14: Nejčastěji poskytované formy manažerských podpor - výsledky vybraných zahraničních studií**

MacMillan (1988)	Sapienza & Timmons (1989)	Rosenstein et al. (1993)	Ehrlich et al. (1994)	Boué (2005)
Sounding Board	Sounding Board	Sounding Board	Kontakt s investiční skupinou	Monitoring vývoje podniku a kontrola dodržování strat. plánu
Pomoc při alternativním získávání vlastního kapitálu	Finančník	Kontakt s investiční skupinou	Zprostředkování získání alternativního vlastního kapitálu	Poskytování poradenství
Kontakt s investiční skupinou	Přítel důvěrník	Operativní dohled nad vývojem podniku	Dohled nad finančním vývojem podniku	Poskytování informací
Monitorování finančního vývoje	Tvorba kontaktů	Dosazení nebo odvolání managementu	Sounding Board	Zprostředkování kontaktů
Monitorování vývoje podniku	x	Pomoc při řešení krátkodobých, operativních problémů	Operativní dohled nad vývojem podniku	Koučing
Pomoc při získání alternativního cizího kapitálu	x	x	Formulace podnikové strategie	x

Zdroj: vlastní zpracování

Následně na základě analýzy výsledků zahraničních studií lze učinit závěr, že nejčastěji poskytovanou formou podpory managementu podniku ze strany investorů v rámci financování podniku rizikovým kapitálem je funkce investora jako tzv. Sounding Board; kontakt s jinými investory; podpora při hledání alternativního vlastního a cizího kapitálu; monitoring – operativní kontrolní funkce.

Výsledky provedeného výzkumu autorkou textu vypovídají o odlišné situaci v poskytování nefinanční přidané hodnoty v rámci financování podniků rizikovým kapitálem v České republice.

Bylo zjištěno, že nejčastěji poskytovanými oblastmi manažerské podpory v tuzemsku jsou:

- oblast strategického řízení,
- finančního řízení,
- řízení komunikace.

Konkrétně se jedná o formy manažerské podpory<sup>25</sup> ve smyslu:

- spolupráce na stanovení obchodní strategie,
- dohledem nad finančním vývojem podniku,
- poradenství v otázkách expanze podniku,
- poradenství, eventuálně podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie podniku,
- pomoci při sestavování rozpočtů nebo finančních plánů,
- podpory při získání cizího kapitálu,
- podpory při vytvoření organizační struktury podniku,
- poradenství při plánování internacionalizace,
- pomoci s výběrem členů managementu podniku,
- zprostředkování kontaktu na podniky v rámci portfolia investorů,
- zprostředkování kontaktu s advokáty nebo poradci.

Aktivity ve smyslu Sounding Board, tedy koučing, mentoring, byly označeny pěti investory z deseti, stejně tak jako styčný bod s investory (investiční skupinou), nepatří tak mezi nejčastěji poskytované aktivity. Dohled nad operativní činností, resp. aktivity v oblasti operativního řízení byly označeny investory s nejmenší četností, na rozdíl od výsledků uvedených studií.

Odlišnosti lze tedy identifikovat v pojetí nefinanční přidané hodnoty českými investory. Tito se zaměřují na strategické řízení, finanční řízení a aktivity v oblasti řízení komunikace, na rozdíl od zahraničních investorů, kteří kladou důraz na roli kouče, mentora, častěji vstupují do operativního řízení, na rozdíl od českých investorů. Shodu lze nalézt v podpoře při získání cizího, ev. vlastního alternativního kapitálu.

### **6.1.5 Závěrečné shrnutí výzkumu IIIa.**

Prostřednictvím výsledků plynoucích z dotazníkového šetření mezi tuzemskými investory rizikového kapitálu byly zmapovány oblasti manažerské podpory, jež jsou investory poskytovány nejčastěji a formy manažerské podpory, které jsou poskytovány nejčastěji.

Mezi oblastmi s největší mírou poskytování jsou oblasti strategického, finančního řízení a řízení komunikace. Mezi nejčastěji poskytované formy manažerské podpory patří spolupráce na

---

<sup>25</sup> Pro účely stanovení, co je nejčastěji poskytovanou formou podpory, byla zvolena minimální hranice 80 % respondentů

stanovení obchodní strategie, dohled nad finančním vývojem podniku, poradenství v otázkách expanze podniku, poradenství, eventuálně podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie podniku, pomoc při sestavování rozpočtů nebo finančních plánů, podpora při získání cizího kapitálu, podpory při vytvoření organizační struktury podniku, poradenství při plánování internacionalizace, pomoci s výběrem členů managementu podniku, zprostředkování kontaktu na podniky v rámci portfolia investorů a zprostředkování kontaktu s advokáty nebo poradci.

Analýzou závěrů zahraničních studií bylo zjištěno, že podpora managementu zahraničních investorů rizikového kapitálu je často v oblastech tzv. Sounding Board, zprostředkování kontaktů, finanční řízení, strategické řízení, operativní řízení a poradenská činnosti.

Shodu tak můžeme nalézt ve strategickém řízení, finančním řízení a řízení komunikace. Oblasti Sounding Board a operativního řízení jsou na základě výsledků výzkumu oblasti manažerské podpory ze strany investorů nevýznamné.

## **6.2 Výzkum IIIb.: Ovlivnění transferu manažerského know-how ze strany investorů rizikového kapitálu vývojovou fází podniku**

Fáze vývoje podniku v kontextu užití formy financování rizikovým kapitálem se nazývají, (zdroj EVCA), early stage, later stage a buyouts.<sup>26</sup> Fáze s nejvyšší mírou rizika, dle EVCA, je early stage, kdy se jedná o tzv. zárodečné a startovní financování rozvoje podniku. Fáze later stage je definována jako fáze s rozvoje podniku, s počáteční výrobou či poskytováním služeb. Riziko ztráty investice je v této fázi také značné. Do fáze buyouts řadíme období růstu podniku, překlenovacího financování, záchranného financování, tzv. manažerské odkupy. Riziko investora v této fázi je oproti jmenovaným nejmenší.

Churchil, Lewis (1983) Flynn (1991), Engel, Hofacker (2001), EVCA (2002) konstatují, že potřeby podniků, cíle a způsob vedení podniků se mění s fází, ve které se podnik nachází, proto forma podpora managementu je odlišná v závislosti na fázi vývoje podniku. Sapienza (1992) ve studii z roku 1992 tvrdí, že vývojová fáze podniku nemá vliv na míru poskytování nefinanční přidané hodnoty ze strany investorů<sup>27</sup>

---

<sup>26</sup> Podrobně je tématu identifikace vývojových fází věnována kapitola 3.1 2.

<sup>27</sup> Bližší informace, včetně popisu použitých metod, je uvedeno v kapitole 3.2.2, proto tyto informace na tomto místě nebudou dále rozváděny.

### 5.2.1 Cíl výzkumu IIIb.

Důvodem realizace výzkumu bylo úsilí zjistit, zda je poskytování forem manažerské podpory ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu ovlivněno vývojovou fází podniku.

### 5.2.2 Materiál a metody výzkumu IIIb.

S ohledem na vytyčený cíl byla aplikována metodasmíšeného výzkumu. Metoda smíšeného výzkumu je užitá v podobě konverze dat, kdy kvalitativní data jsou zpracována kvantitativním způsobem.

Omezující podmínkou při výběru výzkumného vzorku, sestávajícího z investorů rizikového kapitálu pro potřeby výzkumného záměru, byla nutnost sídla společnosti investora rizikového kapitálu v regionu České republiky. Omezující podmínka byla stanovena z důvodu zmapování specifik tuzemského trhu rizikovým kapitálem.

V rámci zjišťování identity institucionálních investorů byla dotázána CVCA, jejímiž řádnými členy jsou právě investoři rizikového kapitálu. Dále byli osloveni i ti investoři, kteří nejsou členy CVCA, avšak investice z jejich strany jsou vykazovány pro EVCA jako investice typu private equity a venture kapitál<sup>28</sup>. Oborové zaměření investorů nebylo pro účely tohoto výzkumu sledováno. Z celkových 19 manažerských společností bylo vyloučeno pro omezující podmínku 7 manažerských společností. Sběr dat byl realizován prostřednictvím on-line dotazníku umístěného na webových stránkách Fakulty podnikatelské, [http://dotazniky.fbm.vutbr.cz/venture\\_investori/](http://dotazniky.fbm.vutbr.cz/venture_investori/) (viz příloha 2).

Dotazník byl strukturován takto: V řádcích bylo uvedeno 31 jednotlivých forem podpory (viz kapitola 3.1.5) a ve sloupcích byly uvedeny vývojové fáze podniku, včetně neoznačeného sloupce, který vyjadřoval tzv. odpověď bez specifikace. Odkaz na dotazník společně s průvodním dopisem byl zaslán prostřednictvím osobního e-mailového sdělení konkrétním zástupcům investorů v polovině října 2011. Investoři byli požádáni, aby označili tu formu podpory, kterou poskytovali podniku v období jejich působení, v závislosti na vývojové fázi podniku. Respondenti byli vyzváni, pokud ani jedna z nabízených možností není správná, resp. není jimi vykazována, necht' napíší v „prostoru pro Vaše sdělení“ aktivitu, kterou skutečně poskytují. Po 14 dnech od odeslání dotazníku byli investoři, kteří prozatím neodpověděli, opětovně požádáni elektronickou cestou o vyplnění dotazníku. Dotazník byl uzavřen

---

<sup>28</sup> Zde je relevantní označení private equity a venture kapitál, z důvodu takového značení pro rizikový kapitál ze strany EVCA

v polovině listopadu 2011. Z celkových 12 oslovených investorů odpovědělo 10 investorů rizikového kapitálu.

Základní soubor respondentů tvoří 19 manažerských společností. Výběrový soubor tvoří 12 manažerských společností, kvóta návratnost dotazníku je na úrovni 83,34 %.

Data byla zpracována pomocí popisné statistiky programu Excel.

Pro zjištění, zda je transfer manažerské podpory ovlivněn vývojovou fází podniku, bylo postupováno při zpracování kvalitativních dat prostřednictvím vyjádření absolutní a relativní četnosti kladných odpovědí v rámci jednotlivých sledovaných vývojových fází u jednotlivých aktivit. Absolutní četnost byla zjišťována prostřednictvím funkce MS Excel COUNTIF. Odpověď „ bez specifikace strategie“ znamená, že daná forma je poskytována napříč vývojovými fázemi podniku, tzn., označení tohoto pole znamenalo poskytování dané formy podpory ve všech fázích. Označením pole vedle charakteristiky formy manažerské podpory a zároveň pod určením dané vývojové fáze byl projeven investorem souhlas s poskytováním dané formy manažerské podpory v té dané fázi vývoje podniku. Tato akce byla zaznamenána exportem do souboru Excel a byla projevna slovem označující danou označenou fází. Možné odpovědi byly: early; early, later; early, later, buyouts; later buyouts; buyouts. V případě žádné odpovědi zůstalo pole určené na odpověď prázdné.

Dále byla sledována prostřednictvím statistické veličiny aritmetický průměr a směrodatná odchylka pro zjištění míry významnosti dané oblasti pro investory v dané fázi a zvýšení vypovídací schopnosti zjištěných dat.

### **5.2.3 Výsledky výzkumu IIIb.**

Výsledky výzkumného záměru s cílem stanovit, zda je poskytování oblastí manažerské podpory a konkrétní formy manažerské podpory ovlivněny vývojovou fází podniku, jenž je financován rizikovým kapitálem, jsou shrnuty do tabulek 15,16 a 17. Tabulka obsahuje v prvním sloupci výčet oblastí manažerské podpory, v druhém sloupci jsou definovány charakteristiky forem manažerské podpory vztažené k jednotlivým oblastem, třetí sloupec obsahuje četnost kladných odpovědí pro danou fází, ve čtvrtém sloupci jsou uvedeny hodnoty relativní četnosti kladných odpovědí, v pátém sloupci jsou vypočtené hodnoty aritmetického průměru procenta kladných odpovědí pro danou oblast manažerské podpory a šestý sloupec obsahuje hodnoty směrodatné odchylky procenta kladných odpovědí. Tabulka 15 obsahuje hodnoty zjištěné

pro fázi vývoje podniku early stage, tabulka 16 hodnoty zjištěné profázi vývoje podniku later stage a tabulka 17 hodnoty zjištěné pro fáze vývoje podniku buyouts.

Ve fázi early stage (tab. 15) se investoři nejčastěji zaměřují na manažerskou podporu ve strategickém řízení. Na základě zjištěného aritmetického průměru procenta kladných odpovědí tak činí 53 % investorů. Hodnota směrodatné odchylky byla zjištěná ve výši 10 %. Průměrně 50 % investorů rizikového kapitálu podporuje podnik v oblasti finančního řízení, zde zjištěná hodnota směrodatné odchylky je ve výši 18 %. Pro hodnotu směrodatné odchylky platí, čím menší hodnota směrodatné odchylky, tím má hodnota aritmetického průměru vyšší vypovídající schopnost tzn. hodnoty souboru jsou rozloženy v blízkosti hodnoty aritmetického průměru. Odchylka 18 % tedy znamená, že hodnoty relativní četnosti kladných odpovědí jsou šířeji rozloženy od hodnoty aritmetického průměru.

Třetí nejvíce poskytovanou oblastí manažerské podpory je oblast řízení komunikace, zjištěný průměrný relativní počet investorů, jenž poskytují podporu v této oblasti je ve výši 42 %. Průměrně 38 % investorů rizikového kapitálu poskytuje ve fázi early stage podporu podniku v oblasti řízení lidských zdrojů (zjištěná hodnota směrodatné odchylky je ve výši 16 %). Investoři rizikového kapitálu plní funkci kouče a důvěrníka v rámci interpersonální funkce průměrně v 35 % ve fázi early stage.

**Tabulka 15: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi early stage**

Early stage					
Oblast manažerské podpory	Forma manažerské podpory	Absolutní četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí	Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí	Směr. odchylka procenta kladných odpovědí
Strategické řízení	Spolupráce na stanovení obchodní strategie	7	70%	53%	10%
	Podpora při vytvoření organizační struktury	6	60%		
	Poradenství při plánování internacionalizace	6	60%		
	Podpora při definování podnikových procesů	5	50%		
	Poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie	5	50%		
	Poradenství v otázkách expanze podniku	4	40%		
	Podíl na vývoji produktu /služby	4	40%		
Finanční řízení	Dohled nad finančním vývojem	7	70%	50%	18,0
	Pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. Plánů	6	60%		
	Podpora při získávání cizího kapitálu	6	60%		
	Podpora alternativního získání vlast. kapitálu	4	40%		
	Podpora při získání dotací (grantů, podpor)	2	20%		
Řízení komunikace	Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	5	50%	42%	11,0
	Kontakt s investičními bankami	5	50%		
	Kontakt s tiskem	5	50%		
	Kontakt s advokáty/poradci	4	40%		
	Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	4	40%		
	Kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV	2	20%		
Řízení lidských zdrojů	Pomoc s výběrem členů managementu	6	60%	38%	2,0
	Pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně	5	50%		
	Aktivní pomoc v otázkách zlepšení motivace personálu	4	40%		
	Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	2	20%		
	Spoluúčast na vyjednání obsahu pracovních smluv	2	20%		
Inter-personální funkce	Role kouče	4	40%	35%	5,0
	Role důvěrníka	3	30%		
Obchodní oblast	Aktivní pomoc při získání referenčních zákazníků	4	40%	28%	16,0
	Aktivní pomoc při získání obchodních partnerů	4	40%		
	Aktivní pomoc při získání zákazníků	3	30%		
	Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	0	0%		
Operativní řízení	Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	2	20%	15%	5%
	Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	1	10%		

Zdroj: vlastní zpracování

Manažerská podpora v obchodní oblasti je poskytována ve fázi early stage průměrně 28 % investorů rizikového kapitálu. Zjištěná hodnota směrodatné odchylky je v tomto případě 16%.

Nejméně často je poskytována podpora managementu podniku ze strany investora rizikového kapitálu v oblasti operativního řízení. Zjištěný průměrný počet investorů, kteří podporují podnik v této oblasti je 15 % , zjištěná hodnota směrodatné odchylky je ve výši 5 %.

Ve fázi later stage ( tab 16.) se investoři nejčastěji zaměřují na manažerskou podporu ve strategickém řízení. Na základě zjištěného aritmetického průměru procenta kladných odpovědí tak činí 41 % investorů. Hodnota směrodatné odchylky byla zjištěná ve výši 15 %. Průměrně 36 % investorů rizikového kapitálu podporuje podnik v oblasti finančního řízení, zde zjištěná hodnota směrodatné odchylky je ve výši 19 bodů. Třetí nejvíce poskytovanou oblastí manažerské podpory je oblast řízení komunikace, zjištěný průměrný relativní počet investorů, jenž poskytují podporu v této oblasti je ve výši 28 %. Průměrně 24 % investorů rizikového kapitálu poskytuje v early stage podporu podniku v oblasti řízení lidských zdrojů (zjištěný hodnota směrodatné odchylky je ve výši 12 %).

Manažerská podpora v oblasti operativního řízení je poskytována ve fázi later stage průměrně 20 % investorů rizikového kapitálu. Vzhledem k stejnému počtu investorů, jenž označili tuto oblast prostřednictvím konkrétních forem manažerské podpory, tzn. stejné výši hodnot absolutní četnosti kladných odpovědí u jednotlivých forem podpory, je hodnota směrodatné odchylky 0 %.

Investoři rizikového kapitálu plní roli kouče a důvěrníka v rámci interpersonální funkce průměrně v 20 % ve fázi later stage. Zde je identifikována stejná situace, jako v případě oblasti operativního řízení, tzn., hodnota směrodatné odchylky se rovná nule.

Nejméně často je poskytována podpora managementu podniku ze strany investora rizikového kapitálu v obchodní oblasti. Zjištěný průměrný počet investorů, kteří podporují podnik v této oblasti je 13 % , výše hodnoty směrodatné odchylky je 8,3 %.



**Tabulka 16: : Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi later stage**

Later stage					
Oblast manažerské podpory	Forma manažerské podpory	Absolutní četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí	Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí	Směr odchylka procenta kladných odpovědí
Strategické řízení	Spolupráce na stanovení obchodní strategie	6	60%	41%	15 %
	Poradenství v otázkách expanze podniku	6	60%		
	Poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie	5	50%		
	Poradenství při plánování internacionalizace	4	40%		
	Podpora při vytvoření organizační struktury	3	30%		
	Podpora při definování podnikových procesů	3	30%		
	Podíl na vývoji produktu /služby	2	20%		
Finanční řízení	Dohled nad finančním vývojem	5	50%	36%	19 %
	Podpora alternativního získávání vlastního kapitálu	5	50%		
	Pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. Plánů	4	40%		
	Podpora při získávání cizího kapitálu	4	40%		
	Podpora při získávání dotací (grantů, podpor)	0	0%		
Řízení komunikace	Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	4	40%	28%	11 %
	Kontakt s investičními bankami	4	40%		
	Kontakt s advokáty/poradci	3	30%		
	Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	3	30%		
	Kontakt s tiskem	2	20%		
	Kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV	1	10%		
Řízení lidských zdrojů	Pomoc s výběrem členů managementu	4	40%	24%	12 %
	Pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně	3	30%		
	Aktivní pomoc v otázkách zlepšení motivace personálu	3	30%		
	Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	1	10%		
	Spoluúčast na vyjednávání obsahu pracovních smluv	1	10%		
operativní řízení	Dohled (zpětná vazby) nad operativními obchody	2	20%	20%	-
	Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	2	20%		
Interpersonální funkce	Role důvěrníka	2	20%	20%	-
	Role kouče	2	20%		
Obchodní oblast	Aktivní pomoc při získávání zákazníků	2	20%	13%	8%
	Aktivní pomoc při získávání obchodních partnerů	2	20%		
	Aktivní pomoc při získávání referenčních zákazníků	1	10%		
	Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	0	0%		

Zdroj: vlastní zpracování

**Tabulka 17: : Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi buyouts**

Buyouts					
Oblast manažerské podpory	Forma manažerské podpory	Četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí	Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí	Směr odchylka procenta kladných odpovědí
Strategické řízení	Poradenství v otázkách expanze podniku	8	80%	51%	17 %
	Spolupráce na stanovení obchodní strategie	6	60%		
	Poradenství při plánování internacionalizace	6	60%		
	Podpora při definování podnikových procesů	5	50%		
	Poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie	5	50%		
	Podpora při vytvoření organizační struktury	4	40%		
	Podíl na vývoji produktu /služby	2	20%		
Finanční řízení	Dohled nad finančním vývojem	8	80%	50%	28 %
	Podpora při získání cizího kapitálu	7	70%		
	Pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. Plánů	5	50%		
	Podpora alternativního získávání vlastního kapitálu	5	50%		
	Podpora při získání dotací (grantů, podpor)	0	0%		
Řízení komunikace	Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	7	70%	42%	23 %
	Kontakt s advokáty/poradci	7	70%		
	Kontakt s investičními bankami	5	50%		
	Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	3	30%		
	Kontakt s tiskem	2	20%		
	Kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV	1	10%		
Řízení lidských zdrojů	Pomoc s výběrem členů managementu	6	60%	24%	20 %
	Pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně	2	20%		
	Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	2	20%		
	Aktivní pomoc v otázkách zlepšení motivace personálu	2	20%		
	Spoluúčast na vyjednání obsahu pracovních smluv	0	0%		
Interpersonální funkce	Role důvěrníka	2	20%	20%	0 %
	Role kouče	2	20%		
Obchodní oblast	Aktivní pomoc při získávání zákazníků	3	30%	15%	11 %
	Aktivní pomoc při získávání obchodních partnerů	2	20%		
	Aktivní pomoc při získávání referenčních zákazníků	1	10%		
	Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	0	0%		
Oblast operativního řízení	Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	1	10%	5%	5 %
	Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	0	0%		

Zdroj: vlastní zpracování

Ve fázi vývoje podniku buyouts (tab 17.) se investoři nejčastěji zaměřují na manažerskou podporu ve strategickém řízení. Na základě zjištěného aritmetického průměru procenta kladných odpovědí tak činí 51 % investorů. Hodnota směrodatné odchylky byla zjištěná ve výši 17 %. Průměrně 50 % investorů rizikového kapitálu podporuje podnik v oblasti finančního řízení, zde zjištěná hodnota směrodatné odchylky je ve výši 28 %. Třetí nejvíce poskytovanou oblastí manažerské podpory je oblast řízení komunikace, zjištěný průměrný relativní počet investorů, jenž poskytují podporu v této oblasti je ve výši 42 %. Zde určená hodnota směrodatné odchylky je 23 %. Průměrně 24 % investorů rizikového kapitálu poskytuje ve fázi vývoje podniku buyouts podporu podniku v oblasti řízení lidských zdrojů (zjištěný hodnota směrodatné odchylky je ve výši 20). Investoři rizikového kapitálu plní funkci kouče a důvěrníka v rámci interpersonální funkce průměrně v 20 % ve fázi vývoje podniku buyouts. Manažerská podpora v obchodní oblasti je poskytována ve fázi vývoje podniku buyouts průměrně 15 % investorů rizikového kapitálu. Zjištěná hodnota směrodatné odchylky je v tomto případě 11 bodů.

Nejméně často je poskytována podpora managementu podniku ze strany investora rizikového kapitálu v oblasti operativního řízení. Zjištěný průměrný procentní počet investorů, kteří podporují podnik v této oblasti je 5 %, zjištěná hodnota směrodatné odchylky je ve výši 5 %. Celkově bylo učiněno 325 označení kladných odpovědí, z tohoto počtu bylo 127 označení pro fázi vývoje podniku early stage, tzn., 39 % označení kladných odpovědí bylo zjištěno pro fázi early stage. Manažerská podpora pro fázi later stage byla označena v 89 případech, tzn. 29 % všech kladných odpovědí, bylo určeno pro poskytování podpory ve fázi rozvoje later stage. Pro fázi buyouts bylo zjištěno 109 kladných odpovědí, tzn. 35 % všech označení, připadá na fázi buyouts.

Tabulka 18 obsahuje výčet konkrétních forem manažerské podpory investorů rizikového kapitálu podniku s vyjádřením absolutní a relativní četnosti pro všechny sledované fáze.

**Tabulka 18: Četnost poskytovaných aktivit v závislosti na vývojové fázi podniku**

Formy manažerské podpory	Early Stage - četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí	Later Stage - četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí	Buyouts - četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí
Spolupráce na stanovení obchodní strategie	7	70%	6	60%	6	60%
Podpora při vytvoření organizační struktury	6	60%	3	30%	4	40%
Podpora při definování podnikových procesů	5	50%	3	30%	5	50%
Poradenství při plánování internacionalizace	6	60%	4	40%	6	60%
Poradenství při expanzi podniku	4	40%	6	60%	8	80%
Podíl na vývoji produktu /služby	4	40%	2	20%	2	20%
Poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie	5	50%	5	50%	5	50%
Pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. plánů	6	60%	4	40%	5	50%
Dohled nad finančním vývojem	7	70%	5	50%	8	80%
Podpora alternativního získání vlastního kapitálu	4	40%	5	50%	5	50%
Podpora při získání cizího kapitálu	6	60%	4	40%	7	70%
Podpora při získání dotací (grantů, podpor)	2	20%	0	0%	0	0%
Pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně	5	50%	3	30%	2	20%
Pomoc s výběrem členů managementu	6	60%	4	40%	6	60%
Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	2	20%	1	10%	2	20%
Spoluúčast na vyjednání obsahu pracovních smluv	2	20%	1	10%	0	0%
Aktivní pomoc při řešení zlepšení motivace personálu	4	40%	3	30%	2	20%
Aktivní pomoc při získání zákazníků	3	30%	2	20%	3	30%
Aktivní pomoc při získání referenčních zákazníků	4	40%	1	10%	1	10%
Aktivní pomoc při získání obchodních partnerů	4	40%	2	20%	2	20%
Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	0	0%	0	0%	0	0%
Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	1	10%	2	20%	0	0%
Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	2	20%	2	20%	1	10%
Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	5	50%	4	40%	7	70%
Kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV	2	20%	1	10%	1	10%
Kontakt s investičními bankami	5	50%	4	40%	5	50%
Kontakt s tiskem	5	50%	2	20%	2	20%
Kontakt s advokáty/poradci	4	40%	3	30%	7	70%
Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	4	40%	3	30%	3	30%
Funkce důvěrníka	3	30%	2	20%	2	20%
Funkce kouče	4	40%	2	20%	2	20%

Zdroj: vlastní zpracování

Pro určení aktivity s dosaženou maximální souhrnnou četností výskytů odpovědí pro jednotlivé vývojové fáze bylo zjištěno (tab. 18):

Největší počet, celkem 70 % investorů poskytuje manažerskou podporu ve formě spolupráce na stanovení obchodní strategie a dohledem nad finančním vývojem, a to ve vývojové fázi early stage.

Maximální počet výskytů označení pro fázi later stage byl počet 6, tzn., 60 % investorů spolupracuje v rámci podniku na stanovení obchodní strategie podniku a poskytuje poradenství v otázkách expanze podniku.

Pro fázi buyouts bylo zjištěno, že maximální počet výskytů odpovědí „buyouts“ bylo na úrovni 8, tzn., 80 % investorů uvedlo, že transfer manažerského know-how byl realizován v podobě poradenství v otázkách expanze podniku a v podobě dohledu nad finančním vývojem podniku.

Podpora při stanovení obchodní strategie je častěji poskytována častěji v early stage, a to 70 % respondentů označilo tuto jako vykazovanou v uvedené fázi, 60 % respondentů shodně uvedlo jako poskytovanou v later stage a ve fázi buyouts.

Podpora investora při vytváření organizační struktury podniku byla častěji označena ve fázi early stage 60 % respondentů, ve fázi later stage 30 % respondentů a ve fázi buyouts 40 % respondentů.

Podpora investora při definování podnikových procesů byla shodně 50 % respondenty označena pro fázi early stage a buyouts, pro fázi later stage učinilo označení 30 % respondentů.

Shodně 60 % respondentů potvrdilo poskytování manažerské podpory ve formě poradenství při plánování internacionalizace ve fázi early stage a buyouts, 40 % respondentů se vyjádřilo ve smyslu poskytnutí této formy ve fázi later stage. Častěji je poskytována tato forma v early stage a buyouts než later stage.

Úloha investora v řešení otázek expanze podniku je spatřována v případě 80 % investorů ve fázi buyouts, ve fázi later stage je spatřována 60 % respondentů a ve fázi early stage 40 % respondentů. Zde je rozdíl markantní, o polovinu více investorů spatřuje poskytování této podpory ve fázi buyouts než ve fázi early stage.

Investoři v relativním počtu 40 % se podílí na vývoji produktu a služby ve fázi early stage, ve fázi later stage a ve fázi buyouts shodně 20 %, tzn. o průměrně polovinu více investorů spatřuje poskytování této podpory ve fázi early stage oproti fázím later stage a buyouts

Shodně napříč vývojovými fázemi se 50 % investorů podílí, eventuálně slouží jako poradce při stanovení marketingové či výrobní strategie.

Ve fázi early stage se 60 % investorů podílí na sestavování rozpočtů a finančních plánů, ve fázi later stage je podíl investic investorů ve výši 40 %. Ve fázi buyouts je tato forma podpory podniku relevantní pro 50 % respondentů. Zde je častější podpora ve fázi early stage oproti ostatním fázím.

Forma podpory ve smyslu dohledu nad finančním vývojem podniku je častěji poskytována v later stage, a to 80 % respondentů označilo tuto jako vykazovanou v uvedené fázi, 50 % respondentů uvedlo jako poskytovanou v later stage a ve fázi early stage se jedná o 70 % respondentů.

Podpora investora při alternativním získávání vlastního kapitálu byla označena ve fázi early stage 40 % respondentů, shodně pro fázi later stage a fázi buyouts 50 % respondentů.

Podpora investora při získávání cizího kapitálu byla 60 % respondenty označena pro fázi early stage, pro fázi later stage učinilo označení 40 % respondentů, pro fázi buyouts se vyjádřilo ve smyslu poskytování této podpory 70 % investorů.

Žádný z respondentů neoznačil podporu podniku při získávání dotací, grantů nebo podpor ve fázích buyouts a later stage, 20 % se vyjádřilo pozitivně pro fázi early stage v souvislosti s posledně jmenovanou formou podpory.

Úloha investora spočívající v pomoci s výběrem spolupracovníků je spatřována 20 % investo-  
rů ve fázi buyouts. Ve fázi later stage je spatřována 30 % respondentů a ve fázi early stage 50 % respondentů.

Shodně 60 % respondentů potvrdilo poskytování manažerské podpory ve formě pomoci s výběrem členů managementu ve fázi early stage a buyouts, 40 % respondentů se vyjádřilo ve smyslu poskytnutí této formy ve fázi later stage.

Shodně 20 % respondentů potvrdilo poskytování manažerské podpory ve formě pomoci s výběrem klíčových osob z technické oblasti ve fázi early stage a buyouts, 10 % respondentů se vyjádřilo ve smyslu poskytnutí této formy ve fázi later stage.

Spoluúčast na vyjednávání obsahu pracovních smluv uvedlo jako jejich forma podpory podniku 20 % investorů ve fázi early stage, 10 % investorů ve fázi later stage a žádný z investorů ve fázi buyouts.

Investoři v relativním počtu 40 % se podílí řešení zlepšení motivace zaměstnanců ve fázi early stage, ve fázi later stage takto činí 30 % respondentů a ve fázi buyouts 20 % respondentů.

Shodně 30 % respondentů potvrdilo poskytování manažerské podpory ve formě získávání zákazníků ve fázi early stage a buyouts, 20 % respondentů se vyjádřilo ve smyslu poskytnutí této formy ve fázi later stage.

Ve fázi early stage se 40 % investorů podílí na získání referenčních zákazníků, ve fázi later stage je podíl investic investorů ve výši 10 %, stejně jako ve fázi buyouts.

Shodně 20 % respondentů potvrdilo poskytování manažerské podpory ve formě získávání obchodních partnerů pro podnik ve fázi later stage a buyouts, 40 % respondentů se vyjádřilo ve smyslu poskytnutí této formy ve fázi early stage.

Žádný z respondentů neuvedl formu podpory ve smyslu poradenství při výběru dodavatelů a vybavení.

Dohled nad operativními obchody je ze strany investorů realizován v případě 10 % z nich ve fázi early stage, 20 % respondentů tuto činnost uvedlo jako vykazovanou ve fázi later stage a žádný respondent tuto formu podpory neuvedl pro fázi buyouts.

Shodně 20 % respondentů označilo formu manažerské podpory z jejich strany v otázkách řešení krizí a problémů v běžném provozu podniku ve fázi early stage a later stage, ve fázi vývoje podniku buyouts tuto formu podpory uvedlo 10 % respondentů.

Ve fázi early stage se 50 % investorů zprostředkovává kontakt na podniky v rámci portfolia investorů ve fázi later stage je podíl investic investorů ve výši 40 %. Ve fázi buyouts je tato forma podpory podniku relevantní pro 70 % respondentů.

Podpora investora ve formě zprostředkování kontaktu na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV .... byla označena ve fázi early stage 20 % respondentů, shodně pro fázi later stage a fázi buyouts se vyjádřilo 10 % respondentů.

Shodně 50 % respondentů označilo formu manažerské podpory z jejich strany ve zprostředkování kontaktu s investičními bankami ve fázi early stage a buyouts, ve fázi vývoje podniku Later stage tuto formu podpory uvedlo 40 % respondentů.

Investoři zprostředkovávají kontakt s tiskem častěji ve fázi early stage, tzn., 50 % respondentů se v této fázi vyjádřilo kladně, shodně 20 % respondentů uvedlo tuto formu podpory ve fázích later stage a buyouts.

Další ze zprostředkovaných kontaktů ze strany investorů je kontakt s advokáty nebo poradci, nejčastěji tuto formu podpory vykazovali investoři ve fázi buyouts, a to 70 % respondentů označilo tuto možnost. Méně, 40 % respondentů uvedlo tuto činnost pro fázi early stage a 30 % pro fázi later stage.

Investor jako styčný bod mezi podnikem a investory resp. investiční skupinou byl označen 40 % respondentů pro fázi early stage, ve fázích later stage a buyouts se shodně vyjádřilo kladně 30 % dotazovaných.

V pozici důvěrníka se spatřuje 30 % dotazovaných ve fázích vývoje podniku early stage a shodně 20 % dotazovaných ve fázi later stage a buyouts.

V pozici kouče se spatřuje 40 % dotazovaných ve fázích vývoje podniku early stage a shodně 20 % dotazovaných ve fázi later stage a buyouts.

#### **5.2.4 Diskuze výsledků výzkumu IIIb.**

Při zjišťování ovlivnění poskytované aktivity vývojovou fází podniku bylo na základě zahraničních studií zjištěno následující: např. Sapienza (1992) ve studii z roku 1992 tvrdí, že vývojová fáze podniku nemá vliv na poskytování nefinanční přidané hodnoty ze strany investorů, avšak výzkumem z roku 1996 (Sapienza et al, 1996) toto tvrzení vyvrací zjištěním, že investoři věnují více času a dávají vyšší přidanou hodnotu v rané fázi (early stage), stejně jako Timmons, Bygrave (1986). Stejně zjištění, ve smyslu potřeby vyšší nefinanční přidané hodnoty podniky v raných fázích vývoje podniku než v pozdějších vývojových fázích (later stage, buyouts) potvrzuje i Wuperfeld (1996).

Pro early stage byla Leitingerem et al. (2000) byla zjištěna nefinanční přidaná hodnota ve smyslu poradenství v oblasti řízení lidských zdrojů, poskytování kontaktů všeobecně, tvorba analýz trhu a marketingové koncepce.

EVCA (2002) na základě výzkumu realizovaného u členů - investorů bylo zjištěno, že v early stage hrají velkou roli strategické poradenství a tvorba sítí kontaktů.

Freear et al. (1990) zjistil, že v raných fázích vývoje podniku je role investora především v podobě poradce, kouče, mentora.

Ve fázi later stage bylo identifikována dle Rosenstein et al. (1990) funkce Sounding Board jako aktivita s nejvýznamnější rolí, oproti early stage. Leitinger et al. (2000) uvádí, že ve fázi later stage je nejvýznamnější aktivitou stanovení strategie a internacionalizace, krizový management.

Pro fázi buyouts nebyla nalezena srovnávací studie.

Výsledky zahraničních studií lze shrnout následovně: v early stage je míra nefinanční přidané hodnoty nejvyšší, následuje fáze later a buyouts.

V early stage je plněna nejčastěji funkce investora jako poradce nebo kouče, oblast strategického řízení, řízení lidských zdrojů, řízení komunikace jsou oblasti, které jsou z hlediska investorů nejvíce naplňovány v podobě manažerské podpory.

V later stage je poskytována nejčastěji pomoc ve strategickém řízení.



Pro fáze buyouts nebyla nalezena srovnávací studie.

Výsledky výzkumu realizovaného v tuzemských podmínkách ukazují, že nejvíce podpory ze strany investorů je vykazováno v období early stage, v souladu s výsledky zahraničních studií. Neshodu je možno však pozorovat již v období later stage a buyouts. V tuzemských podmínkách je více kladných odpovědí zjištěno ve fázi buyouts, oproti fázi later stage. Výsledek může být ovlivněn zařazením EVCA v roce 2006 např. záchranného financování (rescue) a fáze růstu (Growth) do fází buyouts, pak by bylo na místě vysvětlení o větší míře poskytované přidané hodnoty investory v období buyouts před fází later stage. Ve výčtu oblastí poskytovaných manažerských podpor, které jsou poskytovány nejčastěji v závislosti na vývojové fázi podniku, lze možno nalézt shodu s výsledky zahraničních studií. V tuzemských podmínkách jsou nejčastěji poskytovány, napříč vývojovými fázemi podniku, formy manažerské podpory v oblasti strategického řízení, ve shodě se závěry zahraničních studií, následuje oblast finančního řízení a oblast řízení komunikace.

Při dalším analyzování výsledků (tab. 13) z hlediska procentní četnosti v rámci dané oblasti je možno vysledovat, že aktivity ve strategickém řízení jsou poskytovány zhruba rovnoměrně ve sledovaných vývojových fázích, stejně jako aktivity v oblasti finančního řízení a řízení komunikace jsou v souladu se závěry zahraničních studií. Podobné procentní rozložení lze identifikovat i oblasti řízení lidských zdrojů. Výrazný rozdíl lze však pozorovat v oblasti obchodních aktivit, kde je výrazný podíl odpovědí pro early stage, 50% odpovědí v této oblasti bylo právě určeno pro tuto fázi, více jak o polovinu méně, 23% odpovědí bylo označeno pro later stage, 27% podíl odpovědí byl pro fázi buyouts. Při zpětném pohledu na definování forem podpory v obchodní oblasti lze právě ve fázi early stage je pro podnik a jeho vývoj nejdůležitější aktivní pomoc při získání zákazníků, než v jiných fázích. Oblast operativního řízení byla také logicky označena jako nejdůležitější pro fázi later stage, kdy podnik se nachází v období růstu, expanze a je nutná operativní kontrola a řízení. Osobní, resp. interpersonální pomoc, v rámci procentní četnosti dané oblasti, byla vyhodnocena jako nejvíce poskytovaná právě ve fázi early stage, v souladu s výsledky zahraničních studií.

Na základě analýzy výsledků studie lze konstatovat, že vývojová fáze podniku neovlivňuje výrazně míru poskytování manažerské podpory z hlediska oblastí manažerské podpory.

### **5.2.5 Závěrečné shrnutí výzkumu IIIb.**

Cílem výzkumného úkolu bylo zjistit, zda je poskytování oblastí a forem manažerské podpory ovlivněno vývojovou fází podniku. Kvalitativní data získaná dotazníkovým šetřením byla zpracována prostřednictvím funkce četnost, relativní a absolutní a statistickou veličinou aritmetický průměr a směrodatná odchylka.

Výsledky výzkumu naznačují, že nejčastěji poskytované oblasti podpory ve fázi early stage jsou strategické řízení, finanční řízení a řízení komunikace, stejně jako ve fázi later stage a buyouts.

Avšak míra poskytování forem podpory v těchto oblastech nekoresponduje s některými výsledky zahraničních studií, a to, že míra podpory závisí na vývojové fázi podniku (stoupající trend od raných k pozdním, největší míra podpory byla např. dle Churchil, Lewis (1983) Flynn (1991), Engel, Hofacker (2001), EVCA (2002) identifikována v early stage, následuje later stage a buyouts. V případě našeho výzkumu byla zjištěna posloupnost early stage, buyouts a later stage.

Závěrem je možno konstatovat, že míra podpory investorů podnikům není ovlivněna vývojovou fází podniku.

### **6.3 Výzkum IIIc.: Transfer manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu v podmínkách tuzemských podniků**

Významnou vlastností financování podniků rizikovým kapitálem je transfer manažerského know-how ze strany investorů směrem k financovanému podniku (hovoří se o principu chytrých peněz „smart money“). Přínosy pro podnik tak jsou vedle navýšení kapitálu rovněž nefinančního charakteru a nabývají podobu odborné pomoci (např. aktivní posílení týmu ve vrcholových manažerských pozicích, pasivní role poradce ve finanční oblasti, přínos v podobě kontaktů významných z hlediska získávání nových zákazníků, aj.). Kombinace transferu peněz a manažerského know-how podporuje růst tržní hodnoty podniku (Böhler, 2004). Boué (2005) prokázal, že nefinanční přínos investora v podobě transferu manažerského know-how zvyšuje šanci na úspěch podnikání.

Odborná pomoc poskytovaná investory směrem k financovaným podnikům se v literatuře rovněž označuje jako manažerské know-how, manažerská podpora, nebo nefinanční přidaná hodnota (Böhler 2004; Boué 2005)

Výsledky výzkumu prokazují pozitivní vliv nefinanční přidané hodnoty na rozvoj podniku. MacMillan (1988) potvrdil, že vývoj podniků není závislý na stupni poskytování nefinanční přidané hodnoty, tzn. pro rozvoj podniků není důležité, zda je manažerská podpora ze strany investorů poskytovaná pouze v jedné formě nebo oblasti nebo ve více směrech. Závěry učinil na základě dotazníkového šetření mezi 350 podniky financovanými rizikovým kapitálem. Kvóta návratnosti byla na úrovni 18 %. Rosenstein (1989, 1993) zkoumal, zda má investor rizikového kapitálu v pozici člena dozorčí rady pozitivní vliv na rozvoj podniku. Z dotazníkového šetření ve 162 podnicích s kvótou návratnosti 26 % vyplynulo, že členové dozorčí rady mají pozitivní vliv na rozvoj podniku. Frederiksen et al. (1990) prokázal, že investoři rizikového kapitálu mají silný vliv na management podniků ve svém portfoliu, a to především na úrovni strategického řízení. Výzkum byl uskutečněn dotazníkovým šetřením na vzorku 123 švédských podniků financovaných rizikovým kapitálem prostřednictvím (kvóta návratnosti byla na úrovni 48 %).<sup>29</sup>

### **5.3.1 Cíl výzkumu IIIc.**

Cílem výzkumu je zmapovat, zda probíhá transfer manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu směrem k financovaným podnikům a jaké jsou jeho formy.

Výzkum byl realizován ve dvou rovinách: V první rovině byl výzkum zaměřen na definování oblastí, ve kterých podniky nejčastěji odbornou pomoc ze strany investora využívají. V druhé rovině výzkumu byla pozornost zaměřena na identifikaci konkrétních forem podpory podniků ze strany investorů v rámci definovaných oblastí.

Z rešerše relevantní odborné literatury vyplynula absence empirických výzkumů, které by transfer manažerského know-how v podmínkách ČR mapovaly.

Otázkou tak zůstává, do jaké míry jsou relevantní výsledky empirických studií z vyspělých kapitálových trhů v podmínkách malé otevřené ekonomiky regionu CEE, tzn., kde existují společné znaky, a kde odlišnosti.

---

<sup>29</sup> Další výsledky odborných studií pojednávající o nefinanční přidané hodnotě ( viz. kap. 3.2.2).

### 5.3.2 Materiál a metody výzkumu IIIc.

V České republice bylo od roku 2000 do současnosti financováno rizikovým kapitálem celkem 77 podnikatelských subjektů (interní údaj CVCA). Výběrový soubor respondentů tvoří podniky, které získaly rizikový a rozvojový kapitál prostřednictvím tuzemské manažerské společnosti. Omezující podmínka byla stanovena z důvodu zmapování specifík tuzemského trhu PE/VC. Ze 77 podniků splňovalo omezující podmínku 47 podniků. Podniky z výběrového souboru se nacházeli ve všech vývojových fázích (start-up, later stage venture, buyout).

Metodou sběru primárních dat bylo dotazníkové šetření. On-line dotazník byl umístěný na webových stránkách Fakulty podnikatelské VUT v Brně a je umístěn v Příloze 3

(<http://dotazniky.fbm.vutbr.cz/venture/>). Průvodní dopis s odkazem na dotazník byl zaslán prostřednictvím osobního e-mailového sdělení konkrétním zástupcům podniků v polovině října 2011. Po 14 dnech od odeslání dotazníku byli respondenti, kteří prozatím neodpověděli, znovu požádáni elektronickou cestou, případně telefonicky, o vyplnění dotazníku. Sběr dat byl uzavřen v polovině listopadu 2011. Z celkových 47 oslovených představitelů podniků jich odpovědělo 20, všechny podniky se nacházely ve fázi later stage venture a buyout.

Základní soubor tvoří 77 podniků, výběrový soubor tvoří 47. Kvóta návratnosti dotazníku je na úrovni 43 %.

Dotazník obsahoval tyto části: identifikace respondenta, označení fáze vývoje podniku, období vstupu investora (nepovinný údaj) a soubor 31 forem odborné pomoci ze strany investora rizikového kapitálu rozdělených do sedmi oblastí. Respondenti byli požádáni, aby projevili svůj souhlas s využitím jednotlivých forem odborné pomoci kliknutím na příslušné pole dotazníku. Tato akce byla zaznamenána do odpovědního dokumentu číslicí 1. Respondenti měli rovněž možnost „prostoru pro sdělení“ označit formu odborné pomoci, která, kterou jim investoři poskytovali, avšak v seznamu uvedena není. Primární data mají kvalitativní charakter a zpracována byla metodou smíšeného výzkumu, kdy se jedná o transformaci dat, konkrétně kvalitativní data jsou zpracována kvantitativním způsobem.

Primární data byla zpracována pomocí popisné statistiky v programu Microsoft Excel. Z hlediska interpretace výsledků je relevantní zejména absolutní a relativní četnost jednotlivých proměnných.

### 5.3.3 Výsledky výzkumu IIIc.

Ze statistického zpracování dat vyplývá, že 90 % podniků využívá některou z forem odborné podpory poskytované investorem rizikového kapitálu. Pouze 10 % respondentů uvedlo, že k žádnému transferu manažerského know-how nedochází. Z tabulky 15 vyplývá, jaké konkrétní formy manažerské podpory v rámci vybraných oblastí financované podniky využily.

Tabulka 19 obsahuje přehled forem manažerské podpory financovaných podniků v rámci sedmi definovaných oblastí. Třetí sloupec tabulky obsahuje údaj o absolutní četnosti kladných odpovědí ze strany oslovených respondentů a ve čtvrtém sloupci je uveden údaj o relativní četnosti kladných odpovědí (ve vztahu k počtu respondentů). Pátý a šestý sloupec tabulky informuje o hodnotě průměru a mediánu procenta kladných odpovědí, vždy v rámci definovaných oblastí manažerské podpory. Obě statistické veličiny umožňují ohodnotit míru významnosti jednotlivých oblastí manažerského know-how z hlediska financovaných podniků.

Strategické řízení je v podmínkách podniků financovaných rizikovým kapitálem nejvýznamnější oblastí, ve které dochází k transferu manažerského know-how ze strany investorů (průměr procenta kladných odpovědí – 22 %; směrodatná odchylka procenta kladných odpovědí 22 %, medián procenta kladných odpovědí – 20 %, modus procenta kladných odpovědí 20 %). V rámci strategického řízení je z hlediska financovaných podniků jednoznačně nejčastější forma manažerské podpory spolupráce s investorem při definování obchodní strategie podniku. Kladně se v tomto směru vyjádřilo 13 respondentů (tj. 65 %). Z hlediska četnosti kladných odpovědí jsou dalšími významnými formami transferu manažerského know-how „poradenství při plánování expanze“ (40 %), „poradenství při plánování internacionalizace“ (20 %) a „podpora při tvorbě organizační struktury podniku“ (20 %). Naopak podíl investora na „vývoji produktu a služby“ (5 %) a jeho „poradenství při tvorbě marketingové či výrobní strategie“ (5 %) lze na základě výsledků dotazníkového šetření považovat za málo využívané formy odborné pomoci. Žádný z respondentů neuvádí využívání „podpory investora při definování podnikových procesů“.

**Tabulka 19: Oblasti forem podpory podniků financovaných rizikovým kapitálem v ČR**

Zdroj: vlastní zpracování

Oblast manažerské podpory	Forma manažerské podpory	Absolutní četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí	Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí	Medián procenta kladných odpovědí	směrodatná odchylka procenta kladných odpovědí	modus procenta kladných odpovědí
Strategické řízení	Spolupráce při definování obchodní strategie	13	65%	22 %	20 %	22%	20%
	Poradenství v otázce expanze podniku	8	40%				
	Poradenství při plánování internacionalizace	4	20%				
	Podpora při vytváření organizační struktury	4	20%				
	Podíl na vývoji produktu/služby	1	5%				
	Poradenství při tvorbě marketingové či výrobní strategie	1	5%				
	Podpora při definování podnikových procesů	0	0%				
Finanční řízení	Dohled nad finančním vývojem	12	60%	21 %	20 %	22%	0%
	Podpora při získávání cizího kapitálu	5	25%				
	Pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. plánů	4	20%				
	Podpora alternativního získávání vlastního kapitálu	0	0%				
	Podpora při získávání dotací (grantů, podpor)	0	0%				
Řízení lidských zdrojů	Pomoc s výběrem členů managementu	4	20%	7 %	5 %	7%	0%
	Pomoc s výběrem spolupracovníků – všeobecně	2	10%				
	Aktivní pomoc v otázce zvyšování motivace zaměstnanců	1	5%				
	Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	0	0%				
	Spoluúčast na vyjednávání obsahu pracovních smluv	0	0%				
Obchodní oblast	Aktivní pomoc při získávání obchodních partnerů	2	10%	6 %	5 %	2%	5%
	Aktivní pomoc při získávání zákazníků	1	5%				
	Aktivní pomoc při získávání referenčních zákazníků	1	5%				
	Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	1	5%				
Operativní řízení	Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	3	15%	10 %	10 %	5%	X
	Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	1	5%				
Řízení komunikace	Kontakt s právníky a poradci	8	40%	18 %	18 %	15%	0%
	Kontakt s investičními bankami	7	35%				
	Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	4	20%				
	Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	3	15%				
	Kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery oddělení VaV	0	0%				
	Kontakt s tiskem	0	0%				
Interpersonální funkce	Role důvěrníka	1	5%	5 %	5 %	0%	5%
	Role kouče	1	5%				

Druhou z hlediska podniků financovaných rizikovým kapitálem nejvyužívanější oblastí manažerské podpory je finančního řízení (průměr procenta kladných odpovědí – 21 %; směrodatná odchylna procenta kladných odpovědí 22 %; medián procenta kladných odpovědí – 20 %, modus procenta kladných odpovědí 0 %). V oblasti finančního řízení je respondenty nejvíce zmiňovaná podpora ve formě dohledu nad finančním vývojem podniku. Celkem označilo kladně tuto formu odborné pomoci 12 respondentů (tj. 60 %). Investoři dále sehrávají významnou roli při „získávání cizího kapitálu“ (25 %) a při „sestavování rozpočtů nebo finančních plánů“. Žádný z respondentů neuvádí využívání odborné pomoci při „alternativním získávání vlastního kapitálu“ a event. při „získávání dotací“.

Třetí nejvyužívanější oblastí manažerské podpory je v podmínkách podniků financovaných rizikovým kapitálem řízení komunikace (aritmetický průměr procenta kladných odpovědí – 18 %; směrodatná odchylna procenta kladných odpovědí 15 %; medián procenta kladných odpovědí – 0 %; modus procenta kladných odpovědí 0 %). Respondenti nejčastěji uvádějí, že investor zprostředkoval kontakt s právníky a poradci (40 %) a s investičními bankami (35 %) respondentů. Čtyři respondenti rovněž uvedli, že investor zprostředkoval kontakt na podniky v rámci svého investičního portfolia (20 %) a tři respondenti (15 %) označili investora jako „styčný bod neboli rozhraní s jinými investory“. Žádný z dotazovaných respondentů neuvádí, že by investor zprostředkoval kontakt na CEO podniků z vlastního investičního portfolia. Dle respondentů investoři rovněž nesdílejí kontakty na manažery oddělení VaV z portfolia financovaných podniků. Stejně je to v případě kontaktů na zástupce médií.

Využívání odborné pomoci v oblasti operativního řízení je pro podniky již méně významné (aritmetický průměr procenta kladných odpovědí – 10 %; směrodatná odchylna procenta kladných odpovědí 5 %; medián procenta kladných odpovědí – 10 %; modus procenta kladných odpovědí není definován). Oblast operativního řízení je vyhraněna dvěma formami podpory: „dohledem investora nad obchodní činností“ a „pomocí při řešení krizí a problémů v běžném provozu“. Využívání první z forem odborné pomoci připouští tři respondenti (15 %), využívání druhé se pak dotýká jediného osloveného podniku.

Z výsledků výzkumu vyplývá, že méně významný je rovněž transfer manažerského know-how v oblasti řízení lidských zdrojů (průměr procenta kladných odpovědí – 7 %; směrodatná odchylna procenta kladných odpovědí – 7 %; medián procenta kladných odpovědí – 5 %; modus procenta kladných odpovědí – 0 %). 20 % respondentů uvádí, že investor poskytl odbornou pomoc s výběrem členů managementu. Dva podniky (10 %) využily pomoc investora

s výběrem spolupracovníků a v případě jednoho podniku se investor podílel na projektu „zlepšení motivace zaměstnanců“. Žádný z oslovených podniků neuvádí využívání podpory investora v oblasti výběru klíčových zaměstnanců ve výrobě a spoluúčast investora na vyjednávání obsahu pracovních smluv.

Obchod a interpersonální funkce jsou oblasti, kterým přiřkládají respondenti nejmenší míru významnosti. V oblasti obchodu uvedli pouze 2 respondenti využití podpory investora při získávání obchodních partnerů (10 %). Pouze jeden respondent spatřuje v investorovi svého důvěrníka a jeden svého kouče.

V tabulce 20 jsou formy odborné pomoci seřazené z hlediska absolutní a relativní četnosti kladných odpovědí od nejvýznamnější po nejméně významnou bez ohledu na to, do které ze sedmi zkoumaných oblastí spadají. Pouze dvě formy manažerské podpory jsou relevantní pro více než 50 % podniků – spolupráce při definování obchodní strategie a dohled nad finančním vývojem. Více než třetina respondentů se kladně vyjádřila k roli investora v oblasti poradenství při expanzi podniku, zprostředkování kontaktu na právníky, poradce a investiční banky. S výjimkou podpory při získávání cizího kapitálu nezískaly ostatní formy odborné pomoci poskytované financovaným podnikům ze strany investora ani 25 % kladných odpovědí. Žádný z respondentů nepotvrdil transfer manažerského know-how v oblasti definování podnikových procesů, alternativního získávání vlastního kapitálu a dotací, výběru klíčových osob z technické oblasti, vyjednávání o obsahu pracovních smluv, zprostředkování kontaktu na vedoucí provozů, vědy a výzkumu u partnerů, event. zprostředkování kontaktu s tiskem.



**Tabulka 20: Formy podpory podniků financovaných rizikovým kapitálem v ČR**

Forma manažerské podpory	Absolutní četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí
Spolupráce při definování obchodní strategie	13	65%
Dohled nad finančním vývojem	12	60%
Poradenství při expanzi podniku	8	40%
Kontakt s právníky a poradci	8	40%
Kontakt s investičními bankami	7	35%
Podpora při získávání cizího kapitálu	5	25%
Podpora při vytváření organizační struktury	4	20%
Poradenství při plánování internacionalizace	4	20%
Pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. Plánů	4	20%
Pomoc s výběrem členů managementu	4	20%
Kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	4	20%
Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	3	15%
Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	3	15%
Pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně	2	10%
Aktivní pomoc při získávání obchodních partnerů	2	10%
Podíl na vývoji produktu /služby	1	5%
Poradenství při tvorbě marketingové či výrobní strategie	1	5%
Aktivní pomoc v otázce zvyšování motivace zaměstnanců	1	5%
Aktivní pomoc při získávání zákazníků	1	5%
Aktivní pomoc při získávání referenčních zákazníků	1	5%
Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	1	5%
Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	1	5%
Role důvěrníka	1	5%
Role kouče	1	5%
Podpora při definování podnikových procesů	0	0%
Podpora alternativního získávání vlastního kapitálu	0	0%
Podpora při získávání dotací (grantů, podpor)	0	0%
Pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	0	0%
Spoluúčast na vyjednání obsahu pracovních smluv	0	0%
Kontakt s vedoucími provozů a vedoucími vědy a výzkumu u partnerů	0	0%
Kontakt s tiskem	0	0%

Zdroj: vlastní zpracování

V „prostoru pro Vaše sdělení“, jež bylo součástí dotazníku, se respondenti mohli vyjádřit ke spolupráci s investorem. Následující přípojené komentáře (tab. 21) v původním znění rozdělené do třech kategorií (pozitivní, negativní, neutrální).

V případě respondentů, kteří uvedli, že v průběhu investice nedošlo k transferu manažerského know-how v jakékoliv podobě, došlo k jejich telefonickému kontaktování s cílem zjistit rele-

vantní důvody. Sdělení zástupců obou podniků bylo obsahově shodné: cílem financovaných podniků bylo výhradně získání externího kapitálu pro rozvoj, přičemž odmítaly úvěry. Žádná další očekávání se vstupem investora do podniku spojena nebyla. Zástupci podniku potvrdili, že v případě nutnosti dodatečných finančních prostředků pro podnik, budou opět zvažovat oslovení investora rizikového kapitálu.

**Tabulka 21: Vyjádření představitelů podniků ke spolupráci s investorem**

Pozitivní sdělení	<i>„S investorem jsme byli maximálně spokojeni. Vynikající spolupráce, volnost, motivace a osobní přístup.“</i>
	<i>„Ze strany investora šlo především o investici a dohled na jejím vývojem. Všechny v dotazníku uvedené body jsou velmi pozitivní a vyjadřují možnosti, jak může investor financovaný podnik podpořit. V naší společnosti došlo za působení investora spíše k semknutí manažerského týmu za působení kouče ze strany investora (v určitém časovém úseku).“</i>
	<i>„Kladně hodnotíme především zachování reinvestování zisku pro další rozvoj podniku a minimální byrokratická omezení při rozvoji podnikání.“</i>
	<i>„XXX je naším majitelem, jeho zástupce je v dozorčí radě. Přímo neovlivňuje dění v podniku, má vliv na změnu managementu.“</i>
Negativní sdělení	<i>„Akcije společnosti XY a.s. byly koupeny americkým investičním fondem, který je po 14 měsících dále prodal významnému evropskému výrobci xxxxx hmot. Nešlo tedy o případ financování jakéhokoli rozvoje společnosti PE kapitálem z vnějšku, ale o obchodní transakci s cílem relativně rychle vydělat.“</i>
	<i>„Fond z nás jen ždíme peníze a atmosféra v podniku není dobrá, jelikož nevíme, komu budeme prodáni a jaký to bude mít dopad na další vývoj.“</i>
	<i>„Spolupráce s investorem nepřinesla očekávaný efekt“</i>
Neutrální Sdělení / sdělení po telefonátu	<i>„Investor neposkytoval ani jednu z výše uvedených forem pomoci a ani žádnou jinou.“</i>
	<i>„Žádná z uvedených možností nebyla poskytnuta, ani nabídnuta.“</i>

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledky výzkumu také naznačují, že se jedná ze strany investorů rizikového kapitálu o tzv. „hands-on“ přístup v poskytování nefinanční přidané hodnoty anebo také o aktivní mechanismus v poskytování nefinanční přidané hodnoty, tzv. *Active Value - Added – Vehicel*.

### 5.3.4 Diskuze výsledků výzkumu IIIc.

Tabulka 18 porovnává výsledky výzkumů forem manažerské podpory v ČR (Rajchlová, Zinecker 2012) s výsledky výzkumů realizovaných v minulosti (Rosenstein 1989, Frederiksen 1990, Landström 1991, Rosenstein et al. 1993).

Pro zachování autenticity byly užity v tab 4. výsledky výzkumu tak, jsou popsány autory v publikacích. Pro porovnání výsledků zjištěných v rámci tuzemského výzkumu je nutno sjednotit vnímání jednotlivých oblastí forem podpory zahraničními autory (tab. 4) s užitím a vnímání termínů v našem výzkumu.

Rosenstein (1989) : dohled nad finančním vývojem je chápán jako finanční řízení podniku, Sounding Board je vnímána jako tzv. interpersonální funkce, tj. pozice investora jako kouče, mentora. Aktivní pomoc při výběru členů managementu je možno chápat jako řízení lidských zdrojů.

Dle Frederiksen (1990) je pojata oblast Zprostředkování kontaktů jako v našem případě oblast řízení komunikace a podnikové řízení je ve smyslu operativního řízení uváděného v našem výzkumu. Strategické řízení je vnímáno stejně.

Landström (1991) chápal finanční poradenství jako finanční řízení, zprostředkování kontaktů je chápáno jako řízení komunikace a poradenská činnost všeobecně je na úrovni strategického řízení.

Rosenstein (1993) funkci Sounding Board opět chápe jako funkci kouče a mentora v rámci interpersonální funkce; dohled nad vývojem podniku všeobecně – operativní řízení je uchopeno jako operativní řízení tuzemského výzkumu. Obsah termínu oblasti řízení lidských zdrojů je totožný s obsahem řízení lidských zdrojů tuzemského výzkumu.

Z tab. 22, která představuje výběr výsledků zahraničních výzkumů a naznačuje možnou komparaci s výsledky tuzemského výzkumu. Je nutno vyzdvihnout, že podpora v oblastech např. operativního řízení a tzv. Sounding Board není z pohledu tuzemských podniků využívána tak, jak naznačují výsledky zahraničních autorů (Rosenstein 1989, 1993, Frederiksen 1990). Pozici investora jako kouče a mentora využilo pouze průměrně 5 % podniků a podporu v oblasti operativního řízení využilo pouze průměrně 10 % podniků, zatímco podporu ve formě strategického řízení využilo průměrně 22 % podniků a o jedno procento méně podporu v oblasti finančního řízení. Rosenstein (1993) uvádí jako třetí nejvyužívanější formu podpory řízení lidských zdrojů. V tuzemském výzkumu tato oblast podpory je v pozici využitelnosti na tzv. 4 místě, kdy bylo zjištěno, že průměrně 7 % podniků využívá tuto formu podpory.

Z pohledu rozdílů zjištěných, jak relativních četností, tak aritmetických průměrů relativních četností kladných odpovědí je možno pozorovat velké rozdíly mezi zjištěnými hodnotami. Například 2/3 rozdíl mezi hodnotami řízení komunikace a řízení lidských zdrojů znamená jednoznačné kladení důrazu ze strany podniků na právě podporu investora ve formě strategického, finančního řízení a podporu investora v podobě zprostředkování kontaktů a tím i informací, než podporu ve formě účasti na výběru personálu. Za takovými rozdíly mezi zjištěnými hodnotami lze také identifikovat možnou snahu podniků o zachování autonomie, právě např. ve složení týmů, nebo např. v provozních (operativních) činnostech. Dále také např. funkce mentora či kouče může být subjektivně vnímána podnikatelským prostředím v tuzemsku jinak, než v zahraničí, proto jsou možné detekované rozdíly.

**Tabulka 22: Formy odborné pomoci dle významu vybraných oblastí – komparace výzkumných výsledků**

Pořadí významu oblasti podpory	Rosenstein (1989)	Frederiksen (1990)	Landström (1991)	Rosenstein et al. (1993)	Rajchlová, Zinecker (2012)
1.	Dohled nad finančním vývojem	Zprostředkování kontaktů	Finanční poradenství	Sounding board	Strategické řízení
2.	Sounding board	Strategické řízení	Zprostředkování kontaktů	Dohled nad vývojem podniku všeobecně, operativní řízení	Finanční řízení
3.	Aktivní pomoc při výběru členů managementu	Podnikové řízení	Poradenská činnost všeobecně	Oblast řízení lidských zdrojů	Řízení komunikace
Kvóta návratnosti	26 %	48 %	32 %	26 %	43 %

Zdroj: vlastní zpracování

Dle výsledků tuzemské studie bylo možno konstatovat, že se jedná o tzv. „hands-on“ přístup k poskytování nefinanční přidané hodnoty. Bygrave et al.(1999) a (Nathusius et al. (2001) jej však spojují výhradně se vstupem investora do raných fází podniku. V případě tuzemského výzkumu se však jedná o vstup investora do podniků ve všech vývojových fázích, můžeme tedy hovořit o modifikované formě přístupu „hands-on“, jelikož investoři prokazovali angažovanost v podobě aktivní účasti na řízení podniku, nikoli jak je uváděno v případě „hands-off“, tedy omezení činnosti investora na monitoring vývoje podniku ve svém portfoliu. Aktivní mechanismy, tzv. (*Active Value - Added – Vehicel*) není nutno modifikovat, jelikož, jak naznačují výsledky výzkumu, tuzemské podniky využívají všech uvedených forem podpory, tak jak je uvedeno autory např. MacMillan et al. 1988; Ehrlich et al, 1994; Sapienza et al. 1996).

Výsledkem a přínosem tuzemského výzkumu je tak konstatování, které formy podpory podniky v regionu České republiky využívají a v jakých preferencích.

Výsledky zahraničních studií je možno vnímat spíše jako ukázkou, jakým způsobem je využíváno know-how investorů v zahraničí, než jako srovnání s využíváním tohoto v tuzemsku. Neznáme situace, ve kterých se zahraniční podniky nacházely, ani neznáme další proměnné, např. potřeby podniků, ale také vůli využívat nabízené know-how.

Otázka využívání nefinančního přínosu investorů pro podnik je problematická. Nelze pouze konstatovat, že nabízené možnosti investorů nebyly využity plně, je nutno vědět, jaké potřeby měl podnik, zdali byla nutná intenzivnější podpora ze strany investora. Tedy nelze tvrdit, že důvody rozdílnosti výsledků je možno spatřovat např. v neefektivitě využívání know-how investorů v podnikových procesech ze strany podniků, ev. snahu ponechat si autonomii podniku v oblastech jako je operativní řízení personalistika, atd. Jak ostatně vyplývá ze sdělení představitelů podniků, kteří uvedli, že žádná z uvedených aktivit, či možností nebyla využita a nabídnuta; tato situace byla vyústěním dohody mezi stranami.

### **5.3.5 Závěrečné shrnutí výzkumu IIIc.**

Nefinanční přidaná hodnota je charakteristikou financování rozvoje podniku rizikovým kapitálem.

Cílem výzkumného úkolu bylo zmapovat, jaké oblasti forem manažerské podpory a konkrétní formy manažerské podpory podniky využívají.

Prostřednictvím dotazníkového šetření, kdy bylo osloveno 47 podniků tvořící základní soubor, odpovědělo 20 podniků. Kvóta návratnosti byla na úrovni 43 %.

Výsledkem šetření bylo zjištění, že podniky využívají především formu podpory z oblasti strategického řízení, finančního řízení a řízení komunikace. Vybrané výsledky zahraničních studií, prokazují podporu managementu především v oblastech strategického řízení, v personální a finanční oblasti, investor plní funkci kouče ev. důvěrníka. Podporu investora lze nalézt i v oblasti podnikového řízení. Shodu v poskytování manažerské podpory lze identifikovat v oblastech strategického řízení a finančního řízení, naopak oblasti tzv. interpersonální, tedy funkcí kouče ev. důvěrníka, podniky nereflektují. Podpora investorů v oblasti personálního řízení je tuzemskými podniky využívána průměrně.

Ze strany investorů se jedná o tzv. modifikovaný „hands-on“ přístup v poskytování nefinanční přidané hodnoty nebo také aktivní mechanismus poskytování nefinanční přidané hodnoty podnikům.

Přínos studie je možno především spatřovat v identifikaci využívání manažerské podpory tuzemskými podniky ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu.

## **7 Zhodnocení vybraných aspektů financování podniků rizikovým kapitálem a formulace návrhů**

Hlavním cílem disertační práce bylo zhodnocení vybraných aspektů financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky a formulace návrhů, které mohou vést k rozvoji financování rizikovým kapitálem v České republice.

Vybrané aspekty, konkrétně investiční kritéria investorů rizikového kapitálu, nefinanční přidaná hodnota financování rizikovým kapitálem a bariéry financování podniků v tuzemsku, jsou charakteristiky financování tímto alternativním způsobem, na které v literatuře není sjednocený názor. V každém regionu lze identifikovat rozdílné pohledy na zmíněné aspekty, z toho důvodu bylo přistoupeno ze strany autorky k realizaci výzkumů s cílem popsat a zhodnotit jednotlivá hlediska financování rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky.

Souhrnné zhodnocení vybraných aspektů a formulace návrhů vedoucí k možnému rozvoji financování podniků rizikovým kapitálem je uvedeno níže tak, jak je popsáno v kapitolách, věnující se popisu a zhodnocení jednotlivých výzkumů.

V oblasti hodnocení aspektu investičních kritérií (viz kap. 4) bylo zhodnoceno a navrženo následující: Výsledky výzkumu investičních kritérií mohou být návodem pro podnikatele, neboť naznačují, kterým faktorům je při formulování podnikatelských záměrů potřebné věnovat dostatečnou pozornost. Podnikatelské subjekty se také seznamují s procesem hodnocení podnikatelských záměrů ze strany společností investujících rizikový kapitál, který se v mnoha ohledech liší od standardního hodnocení žádostí o úvěr ze strany bankovních institucí. Jak uvádí Eisele et al. (2002), obdobné výzkumy jsou významné rovněž pro samotné investory v pozici Limited Partners, tj. subjekty svěřující svůj kapitál společností tento kapitál investujícím (General Partners). Limited Partners získávají představu o tom, jak je s jejich peněžními prostředky nakládáno. Rovněž General Partners dostávají příležitost kriticky zhodnotit vlastní kritéria posuzování podnikatelských projektů, neboť se jím do rukou dostávají údaje o průměrné míře významnosti vybraných kritérií v jednotlivých fázích investování na trhu rizikovým kapitálem v ČR. Na závěr se jeví také jako vhodné zmínit diskusi o významu dvou skupin kritérií, která se v literatuře pravidelně opakuje. Např. studie Zacharakis a Meyer (1998) a Tyejee/Bruno (1984) dospěly k zjištění, že společnosti investujících rizikový kapitál kladou větší důraz na charakteristiky produktu a trhu a význam charakteristik managementu tak ustupuje do pozadí. Jiní autoři však uvádějí jako rozhodující kritérium schopnosti a zku-

šenosti managementu (např. Muzyka et al., 1996; Knight, 1992). Ze studií Zacharakis a Meyer (1998) a Shepherd (1998) vyplývá, že investoři schopnosti managementu typicky posuzují v kontextu s jinými charakteristikami, jakými jsou zejména velikost trhu a intenzita konkurence. Tuto tezi podporují i výsledky realizovaného výzkumu mezi společnostmi investujícími rizikový kapitál v ČR, neboť drtivá většina kritérií, která mají charakterizovat osobnost manažera a jeho schopnosti, dosahuje napříč všemi fázemi životního cyklu podniku nadprůměrné míry významnosti. Nicméně splnění těchto kritérií není pro pozitivní ohodnocení podnikatelského záměru dostačující. Investoři rovněž kladou důraz na vybrané charakteristiky trhu a produktu.

V oblasti výzkumu na základě identifikace bariér financování podniků rizikovým kapitálem (viz kap. 5) bylo cílem navrhnout takové institucionální a legislativní podmínky, které mohou vést k rozvoji financování rizikovým kapitálem, bylo formulováno a doporučeno následující: Pro rozvoj financování tímto alternativním způsobem je nutná plná implementace Směrnici Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003, pro možnost investic penzijních fondů a fondů pojišťoven do rizikového kapitálu

Ze strany představitelů státu je nutné si uvědomit nesporné přínosy rizikového kapitálu pro rozvoj podnikání, snižování nezaměstnanosti, vytváření znalostní ekonomiky, a proto státní – veřejná podpora financování rizikovým kapitálem by měla směřovat v podpoře např. daňově uznatelných nákladů ze vzniklé ztráty při investici.

Byla konstatována nutnost založení veřejného – státního fondu pro podporu začínajících a rozvojových podniků, tzv. seed fondu, který by fungoval na bázi tzv. „fondu fondů“, tedy fondu rizikového kapitálu.

Je nutná cílená osvěta ze strany investorů rizikového kapitálu, eventuálně státu směrem k podnikatelům a především k studentům ekonomicky a technicky orientovaných škol coby potenciálním budoucím podnikatelům s úkolem vysvětlovat podstatu financování rizikovým kapitálem, vyzdvihovat pozitiva tohoto způsobu financování, upozornit na rizika.

Rizikový kapitál naplňuje také funkci tzv. chytrých peněz. Výzkumem nefinanční přidané hodnoty (viz kap. 6) bylo zjištěno, že investoři rizikového kapitálu poskytují podporu managementu financovaných podniků, a to v oblastech strategického řízení, finančního řízení a řízení komunikace. Výsledky výzkumu také ukazují, že tuzemští investoři, na rozdíl od sledovaných studií, neposkytují podporu ve formě koučingu, funkce důvěrníka či v oblasti opera-



tivního řízení. Ve výzkumu ovlivnění poskytování nefinanční přidané hodnoty vývojovou fází podniku (viz kap. 6.2) bylo zjištěno, že oblast podpory ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu není ovlivněna, na rozdíl od některých sledovaných zahraničních studií, vývojovou fází podniku. Ve výzkumu zjišťování transferu manažerského know-how ze strany investorů rizikového kapitálu směrem k podnikům (viz kap. 6.3) bylo zjištěno, že sledované podniky využívají především podporu v oblasti strategického řízení, finančního řízení a řízení komunikace. Výsledky zahraničních studií v oblasti mapování nefinanční přidané hodnoty je však nutno vnímat, spíše než subjekt k porovnání s tuzemskými výsledky, jako ukázkou nabídky a využívání tohoto aspektu financování rizikovým kapitálem v zahraničí. Nelze tvrdit, že rozdílnost výsledků je obrazem neefektivity využívání know-how investorů v podnikových procesech ze strany podniků. Z osobních písemných a telefonických sdělení ze strany představitelů ostatně vyplynulo, že spolupráci s investorem hodnotili představitelé podniků v 60 % případů kladně.

## **8 Přínos pro vědu a praxi, návrhy další výzkumné činnosti**

Kvalita disertační práce spočívá v možnosti následovného využití závěrů z ní plynoucích. Záměrem autorky disertační práce je obohatit a rozšířit stávající teoretické poznatky v oblasti bádání a závěry plynoucí z výzkumných úkolů, jež jsou součástí disertační práce, aplikovat do prostředí praxe, jak podnikové, tak pedagogické.

Přínosy disertační práce byly proto stanoveny z hlediska:

2. Teorie oblasti rizikového kapitálu.
3. Praxe: aplikace získaných poznatků v podnikatelském prostředí.
4. Pedagogické činnosti.

Splněním uvedených oblastí přínosů lze konstatovat naplnění záměru disertační práce.

### **8.1 Přínos disertační práce v oblasti teorie**

Přínos v oblasti teorie je spatřován zejména v rozšíření poznatků o alternativním způsobu financování podniků, o rizikovém kapitálu. Využití výsledků dosažených ve výzkumu je podmíněno jejich publikací. Na tuzemském knižním trhu byla identifikována absence ucelené publikace pojednávající o nových poznatcích oblasti financování podniků rizikovým kapitálem. Autorka si klade za cíl z výstupů již publikovaných v odborných časopisech a souboru teoretických poznatků, jež jsou součástí této disertační práce, vytvořit odbornou publikaci pojednávající široce právě o rizikovém kapitálu.

### **8.2 Přínos disertační práce pro praxi**

Výsledky realizovaných výzkumů byly využity Technologickým centrem Akademie věd a ministerstvem průmyslu a obchodu.

Technologické centrum Akademie věd využilo závěry plynoucí z výzkumu kritérií hodnocení podnikatelských projektů ze strany společností investující rizikový kapitál v České republice a závěry plynoucí z výzkumného úkolu týkající se návrhu změn legislativních a institucionálních podmínek pro financování rizikovým kapitálem v České republice pro analýzu prostředí

rizikového kapitálu v České republice, pro analýzu problematiky rizikového kapitálu v České republice.

Ministerstvo průmyslu a obchodu v rámci identifikace podmínek pro zřízení tzv. seed fondu v České republice vycházelo z publikační činnosti autorky textu. Formulace návrhů pro zřízení tzv. seed fondu v České republice byly ze strany autorky připomínkovány.

V praktickém využití výsledků výzkumu je dále možno identifikovat přínos ve zpracování empirického výzkumu v podmínkách tuzemských podniků, které za účelem financování svého rozvoje využily tento alternativní zdroj. Zpracování výsledků výzkumných úkolů bude možno využít z praktického hlediska jako zvýšení možností osvěty pro podnikatele.

Výsledky výzkumu budou moci tak například sloužit k efektivnější přípravě zástupců podniků pro eventuálně oslovení investora rizikového kapitálu. Mohou být podmětem pro rozhodování představitelů podniků k využití financování podniku právě touto formou.

V pedagogické rovině je přínos výzkumu a jeho následná publikace spatřovat ve zvýšení osvěty rizikového kapitálu jako nástroje dlouhodobého financování rozvoje podniků, může být zařazen jako významná součást výuky finančně orientovaných předmětů vysokých škol.

### **8.3 Návrh další výzkumné činnosti**

Autorka předpokládá realizaci další výzkumné činnosti v oblasti financování podniků rizikovým kapitálem. V současnosti probíhá výzkum vlivu financování podniků rizikovým kapitálem na změnu počtu zaměstnanců podniků v podmínkách České republiky.

Následující výzkumy budou zaměřeny právě na zkoumání vlivu financování rizikovým kapitálem na vývoj podniků, jelikož podle dosavadních výsledků, především zahraničních výzkumů, není názor vlivu financování rizikovým kapitálem na vývoj podniků jednoznačný.

## **Závěrečné shrnutí disertační práce**

Rozvoj podniků je ovlivňován těmito determinaty (Koráb et al., 2008): externí, interní a finanční řízení podniku. Součástí posledně jmenovaného jsou především faktory typu - nedostatky ve finančním řízení, vysoké zadlužení podniku, problémy s financováním provozu a především nedostatek kapitálu. Jednou z možností, jak odstranit, resp. zmírnit působení těchto problémů bránících rozvoji podniku, je využití rizikového kapitálu, jako možnosti financování rozvoje podniků.

Z důvodu vysoké aktuálnosti tématu a absence výzkumných úkolů od roku 1998 realizovaných v České republice věnující se výhradně tématu rizikového kapitálu bylo přistoupeno k formulaci výzkumných cílů, jejichž naplněním bylo dosaženo rozšíření poznatků o tomto způsobu financování v regionu České republiky.

V rámci vymezení pojmů *private equity* a *venture kapitál*-rizikový kapitál bylo přistoupeno k formulaci a identifikaci pojmu tak, jak je vnímán autorkou.

Na základě studia pojetí termínu různými autory a na základě vlastních poznatků a zkušeností se lze přiklonit k pojetí dle Schefzyk (2006), Boue (2005) a Pernsteiner (2003). Autorka souhlasí s pojetím pojmu zmíněných autorů a doplňuje, že rizikový kapitál nutně nevede k rozvoji podniku, eventuálně jeho růstu či zvyšování hodnoty. Proto je zcela na místě označení pouze rizikový kapitál, nikoliv rizikový a rozvojový kapitál.

Dále je autorkou vymezen pojem rizikový kapitál tak, jak je z její strany chápán a je v souladu s terminologickým užitím v textu: Rizikový kapitál je forma externího vlastního kapitálu nesoucího riziko. V protikladu k běžným formám cizího kapitálu není jeho vklad zatížen nákladovými úroky ani umořováním vkladu. Riziko, jež nesou investoři, je především vnímáno ve formě ztráty investice. Investice rizikového kapitálu bývá realizována na dobu výhradně smluvně ujednanou, většinou v období 4 až 6 let. Investoři rizikového kapitálu jsou zaměřeni na podniky, jež mohou rychle a silně zvyšovat svoji hodnotu. Financování podniku rizikovým kapitálem však nutně nevede ke zvyšování hodnoty podniku, eventuálně k jeho růstu a rozvoji. Investoři rizikového kapitálu poskytují podniku manažerskou podporu, kterou lze označit jako nefinanční přidanou hodnotu podniku ze strany investorů. Tato vlastnost je významnou a jedinečnou charakteristikou financování podniků rizikovým kapitálem

Na základě shrnutí dosavadních poznatků výzkumných úkolů s cílem zjištění dopadů financování rizikovým kapitálem na vývoj podniků lze konstatovat, že tento dopad je identifikován v rovinách např. růstu zaměstnanosti (např. Engel 2001, Belke, Fehn, Foster 2003) zvyšování inovační výkonnosti (např. Rolling 2001; Engel, Keibach, 2002) ohlášení patentů (např. Kortum, Lerner 2000; Tykvová, 2000) a zvyšování konkurenceschopnosti podniků (např. Engel, Keilbach, 2002). Další oblastí, ze které byly analyzovány výsledky výzkumných úkolů, byla oblast zkoumání vlivu transferu manažerského know-how ze strany investorů rizikového kapitálu na rozvoj podniku. Jako příklady závěrů zahraničních studií prokazující pozitivní vliv a existenci nefinanční přidané hodnoty na rozvoj podniku lze vybrat následující: Brophy (1988), Rosenstein et al (1989,1993), Frederiksen et al (1990), Sapienza (1992, 1996), Frederiksen (1992), Jain and Kini (1995), EVCA (1996), Frederiksen (1997), Brav and Gompers (1997), Wipler (1988), Schefczyk, Gerpott (1988), Lerner (1999), Engel and Keilbach (2002), EVCA (2002), Engel (2003), AVCO (2004, 2006), aj.

Studie neprokazující, avšak ani nevylučující přidanou hodnotu: např. Manigart and Hyfte (1996)

Studie neprokazující vliv nefinanční přidané hodnoty financování rizikovým kapitálem na rozvoj podniků: např. Cherin and Hergert (1988), Macmillan et al. (1988), Frederiksen (1991), Barney et al.(1996), Deakins et al.(1996), Bürgel et al. (2000), Wang et al. (2002), Botazzi et da Rin (2002), Busenitz et al. (2004).

Na základě benchmarkingové studie byl zjišťován stav financování rizikovým kapitálem v České republice. Bylo zjištěno, že míra využívání rizikového kapitálu je na nízké úrovni, byly identifikovány možné bariéry financování tímto alternativním způsobem.

Hlavním výzkumným cílem disertační práce bylo zhodnocení vybraných aspektů financování podniků rizikovým kapitálem a formulace návrhů změn vedoucích k možnému rozvoji financování rizikovým kapitálem v České republice. Aspekty, jež byly vybrány pro účely výzkumu, jsou uplatňovaná investiční kritéria ze strany podniků při posuzování předkládaných podnikatelských záměrů; druhým sledovaným aspektem byly bariéry financování podniků rizikovým kapitálem v České republice. Jako třetí aspekt byla zkoumána nefinanční přidaná hodnota z pohledu investorů a podniků.

Dílní cíle disertační práce byly formulovány takto:

1. První dílní cíl disertační práce byl spatřován v identifikaci kritérií hodnocení investičních projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v ČR a zároveň po-

soudit míru významnosti těchto kritérií v závislosti na vývojové fázi podnikatelského subjektu. První dílčí cíl disertační práce je naplněn prostřednictvím výsledků VÝZKUMU I.

2. Druhý dílčí cíl disertační práce spočíval ve formulaci návrhu změn legislativních a institucionálních podmínek pro financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem v České republice, které mohou vést k zlepšení situace na trhu rizikového kapitálu v České republice. Druhý dílčí cíl je naplněn prostřednictvím výsledků VÝZKUMU II.
3. Třetí dílčí cíl disertační práce byl rozpracován ve třech rovinách: v první rovině třetího dílčího cíle disertační práce bylo zmapování, zda je ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu poskytována nefinanční přidaná hodnota podnikům financovaným rizikovým kapitálem a o jaké konkrétní formy podpory se jedná. Výzkum v druhé rovině byl zaměřen na zjištění, zda poskytována manažerská podpora ze strany investorů je ovlivněna vývojovou fází podniku. Úkolem cíle ve třetí rovině bylo zmapovat, jaké formy manažerské podpory podniky využívají. Třetí dílčí cíl disertační práce je naplněn prostřednictvím výsledků VÝZKUMU III.

Na základě dotazníkového šetření mezi ziskově orientovanými investory rizikového kapitálu bylo zjištěno, při realizaci prvního výzkumného úkolu, že pro investory jsou nejdůležitější z oblasti hodnocení manažera, eventuálně managementu podniku ve fázi early a later stage identifikace extrémní výkonnosti a odolnosti na straně managementu, ve fázi buyouts je nejdůležitější, zda management dokáže vystihnout problémy, definovat cíle a přidělit úkoly. V oblasti zkoumání kladeného důrazu na zkušenosti managementu ze strany investorů je ve fázích early stage a later stage nutnost co nejpřesnější seznámení managementu s cílovým trhem. Ve fázi buyouts a later stage je akcentována kompetence managementu v oblasti vedení a dispozice potřebnými zkušenostmi v tomto směru. Důležitým faktem pro investory rizikového kapitálu jsou ve fázích early stage a later stage reference o dosavadní činnosti managementu a ve fázi buyouts vyvážené složení manažerského týmu a doplňující se zkušenosti jednotlivých členů týmu. V rámci zkoumání oblasti charakteristik produktu bylo ze strany investora rizikového kapitálu jednoznačně požadováno, aby produkt představoval ve fázi early stage jednoznačné zlepšení v porovnání s dosavadní nabídkou, stejný požadavek byl směřován i ve fázi later stage a pro fázi buyouts je jednoznačně nutné, aby produkt byl prokaza-

telně ze strany trhu akceptován. V otázkách problematiky relevantního trhu je ze strany investora nutné, aby se trh ve fázi early stage vyznačoval vysokou mírou růstu, ve fázích later stage a buyouts je identifikována shodně nutnost existence distribučních kanálů. Z oblasti formulace finančních kritérií předpokládaného projektu byla zjištěna ve všech fázích, jako nutná ze strany investorů rizikového kapitálu, existence možnosti vysoké míry zhodnocení investovaného kapitálu, ev. spoluvlastnického podílu. Nejčastějším důvodem zamítnutí projektů, který respondenti uváděli, byl nevyhovující management podniku. Dalšími důvody byly výlučně hlediska týkající se projektů, například byly jmenované: nerentabilní, nerealistické, nekonkurenceschopné projekty, atd. Pro realizaci vstupu investora rizikového kapitálu do podniku je tak nutné ze strany podnikatelů, projevující zájem o tento způsob financování, respektovat požadavky investorů na podnikatelský plán, tzn. zpracovávat podnikatelské plány s realistickými základy, nabízet inovativní služby nebo výrobek oproti stávající nabídce a především je, v případě financování rizikovým kapitálem, nutnost zkušeného a konsensu schopného managementu podniku.

Komparativní studie podmínek pro využití formy financování rizikovým kapitálem ve vybraných zemích byla podkladem pro identifikaci bariér, které mohou být důvodem pro nízkou úroveň využívání této formy financování v České republice a následnou formulaci návrhů změn vedoucí k možnému rozvoji financování rizikovým kapitálem v České republice.

Jako bariéry byly označeny jednoznačně: nemožnost investic typu rizikového kapitálu ze strany fondů pojišťoven a penzijních fondů dále absence veřejné podpory financování formou rizikového kapitálu, absence veřejného fondu fondů, tzv. Fondu rizikového kapitálu a málo rozšířené povědomí o této formě financování především v řadách podnikatelů.

Pro řešení těchto problémů byly formulovány následující návrhy: plná implementace směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003, veřejná podpora financování formou rizikového kapitálu, např. ve formě daňově uznatelných nákladů ze vzniklé ztráty při investici a založení veřejného státního fondu pro podporu začínajících a rozvojových podniků, který by fungoval na bázi tzv. „fondu fondů“, tedy fondu rizikového kapitálu a nutnost rozšíření povědomí o této formě financování.

Třetí výzkumný úkol by rozdělen do dvou částí: zmapování oblastí a forem manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu s ohledem na vývojovou fázi podniku a zmapování oblastí, které jsou podniky využívány nejčastěji.

Prostřednictvím výsledků plynoucích z dotazníkového šetření mezi tuzemskými investory rizikového kapitálu byly zmapovány oblasti manažerské podpory, jež jsou investory poskytována nejčastěji a formy manažerské podpory, které jsou poskytovány nejčastěji.

Mezi oblastmi s největší mírou poskytování jsou oblasti strategického, finančního řízení a řízení komunikace. Mezi nejčastěji poskytované formy manažerské podpory patří spolupráce na stanovení obchodní strategie, dohled nad finančním vývojem podniku, poradenství v otázkách expanze podniku, poradenství, eventuálně podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie podniku, pomoc při sestavování rozpočtů nebo finančních plánů, podpora při získání cizího kapitálu, podpory při vytvoření organizační struktury podniku, poradenství při plánování internacionalizace, pomoci s výběrem členů managementu podniku, zprostředkování kontaktu na podniky v rámci portfolia investorů a zprostředkování kontaktu s advokáty nebo poradci.

Výsledky výzkumu forem podpory v závislosti na vývojové fázi podniku naznačují, že nejčastěji poskytované oblasti podpory ve fázi early stage jsou strategické řízení, finanční řízení a řízení komunikace, stejně jako ve fázi later stage a buyouts.

Avšak míra poskytování forem podpory v těchto oblastech nekorresponduje s některými výsledky zahraničních studií, a to, že míra podpory závisí na vývojové fázi podniku (stoupající trend od raných k pozdním, největší míra podpory byla např. dle Churchill, Lewis (1983) Flynn (1991), Engel, Hofacker (2001), EVCA (2002) identifikována v early stage, následuje later stage a buyouts. V případě našeho výzkumu byla zjištěna posloupnost early stage, buyouts a later stage.

Závěrem je možno konstatovat, že míra podpory investorů podnikům není ovlivněna vývojovou fází podniku. V případě mapování poskytování a využívání nefinanční přidané podpory ze strany investorů směrem k podnikům nebyly formulovány žádné návrhy vedoucí ke „zlepšení stávajícího stavu“, jelikož byl výzkum zaměřen právě mapování transferu know-how, nikoliv na vliv míry poskytování nefinanční připadané hodnoty v souvislosti s mírou rozvoje podniku. Tento úkol je jedním z předpokládaných výzkumů autorky.

Naplnění záměru disertační práce je možno spatřovat jak v rozšíření vědeckých poznatků vědního oboru ekonomika a management, konkrétně v oblasti financování podniků, tak v možnosti využití závěrů plynoucích z výzkumných úkolů, a to v rovině teoretické, podnikové a pedagogické.



Autorka předpokládá další vědeckou činnost ve zvolené oblasti, především ve zkoumání vlivu financování rizikovým kapitálem na vývoj tuzemských podniků.

## Seznam použitých zdrojů

- AMESS, K. The Effect of management Buyouts on Firm-Level Technical Inefficiency: Evidence from a Panel of UK Machinery and Equipment Manufacturers. *The Journal of Industrial Economics*. Oxford: Blackwell Publishing Ltd., 2003. LI, s. 35-44. ISSN 1467-6451.
- AVCO. *Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen*, 2006. [online].[cit.2011-01-11]. <[http://www.avco.at/upload/medialibrary/Impact\\_von\\_PE\\_VC\\_\\_Endbericht\\_Okt.\\_2006.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/Impact_von_PE_VC__Endbericht_Okt._2006.pdf)>.
- BADER, H. *Private Equity als Anlagekategorie – Theorie, Praxi und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren*, Bern: Haupt-Verlag, 1996. 378 p. ISBN 3-258-05456-8
- BARNEY J. B., BUSENITZ L.W., FIET J.O , MOESEL D.D. New venture teams assessment of learning assistance from venture capital firms. *Journal of Bussines Venturing*, 1996. 11: 257-272. ISSN 0883-9026.
- BELKE, A, FEHN, R., FOSTER, N. Does Venture Capital Invetsment Spur Employment Growth? Working paper No. 0303. *CESIFO*, 2003. Vol. DII. ISBN 978-0-7334-2911-8.
- BÖHLER, C. *Corporate Governance und externe Berichterstattung in Venture-Capital-Gesellschaften*. Swiss Private Equity and Corporate Finance Association. 2004. Band 4. S 376. ISBN 3-258-06825-9
- BOTAZZI, R., DA RIN, V. Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies. 2002. *Economic Policy*, 17/1:229-269. ISSN 1468-0327
- BOUÉ, R. A. Der Einfluss von antizipierten Value Added auf die Entscheidung zu Gunsten einer Venture Capital – Finanzierung. 2005. Dissertationsschrift, Wirtschaftsuniversität Wien, Institut des Klein und Mittelbetriebe.
- BRAV, A., GOMPERS, P. A. Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of IPO: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies. *The Journal of Finance*, 1997, 52, 5: 1791–1821. ISSN 1540-6261.
- BROPHY, D. J. More than money? The performance of venture capital backed initial public offerings. *Frontiers of Entrepreneurship Research Proceedings of the eight Annual*

- Babson College Entrepreneurship research Conference*. Babson Park: Babson Park Verlag, 1988. Vol. 1988, 339–340. ISBN 80-910897-09-3.
- BÜRCEL, O., FIER, V. H., LICHT, G., MURRAY, G. Internationalisation of Hightech Start-ups and Fast Growth-Evidence for UK and Germany. *Diskussion Paper No. 00-35*. Mannheim: ZEW. 2002.
- BUSENITZ, L.W. FIET, J.O., MOESEL D.D. Reconsidering the Venture Capitalist“ Value Added“ proposition: An interorganisational leasing perspective, 2004. *Journal of Business Venturing*, 2004, 19. S 787-807. ISSN 0883-9026.
- BVCA. *The Economic Impact of Private Equity in the UK*. 2002. [online].[cit.2011-01-15]. <<http://www.bvca.co.uk/assets/features/show/TheEconomicImpactofPrivateEquityintheUK2002.pdf>>.
- BVK. *BVK Special. Private equity in Europa 2005*. Berlin: BVK, 2006. [online].[cit.2011-01-15]. <<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/13/aid/161>>.
- BVK. *BVK Special. Private equity in Europa 2007*. Berlin: BVK, 2008. [online].[cit.2011-01-18]. <<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/13/aid/161>>.
- BVK. *BVK Special. Private Equity in Europa 2008*. Berlin: BVK, 2009. [online].[cit.2011-01-16]. <<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/13/aid/161>>.
- BVK. *BVK Special: private equity in Europa 2009*. Berlin: BVK, 2010. [online].[cit.2011-01-17]. <<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/13/aid/161>>.
- BYGRAVE, W.D., LANGE J.E., KOTHA, R.R, STOCK, W. Venture Capitalist Investments and the Growth of Revolutionary New Industries. I, London : AW, 2001, Sv. *Frontiers of Enterpreneursip Research*. ISSN 0938-5495.
- ČSÚ. *Trh práce a zaměstnanost*, [online]. Praha: ČSÚ, 2010. [cit. 2011-06-16]. <<http://www.czso.cz/csu/2011edicniplan.nsf/p/3103-11>>.
- DEAKINS D., MILEHAM P., O'NEILL E. Do 'external' directors and / or mentors add value? Summary in: Reynolds P.D., Bygrave W.D., Meyer G.D., Manigart S., Sapienza H.J., Mason C.M., & Shaver K.G. (Eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research Proceedings of the Nineteenth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference*. Babson Park: Babson College, 1996. MA, p. 349.
- DISMAN, M. *Jak se vyrábí sociologická znalost*. Praha : Karolinum, 2002. 212 s. ISBN 80-85896-75-3.

- DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. *Rizikový a rozvojový capital - venture capital*. Praha: Management press, 1998. 169 s. ISBN 80-85943-74-3.
- EHRlich S.B., DE NOBLE A.F., MOORE T. , WEAVER R.R. After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms, *Journal of Business Venturing*, 1994, 9: 67-82. ISSN 0883-9026.
- EISELE, F., HABERMANN, M., OESTERLE, R. *Die Beteiligungskriterien für eine Venture Capital Finanzierung – Eine empirische Analyse der phasenbezogenen Bedeutung* [online]. Tübingen: Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Eberhard-Karls-Universität Tübingen, Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 238, 2002. 30 S. Available et: <<http://tobias-lib.uni-tuebingen.de/volltexte/2005/1919/pdf/238.pdf>>
- ENGEL R., HOFACKER K. Mehrwertschaffung durch Beteiligungskapitalgeber im Lebenszyklus des finanzierten Unternehmens. *Finanzbetrieb*, 2001, 3 / 3: 204-214.
- ENGEL, D. The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. *Discussion Paper No. 02-02*. Mannheim: ZEW, 2002.
- ENGEL, D. Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital. *Discussion Paper No. 01-34*. Mannheim: ZEW, 2001.
- ENGEL, D. The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. *Discussion Paper No. 02-02*. Mannheim: ZEW. 2002.
- ENGEL, D., KEILBACH, M. Firm level Implications of Early stage Venture Capital Investments - An Empirical Investigation. *Discussion Paper No. 02-82*, 2002. Mannheim: ZEW.
- EVCA. Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts and Buyin in Europe. *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts and Buyin in Europe*. Brussels : EVCA, 2001. Vol. Research paper, I.
- EVCA. Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*. Brussels : EVCA, 2002. Vol. Research paper, I.
- EVCA. Central and Eastern Europe statistics, 2006.[online]. [cit.2010-03-15].  
<<http://www.evca.eu/Toolbox/Search.aspx?s=Central+and+Eastern+Europe+statistics>>.
- EVCA. Central and Eastern Europe statistics, 2007.[online]. [cit.2010-03-15].  
<<http://www.evca.eu/Toolbox/Search.aspx?s=Central+and+Eastern+Europe+statistics>>.

- EVCA. Central and Eastern Europe statistics. 2008.[online].[cit.2010-03-15].  
<<http://www.evca.eu/Toolbox/Search.aspx?s=Central+and+Eastern+Europe+statistics>>
- EVCA. Central and Eastern Europe statistics.2009. [online]. [cit.2010-03-15].  
<<http://www.evca.eu/Toolbox/Search.aspx?s=Central+and+Eastern+Europe+statistics>>
- EVCA. Creating lasting Value: Yearbook 2011. 2011 [online]. [cit.2011-06-02]  
<[http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Statistics/Yearbook/Evca\\_Yearbook\\_2011.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf)>.
- EVCA, KPMG. *Benchmarking European Tax and Legal Environments*. 2008. [online].[cit. 16 Juni 2010]. <[http://www.cvca.cz/files/Benchmark\\_2008.pdf](http://www.cvca.cz/files/Benchmark_2008.pdf)>.
- EVROPSKÝ PARLAMENT, RADA EVROPSKÉ UNIE. *Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi*
- EVROPSKÝ PARLAMENT, RADA EVROPSKÉ UNIE. *Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů*
- FISCHER, M. *Beteiligungskriterien Private Equity und Venture Capital*. [online]. Nürnberg: Georg-Simon-Ohm-Hochschule Nürnberg, 2009. 12 S. Available et: <[http://www.mlfischer.com/content/PrivateEquityalsAnlageklasse\\_080609\\_mf.pdf](http://www.mlfischer.com/content/PrivateEquityalsAnlageklasse_080609_mf.pdf)>
- FLYNN D. The critical relationship between venture capitalists and entrepreneurs: planning, decision-making and control. *Small Business Economics*, 1991, 5 / 3, pp. 185-196. ISSN 1573-0913
- FREDRIKSEN O., OLOFSSON C. & WAHLBIN C. The role of venture capitalist add value? Do They?, Summary in : Churchill N.C., Bygrave W.D., Muzyka D.F, Vesper K.H & Weztler W.E., Jr. (Hrsg.) *Frontiers Of Enterpreunership Research Proceeding of the Eleventh Annual Babson College Enterpreunership Research Conference: Babson Park Verlag, 1991.MA, S. 435-444.*
- FREDRIKSEN, O., KLOFSTEN M., LANDSTRÖM H., OLOFSSON C., WAHLBIN C. Entrepreneur-Venture Capitalist relations: The entrepreneurs' views, in: Churchill N.C., Bygrave W.D., Hornaday J.A., Muzyka D.F., Vesper K.H. & Wetzel W.E. Jr. (Eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research Proceedings of the Tenth Annual Babson Colle-*

- ge *Entrepreneurship Research Conference, Babson: Babson Park, 1990. MA*, pp. 251-265.
- FREDERIKSEN, O. Venture Capital Firms Relationship and Cooperation with Entrepreneurial Companies. *Thesis Nr. 625*. Linköping: Linköping University, 1997.
- FREDRIKSEN, O., OLOFSSON C., WAHLBIN C. Why don't venture capitalists add value? Do they?, Summary in: Churchill N.C., Birley S., Bygrave W.D., Muzyka D.F., Wahlbin C. & Wetzel W.E. Jr. (Eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research Proceedings of the Twelfth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference*, Babson: Babson Park, MA, 1992. pp. 360- 375.
- FREEAR J., SOHL J.A., WETZEL W.E. JR. Raising venture capital:Entrepreneurs' views of the process, in: Churchill N.C., Bygrave W.D., Hornaday J.A., Muzyka D.F., Vesper K.H. & Wetzel W.E. Jr. (Eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research Proceedings of the Tenth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference*, Babson: Babson Park, 1990. pp. 223- 237.
- FRIED, V., HISRICH, R. Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, 1994. vol. 23(3): 28-37. ISSN 1755-053X.
- GORMAN, M., SAHLMAN, W.A. What do venture capitalist do? *Journal of Business Venturing*, 1986, 4, s. 231-248. ISSN 0883-9026
- GUS, 2010: Bezrobotie Rejestrowane, [online]. [cit. 2011-06-16]. [http://www.stat.gov.pl/gus/5840\\_zws\\_pub\\_43\\_PLK\\_HTML.html](http://www.stat.gov.pl/gus/5840_zws_pub_43_PLK_HTML.html)
- HAESSLER C., HARHOFF D., MUELLER E. To Be Financed or Not – The Role of Patents for Venture Capital Financing. *Discussion Paper 7115*. 2009. CEPR.
- HARTMANN-WENDELS, T. Venture capital aus finanzierungstheoretischer Sicht. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 1987, vol. 39, s. 16-29. ISBN 80-942543-21-7.
- HELLMANN T., PURI M. Venture Capital and the Professionalization of StartUp Firms: Empirical Evidence, *The Journal of Finance*, 2002, 57/1, pp. 169-197. ISSN 1540-6261
- HORWATH, G. *Risikokapital in Österreich (eine analyse im gesamteuropaischen kontext)*. Manuscript submitted for publication, Department of finance, 2006. Wirtschaftsuniversität, Wien, Austria.
- CHERIN, A., HERGERT, M. Do venture capitalist create value? A Test from the komputer industry. Summary in: Kirchoff B.A., Long W.A., McMullan W.Ed., Vesper K.H &

- Weztler W.E., Jr. (Hrsg.) *Frontiers Of Enterpreunership Research Proceeding of the eight Annual Babson College Enterpreunership Research Conference Babson*: Babson Park Verlag, 1988, MA, S. 341-342.
- CHURCHILL, W.C., LEWIS, V.L. The five stages of small business growth. *Harvard Business Review*, 1983, 61:30-50. ISSN 0017-8012
- JAIN, B.A., KIN, I. O. Venture Capitalist Participation and the Post-issue Operating Performance of IPO firms, *Managerial and Decision Economics*, 1995, 16, S 593-606. ISSN: 1099-1468
- JANÍČEK, P., ONDRÁČEK, E. *Řešení problémů modelování*. Brno : PC-DIR Real, 1998. ISBN 80-124-1233-X.
- JEŽ, V. Private equity v České republice. Prezentace. Praha: CVCA. 2007.
- KHANIN, D., BAUM, J. R., RAJ V. M., HELLER, C. Venture Capitalists Investment Criteria: 40 Years of Research [online]. *Small Business Institute® Research Review*, 2008, Vol. 35: 187-192.  
Available et: < <http://sbaer.uca.edu/research/sbi/2008SBIPROCEEDS/20.pdf>>
- KNIGHT, R. M. A Longitudinal Study of Criteria Used by Venture Capitalists in Canada. *Journal of Business Venturing*, 1992, No. 4, pp. 12-26. ISSN 0883-9026.
- KORÁB, V., HANZELKOVÁ, A., MIHALISKO, M. *Rodinné podnikání*. Praha: Computer press, 2008. 220 p. ISBN 978-80-251-1843-6.
- KORTUM, S., LERNER, J. Assessing the contribution of venture capital to innovation. *The Rand Journal of Economics*, 2000, 31, 4: 674-692. ISSN 1756-2171.
- LANDSTRÖM, H. Erfolgreiche Zusammenarbeit zwischen Risikokapitalgebern und Kleinbetrieben, *Internationales Gewerbearchiv*, 1992, 2:81-93. ISSN 0020-9481
- LAUB, U. *Zur Bewertung innovativer Unternehmensgründungen im institutionellen Zusammenhang: empirisch gestützte Analyse*. München: Herbert Utz Verlag, 1989. 306 S. ISBN 978-3-88259-643-4
- LEITINGER, R., STROHBACH, H., SCHÖFER, P., HUMMEL, M. Venture Capital und Börsegänge – Von der Produktidee zum internationalen Nischenspezialisten, Vienna: Manzsche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, 2000.
- LERNER, J. The Government as Venture Capitalist. *Journal of Business Venturing*, 1999, 72 / 3: 285-318. ISSN 0883-9026.

MACMILLAN, I., ZEMANN, L., SUBBA N. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 1987, vol. 1:53-77. ISSN 0883-9026

MANIGART, S., W. VAN HYFTE. Post Investment Evolution of Venture Backed Companies. *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA: Babson College.1999.

MINISTERIE VAN FINANCIËN NEDERLAND. *Algemene Ouderdomswet (AOW) (1995)*

MINISTERIE VAN FINANCIËN NEDERLAND. *Wet Inkomstenbelasting (2001) (Wet Ib, 2001)*

MINISTERIE VAN FINANCIËN NEDERLAND. *De Zorgverzekeringswet (Zvw) (2006)*

MINISTERIE VAN FINANCIËN NEDERLAND. *Pensioenwet (Pw) (2011)*

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů*

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Zákon č. 589/1992 Sb., o pojistném na sociální zabezpečení*

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Zákon č. 42/ 1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem*

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování*

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty*

MINISTERSTVO PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ ČR. *Zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení*

MINISTRY OF FINANCE OF IRLAND. *Income Tax Act - ITA (1967)*

MINISTRY OF FINANCE OF IRLAND. *Capital Gains Act - CGTA (1975)*

MINISTRY OF FINANCE OF IRLAND. *Pensions Act (1990)*

MINISTRY OF FINANCE OF IRLAND. *The Investments Intermediaries Act (1995)*

MINISTRY OF FINANCE OF IRLAND. *Taxes Consolidation Act - TCA (1997)*

MINISTRY OF FINANCE OF IRLAND. *Insurance Act (1989)*

MINISTRY OF FINANCE OF UK. *House of Commons Member's Fund and Parliamentary Pensions Act (1981)*

MINISTRY OF FINANCE OF UK. *Income Tax (Earnings and Pensions) Act (2003) (ITEPA, 2003)*



- MINISTRY OF FINANCE OF UK. *The Social Security (Contributions) (Re-rating and National Insurance Funds Payments) Order (2007)*
- MUZYKA, D., BIRLEY, S., LELEUX, B. Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 1996, vol. 11, s. 273-287. ISSN: 0883-9026.
- NATHUSIUS, K. Value Added in Venture Capital Investing, in: Nathusius, K. et al.: *Beitrag zur Unternehmensgründung*. 2001. S 227-267. Köln
- NOVOTNÝ, J. *Nauka o podniku*. Brno: Aleš Čeněk, 2007. 216 s. ISBN 978-80-7380-071-0.
- NVCA. Measuring the Importance of Venture Capital and Its Benefits to the United States Economy. New York: NVCA, 2002, Vol. Research paper IV.
- NVCA. *Measuring the Importance of Venture Capital and Its Benefits to the United States Economy*. New York: NVCA, 2001. Sv. Research paper, I.
- PAVLICA, K. a kol. *Sociální výzkum, podnik, management*. Praha : Ekopress, 2000. str. 161. 80-86119-25-4.
- PENEDER, M., JUD, T. Empirische Untersuchungen und Ergebnisse zur Wirkung von Private Equity und Venture Capital auf die Unternehmensentwicklung. 2004. [online]. [cit.2010-04-01] < <http://www.avco.at/AVCO.aspx?target=21865>>.
- PERNSTEINER, H. *Venture Capital und ähnliche Formenn - eine finanzwirtschaftliche Erörterung*. Wien: Linde. 2003. ISBN 978-3-640-42922-6
- RAJCHLOVÁ, J. Rozhodovací proces při financování rozvoje podniků venture kapitálem a private equity. Brno: VUT FP, 2010, Vol 3, 15–21. ISBN 978-80-214-4194-1.
- RAJCHLOVA, J., BARANYKOVA, M., POLÁK, M., BROŽ, Z. Proposing changes in legislative and institutional conditions for private equity and venture capital financing in the Czech Republic - a comparative study with Poland. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* , 2011b, LIX(7): 317-324. ISSN: 1211- 8516
- RAJCHLOVÁ, J., BARANYKOVÁ, M., POLÁK, M.; BROŽ, Z. Podmínky pro využití financování podniků formou private equity a venture kapitálu v České republice a vybraných evropských zemích – identifikace bariér, možnosti řešení. *Trendy ekonomiky a managementu*, 2011c, V(9): 25-37. ISSN 1802- 8527.
- RAJCHLOVÁ, J., BROŽ, Z., BARANYKOVÁ, M., POLÁK, M. Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic and Other European Countries – Develop-

- ment, Opportunities and Limitations. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis* , 2011 a, LIX(7): 307-316. ISSN 1211- 8516
- RAJCHLOVÁ, J., ZINECKER, M., BROŽ, Z. Due Diligence Process in the Context of Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic. *Econ...* Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, 2012, roč. 2012, č. 1:15-23. ISSN 1803- 3865
- RAJCHLOVÁ, J. Rozhodovací proces při financování rozvoje podniků venture kapitálem a private equity. *Proceedings of the International workshop for PhD students*. Brno: VUT FP, 2010. s. 15-21. ISBN 978-80-214-4194- 1.
- REŽŇÁKOVÁ, M., NÝVLTOVÁ, R. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. S 222. ISBN 978-80-247-1922-1.
- ROBINSON, R. R. Emerging strategies in the venture capital industry. *Journal of Business Venturing*, 1987, No. 1: 53 - 77. ISSN 0883-9026.
- ROLING, J. *Venture Capital und Innovation*. Bonn: J. Eul Verlag, 2001. 248 p. ISBN 3-89012-902-1.
- ROSENSTEIN J., BRUNO A.V., BYGRAVE W. D, TAYLOR N. T. Do venture capitalists on boards of Portfolio companies add value besides money? *Journal of Business Venturing*, 1989, 8: 216-229. ISSN 0883-9026.
- ROSENSTEIN J., BRUNO A.V., BYGRAVE W. D., TAYLOR N. The CEO, venturing capitalists and the board, *Journal of Business Venturing*, 1993, 9:99-113. ISSN 0883-9026.
- SAPIENZA H.J. When do capitalists add value? *Journal of business Venturing*, 1992, 7, pp. 9-27. ISSN 0883-9026.
- SAPIENZA H.J., TIMMONS J.A. Launching and building entrepreneurial companies: do the venture capitalists add value? In: Brockhaus R.H. Sr., Churchill N.C., Katz J.A., Kirchoff B.A., Vesper K.H. & Wetzel W.E. Jr. (Eds.) *Frontiers of Entrepreneurship Research Proceedings of the ninth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference*, Babson Park: MA, 1989 , pp. 245-257.
- SAPIENZA, H. J., MANIGART, S., VERMEIR, W. Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries. *Journal of Business Venturing*, 1996, 11: 439-469. ISSN 0883-9026.
- SHEPHERD, D. A. Venture capitalists' assessment of new venture survival. *Management Science*, 1999, Vol. 45, No. 5: 621-632. ISSN 1526-5501

- SCHEFCZYK, M. *Finanzieren mit venture capital und private equity*. Berlin: Schaffer, Poeschel, 2006. 287 s. ISBN 978-3-7910-2507-0.
- SCHEFCZYK, M., GERPOTT, T.J., Beratungsunterstützung von Portfoliounternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften: *Zeitschrift für Betriebschaft, Ergänzungsheft* 2/98, 1998, s. 143-166.
- SCHERTLER A., TYKVOVA T. Venture Capital and Internationalization. *Discussion Paper No.09-055*, 2009. Mannheim: ZEW.
- SCHERTLER, A. *Dynamic Efficiency and Path Dependencies in Venture Capital Markets*. Kieler Studien: Springer verlag, 2003. 208 s. ISBN 978-3540407102
- SCHOENBAUER, G. *Besonderheiten bei der Bewertung von schnell wachsenden, innovativen Unternehmen aus Sicht der Venture Capital-Industrie*. Dissertation. Manuscript submitted for publication, Department of finance, Wirtschaftsuniversität, Wien, Austria , 2007.
- SCHOENBAUER, J. *Erfolgsfaktoren und exitstrategien von private equity und venture capital finanzierung am oesterreichisches markt*. Manuscript submitted for publication, Department of finance, Wirtschaftsuniversität, Wien, Austria. 2004.
- SCHRÖDER, C. *Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften*. Baden-Baden: Nomos, 1992. 413 S. ISBN 978-3-7890-2618-8.
- SCHRÖDER, Ch. *Strategien und management von Beteiligungsgesellschaften: Ein Eiblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren*. Baden-Baden: Nomos, 1992. ISBN 978-3-8329-6510-5.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi.
- Směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2009/65/ES, o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů.
- SYNEK, M. *Podniková ekonomika*. Praha : C.H.Beck, 2002. str. 479. 80-7179-736-7.
- TYEBJEE, T. BRUNO, A. A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 1984, Vol. 30, No. 9, pp. 1051-1066; ISSN 0025-1909.
- TYKVOVÁ, T. Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation. *In: The 2000 EFMA Conference in Athens*. 2000

- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osob prawnych (tekst jedn. Dr. U. z 2000 r. Nr 54, poz. 654 z pozn. zm.).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 Kodeks spółek handlowych. Opracowano na podstawie: Dz. U. z dnia 8 listopada 2000 r.
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osob fizycznych (tekst jedn. Dr. U. z 2000 r. Nr 14, poz. 176 z pozn. zm.).
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Opracowano na podstawie: Dz. U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546.
- Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Opracowano na podstawie: Dz. U. z 2004 r. Nr 159, poz 1667.
- VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2001. 465 s. ISBN 80-86119-38-6.
- WANG, C. K., WANG K., LU Q. Do Venture Capitalists Add Value? A Comparative Study Between Singapore and US. *Applied Financial Economics*, 2002, No. 12: 581-588. ISSN 1466-4305
- WEITNAUER, W. *Handbuch Venture Capital – Von der innovation zum Börsegang*, 2. Vy-dání, München: C.H. Beck Verlag, 2001. 589 s. ISBN-13: 978-3406478819
- VEISOVÁ, E. Možnosti a důsledky kombinace metod v sociologickém výzkumu se zřetelem na metody focus Gross a internetového výzkumu, disertační práce. FSV Karlova Universita: Praha, 2009
- WIPLER, A. *Innovative Unternehmensgründung in Deutschland und den USA*, Wiesbaden : Deutscher Universitäts Verlag, 1988. ISBN 978-3824468454.
- WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha : C.H.Beck, 1995. 80-7179-014-1.
- YOUNG, ERNST. Challenges in a new world. 2009. [online]. [cit. 2011-05-24. [http://www.unternehmensfinanzierung.at/static/cms/sites/unfin/media/de/pdf/studien-statistiken/ernstyoung\\_challenges-new\\_world.pdf](http://www.unternehmensfinanzierung.at/static/cms/sites/unfin/media/de/pdf/studien-statistiken/ernstyoung_challenges-new_world.pdf)
- ZACHARAKIS, A. L., MEYER, G. D. A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*, 1998, Vol. 13, No. 1: 57-76. ISSN 0883-9026.
- ZEMKE, I. *Die Unternehmensverfassung von beteiligungskapital-Gesellschaften: Analyse des institutionellen Design deutscher Venture Capital Gesellschaften*. Wiesbaden: DUV, 1995. ISBN 80-87863-748-5.

- ZINECKER, M. Vliv finanční a ekonomické krize na úroveň private equity a venture kapitálových investic v Evropě. *Acta Universita Bohemimeridional Budovicensis Facultas Agriculturae*, 2010, Vol. 13, č. 3- 4: 22-33. ISSN 1212- 0731.
- ZINECKER, M. *Základy financí podniku*. Brno: CERM, 2008. 193 s. ISBN 978 -80-214-3704-3.
- ZINECKER, M., RAJCHLOVÁ, J. Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje. *Acta academica karviniensia*, 2010, 2: 30–42. ISSN 1212-415X.
- ZINECKER, M., RAJCHLOVÁ, J. Private equity and venture capitalists investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2010, *LVIII* (6/2010): 26-38. ISSN 1211- 8516.

## Seznam použitých zkratek

BVCA	British Private Equity and Venture Capital Association
CVCA	Czech Private Equity and Venture Capital Association
DD	Due Diligence
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
HDP	hrubý domácí produkt
IRR	Internal Rate of Return
LBO	Leveraged Buyout
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
NVCA	National Private Equity and Venture Capital Association
PE	Private Equity
PE/VC	Private Equity and Venture Capital
ROI	Return on Investment
VC	Venture Capital

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Harmonogram kroků zpracování disertační práce .....	3
Tabulka 2: Rozdíl mezi kvalitativním a kvantitativním výzkumem .....	8
Tabulka 3: Velikost ročních investice dle fází vývoje subjektů v ČR (v mil Eur) .....	47
Tabulka 4: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných zemích CEE (v %).....	49
Tabulka 5: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných evropských zemích (v %) .....	50
Tabulka 6: Hodnotící škála .....	56
Tabulka 7: Průměrná míra významnosti kritérií, směrodatná odchylka a relativní četnost odpovědi naprosto nezbytné.....	58
Tabulka 8: Důvody zamítnutí projektů .....	63
Tabulka 9: Hodnocení vybraných zemí z hlediska průměru investic RK k HDP a podmínek pro financování RK ve vybraných letech .....	72
Tabulka 10: Progresivní zdanění v Polsku.....	80
Tabulka 11: Podmínky pro financování rizikovým kapitálem ve vybraných zemích.....	89
Tabulka 12: Oblasti a formy manažerské podpory tuzemským podnikům ze strany investorů rizikového kapitálu.....	98
Tabulka 13: Formy manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu tuzemským podnikům.....	101
Tabulka 14: Nejčastěji poskytované formy manažerských podpor - výsledky vybraných zahraničních studií.....	103
Tabulka 15: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi early stage.....	109
Tabulka 16: : Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi later stage.....	111
Tabulka 17: : Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi buyouts .....	112
Tabulka 18: Četnost poskytovaných aktivit v závislosti na vývojové fázi podniku .....	114
Tabulka 19: Oblasti forem podpory podniků financovaných rizikovým kapitálem v ČR Zdroj: vlastní zpracování.....	124
Tabulka 20: Formy podpory podniků financovaných rizikovým kapitálem v ČR .....	127
Tabulka 21: Vyjádření představitelů podniků ke spolupráci s investorem .....	128
Tabulka 22: Formy odborné pomoci dle významu vybraných oblastí – komparace výzkumných výsledků.....	130

## Seznam grafů

Graf 1: Vývoj počtu podniků financovaných rizikovým kapitálem v ČR .....	46
Graf 2: Vývoj velikosti investic formou rizikového kapitálu v ČR (v mil. Eur) .....	47
Graf 3: Vývoj počtu desinvestic v ČR .....	48
Graf 4: Dosažená výše finančních prostředků v případě exitů (v mil eur) .....	48
Graf 5: Obory investování společností investujících rizikový kapitál v ČR.....	57
Graf 6: Průměrná míra významnosti kritérií v jednotlivých fázích .....	60

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Vztahy na trhu rizikového kapitálu .....	19
Obrázek 2: Investiční proces .....	20
Obrázek 3: Proces rozhodování.....	27

## **Seznam příloh**

Příloha 1 – Dotazník k výzkumu investičních kritérií pro rozhodování realizace investic ze strany investorů rizikového kapitálu v podmínkách České republiky

Příloha 2 – Dotazník výzkumu oblastí a forem manažerské podpory ze strany investorů podnikům

Příloha 3 – Dotazník výzkumu využívání forem podpory ze strany podniků v podmínkách ČR

Seznam publikační činnosti



# **Příloha 1 – Dotazník k výzkumu investičních kritérií pro rozhodování realizace investic ze strany investorů rizikového kapitálu v podmínkách České republiky**

Brno, únor 2010

Vážená paní, vážený pane,

jménem výzkumného týmu Fakulty podnikatelské Vysokého učení technického v Brně pod vedením doc. Ing. Marka Zineckera, Ph.D. si Vás dovoluujeme požádat o **participaci na řešení výzkumného projektu** s názvem „**Kritéria pro rozhodování o realizaci investic ze strany fondů rizikového kapitálu v ČR**“. Jak je patrné z názvu projektu, **cílem výzkumu** je identifikovat kritéria, která ovlivňují rozhodovací proces o realizaci investice na straně ziskově orientovaných fondů rizikového kapitálu působících v ČR. Vzhledem k absenci výzkumných výsledků v této oblasti v ČR tak dojde k zaplnění tohoto bílého místa. Publikováním empirických dat bude potenciálním zájemcům vyslán významný signál o aktuálních hodnotících kritériích a jejich váze, což přispěje propagaci fenoménu rizikového kapitálu v České republice. Z tohoto důvodu převzala **záštitu** nad realizací projektu **Česká asociace rizikového kapitálu (CVCA)**.

Výchozím nástrojem výzkumu je **dotazník**, jehož koncept se opírá o obdobné výzkumné projekty realizované v minulosti v zahraničí.<sup>30</sup> **Dovolujeme si Vás tímto požádat o vyplnění přiloženého dotazníku**. Respondenty empirického výzkumu jsou zástupci řádných členů CVCA v pozici investičních analytiků. Dotazník se skládá z šesti bloků otázek a jeho zpracování by nemělo zabrat více než 15 minut Vašeho času.

Zavazujeme se, že **data** získaná v rámci řešení výzkumného projektu ve Vaší společnosti **budou zpracována anonymně a využita výhradně za účelem naplnění výzkumných cílů. Žádný jiný způsob využití dat nepřichází v úvahu.**

**Vyplněný dotazník prosím zašlete buď poštou nebo elektronicky (v oskenované podobě) co nejdříve na následující adresu:**

doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Vysoké učení technické v Brně

Fakulta podnikatelská

Kolejní 2906/4

612 00 Brno

E-Mail: [zinecker@fbm.vutbr.cz](mailto:zinecker@fbm.vutbr.cz)

Telefon: +420 541 143 705

**S výsledky výzkumu** Vás seznámíme prostřednictvím článků v relevantních vědeckých a odborných časopisech v průběhu roku 2010. Za Vaši účast při řešení výzkumného projektu Vám předem děkujeme.

Za řešitelský tým

doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Ing. Jaroslava Rajchlová, BA

---

<sup>30</sup> Jedná se o studie autorů EISELE/HABERMANN/OESTERLE (2002), SCHRÖDER (1992), LAUB (1989), MACMILLAN/SIEGEL/NARASIMHA (1985), TYEBJEE/BRUNO (1984).

# DOTAZNÍK

## „Kritéria pro rozhodování o realizaci investic ze strany fondů rizikového kapitálu v ČR“

### Instrukce pro vyplnění dotazníku:

Cílem empirického výzkumu je identifikovat kritéria, která ovlivňují rozhodovací proces o realizaci investice ve Vaší společnosti a porovnat Vaše odpovědi se stávajícími teoretickými přístupy a výsledky obdobných výzkumů realizovaných v zahraničí.<sup>31</sup> Za tímto účelem Vás žádáme o spolupráci při vyplnění tohoto dotazníku. Ten obsahuje šest bloků hodnotících kritérií, které mohou být brány v úvahu při posuzování podnikatelských plánů a ovlivňovat tak Vaše rozhodnutí investici realizovat či nerealizovat. Míru významnosti jednotlivých kritérií vyjádřete **kvalitativním hodnocením** a to tak, že v níže uvedené tabulce **zakroužkujete příslušný stupeň na čtyřstupňové ordinální škále**:

Míra významu kritéria (číselně)	Míra významu kritéria (verbálně)	Charakteristika
0	zcela nevýznamné	Kritérium nemá žádný vliv na rozhodování investora o kapitálovém vstupu do podniku.
1	méně významné	Kritérium zvyšuje pravděpodobnost, že rozhodnutí investora o kapitálovém vstupu do podniku bude kladné.
2	velmi významné	Kritérium, jehož splnění podporuje kladné rozhodnutí investora o kapitálovém vstupu, pakliže však jiná kritéria nekompensují jeho nesplnění.
3	naprosto nezbytné/neopomenutelné	Kritérium, které musí být bezpodmínečně splněno, aby rozhodnutí investora o kapitálovém vstupu bylo kladné.

Tabulka 1 – Hodnotící škála (Eisele/Habermann/Oesterle, 2002)

Předmětem výzkumu je zároveň i otázka, jaká je míra významnosti hodnotících kritérií v závislosti na vývojové fázi podnikatelského subjektu, který se má stát objektem investování. **Míru významnosti hodnotících kritérií proto vyznačte rovněž s ohledem na fázi vývoje, ve které se objekt investování nachází.** Definice jednotlivých vývojových fází je následující:

<sup>31</sup> EISELE/HABERMANN/OESTERLE (2002), SCHRÖDER (1992), LAUB (1989), MACMILLAN/SIEGEL/NARASIMHA (1985), TYEBJEE/BRUNO (1984).

Fáze vývoje objektu investování (podniku)	Charakteristika vývojové fáze
<i>Early Stage (Seed, Start-up)</i>	Předmětem financování jsou projekty výzkumu a vývoje, které mají vyústit ve zpracování podnikatelského plánu, založení podniku, zahájení výroby a uvedení produktu na trh. Rozhodujícím determinantem úspěchu jsou podnikatelská myšlenka zakladatele, zpravidla tedy jeho technické <i>know-how</i> , a kvalita manažerského týmu. Rizikovost takové investice je velmi vysoká.
<i>Later Stage Venture</i>	Financování se dotýká již existujících podnikatelských subjektů. Podnikatelské aktivity se koncentrují především na rozšíření výroby a odbytu. Vedle snižujícího se technického vývojového rizika vedou narůstající tržní úspěchy k redukci nejistoty ve vztahu k akceptaci výrobku trhem. Podnik zpravidla vstupuje do zóny zisku a vytváří interní zdroje financování. K financování růstu slouží zdroje poskytované ze strany fondů rizikového kapitálu, pro konvenční poskytovatele cizího kapitálu je naproti tomu podnik příliš rizikový. Rizikovost investice je však nižší než v předchozí fázi.
<i>Buyouts (Growth, Rescue/Turnaround, Replacement capital, Buyouts)</i>	<p><i>Buy-Outs</i> jsou součástí transakcí typu <i>Private Equity</i> a označují určitou formu odkupu podniku. Investor zpravidla koupí majoritní podíl na základním kapitálu podniku nekotovaného na organizovaném kapitálovém trhu, který po určité době opětovně se ziskem odprodává. Podnik tak získá kapitál a <i>know-how</i> pro svůj další rozvoj.</p> <p><i>Growth</i> představuje investici do relativně zralé společnosti, která kapitál použije za účelem expanze, restrukturalizace své činnosti, vstupu na nové trhy nebo financování akvizic. V případě <i>Bridge Financing</i> je cílem investice posílení kvóty vlastního kapitálu podniku a jeho příprava na realizaci <i>IPO</i>. <i>Rescue/Turnaround</i> kapitál je poskytován existujícím podnikům, které se dostaly do problémů s odbytem, aby obnovily svoji prosperitu. <i>Replacement</i> kapitál je použit za účelem odkupu podílů v existujících podnicích, případně za účelem refinancování bankovních úvěrů s cílem snížit zadluženost. <i>Buyouts</i> umožňují stávajícímu managementu podniku a investorům odkoupit existující výrobovou řadu nebo celý podnik (<i>Management Buy-Out</i>) anebo tento odkup umožňují managementu mimo podnik (<i>Management Buy-In</i>). <i>Buyouts</i> zahrnují mj. rovněž transakce typu <i>Public to Private</i> (financování odkupu akcií v kontextu jejich stažení z veřejného obchodování) a <i>Leveraged Buyout</i> (odkup podniku, přičemž zdrojem financování odkupu je cizí kapitál.</p>

Tabulka 2 – Fáze vývoje objektu investování (vlastní zpracování na základě lit. Eisele/Habermann/Oesterle, 2002; EVCA)

## DOTAZNÍK

Na čtyřstupňové ordinální škále **vyjádřete míru významnosti** následujících **kritérií** pro rozhodování realizovat/nerealizovat investici v závislosti na vývojové fázi podnikatelského subjektu (*Early Stage, Expansion Stage, Late Stage*).

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování											
		<i>Early Stage</i>				<i>Later Stage Venture</i>				<i>Buyouts</i>			
<b>I</b>	<b>Osobnost manažera/managementu</b>												
1.	schopnost přesvědčivým způsobem reprezentovat podnikatelskou myšlenku	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
2.	na straně managementu lze identifikovat extrémní výkonnost a odolnost	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
3.	management dokáže rozpoznat rizika, správně je vyhodnotit a odpovídajícím způsobem na ně reagovat	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
4.	management dokáže vystihnout problémy, definovat cíle a přidělit úkoly	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
5.	management dokáže strhnout spolupracovníky ve věci společné vize	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
6.	management je ve své práci svědomitý a nezanedbává detaily	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
7.	management usiluje o nezávislost	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování											
		<i>Early Stage</i>				<i>Later Stage Venture</i>				<i>Buyouts</i>			
<b>II</b>	<b>Zkušenosti manažera/managementu</b>												
8.	management je co nejpřesněji seznámen s cílovým trhem	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
9.	management je kompetentní v oblasti výzkumu a vývoje a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
10.	management je kompetentní v oblasti výroby a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
11.	management je kompetentní v oblasti vedení a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
12.	management má vysokoškolské vzdělání nebo praxi v oboru podnikání	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
13.	management je kompetentní v oblasti marketingu a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
14.	management je kompetentní v oblasti finančního řízení a disponuje v tomto směru potřebnými zkušenostmi	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování											
		<i>Early Stage</i>				<i>Later Stage Venture</i>				<i>Buyouts</i>			
<b>III</b>	<b>Ostatní kritéria pro hodnocení manažera/managementu</b>												
15.	podíl managementu na základním kapitálu podniku	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
16.	vyvážené složení manažerského týmu, schopnosti a zkušenosti jednotlivých členů se vzájemně doplňují	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
17.	reference o dosavadní činnosti managementu	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování											
		<i>Early Stage</i>				<i>Later Stage Venture</i>				<i>Buyouts</i>			
<b>IV</b>	<b>Charakteristika produktu</b>												
18.	užitek produktu pro zákazníka je jednoznačně rozpoznatelný	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
19.	produkt představuje jednoznačné zlepšení v porovnání s dosavadní nabídkou	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
20.	produkt disponuje vysokým stupněm inovace	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
21.	produkt spadá do kategorie „ <i>High Tech</i> “	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
22.	produkt, resp. způsob jeho zhotovení, je předmětem ochrany (patent, licence)	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
23.	vývojová fáze produktu je uzavřená (existuje funkční prototyp)	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
24.	produkt je prokazatelně ze strany trhu akceptován	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
25.	produkt disponuje potenciálem k tvorbě výrobní řady	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování											
		<i>Early Stage</i>				<i>Later Stage Venture</i>				<i>Buyouts</i>			
<b>V</b>	<b>Charakteristika relevantního trhu</b>												
26.	trh se vyznačuje vysokou mírou růstu	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
27.	trh se v prvních třech letech vyznačuje nízkou intenzitou konkurence	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
28.	existují distribuční kanály	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
29.	podnikání otevírá možnost vstupu na mezinárodní trhy	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
30.	podnikání otevírá možnost vstupu na zcela nové trhy	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování											
		<i>Early Stage</i>				<i>Later Stage Venture</i>				<i>Buyouts</i>			
<b>VI</b>	<b>Finanční kritéria</b>												
31.	možnost vysoké míry zhodnocení investovaného kapitálu/spoluvlastnického podílu	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
32.	možnost rychlého a bezproblémového prodeje spoluvlastnického podílu	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
33.	potenciál průběžného odčerpávání podílů na zisku vyplývající ze spoluvlastnického podílu	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3
34.	požadovaná roční výnosnost individuální investice/ROI (údaj uveďte v %)												
35.	požadovaná úroveň vnitřní úrokové míry individuální investice/IRR (údaj uveďte v %)												
35.	očekávaná roční výnosnost investičního portfolia (údaj uveďte v %)												
36.	maximální doba trvání projektu (údaj uveďte v letech)												

## IDENTIFIKAČNÍ ÚDAJE O SUBJETKU INVESTORA

1. Rok zahájení činnosti na území ČR .....

2. Domicil subjektu investora .....

<input type="radio"/>	USA	<input type="radio"/>	Nizozemí
<input type="radio"/>	Velká Británie	<input type="radio"/>	Asie/Austrálie
<input type="radio"/>	Francie	<input type="radio"/>	Kanada
<input type="radio"/>	Švýcarsko	<input type="radio"/>	Česká republika
<input type="radio"/>	Německo	<input type="radio"/>	jiná země

3. *Teritoria realizovaných investic*

<input type="radio"/>	výlučně ČR,	<input type="radio"/>	celosvětová.
<input type="radio"/>	celá oblast zemí střední a východní Evropy ( <i>Central and Eastern Europe/CEE</i> ),		

4. *Obory podnikání, v nichž subjekt investora v převážné míře realizuje své investice*

<input type="radio"/>	Agriculture	<input type="radio"/>	Construction
<input type="radio"/>	Business and industrial products	<input type="radio"/>	Consumer goods and retail
<input type="radio"/>	Business and industrial services	<input type="radio"/>	Consumer services
<input type="radio"/>	Chemicals and materials	<input type="radio"/>	Energy and environment
<input type="radio"/>	Communications	<input type="radio"/>	Financial services
<input type="radio"/>	Computer and consumer electronics	<input type="radio"/>	Life sciences
<input type="radio"/>	Real estate	<input type="radio"/>	Others
<input type="radio"/>	Transportation		



**5. Procentní zastoupení typu investic v investičním portfoliu subjektu investora**

		Podíl investic ve vývojové fázi na celkovém portfoliu (v %)
<input type="radio"/>	Early Stage,	
<input type="radio"/>	Later Stage Venture,	
<input type="radio"/>	Buyouts.	
<b>Investice celkem</b>		<b>100 %</b>

**6. Uved'te, prosím, metody, které používáte při hodnocení efektivnosti předkládaných podnikatelských záměrů.**

.....

.....

.....

**7. Jaké jsou nejčastější důvody zamítnutí účasti na předkládaných podnikatelských záměrech?.**

.....

.....

.....

## Příloha 2 – Dotazník výzkumu oblastí a forem manažerské podpory ze strany investorů podnikům

### NEFINANČNÍ PŘIDANÁ HODNOTA FINANCOVÁNÍ VENTURE KAPITÁLEM A PRIVATE EQUITY PRO PODNIKY V PODMÍNKÁCH ČESKÉ REPUBLIKY (Financování PE/VC jako nefinanční přidaná hodnota podnikům)

[pokračovat na dotazník >>](#)

**Primárním cílem** výzkumného úkolu bude zjistit, zda financování PE/VC přináší podnikům tzv. value added v podmínkách České republiky.

**Východiskem** pro stanovení primárního cíle byla na základě rešerší zahraničních výzkumů nejednoznačná odpověď na otázku, zda financování PE/VC poskytuje podnikům nefinanční value added. Studie, které zkoumaly existenci nefinanční přidané hodnoty investorů (financování PE/VC) pro podniky, se výrazně liší svými závěry. V jednom případě, autor Frederiksen popírá pozdějšími výsledky výzkumy výsledky vlastních dřívějších výzkumů.

Studie prokazující pozitivní vliv a existenci přidané hodnoty na podnik: Brophy (1988), Rosenstein et al (1989,1993), Frederiksen et al (1990), Sapienza (1992), Frederiksen (1992), Jain and Kini (1995), EVCA (1996), Frederiksen (1997), Brav and Gompers (1997), Wipler (1988), Schefczyk and Gerpott (1988), Lerner (1999), Engel and Keilbach (2002), Engel (2002), EVCA (2002), Engel (2003), AVCO (2004, 2006), aj.

Studie neprokazující, avšak ani nevylučující přidanou hodnotu: Manigart and Hyfte (1998)

Studie neprokazující existenci přidané hodnoty financování PE/VC pro podniky: Cherin and Hergert 1988), Macmillan et al. (1988), Frederiksen (1991), Barney et al (1996), Deakins et al (1996), Burgel et al (2000), Wang et al (2002), Botazzi da Rin (2002), Busenitz et al (2004)

**Cílem výzkumu** je tak zjistit takové aktivity investorů, jenž reagují na potřeby podniků a tím ovlivňující průběh procesu financování PE/VC v podniku. Aktivity investorů budou zkoumány ve dvou rovinách:

- a. Zda investoři PE/VC poskytují podnikům přidanou hodnotu, které aktivity vykazují investoři v podmínkách českých podniků nejčastěji a které oblasti aktivit jsou investory poskytovány nejčastěji. stejně tak budou dotázáni investoři na jimi nabízené činnosti, které podniky využívají.
- b. zda je výskyt oblastí zjištěných aktivit - potřeb podniku - ovlivněn vývojovou fází podniku, zda jsou aktivity investorů ovlivněny vývojovou fází podniku

Realizace výzkumného cíle vyžaduje formu **dotazníkového šetření**. Respondenty budou představitelé podniků, jež byly financovány PE/VC v České republice. Respondentům bude předložen dotazník s vymezenými 32 aktivitami, které může poskytovat investor PE/VC. Respondent označí ty aktivity, které byly investorem poskytovány a

označí vývojovou fázi podniku. Možností bude vlastní uvedení poskytované aktivity investorem, než které jsou předepsány. Výsledkem bude zjištění, zda a jaké aktivity byly ze strany investorů nejčastěji s ohledem na vývojovou fázi podniku realizovány.

Dotazníkem budou osloveni investoři PE/VC, kdy bude také žádáno označení aktivit, které byly podnikem v závislosti na jeho vývojové fázi využity.

**Kontakt:**

Jaroslava Rajchlová  
Vysoké učení technické v Brně  
Fakulta podnikatelská  
Kolejní 2906/4  
612 00 Brno

tel.: 606 852 337

[rajchlova@fbm.vutbr.cz](mailto:rajchlova@fbm.vutbr.cz)

[pokračovat na dotazník >>](#)

## NEFINANČNÍ PŘIDANÁ HODNOTA FINANCOVÁNÍ VENTURE KAPITÁLEM A PRIVATE EQUITY PRO PODNIKY V PODMÍNKÁCH ČESKÉ REPUBLIKY (Financování PE/VC jako nefinanční přidaná hodnota podnikům)

Prosíme, označte tu aktivitu, kterou jste poskytovali podniku v období Vašeho působení v něm. Označte zároveň závislost na poskytované aktivitě a fázi financování podniku.

Pokud ani jedna z níže uvedených možností není správná, prosíme, napište Vámi poskytovanou aktivitu v rámci podniku.

Děkujeme za váš čas. O výsledku výzkumu Vás budeme rádi v podobě publikovaného článku informovat.

obchodní firma:

e-mail:

*Zadejte e-mail, pokud chcete být informováni o výsledku výzkumu.*

		early stage	later stage	Buyouts
spolupráce na stanovení obchodní strategie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
podpora při vytvoření organizační struktury	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
podpora při definování podnikových procesů	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
dohled (zpětná vazby) nad operativními obchody	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
poradenství při plánování internacionalizace	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
poradenství při expanzi podniku	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
podíl na vývoji produktu /služby	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. plánů	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
dohled nad finančním vývojem	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
podpora alternativního získání vlastního kapitálu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
podpora při získání cizího kapitálu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
podpora při získání dotací (grantů, podpor)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
pomoc s výběrem členů managementu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
spoluúčast na vyjednání obsahu pracovních smluv	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
aktivní pomoc při řešení zlepšení motivace personálu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
aktivní pomoc při získání zákazníků	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
aktivní pomoc při získání referenčních zákazníků	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
aktivní pomoc při získání obchodních partnerů	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
kontakt na podniky v rámci portfolia investorů	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
kontakt s vedoucími provozů a vedoucími vědy a výzkumu u partnerů	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
kontakt s investičními bankami	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
kontakt s tiskem	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
kontakt s advokáty/poradci	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
funkce důvěrníka	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
funkce kouče	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

prostor pro Vaše sdělení:

Odeslat

## **Příloha 3 – Dotazník výzkumu využívání forem podpory ze strany podniků v podmínkách ČR**

### **NEFINANČNÍ PŘIDANÁ HODNOTA FINANCOVÁNÍ VENTURE KAPITÁLEM A PRIVATE EQUITY PRO PODNIKY V PODMÍNKÁCH ČESKÉ REPUBLIKY (Financování PE/VC jako nefinanční přidaná hodnota podnikům)**

[pokračovat na dotazník >>](#)

**Primárním cílem** výzkumného úkolu bude zjistit, zda financování PE/VC přináší podnikům tzv. value added v podmínkách České republiky.

**Východiskem** pro stanovení primárního cíle byla na základě rešerší zahraničních výzkumů nejednoznačná odpověď na otázku, zda financování PE/VC poskytuje podnikům nefinanční value added. Studie, které zkoumaly existenci nefinanční přidané hodnoty investorů (financování PE/VC) pro podniky, se výrazně liší svými závěry. V jednom případě, autor Frederiksen popírá pozdějšími výsledky výzkumy výsledky vlastních dřívějších výzkumů.

Studie prokazující pozitivní vliv a existenci přidané hodnoty na podnik: Brophy (1988), Rosenstein et al (1989,1993), Frederiksen et al (1990), Sapienza (1992), Frederiksen (1992), Jain and Kini (1995), EVCA (1996), Frederiksen (1997), Brav and Gompers (1997), Wipler (1988), Schefczyk and Gerpott (1988), Lerner (1999), Engel and Keilbach (2002), Engel (2002), EVCA (2002), Engel (2003), AVCO (2004, 2006), aj.

Studie neprokazující, avšak ani nevylučující přidanou hodnotu: Manigart and Hyfte (1998)

Studie neprokazující existenci přidané hodnoty financování PE/VC pro podniky: Cherin and Hergert 1988), Macmillan et al. (1988), Frederiksen (1991), Barney et al (1996), Deakins et al (1996), Burgel et al (2000), Wang et al (2002), Botazzi da Rin (2002), Busenitz et al (2004)

**Cílem výzkumu** je tak zjistit takové aktivity investorů, jenž reagují na potřeby podniků a tím ovlivňující průběh procesu financování PE/VC v podniku. Aktivity investorů budou zkoumány ve dvou rovinách:

- a. Zda investoři PE/VC poskytují podnikům přidanou hodnotu, které aktivity vykazují investoři v podmínkách českých podniků nejčastěji a které oblasti aktivit jsou investory poskytovány nejčastěji. stejně tak budou dotázáni investoři na jimi nabízené činnosti, které podniky využívají.
- b. zda je výskyt oblastí zjištěných aktivit - potřeb podniku - ovlivněn vývojovou fází podniku, zda jsou aktivity investorů ovlivněny vývojovou fází podniku

Realizace výzkumného cíle vyžaduje formu **dotazníkového šetření**. Respondenty budou představitelé podniků, jež byly financovány PE/VC v České republice. Respondentům bude předložen dotazník s vymezenými 32 aktivitami, které může poskytovat investor PE/VC. Respondent označí ty aktivity, které byly investorem poskytovány a označí vývojovou fázi podniku. Možností bude vlastní uvedení poskytované aktivity investorem, než které jsou předepsány. Výsledkem bude zjištění, zda a jaké aktivity byly ze strany investorů nejčastěji s ohledem na vývojovou fázi podniku realizovány.

Dotazníkem budou osloveni investoři PE/VC, kdy bude také žádáno označení aktivit, které byly podnikem v závislosti na jeho vývojové fázi využity.

**Kontakt:**

Jaroslava Rajchlová  
Vysoké učení technické v Brně  
Fakulta podnikatelská  
Kolejní 2906/4  
612 00 Brno

tel.: 606 852 337

[rajchlova@fbm.vutbr.cz](mailto:rajchlova@fbm.vutbr.cz)

[pokračovat na dotazník >>](#)

# NEFINANČNÍ PŘIDANÁ HODNOTA FINANCOVÁNÍ VENTURE KAPITÁLEM A PRIVATE EQUITY PRO PODNIKY V PODMÍNKÁCH ČESKÉ REPUBLIKY

## (Financování PE/VC jako nefinanční přidaná hodnota podnikům)

Prosíme, označte tu aktivitu, která byla ze strany investora private equity a venture kapitálu poskytována v průběhu jeho působení ve vašem podniku.

Pokud ani jedna z níže uvedených možností není správná, prosíme, napište Vámi spatřovaný přínos investora podniku. Máte-li opačný názor, popište prosím i negativní zkušenost s investorem.

Děkujeme za váš čas. O výsledku výzkumu Vás budeme rádi v podobě publikovaného článku informovat.

obchodní firma:

e-mail:

*Zadejte e-mail, pokud chcete být informováni o výsledku výzkumu.*

způsob financování PE/VC:

- spolupráce na stanovení obchodní strategie
- podpora při vytvoření organizační struktury
- podpora při definování podnikových procesů
- dohled (zpětná vazby) nad operativními obchody
- poradenství při plánování internacionalizace
- poradenství při expanzi podniku
- podíl na vývoji produktu /služby
- poradenství/podílnictví při stanovení marketingové či výrobní strategie
- pomoc při sestavování rozpočtů/ fin. plánů
- dohled nad finančním vývojem
- podpora alternativního získání vlastního kapitálu
- podpora při získání cizího kapitálu
- podpora při získání dotací (grantů, podpor)
- styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)
- pomoc s výběrem spolupracovníků - všeobecně
- pomoc s výběrem členů managementu
- pomoc s výběrem klíčových osob z technické oblasti
- spoluúčast na vyjednání obsahu pracovních smluv



- aktivní pomoc při řešení zlepšení motivace personálu
- aktivní pomoc při získání zákazníků
- aktivní pomoc při získání referenčních zákazníků
- aktivní pomoc při získání obchodních partnerů
- poradenství při výběru dodavatelů a vybavení
- pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu
- kontakt na podniky v rámci portfolia investorů
- kontakt s vedoucími provozů a vedoucími vědy a výzkumu u partnerů
- kontakt s investičními bankami
- kontakt s tiskem
- kontakt s advokáty/poradci
- funkce důvěrníka
- funkce kouče

prostor pro Vaše sdělení:

Odeslat

## Seznam publikační činnosti

ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. Význam private equity v ČR v kontextu evropského vývoje. *Acta academica karviniensia*, 2010, roč. 2010, č. 2, s. 30-42. ISSN: 1212- 415X.

RAJCHLOVÁ, J. Rozhodovací proces při financování rozvoje podniků venture kapitálem a private equity. In *International workshop for PhD student*. Brno: VUT FP, 2010. s. 15-21. ISBN: 978-80-214-4194- 1.

ZINECKER, M.; RAJCHLOVÁ, J. Private Equity and Venture Capitalists Investment Criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2010, vol. LVIII, no. 6/ 2010, p. 26-38. ISSN: 1211- 8516.

RAJCHLOVÁ, J.; BARANYKOVÁ, M.; POLÁK, M.; BROŽ, Z. Proposing Changes in Legislative and Institutional Conditions for Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic – A Comparative Study with Poland. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2011, vol. LIX, no. 7, p. 317-324. ISSN: 1211- 8516.

RAJCHLOVÁ, J.; BARANYKOVÁ, M.; POLÁK, M.; BROŽ, Z. Podmínky pro využití financování podniků formou private equity a venture kapitálu v České republice a vybraných evropských zemích – identifikace bariér, možnosti řešení. *Trendy ekonomiky a managementu*, 2011, roč. V, č. 9, s. 25-37. ISSN 1802- 8527.

RAJCHLOVÁ, J.; BROŽ, Z. Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic. In *Modern Problems Economy, Business and Management: Theory and Practice*. Iževsk: Iževský technický institut, 2011. p. 77-81. ISBN: 978-5-7526-0520- 8.

RAJCHLOVÁ, J.; BARANYKOVÁ, M. Legislativní a institucionální bariéry rozvoje financování private equity a venture kapitálem v České republice – návrhy změn. In *Mezinárodní workshop doktorandských prací*. Brno: VUT FP, 2011. s. 90-97. ISBN: 978-80-214-4348- 8.

RAJCHLOVÁ, J. Financing the growth by means of Private Equity and Venture Capital. In *International Scientifics Ph.D. and Post Docs Conference*. Brno: VUT FP, 2011. p. 20-26. ISBN: 978-80-214-4257- 3.

RAJCHLOVÁ, J.; BROŽ, Z.; BARANYKOVÁ, M.; POLÁK, M. Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic and Other European Countries – Development, Opportunities and Limitations. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2011, vol. LIX, no. 7, p. 307-316. ISSN: 1211- 8516.

RAJCHLOVÁ, J.; ZINECKER, M.; BROŽ, Z. Due Diligence Process in the Context of Private Equity and Venture Capital Financing in the Czech Republic. *Econ...* Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, 2012, vol. 2012, no. 1, p. 15-23. ISSN: 1803- 3865.



