

RIZIKOVÝ KAPITÁL – MOŽNOST FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ

VENTURE CAPITAL – POSSIBILITY OF FINANCING OF COMPANIES

Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D

Brno 2016

Recenzenti: prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.
prof. Ing. Jaroslav Homolka, CSc.

© Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D., 2016

© Mendelova Univerzita v Brně, 2016

ISBN 978-80-7509-390-5

RIZIKOVÝ KAPITÁL – MOŽNOST FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ

VENTURE CAPITAL – POSSIBILITY OF FINANCING OF COMPANIES

Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D

Monografie byla zpracována v rámci výzkumného záměru „**Výzkum konsolidujících subjektů v podmínkách ČR**“ Interní grantové agentury Mendelovy univerzity v Brně s registračním číslem 14/2015.

Obsah	5
Abstrakt	7
Abstract	8
1. Předmět a cíl monografie, data a metodika zkoumání	9
2. Rizikový kapitál v teorii	10
2.1 Pojem rizikový kapitál.....	11
2.2 Soudobý stav vědeckých poznatků v oblasti financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem	14
2.2.1 Manažerská podpora v kontextu financování rizikovým kapitálem	14
2.2.2 Dopady financování rizikovým kapitálem na rozvoj podniků.....	20
3. Financování rizikovým kapitálem v České republice a v kontextu zemí Evropské unie	25
3.1 Míra financování rizikovým kapitálem v České republice	25
3.2 Posouzení situace na trhu rizikovým kapitálem v České republice v komparaci s vybranými evropskými zeměmi	32
3.2.1 Stanovení charakteristických znaků pro shlukovou analýzu.....	32
3.2.2 Komparativní studie České republiky, Nizozemí a Maďarska	36
4. Rizikový kapitál – pozice a příležitost investora	52
4.1 Princip financování rizikovým kapitálem	52
4.2 Manažerská podpora investorů rizikového kapitálu.....	54
4.3 Ovlivnění transferu manažerské podpory investorů rizikového kapitálu vývojovou fází podniku	63
4.4 Zhodnocení investičních přístupů manažerských společností v podnicích	75
4.5 Seed fond jako prostředek hospodářského růstu	85
4.6 Zhodnocení pozice a příležitostí investora	88
5. Rizikový kapitál jako volba podnikatele	90
5.1 Proces financování rizikovým kapitálem	90
5.2 Due Diligence.....	92
5.3 Vymezení podmínek investorů pro vstup do podniku.....	97
5.4 Využívání manažerského know-how v podnicích.....	109

5.5 Posuzování vývoje počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti v českých podnicích s účastí rizikového kapitálu	115
5.5.1 Vývoj počtu zaměstnanců v českých podnicích s účastí rizikového kapitálu.....	117
5.5.2 Vývoj výkonnosti zaměstnanců v podnicích financovaných rizikovým kapitálem	120
5.5.3 Četnosti růstu počtu zaměstnanci a jejich výkonnosti v českých podnicích financovaných rizikovým kapitálem.....	124
5.5.4 Vývoj počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti dle velikosti podniku	128
5.6 Posuzování ekonomického vývoje českých podniků financovaných rizikovým kapitálem.....	135
5.7 Zhodnocení angažovanosti rizikového kapitálu v podniku ze strany podnikatele	142
Přínosy výsledků realizovaných výzkumů	145
Závěrečné shrnutí	146
Final Conclusion	148
Seznam tabulek	150
Seznam grafů	152
Seznam obrázků	152
Seznam literatury	153
Přílohy	162

ABSTRAKT

Východiskem pro zaměření této monografie se staly výsledky dosavadního výzkumu autorky v oblasti financování podniků rizikovým kapitálem, které byly zaměřeny jak na subjekty poskytující tento alternativní zdroj kapitálu podniků, tak na podnikatelské subjekty využívající rizikový kapitál. Monografie vznikla nejen na základě disertační práce autorky obhájené v roce 2012 na VUT Fakultě podnikatelské¹, ale i série článků v odborných časopisech především tzv. recenzovaných časopisů dle hodnocení VaVai a odborných periodik mezinárodní databáze SCOPUS, stejně jako z příspěvků přednesených na tuzemských a mezinárodních konferencích. Text je výsledkem primárního a sekundárního výzkumu autorky.

Monografie je rozdělena dle logického členění na kapitoly uvádějící čtenáře do problematiky formou teoretického úvodu, jenž je především vystaven na rešerši relevantních vědeckých poznatků (kapitola 2), do problematiky současného stavu využívání tohoto zdroje financování v regionu České republiky a v kontextu zemí Evropské unie (kapitola 3).

Jako účelné se jevílo monografii dále strukturovat dle možných uživatelů, a to konkrétně z hlediska investorů rizikového kapitálu a z hlediska podnikatelských subjektů. Rizikový kapitál, jako příležitost investora, je představen v kapitole 4, kde je zmapován princip financování rizikovým kapitálem v České republice, formy nefinanční přidané hodnoty investorů směrem k podnikům. Na základě primárního výzkumu jsou zhodnoceny investiční přístupy investorů. Podrobně je zmíněn tzv. seed fond, který využívá prostředky jak veřejné, tak soukromé, k podpoře podnikatelům v České republice. Závěrem čtvrté kapitoly je ve stručnosti shrnuta pozice a příležitost investora rizikového kapitálu v podmínkách České republiky.

Z hlediska využívání rizikového kapitálu ze stran podniků je text uveden v kapitole 5. Prostřednictvím procesu financování rizikovým kapitálem se podnikatel seznámí s kroky, které vedou k uzavření smlouvy o investici. Je představena tzv. Due Diligence a kritéria hodnocení podnikatelských záměrů ze strany investorů.

Z podnikohospodářského hlediska je pro podnikatele důležitá znalost nefinančních a finančně kvantifikovatelných dopadů. Podnikateli vnímaná získaná nefinanční přidaná hodnota v podobě transferu know-how je uvedena v kapitole 5.4 a v následujících kapitolách pak kvantifikace možných dopadů na ekonomiku podniku. Jsou sledovány charakteristiky počet zaměstnanců, výkonnost zaměstnance (kapitola 5.5) a v kapitole 5.6 je pak uveden výzkum a jeho výsledky, včetně závěrů plynoucích ze sledování ekonomického vývoje podniků prostřednictvím ekonomických ukazatelů rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita aktiv, stálá aktiva v netto formě, tržby z podnikatelské činnosti podniku a výkonnost zaměstnance. Pátou kapitolu uzavírá zhodnocení poznatků získaných realizací výzkumů z oblasti financování podniků pro podnikatelské subjekty.

Publikace je věnována především podnikatelům hledajícím způsoby financování rozvoje svých podnikatelských aktivit, odborné veřejnosti a posluchačům vysokých škol ekonomického zaměření.

Klíčová slova: podnik, financování, rizikový kapitál, nefinanční přidaná hodnota, ekonomický vývoj.

1 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

ABSTRACT

Results of current research done by the author on venture capital financing, aiming both at the subjects providing this alternative source of capital and the business entities using such capital, are the cornerstone of this monograph. The monograph has been written not only on the basis of a dissertation thesis, defended in the Faculty of Business and Management, Brno University of Technology² in 2012, but also a series of articles published in the specialized journals, specifically in the so-called reviewed magazines per VaVal classification and the abstract and citation database of peer-reviewed literature SCOPUS, as well as conference papers presented in domestic and foreign conferences. The text summarizes primary and secondary research undertaken by the author.

The monograph is divided into logical units, introducing its readers to the issue through a theoretical preface, primarily based on relevant scientific literature bibliographic search (Chapter 2), current condition of the use of this source of funding in the Czech Republic and in the context of the European Union countries (Chapter 3).

Furthermore, the author has considered as useful to structure her monograph according to possible users, specifically from the point of venture capital investors and from the point of business entities. Venture capital, as the investor's opportunity, is presented in Chapter 4, tracking principle of the venture capital funding in the Czech Republic, forms of non-financial added value of investors towards companies. Investment approaches of investors have been assessed on the basis of primary research. So-called "seed fund", using both public and private funds to support entrepreneurs in the Czech Republic, is mentioned in detail. The conclusion of Chapter 4 briefly summarizes position and opportunities of the venture capital investor in the Czech Republic.

The text, contained in Chapter 5, describes the use of venture capital by companies. Through the process of venture capital funding the entrepreneur will introduce itself to the steps leading to the investment agreement conclusion. So-called due diligence and business plan evaluation criteria by venture capital investors are described.

Knowledge of non-financial and financial quantifiable impacts is important for entrepreneurs from the commercial point of view. Obtained non-financial added value, perceived by entrepreneurs, in the form of know-how transfer is described in Chapter 5.4; the following chapters quantify possible impacts on the economic activity of companies. Number of staff and employee performance (Chapter 5.5) are monitored; Chapter 5.6 characterizes research and its results, including conclusions based on monitoring of the economic development of companies through the economic indicators of Return on Equity, Return on Assets, net fixed assets, sales from business activity of the company and employee performance. Chapter 5 concludes with the evaluation of knowledge acquired by the research in the area of financing of companies for the business entities.

The publication is primarily dedicated to entrepreneurs searching for methods of financing of development of their business activities, specialists and students studying at universities with economic programs.

Key terms: company, financing, venture capital, non-financial added value, economic development.

2 RAJCHLOVÁ, J.: *Selected Aspects of Venture Capital Financing of the Companies in the Czech Republic*. Dissertation thesis. Brno: Brno University of Technology, Faculty of Business and Management, 2012. 158 pp.

1. PŘEDMĚT A CÍL MONOGRAFIE, DATA A METODIKA ZKOUMÁNÍ

Předmětem této monografie je rizikový kapitál, jako alternativní způsob financování podniků, v podmínkách České republiky.

Autorka si klade za **hlavní cíl** zhodnotit angažovanost rizikového kapitálu z hlediska podnikového hospodářství v podmínkách České republiky a formulaci relevantních závěrů s dopady jak pro oblast ekonomické teorie, tak pro oblast praktického využití výsledků zkoumání.

Pro dosažení hlavního cíle bylo nutno formulovat cíle dílčí.

Prvním dílčím cílem je zhodnocení rizikového kapitálu ze strany investorů tohoto druhu kapitálu, a to ve smyslu transferu know-how ze strany investorů směrem k podnikům a identifikace investičních strategií investorů rizikového kapitálu.

V souvislosti s transferem manažerské podpory je zaměřeno zkoumání ke zjištění, zda dochází k tomuto transferu ze strany investorů a ve kterých oblastech a formách je tak činěno. Dále je hodnoceno, zda má vývojová fáze podniku vliv na přenos manažerské podpory.³

V oblasti zhodnocení investičních přístupů ze strany manažerských společností byly stanoveny vybrané ekonomické charakteristiky pro podchycení systematických souvislostí vývoje podniků.⁴

Druhým dílčím cílem je zhodnocení rizikového kapitálu z pohledu vlastníků podniku, a to ve vymezení podmínek pro vstup investora⁵, v identifikaci využívání manažerské podpory v podnicích⁶ a v posouzení vybraných ekonomických charakteristik v podnicích s účastí rizikového kapitálu⁷.

Vzhledem k šíři výzkumného záběru byly využity, jako výzkumný vzorek, podnikatelské subjekty s angažovaností institucionalizovaného rizikového kapitálu se sídlem společnosti v regionu České republiky a investoři rizikového kapitálu působící v České republice, a to za období 1996 – 2012. Východiskem pro získání dat byla Česká asociace private equity a venture kapitálu (CVCA), Evropská asociace private equity a venture kapitálu (EVCA) a vlastní šetření mezi investory a podniky s účastí rizikového kapitálu. Detailněji je výzkumný soubor a výzkumný vzorek vždy vymezen při každém z dílčích výstupů dílčích výzkumů.

Jako metody zkoumání byly využity metody dokumentární analýzy, smíšeného výzkumu, explorativní studie, byly využity logické metody jako analýza, syntéza, indukce a dedukce. Kvantitativní a kvalitativní data byla zpracovávána prostřednictvím využití statistických metod. Podrobně jsou metody zkoumání popsány při každém z výstupů dílčích výzkumů.

3 Blíže viz kapitola 4.2

4 Blíže viz kapitola 4.3

5 Blíže viz kapitola 5.

6 Blíže viz kapitola 5.4

7 Blíže viz kapitola 5.5 a 5.6

2. RIZIKOVÝ KAPITÁL V TEORII

Malé a střední podniky jsou považovány za hybatele národního hospodářství a jsou důležitým prvkem dobře fungující tržní ekonomiky. Jejich rozvoj je tak, z pohledu ekonomické stability, základním cílem. Právě rozvoj podniku je ovlivňován těmito determinanty (Koráb, 2008): externí, interní, jehož složkou je finanční řízení podniku. Součástí složky finančního řízení podniku jsou především faktory typu – slabá místa ve finančním řízení, vysoké zadlužení podniku, problémy s financováním provozu a především nedostatek kapitálu. Financování podniků, dle např. Valacha (2001), Synka (2002) je realizováno prostřednictvím interních a externích – Zinecker (2008), 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 uvolněným kapitálu.

Synek (2002) 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 vymezen především dlouhodobými bankovními úvěry, podnikovými dluhopisy, leasingovými dluhy a jinými dlouhodobými závazky.

Wöhe (1995) a Zinecker (2008) doplňuje 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 rizikového kapitálu.

Zinecker (2008), Režňáková a Nývltová, (2007) a Valach, (2001) shodně vnímají rizikový kapitál jako takový kapitál, který je vkládán do základního kapitálu zpravidla veřejně neobchodovatelných podniků, určený na financování počáteční činnosti podniku a zejména 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 venture kapitálu.

Rizikový kapitál je vhodný zejména pro takové podniky, které disponují nehmotnými aktivy jako je například know-how. Financování rizikovým kapitálem tak umožňuje získat potřebné finanční prostředky bez záruk, které požadují běžní investoři či poskyvatelé úvěrů.

2.1 Pojem rizikový kapitál

Doposud byl autorkou užíván pojem rizikový *kapitál*. Je možné se však setkat s ekvivalenty v podobě termínů private equity, venture kapitál, rizikový a rozvojový kapitál.

Jednoznačná definice vážící se k pojmu rizikový kapitál, private equity a venture kapitál (označení i PE/VC, či rizikový a rozvojový kapitál) neexistuje. Můžeme se setkat s různými interpretacemi, i když samozřejmě logika využití výše uvedených pojmů 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 pojmu 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.*“

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 pojmů 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. Replacement 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 CVCA⁸ 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 institucionálním investorem. 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 Leverage Buyouts. 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 pojmu 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 pojem pro venture kapitál a odlišnostmi užití (viz výše uvedenými): jako problematické se mu jeví pojetí, kdy v rámci financování venture kapitálem je poskytována podpora managementu, jelikož, dle jeho názoru, je i při 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 monografie užívat **pojmu rizikový kapitál**, a tím se přiklonit k pojetí Schefczyka, Bouého a Pernsteiner. 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.⁹

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. 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.¹⁰

Investoři rizikového kapitálu jsou vysoce ziskově orientováni: investoři rizikového kapitálu jsou zaměřeni na podniky s růstovým potenciálem. Financování podniku rizikovým 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 ze strany investorů. Tato vlastnost je významnou a jedinečnou charakteristikou financování rizikovým kapitálem.

9 Autorka se ve svém tvrzení opírá o analýzu závěrů zahraničních studií, uvedených v kapitole 2.2.1 a 2.2.2, ze kterých vyplývá, že využití rizikového kapitálu ne vždy vede k rozvoji podniku, růstu podniku, eventuálně zvyšování hodnoty podniku.

10 Hodnota se opírá o závěry výzkumu autorů Zinecker, Rajchlová (2010)

2.2 Soudobý stav vědeckých poznatků v oblasti financování rozvoje podniků rizikovým kapitálem

Podkapitola představuje rešerši k tématu rizikový kapitál relevantních výzkumných záměrů. Pro přehlednost jsou tematicky výzkumné záměry rozděleny, a to na tzv. nefinanční případnou hodnotu v souvislosti s financováním rizikovým kapitálem a dopady investic typu rizikový kapitál na rozvoj podniku.

2.2.1 Manažerská podpora v kontextu financování rizikovým kapitálem

Pojmem nefinanční přidaná hodnota lze označit přidanou hodnotu (angl. 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 interpretace zde prezentovaných výzkumných úkolů 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 pojem nefinanční přidaná hodnota z důvodu možnosti záměny s účetním pojmem 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 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. 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.

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 poskytování 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 vyjednání 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.

Zahraněční 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), Manigart/ 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 rizikové-ho 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 dotazníkového šetření (písemnou a ústní formou) zjistil, že manažerské společnosti poskytují podnikatelům 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. Potvrdil, že podniky financované rizikovým kapitálem a podporované investory v podobě transferu know-how vykazovaly lepší kursovní vývoj.

Frederiksen et al. (1992) využil databázi vlastního výzkumu z roku 1991 a prostřednictvím regresní a klastrové analýze 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 obratu, 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 se 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 vyslovil 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 investor zvyšuje rozvoj podniku především v obchodní oblasti.

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 využívající 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, Hyfite (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 **neprokazující 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 financovaných 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 obrátu. Zde je nutno vytknout krátké období sledování, jelikož je možné, že v období dvou let se efekty neprojevily. 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 dotazníkového šetření 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, obrát, počet zaměstnanců, equity ratio¹¹.

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 dotazníkového šetření 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.

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 Tyklová (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

11 Podíl vlastního kapitálu na financování aktiv

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 nezkušeným zakladatelům podniků převzít kontrolní a poradenskou funkci

2.2.2 Dopady financování rizikovým kapitálem na rozvoj podniků

Studie vlivu působení financování rizikovým kapitálem na podniky 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 přírůstu 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, jenž 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 Fostera (2003), kteří ve svém příspěvku popisují vliv investic rizikového kapitálu na celkový růst zaměstnanosti 20 zemí OECD za období 1986– 999. 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*¹² při tzv. *Buy-outs* (nebo *Buyout – 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*.

12 Pojmy *private equity* a *venture kapitál* zde jsou ponechány z důvodu struktury daného výzkumu.

Výsledky studií jsou následující¹³:

- 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)¹⁴ 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 zvýšení počtu zaměstnanců (74 % / 46 %), zvýšení výdajů na výzkum a vývoj (69 % / 33 %) a zvýšení vývozů (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 *Buy – out* byly nejčastěji zmiňovány: nesoulad s představami strategického rozvoje (45 %), špatný rozvoj podniku a finanční potíže (26 %) a 23 % udalo, že podmět k odchodu udal sám bývalý majitel.

K částečně podobným závěrů, 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, zkusení 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 a zde 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?

13 Vzhledem k nízké návratnosti (12,5 %) a pravděpodobném narušení tzv. sebeselekce – 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.

14 Zde se jedná o rozlišení dle EVCA na *private equity* a *venture kapitál*, dle pojetí organizace.

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 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 Buy-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 Buy-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 čtených 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.

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 Tykvoval T. (2009) a prezentována v roce 2009 s názvem „*Venture Capital and Internationalization*“. 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. FINANCOVÁNÍ RIZIKOVÝM KAPITÁLEM V ČESKÉ REPUBLICĚ A V KONTEXTU ZEMÍ EVROPSKÉ UNIE

V jaké míře je využíván rizikový kapitál v České republice? Jaká je situace na trhu rizikovým kapitálem v evropských zemích? Jak legislativní podmínky ovlivňují využívání rizikového kapitálu? Jak je možno formulovat doporučení pro zákonodárce, aby byla míra financování rizikovým kapitálem v České republice vyšší? ...na tyto a další otázky lze nalézt odpovědi v následujících podkapitolách.

3.1 Míra financování rizikovým kapitálem v České republice

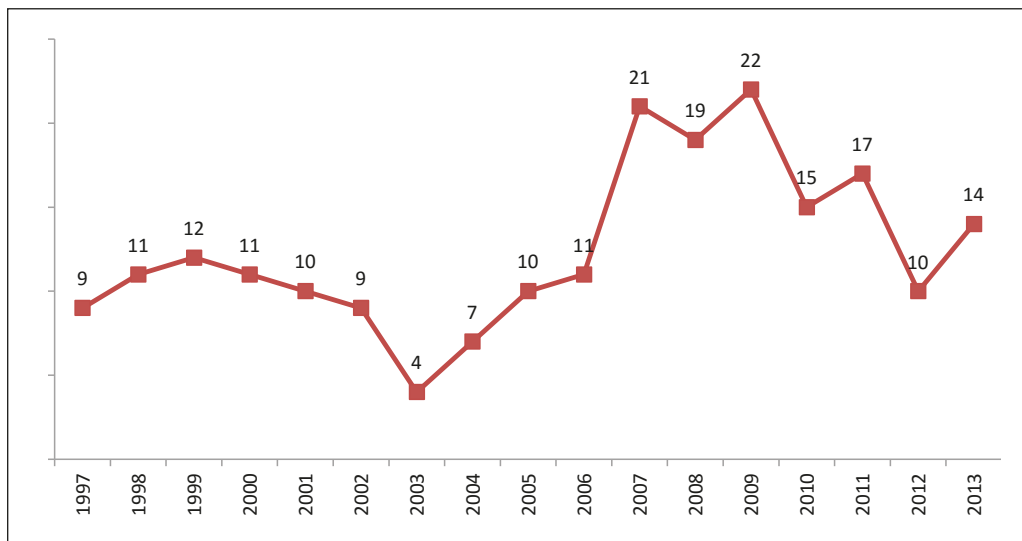
Na základě závěrů vyplývajících z benchmarkingové studie financování rizikovým kapitálem realizované v podmínkách České republiky a následně v globálních podmínkách Evropské unie lze vymežit dopady využití rizikového kapitálu v národním hospodářství. Podkladem pro studii vývoje byla data a informační zdroje EVCA, CVCA, BVK sekundárního charakteru. Ze zjištěných dat pak lze analyzovat míru využívání financování podniků v podmínkách České republiky, následně v širším okruhu zemí střední a východní Evropy (dále i CEE) a posouzení situace v České republice v celoevropském kontextu.

Z analýzy závěrů plynoucích z benchmarking study a na základě analýzy závěrů plynoucích ze zahraničních studií lze definovat dopady na národní hospodářství, formulovat příležitosti a bariéry této formy financování v České republice.

Autorka využívá jako podklad publikaci (Rajchlová et al., 2011a), která zpracovává výše uvedené téma do roku 2010. 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 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 nezkráslenost 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 1997¹⁵ do roku 2013. V případě komparace s vybranými zeměmi se jedná o období od roku 2003 až do roku 2013.

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 2013. V časové řadě od roku 2003 do roku 2013 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 (CEE). 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 2013.

15 Od roku 1997 jsou investice rizikovým kapitálem v České republice monitorovány.

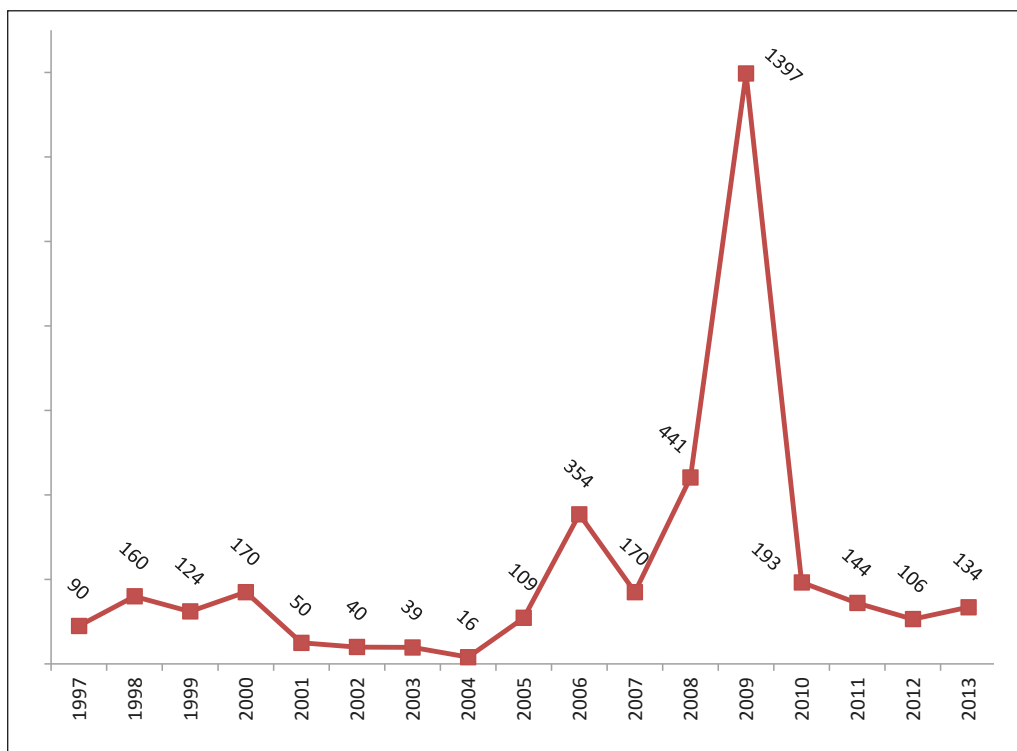


Graf 1: Vývoj počtu vstupů investorů rizikového kapitálu do podniků v ČR

Zdroj: vlastní zpracování dle Jež (2007), EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011, 2013)

Z časové řady vývoje počtu vstupů investorů rizikového kapitálu do podniků, znázorněné v grafu 1, vyplývá oscilace počtu ročních vstupů investorů kolem hodnoty 10, a to do roku 2002. Historicky nejnižším počtem byla hodnota 4 vstupů, a to v roce 2003. Tuto skutečnost je možno vysvětlit tím, že investoři rizikového očekávali vstup České republiky do Evropské unie, a s ním spojené hospodářské benefity. Od následujícího roku až do roku 2007 počet sledovaných vstupů do podniků rostl, do roku 2013 pak spatřujeme spíše klesající tendenci. V první polovině sledovaného období, tj. léta 1997 až 2005 byl počet vstupů cca o polovinu nižší než v druhé polovině sledovaného období, tj. léta 2006 až 2013. Můžeme tedy hovořit o jistém etablování této formy podnikání na trhu České republiky.

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 o mimořádně rizikové investice a tedy jeho odměna musí být nutně odpovídající k míře rizika. Investor prostřednictvím procesu Due diligence se ujistuje o vhodnosti předkládané investice.



Graf 2: Vývoj velikosti investic rizikového kapitálu v České republice

Zdroj: vlastní zpracování dle BVK (2006,2008,2009,2010), EVCA (2014), Jež (2007)

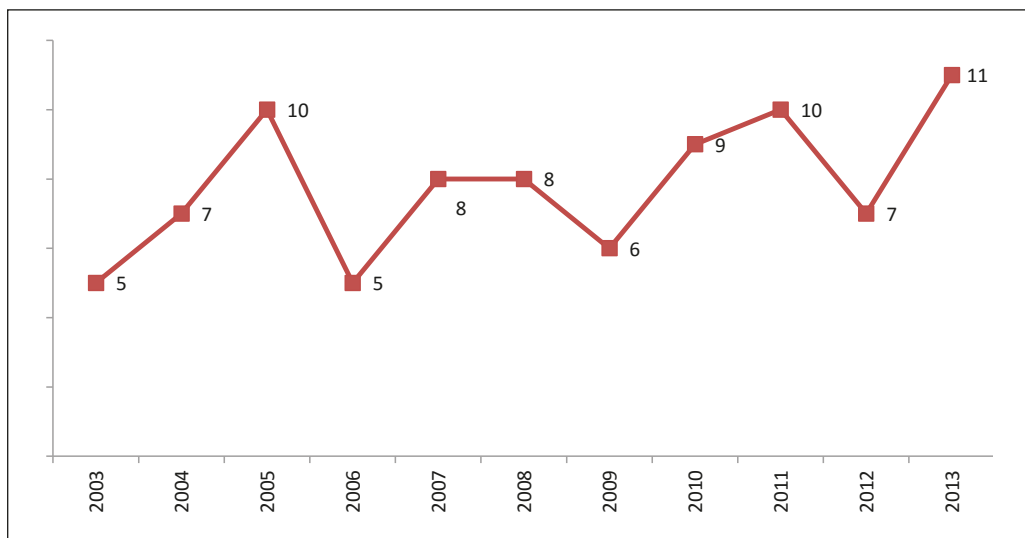
Druhý graf znázorňuje vývoj velikosti investic formou rizikového kapitálu v České republice. Za celé sledované období můžeme konstatovat, že investice se pohybují pod úrovní 200 mil. Eur ročně, s výjimkou let 2006, 2007 a 2009. Díky délce časové řady můžeme pozorovat, že investice formou rizikového kapitálu 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.

Tabulka 1 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 9let. Z tabulky 1 je zřejmé, že majoritní podíl investic v České republice je do tzv. fází Buyouts. Tento trend je možno pozorovat ve všech sledovaných zemích (EVCA).

Tab. I: Velikost ročních investic rizikového kapitálu dle fází vývoje subjektů (mil. Eur)

Fáze vývoje subjektu/ rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Early stage	2,25	0,41	0,318	0,5	0,28	0	13,14	2,71	0,13	1,88
Later stage venture	13,83	10,62	0,78	89,92	45,69	29,987	9,91	7,81	9,32	0,92
Boyouts	0	97,92	353,11	79,84	395,46	1355,79	170,16	133,38	96,43	131,20
Celkem	16,04	108,56	354,21	170,25	441,43	1385,78	193,21	143,90	105,87	134

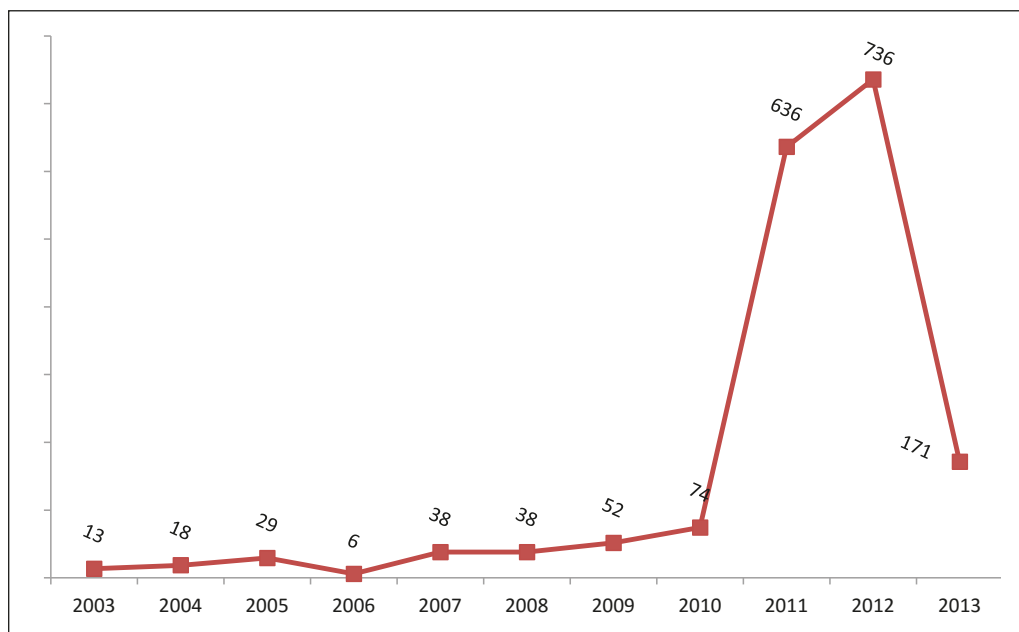
Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA(2006, 2007, 2008, 2009, 2011, 2014), BVK (2006, 2008, 2009, 2010)



Graf 3: Vývoj počtu exitů v České republice

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011, 2014)

Za celé sledované období počet desinvestic (exitů) rizikového kapitálu z podniků v České republice se pohyboval v intervalu od 5 do 11 desinvestic (viz graf 3). Tuto situaci však je nutno současně sledovat s výší dosaženou výší finančních prostředků právě při prodeji podílů. 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, tj. zvyšující se hodnota prodaných podílů v podnikatelských subjektech, 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. Je nutno zdůraznit, že nelze porovnávat hodnoty velikosti investic z grafu 2 a následně dosažené celkové částky při desinvesticích, jelikož doby angažovanosti rizikového kapitálu v podnicích jsou variabilní a nelze tak zde vysledovat souvislost. O ekonomickém vývoji podniků financovaných rizikovým kapitálem v České republice bude pojednáno dále.



Graf 4: Dosažená výše finančních prostředků v případech exitů v ČR (mil Eur)

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011, 2014), 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 20a 3 pro vybrané země CEE a Evropy. Pro období 2004 až 2013 je uvedena hodnota podílu investic formou rizikového kapitálu k HDP dané země. Nejvyšší úroveň investic k HDP, dle tabulky 3, 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, 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. 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 hospodářské krizi. Česká republika zaujímá druhé místo (viz tab.2). Nejmenší míra investic rizikového kapitálu k HDP je na Slovensku.

Tab. II: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných zemích CEE (mil. Eur)

rok/stát	Hungary	Czech rep.	Latvia	Poland	Romania	Lithuania	Estonia	Slovakia
2013	0,20	0,09	0,05	0,18	0,05	0,05	0,15	0,00
2012	0,11	0,07	0,01	0,12	0,02	0,02	0,11	0,14
2011	0,08	0,12	0,03	0,10	0,05	0,03	0,03	0,01
2010	0,07	0,13	0,05	0,19	0,10	0,05	0,05	0,00
2009	0,22	1,02	0,01	0,09	0,19	0,00	0,03	0,00
2008	0,42	0,30	0,27	0,17	0,20	0,00	0,09	0,05
2007	0,49	0,13	0,79	0,22	0,39	0,57	0,33	0,04
2006	0,88	0,32	0,00	0,12	0,12	0,08	0,03	0,05
2005	0,17	0,11	0,07	0,05	0,09	0,07	0,00	0,05
2004	0,15	0,02	0,12	0,07	0,06	0,01	0,00	0,02
Průměrná hodnota	0,28	0,23	0,14	0,13	0,13	0,09	0,08	0,04

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011, 2014)

Tab. III: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných evropských zemích

Stát/rok	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	Průměrná hodnota
Sweden	0,87	0,62	0,19	0,78	0,37	0,67	1,20	1,44	0,86	0,78	0,78
United Kingdom	0,58	0,52	0,50	0,75	0,30	0,74	1,03	1,26	0,66	0,56	0,69
Holland	0,48	0,23	0,39	0,33	0,14	0,45	1,03	1,05	0,60	0,70	0,54
France	0,48	0,26	0,31	0,33	0,16	0,47	0,64	0,61	0,45	0,39	0,41
Finland	0,45	0,32	0,41	0,33	0,40	0,40	0,61	0,23	0,47	0,20	0,38
Norway	0,26	0,25	0,43	0,61	0,25	0,35	0,54	0,26	0,24	0,27	0,35
Belgium	0,26	0,37	0,27	0,27	0,34	0,20	0,64	0,45	0,16	0,24	0,32
Hungary	0,20	0,11	0,06	0,07	0,22	0,42	0,49	0,88	0,17	0,15	0,28
Spain	0,22	0,20	0,19	0,28	0,10	0,21	0,40	0,37	0,48	0,27	0,27
Czech republic	0,09	0,07	0,09	0,13	1,02	0,30	0,13	0,32	0,11	0,02	0,23
Germany	0,26	0,25	0,18	0,19	0,11	0,37	0,44	0,31	0,25	0,23	0,26
Ireland	0,19	0,16	0,10	0,50	0,32	0,16	0,30	0,39	0,08	0,11	0,23
Portugal	0,31	0,14	0,19	0,11	0,19	0,22	0,10	0,12	0,18	0,15	0,17
Italy	0,15	0,09	0,10	0,10	0,13	0,34	0,21	0,33	0,02	0,14	0,16
Latvia	0,05	0,01	0,03	0,05	0,01	0,27	0,79	0,07	0,07	0,12	0,15
Poland	0,18	0,12	0,10	0,19	0,09	0,17	0,22	0,12	0,05	0,07	0,13
Romania	0,05	0,02	0,05	0,10	0,19	0,20	0,39	0,12	0,09	0,06	0,13
Austria	0,11	0,02	0,03	0,25	0,07	0,12	0,31	0,10	0,08	0,07	0,12
Lithuania	0,05	0,02	0,03	0,05	0,00	0,00	0,57	0,08	0,07	0,01	0,09
Estonia	0,15	0,11	0,03	0,05	0,03	0,09	0,33	0,03	0,00	0,00	0,08
Greece	0,00	0,02	0,00	0,01	0,07	0,13	0,19	0,03	0,22	0,00	0,07
Slovakia	0,03	0,14	0,01	0,00	0,00	0,05	0,04	0,05	0,05	0,02	0,04

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA (2006, 2007, 2008, 2009, 2011, 2014)

Jak vyplývá z tabulky 3, míra využívání financování podnikatelských subjektů je, v kontextu vybraných zemí Evropské unie, na průměrné úrovni. Prostředí pro vstup investorů rizikového kapitálu se již značně zlepšil, např. oproti roku 2011, kdy byla posuzována situace na trhu rizikovým kapitálem. Byl schválen zákon o kolektivním investování, kde jsou vymezeni tzv. kvalifikovaní investoři a ti jsou oprávněni činit tzv. rizikové investice a tímto zákonem byla odstraněna tzv. plusová podmínka hospodaření penzijních fondů (viz dále).

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 potenciálního investora, obavy podnikatelů z administrativní zátěže plynoucí ze vstupu investora a konečně také problematické zhodnocení investice, kdy např. veřejný úpis akcií, jenž umožňuje dosažení vysokého zhodnocení, je v České republice málo využíváný.

Dalším důvodem průměrného 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 byl již seed fond v roce 2013 otevřen, avšak prozatím (rok 2014) byla jeho činnost pozastavena. O seed fondu a jeho fungování bude pojednáno dále.

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 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 dále 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, a to 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

3.2 Posouzení situace na trhu rizikovým kapitálem v České republice v komparaci s vybranými evropskými zeměmi

Legislativní podmínky jsou důležitým aspektem při mapování situace na trhu rizikovým kapitálem v České republice. Zvláště pak v komparaci s ostatními zeměmi Evropské unie

Cílem této kapitoly¹⁶ je identifikovat vnitřně homogenní skupiny států Evropské unie v souvislosti se situací na trhu rizikového kapitálu v členských státech Evropské unie.

Východiskem pro zpracování komparativní studie bylo využitím statistické metody shlukové analýzy. Její výsledky budou využity pro definování skupiny stát s obdobnou úrovní investic rizikového kapitálu. Na základě analýzy situace ve vybraných státech evropské unie budou identifikovány bariéry a příležitosti pro zlepšení na trhu rizikovým kapitálem v České republice.

3.2.1 Stanovení charakteristických znaků pro shlukovou analýzu

Jako kritéria vhodná pro stanovení stupních dat byly využity znaky charakterizující nabídku a poptávku po rizikovém kapitálu: Bez dostatečné nabídky podniky nemají zájem usilovat o získání přístupu k rizikovému kapitálu, bez dostatečného množství inovativních podniků investoři rizikového kapitálu hledají jiné příležitosti pro zhodnocení svých peněžních prostředků.

Znaky charakterizující nabídku na trhu rizikovým kapitálem:

- podíl finančního obnosu, jímž disponují fondy rizikového kapitálu vůči HDP (fundraising/HDP),
- celková velikost investic vyjádřená jako procentuální podíl na HDP na území daného státu (investice/HDP),
- podíl VC investic na PE (VC/PE).

Poptávka po rizikovém kapitálu je pak charakterizována následujícími znaky:

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

Vstupní data

Na základě stanovení charakteristických znaků trhu rizikovým kapitálem byla sestavena tabulka vstupních dat pro shlukovou analýzu. Tabulka v příloze 1a zobrazuje vybrané údaje o 22 zemích Evropské unie platné k 31. 12. 2013, převzaté z databáze EVCA, Eurostatu a Doing Business.

Tabulka v příloze 1b zobrazuje vstupní data pro shlukovou analýzu.

Tabulky nezobrazují údaje všech členských zemí Evropské unie z důvodu, že data sledující rizikový kapitál nejsou pro některé země k dispozici, jelikož jejich aktivita v této oblasti je velmi nízká respektive nulová (Malta a Kypr). Některé země v databázi EVCA jsou sledovány ve skupinách z důvodu jejich geografické blízkosti, propojenosti či obtížnosti získání potřebných dat pro jednotlivé země. Jedná se o státy Pobaltí (Litva, Lotyšsko, Estonsko), a dále skupinu skládající se ze Slovinska, Slovenska a Chorvatska. Hodnoty některých znaků pro tyto skupiny byly spočítány jako součet hodnot znaků jednotlivých států (HDP, R&D) nebo jako průměr hodnot znaků jednotlivých států (podnikatelské prostředí).

16 Zpracováno ve spolupráci s Macová (2015)

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

Tabulka v příloze 1c zobrazuje standardizovaná data. Pro standardizaci dat byla využita nejběžnější standardizační funkce:

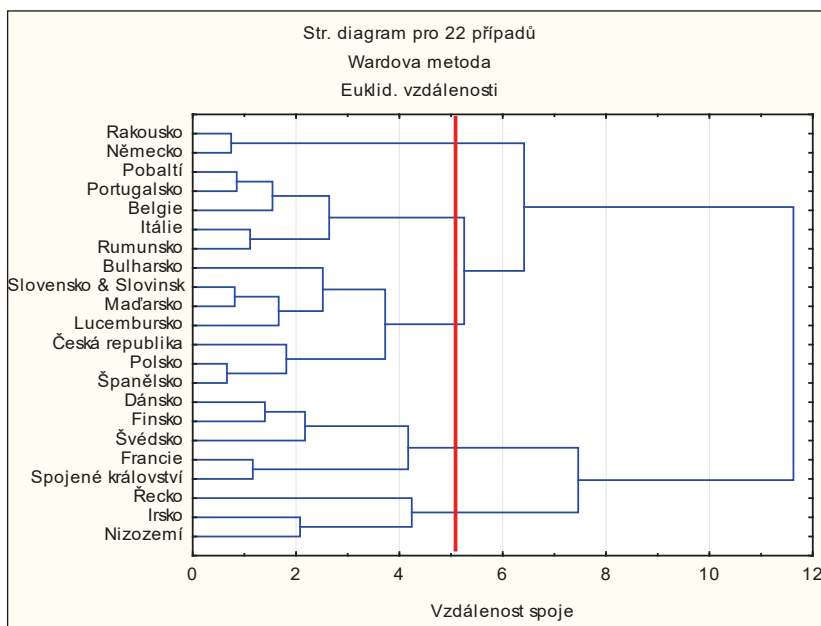
$$z_{ij} = \frac{x_{ij} - \mu_j}{\sigma_j},$$

kde x_{ij} je aktuální hodnota prvku v tabulce, z_{ij} je vypočítaná standardizovaná hodnota, i je objekt a j je znak (Minařík a kol, 2013).

Shlukovací proces

Shlukovací proces byl proveden v programu STATISTICA 12. Jako metoda shlukování byla použita Wardova metoda. Jedná se o metodu, kdy vzdálenost mezi dvěma shluky je dána velikostí změny sumy čtverců při sloučení shluků. (Minařík a kol., 2013) Vychází tedy z analýzy rozptylu. Nevýhodou této metody je, že vytváří poměrně malé shluky. To však v tomto případě není překážkou, protože se předpokládá, že státy budou spíše vytvářet menší uskupení, které si budou vnitřně hodně homogenní.

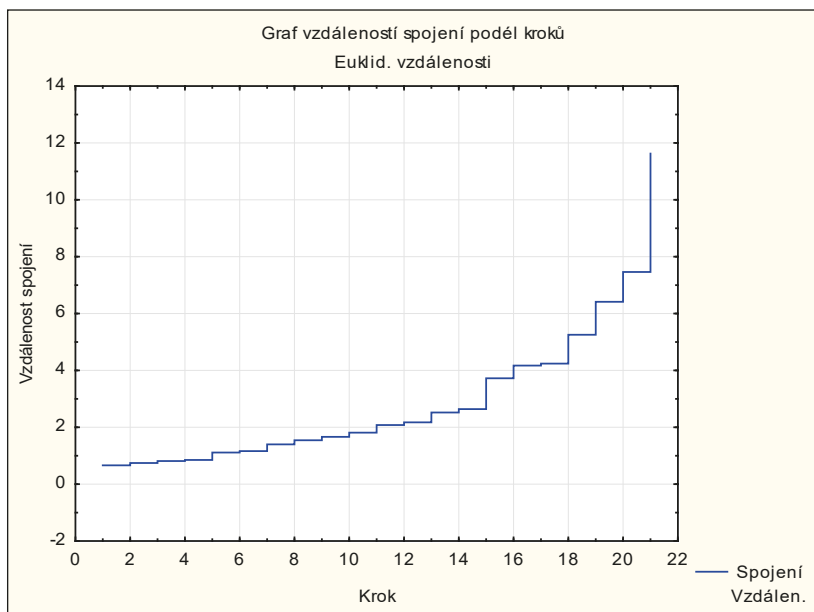
Jako metrika vzdálenosti byla použita *Euklidovská vzdálenost*, která pro dva objekty v prostoru určuje délku „nejkratší cesty“ z jednoho objektu do druhého a je nejběžněji využívána.



Graf 5: Dendrogram shlukové analýzy

Zdroj: vlastní zpracování a Mácová (2015) v programu STATISTICA 12

Na grafu 5 je znázorněn proces spojování jednotlivých objektů, tj. států, do skupin. Shlukovací proces bude nevhodnější ukončit ve chvíli, než se připojí shluk Bulharska, SVK&SLO&CRO, Maďarska a Lucemburska ke shluku České republiky, Polska a Španělska. Tento moment je znázorněn v obrázku červenou vertikálou. Tvzení podporuje Obr. 6, na kterém jsou vyobrazeny jednotlivé kroky shlukování ve vztahu se vzdáleností objektů. Prvním výraznější „schod“ lze vyzorovat v kroku 15 (červená vertikála na grafu 5).



Graf 6: Rozvrh shlukování

Zdroj: vlastní zpracování a Mácová (2015) v programu STATISTICA 12

Výsledky shlukové analýzy

Na základě shlukové analýzy je možné identifikovat 8 shluků, kdy jeden shluk tvoří pouze jediný stát, Řecko. Přehledné rozdělení států zobrazuje následující tabulka 4.

Tab. IV: Rozdělení zemí do shluků

Označení shluku	Počet zemí	Země
Shluk 1	2	Rakousko, Německo
Shluk 2	5	Pobaltí, Portugalsko, Belgie, Itálie, Rumunsko
Shluk 3	4	Bulharsko, SVK&SLO&CRO, Maďarsko, Lucembursko
Shluk 4	3	Česká republika, Polsko, Španělsko
Shluk 5	3	Dánsko, Finsko, Švédsko
Shluk 6	2	Francie, Spojené království
Shluk 7	1	Řecko
Shluk 8	2	Irsko, Nizozemí

Zdroj: vlastní zpracování a Mácová (2015)

Tabulka v příloze 1d zobrazuje komplexní popis jednotlivých shluků a průměrné hodnoty jejich charakteristických znaků. Na základě výsledků shlukové analýzy lze definovat skupiny států s obdobnou situací na trzích rizikovým kapitálem (trh RK).

Dvě skupiny států vykazují vysokou aktivitu na trhu s RK oproti ostatním evropským státům. Jedná se o *Shluk 5* (Dánsko, Finsko, Švédsko) a *Shluk 8* (Irsko Nizozemí). V uvedených státech je snadné začít podnikat. Odlišností Irsko a Nizozemím ve vztahu k Dánsku, Finsku a Švédsku, je podíl VC na PE, kdy VC představuje většinu z PE, tj. investoři upřednostňují rizikovější investice.

Shluk 6 (Spojené království a Francie) projevuje také relativně vysokou aktivitou na trhu s RK, avšak investice nedosahují výše peněžních prostředků ve fondech. Existuje tak převis nabídky nad poptávkou RK, který můžeme zdůvodnit nižšími výdaji na výzkum a vývoj a obtížnější zakládání podniků.

Pro *Shluk 1* (Německo, Rakousko) je typické obtížné zahájení podnikání. I přes vysoké výdaje na výzkum a vývoj, země nedosahují výše aktivity na trhu s RK jako shluky výše.

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

Tab. V: Typologie zemí EU dle situace na trhu s rizikovým kapitálem

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

Zdroj: vlastní zpracování a Mácová (2015)

Tab. 5 popisuje přehledně rozdělení jednotlivých zemí EU do skupin. Modře jsou označeny skupiny států, které dosahují dobrých výsledků na trhu s RK, červeně jsou vyznačeny skupiny, jejichž trh s RK je problematický. Čím tmavší barva, tím lepších výsledků skupina dosáhla.

3.2.2 Komparativní studie České republiky, Nizozemí a Maďarska

Pro zpracování benchmarkingové studie trhu rizikovým kapitálem a následné identifikaci případných bariér a příležitostí bylo vyžadováno stanovit oblasti posuzování. Na základě dokumentární analýzy zdrojů z OECD (2012), Evropské komise (2004) a Evropského parlamentu (2012), bylo přistoupeno k vymezení následujících determinantů:

Investiční prostředí – především zapojení institucionálních investorů, zejména penzijních fondů, a bariéry zahraničního investování VC, podpora výdajů na výzkum a vývoj, spolupráce mezi klastry podniků, univerzitami a dalšími subjekty.

Legislativa/daňový systém – právní forma fondů, daňové úlevy pro investory, riziko dvojího zdanění, podmínky patentů, obtížnost založení podniku, řešení insolvence.

Programy podpory na úrovni států a EU – využívání programů podpory EU, programy podpory na státní úrovni

Na základě výsledků shlukové analýzy byly zvoleny tři státy: Nizozemí, Česká republika a Maďarsko, jejichž úroveň trhů RK se dostatečně odlišuje, a lze předpokládat nalezení bariér pro rozvoj trhů RK. Pro přehlednost v tab. 6 jsou zobrazeny hodnoty, které vstupovaly do shlukové analýzy.

Tab. VI: Hodnoty aktivity rizikovým kapitálem ve vybraných zemích

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

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA, Eurostatu, Doing Business

Česká republika

Popis současné situace byl prezentován v předešlé kapitole.

Investiční prostředí

Problematika penzijních fondů v České republice se odlišuje od fungování v ostatních evropských zemích. V České republice 1. ledna 2016 dojde ke zrušení 2. důchodového pilíře a bude tak existovat 1. pilíř, kontrolovaný státem a 3. pilíř, který představuje penzijní připojištění. Prostor pro využití finančních prostředků soukromými penzijními fondy je tak zúžený.

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

Další fondy 3. pilíře vzniklé po důchodové reformě, tzv. účastnické fondy, umožňují klientům zvolit investiční strategie, ale fondy nemohou investovat do fondů rizikovým kapitálem.

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

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

Do mírnějšího režimu EuVECA se nezaregistrovala ani jedna manažerská společnost se sídlem v České republice.

Co se týče podpory investic do výzkumu a vývoje, v České republice běží programy podpory, které uvádí tab. 7.

Stejně jako Nizozemí ani Česká republika doposud neratifikovala dohodu o Jednotném patentovém dvoru. Náklady na registraci patentu vychází na přibližně 6000 Kč, u evropského patentu 9000 Kč. Udržovací poplatky se platí od prvního roku a začínají na částce 1000 Kč a ročně se zvyšují až na částku 24 000 Kč ve 20. roce.¹⁷

Česká republika poskytuje také význačné daňové stimuly. Jedná se o odečet až 200 % nákladů spojených s implementací výzkumných a rozvojových projektů (včetně mezd), 10 let osvobození od daně z příjmů technologických a transferových center (Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů)

Tab. VII: Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v České republice:

Potenciál	Podpora při zavedení a rozšiřování kapacity podniků pro realizaci výzkumných, vývojových a inovačních kapacit. Program je součástí OP Podnikání a inovace a na poslední výzvu v roce 2014 byla vyčleněna 1 mld. Kč.
GESHER/MOST	Program mezinárodní spolupráce ČR a Izraele v aplikovaném výzkumu a experimentálním vývoji. Podmínky programu pro rok 2015 se připravují.
GAMA	Zaměřeno na podporu ověření výsledků aplikovaného vývoje a experimentálního výzkumu. Cílem je transformace výsledků výzkumů a vývoje do komerční podoby. Na celý program, který bude trvat do roku 2017, je vyčleněno 2770 mil. Kč.
DELTA	Spolupráce na projektech výzkumu a vývoje mezi podniky a výzkumnými organizacemi v ČR a zahraničními subjekty, se kterými Technologická agentura ČR navázala spolupráci. Program bude trvat do roku 2019 a rozpočet pro rok 2015 je stanoven 112,4 mil. Kč.
EPSILON	Cílem je zlepšení pozice českého průmyslu pomocí podpory projektů výzkumu a vývoje, které mají rychlé uplatnění v nových produktech. Rozpočet pro rok 2015 je stanoven na 1167 mil. Kč.
Centra kompetence	Podpora vzniku a činnosti center výzkumu, vývoje a inovací v oborech s vysokým aplikačním a inovativním potenciálem. Cílem je zvýšení konkurenceschopnosti ČR. Pro rok 2015 vyčleněn rozpočet 1057 mil. Kč.
Eurostars	ČR se zapojila do 36 projektů.

Zdroj: vlastní zpracování a Mácová (2015)

17 Úřad průmyslového vlastnictví. Poplatky. In: ÚPV [online]. Poslední aktualizace 26.07.2011 [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: < <http://www.upv.cz/cs/prumyslova-prava/vynalezky-patenty/poplatky.html> >.

Mimo programy uvedené v tab. 7 existují operační programy určené na podporu výzkumu, vývoje a inovací pro období 2014–2020. Jedná se o OP Podnikání a Inovace pro Konkurenceschopnost a OP Výzkum, Vývoj a Vzdělání.

Výše uvedený přehled potvrzuje, že v České republice je poměrně silná kultura investic do výzkumu a vývoje, které představují přes 2 % HDP. Problém aktivity rizikového kapitálu lze tedy spíše shledávat na straně poptávky investičního prostředí.

Legislativní a daňové prostředí

Dle Doing Business je Česká republika celkově hodnocena ve snadnosti podnikání na 44. místě. Pořadí v oblasti snadnosti založení podniku, daňového zatížení a řešení insolvence jsou zobrazena v tab. 8

Tab. VIII: Pořadí České republiky v hodnocení Světové banky

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

Zdroj: vlastní zpracování dle Doing Business

Tab. IX: Přehled daňových a legislativních podmínek v ČR dle struktury fondu

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

Vlastní zpracování dle EVCA, 2012

Tab. 9 uvádí základní formy fondů a jejich daňové a legislativní podmínky. V České republice fondy kolektivního investování mohou mít strukturu podílového fondu nebo investičního fondu s právní formou akciové společnosti.

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

Investiční fondy podléhaly do roku 2015 5% dani z příjmů a to, i když se jednalo o daňově transparentní právní formu. Od roku 2015 daňová sazba pro investiční fondy je 0% a tedy poprvé bude zamezeno dvojímu zdanění. Daň z kapitálových příjmů je 15% a na nerezidenty se vztahuje pouze tehdy, pokud ČR nemá s druhou zemí podepsanou smlouvu. Správa fondů je nepodléhá DPH.

V souvislosti se snadností zahájení podnikání v ČR se řadí na 110. místo ve světě. Celý proces registrace podniku trvá v průměru 19 dní a skládá se z 9 procedur – registrace obchodní značky, výpis z rejstříku trestů a z katastru nemovitostí, notářské ověření, získání potvrzení správce kapitálu, zápis do živnostenského a obchodního rejstříku, registrace k daním, registrace plátce sociálního a zdravotního pojištění. Celý proces vychází přibližně na 27 000 Kč.¹⁸

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

Programy podpory na úrovni státu

V České republice doposud neběží jediný program, který by přímo podporoval investice rizikového kapitálu. Během existence samostatné ČR se objevily dva pokusy o vznik fondu rizikového kapitálu (také fond RK) s účastí veřejných prostředků. První český fond, Fond rizikového kapitálu (dále jen FRK), vznikl v roce 1995 a do roku 2000 fond vstoupil 9 firem. Avšak v roce 2000 zažádal o likvidaci a jeho portfolio bylo prodáno za nevýhodných podmínek. Důvodem likvidace fondu byl zejména zákon a následné protiprávní postavení fondu (Pazour, Marek, 2012).

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

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

V České republice působí několik manažerských společností, které spravují fondy, kam investuje EIF. Jedná se o Mid Europa Partners, Syntaxis Capital, Enterprise Investors, East Accession BV, Darby Private Equity, 3TS Capital Partners. Pouze Pontis Venture Partners a Early Bird se zaměřují na investice do podniků v raných fázích.¹⁹

18 The World Bank. Ease of doing business in Czech Republic. In: Doing Business [online]. ©2015 [cit. 2015-03-30]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/czech-republic/#starting-a-business>>.

19 European Commission. Access to EU finance. In: European Commission [online]. ©2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index_en.htm>.

Nizozemí

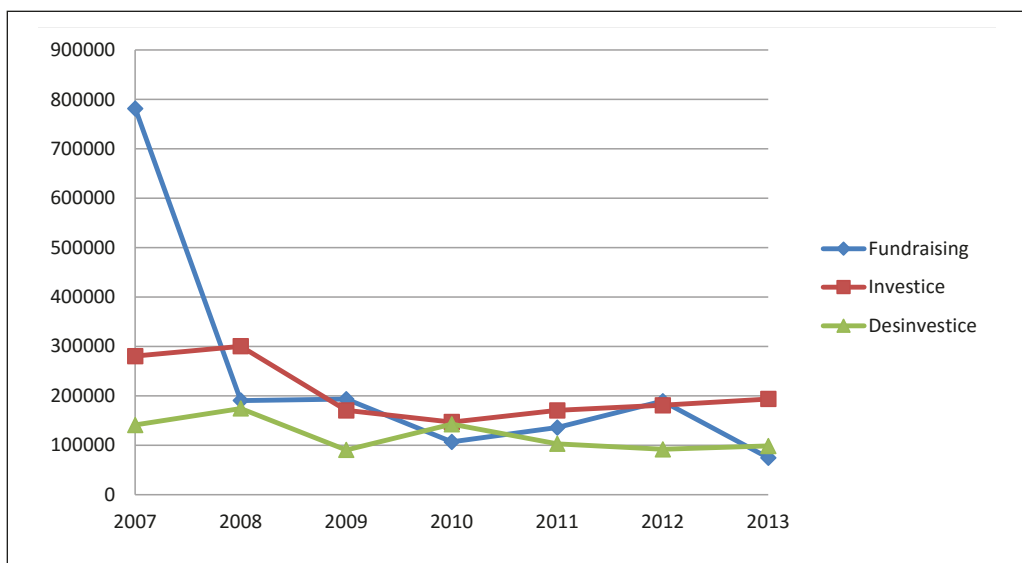
Z pohledu trhu s RK Nizozemí patří mezi nejrozvinutější země v EU. Investice rizikovým kapitálem v Nizozemsku tvoří více než polovinu PE investic, což ukazuje vysoký zájem investovat do tuzemských podniků.

Jak lze vidět v grafu 7, propad všech sledovaných aktivit nastal v roce 2008. Dramatický pokles zaznamenal fundraising, který v roce 2013 dosáhl svého historického minima. Investice rizikového kapitálu v roce 2013 mírně vzrostly, ale mnoho pokusů o dohodu mezi manažerskými společnostmi a podniky zůstaly nedokončeny (NPV, 2013). Změnila se také průměrná velikost fondů. V roce 2007 průměrná velikost fondu byla 86900 tis. eur, kdy většina fondů byla určena na investice do podniků v počáteční fázi (78 %). V roce 2013 průměrná velikost fondu činila 12 400 tis. eur a na podniky v počáteční fázi bylo určeno jen 34 %

Největší investice plynuly z Velké Británie. Průměrná velikost investice rizikového kapitálu do podniku v roce 2013 činila 1019 tis. eur, kdy nejvíce směřovalo do podniků ve fázi start-up 64 % investic, 134 podniků (EVCA, 2014).

Obory podnikání, v nichž podniky s účastí rizikového kapitálu působí, jsou v největší míře komunikační technologie, elektrotechnika a zdravotnictví.

V roce 2013 na území Nizozemí působilo 45 VC manažerských společností, které spravovaly 1859 mil. eur.



Graf 7: Aktivita na VC trhu v Nizozemí v tis. EUR

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA

Investiční prostředí

Během ekonomické krize v Nizozemsku zcela vymizeli institucionální investoři ve struktuře investorů. Nizozemská banka a pojišťovací společnost DSB ukončila svoji činnost v roce 2009 a bankovní skupina ABN-AMRO Group N. V. byla znárodněna v roce 2009 po vážných problémech s likviditou. V důsledku toho spousta bank, pojišťoven a penzijních fondů byla nucena omezit svou účast v rizikových aktivech. (Koëter M., 2012)

V současnosti v Nizozemsku platí, že penzijní fondy musí mít dostatečnou likviditu, aby byly schopny vyplácet penze, ale nejsou uloženy žádné limity na investice penzijních fondů podle druhu aktiv, pouze je stanoven požadavek diverzifikace. (OECD, 2014). Otázkou zůstává, jak se požadavky změní s nově plánovanou směrnicí IORP II.

Stejný režim jako pro penzijní fondy platí i pro pojišťovací společnosti. Existují požadavky na jejich likviditu, které vycházejí z potenciální ztráty na výkazu zisku a ztráty. Od ledna 2016 by měla být účinná směrnice Solvency II. Nizozemské pojišťovny jsou velmi dobře připraveny na požadavky Solvency II. (DeNederlandscheBank, 2011). Lze tedy předpokládat, že strukturu investorů v Nizozemsku tato směrnice výrazným způsobem neovlivní.

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

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

Z pohledu nabídky investičního prostředí Nizozemí zavedlo mnoho programů podpory výzkumu a vývoje a tedy inovativního prostředí. Programy a jejich základní charakteristika jsou pro přehlednost uvedeny v tab. 10.

Nizozemsko patří mezi země, které doposud neratifikovaly dohodu o Jednotném patentovém dvoru, a tedy v zemi je možné zažádat o národní registraci nebo evropský patent. Náklady na registraci patentu jsou 220 eur pro národní registraci a 914 eur pro evropský patent. Poplatky za udržování patentu se platí od 4. roku od registrace a začíná na částce 40 eur, každoročně se zvyšuje a končí na částce 2400 eur. Pokud se žádá o evropský patent registrovaný v Nizozemí je potřeba zvážit další poplatky jako transakční poplatek za mezinárodní přihlášku 50 eur nebo poplatek za překlad přihlášky do holanďtiny 25 eur.²⁰

20 Netherlands Enterprise Agency. Fees. In: RVO.nl [online]. © 2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <<http://english.rvo.nl/topics/innovation/patents-other-ip-rights/patents/fees>>.

Tab. X: Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v Nizozemí

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

Zdroj: vlastní zpracování dle RVO, 2014

Legislativní a daňové prostředí

Podle Doing Business je Nizozemí na 27 místě na světě v hodnocení jednoduchosti podnikání²¹. Zaměřeno na oblasti relevantní k legislativě a daním je hodnocení Nizozemí zobrazeno v následující tabulce 11.

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

Tab. XI: Pořadí Nizozemí v hodnocení Světové banky

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

Zdroj: vlastní zpracování dle Doing Business

21 The World Bank. Rankings. In: DoingBusiness [online]. © [cit. 2015-03-27]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/rankings>>.

V Nizozemsku fondy VC mohou mít různé struktury. Nejobvyklejší je komanditní společnost, *Commanditaire Vennootschap* (dále jen CV). Dále mohou existovat jako společnosti s ručením omezeným, *Bestolen Vennootschap* (dále jen BV) nebo družstvo, *Co-op*. Na různé struktury fondů se vztahují různé daňové podmínky, které jsou uvedeny v tab. 12.

Z výše uvedené tabulky vyplývá, že fondy RK vždy mohou najít vhodnou formu struktury podle toho, na jaké investory se chtějí zaměřit a zda se chtějí vyhnout riziku dvojího zdanění. Výhodné také je, že činnost manažerských společností VC fondů není předmětem DPH. Kapitálové zisky z VC fondů jsou osvobozeny od daně z příjmů právnických osob, pokud podílník vlastní 5 a více procent základního kapitálu podniku. Kapitálové zisky soukromých osob jsou osvobozeny od daně, pokud nemají tyto osoby 5% a větší podíl ve firmě. V takovém případě podléhají 25% sazbě daní. Za mínus lze považovat vysokou daň z příjmů právnických osob, která se pohybuje nad průměrem EU a činí 20–25 % (EVCA, 2012).

Z hlediska řešení platební neschopnosti je Nizozemí hodnoceno kladně. V průměru trvá 1,1 roku a náklady se pohybují kolem 3,5 % majetku daného podniku. Při insolvenční může projít podnik jak reorganizací, tak likvidací. Míra ozdravení je 88,9 %.

I založení podniků je v Nizozemí hodnoceno pozitivně oproti jiným evropským státům. Celý proces trvá 4 dny a skládá se ze 4 procedur, registrace obchodního jména, podpisu zakládací smlouvy, zápis do obchodního rejstříku, registrace k dani. Poplatky za celý proces vychází na 1800 eur.

Tab. XII: Přehled daňových a legislativních podmínek v Nizozemsku dle struktury fondu

Struktura fondu	Daňová transparentnost ²²		Absence progresivní daně		Stálá provozovna ²³	Daň z kapitálových příjmů pro nerezidenty
	Domácí	Zahraniční	Domácí	Zahraniční		
BV	ne	ne	většina situací	dle případu ²⁴	ne	dle případu ²⁵
CV	ano	ano	ano	ano	dle případu ²⁶	ne
Co-op	ne	ne	většina situací	dle případu	ne	dle případu

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA, 2012

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

23 Existence stálé provozovny většinou podléhá dani z příjmů nebo z přidané hodnoty v konkrétní jurisdikci a může vést ke dvojímu zdanění. Pozn. autorky.

24 Pokud je majetková účast ve fondu více než 5 % a méně než 5 % účast v investované firmě je možná progresivní daň. Pozn. autorky.

25 V konkrétních případech při majetkové účasti ve fondu vyšší než 5 %.

26 Může být výhodná pro zahraniční investory. Pozn. autorky.

Programy podpory na úrovni států

Tab. 13 uvádí programy organizované nizozemskou vládou na podporu aktivit rizikového kapitálu v zemi.

Tab. XIII: *Přehled vládních programů na podporu rizikového kapitálu v Nizozemsku*

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

Zdroj: vlastní zpracování dle RVO

V souvislosti s PPM Oost je potřeba také zmínit program Dutch Venture Initiative (dále jen DVI). DVI je fond fondů o velikosti 150 mil. eur, který byl vytvořen společně mezi EIF (závazek 50 mil. eur) a PPM Oost (závazek 100 mil. eur) s podporou nizozemského ministerstva financí. Cílem je podpora investic do inovativních podniků v počátečních a rozvojových fázích v Nizozemí. Do budoucna se počítá s navýšením velikosti DVI na 300 mil. eur přizváním dalších investorů. V takovém případě závazek EIF se zvýší na 100 mil. eur.²⁷

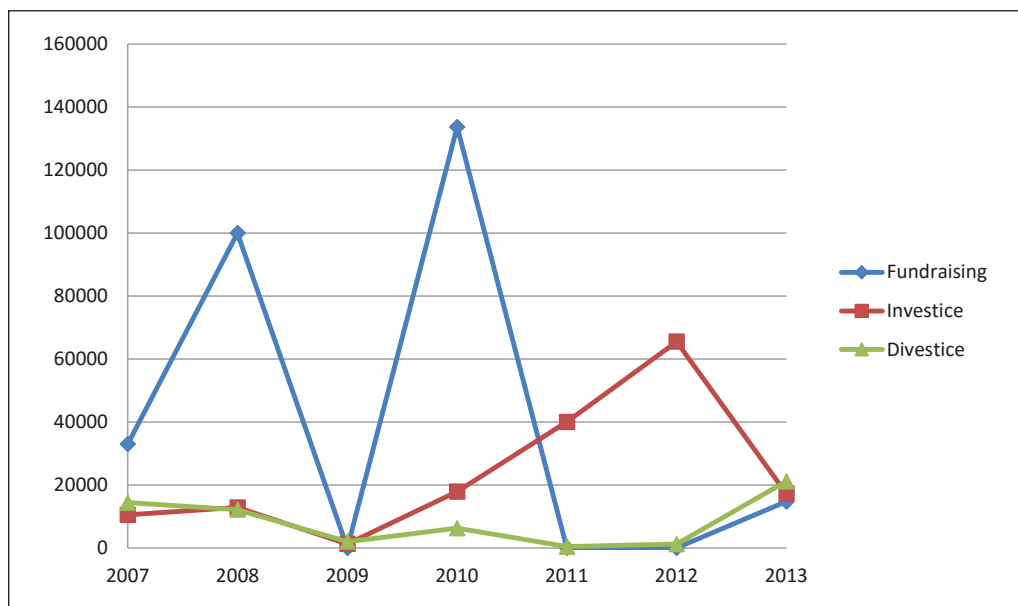
V Nizozemsku působí několik VC manažerských společností, které vytvářejí fondy, kam investuje EIF. Jedná se o Partech International, Vendis Capital, Metric Capital Partners, Metha Capital, Gilde Equity Management Benelux Partners, Capital Partners Holding B.V. V rámci programu CIP (předchůdce COSME) působí manažerská společnost Karmijn Kapitaal Management, jejíž fondy RK jsou zaměřeny na podniky ve fázích rozvoje (EIF, 2014)

Maďarsko

Maďarsko lze označit za „středoevropského tygra“ rizikového kapitálu. Na graf 8 lze vypořadovat, že trh RK v Maďarsku vykazuje rostoucí tendenci. Investice kromě roku 2013 dosahují vyšších hodnot, než v roce 2008.

V Maďarsku je sice legislativně problematické vyvážení nových fondů rizikového kapitálu, lze však spatřovat pozitivní trend. V roce 2013 v zemi vznikl pouze jeden fond rizikového kapitálu, který se zaměřoval na investice do podniků v pozdních fázích a jehož velikost činila 14710 tis. eur. Z pohledu fundraisingu byl nejproduktivnější rok 2010, kdy vzniklo šest nových fondů rizikového kapitálu, z toho tři se zaměřením na podniky v raných fázích. Zdroje fondů v Maďarsku jsou velice různorodé. V roce 2013 byly finanční zdroje fondů tuzemské. (EVCA, 2014).

27 European investment fund. Dutch Venture Initiative (DVI). In: EIF [online]. © 2015 [cit. 2015-03-28]. Dostupné z: <http://www.eif.org/what_we_do/resources/dvi/>.



Graf 8: Aktivita na VC trhu v Maďarsku v tis. eur

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA, 2014

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

Je nutné poznamenat, že narostl počet podniků ve všech fázích určených pro financování rizikového kapitálu. Nejvíce investice směřovaly do podniků ve fázi start-up (21 podniků). VC investice se podílely 30,4 % na celkových PE investicích.²⁸

Za nejvýznamnějšího zahraničního investora VC kapitálu je považována Velká Británie. Maďarsko má velice pestrou škálu oblastí, do kterých jsou investice směřovány. Nejvýznamnějšími jsou zdravotnictví, energie a životní prostředí, komunikační technologie a elektrotechnika.

V roce 2013 v Maďarsku působilo 11 manažerských společností fondů RK, které spravovaly dohromady 319 mil. eur. (EVCA, 2014)

Investiční prostředí

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

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

Maďarsko směrnici AIFMD transponovalo do své legislativy v podobě zákona XCI 2014 16. března 2014, přibližně tři čtvrtě roku po lhůtě. Do mírnějšího režimu EuVECA se nezaregistrovala ani jedna z manažerských společností se sídlem v Maďarsku. (EVCA, 2014)

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

Tab. XIV: Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v Maďarsku

Hungarian Scientific Research Fund (OTKA)	Poskytuje finance nejlepším výzkumníkům a výzkumným centrům v Maďarsku. Finance poskytuje především prostřednictvím žádostí o granty. Roční rozpočet se pohybuje kolem 22 mil. eur.
National Research, Development and Innovation Fund (NKFIA)	Fond je určen na podporu výzkumu a inovací ve všech oblastech. Rozpočet pro rok 2015 není ještě stanoven. Pro rok 2014 činil 23 mil. eur ²⁹ .
Eurostars	Maďarsko se zapojilo do 17 projektů
Bilateral S&T International Cooperation	Kooperace se 46 zeměmi, 37 je mezivládních a 9 meziinstitucionálních. Předkládají se společné projekty vždy mezi dvěma zeměmi.

Zdroj: vlastní zpracování dle National Research, Development and Innovation Office, 2014

Ze všech tří srovnávaných států má Maďarsko nejnižší výdaje na výzkum a vývoj, vyjádřeno jako podíl na HDP výzkum a vývoj představuje přibližně 1,4 % (tab. 14).

Maďarsko také značně podporuje výzkum a vývoj prostřednictvím programů EU. Pro období 2007–2013 v zemi existoval program EDOP, Economic Development Operational Programme, pro který bylo vyhrazeno celkem přes 3 mld. eur. Pro oblast výzkumu a vývoje 990 mil. eur.³⁰ Mimo programy podpory maďarská vláda poskytuje i daňové stimuly. Jedná se o 200 % snížení nákladů spojených s výzkumem a vývojem včetně mezd, až 50 % odečtení autorských poplatků z daně příjmů, osvobození od daně z kapitálových příjmů spjatých s patentem, osvobození od placení sociálního zabezpečení zaměstnanců ve výzkumu a vývoje s akademickými tituly.

Maďarsko se řadí mezi země, které také doposud nepodepsaly dohodu o Jednotném patentovém dvoru. V zemi platí dva režimy, národní patent a evropský patent. Registrační poplatky v národním režimu činí přibližně 460 eur³¹, udržovací poplatky začínají na 60 eurech v 1. roce a končí na 550 eurech ve 20. roce. V evropském režimu je potřeba počítat s 80 eury za každý překlad. Udržovací poplatky začínají na 60 eurech a končí na 550 eurech.³²

Legislativní a daňové prostředí

Dle hodnocení Světové banky obtížnosti podnikání je Maďarsko na 54. místě. Pořadí Maďarska v hodnocení vybraných parametrů zobrazuje tab. 15.

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

Tab. XV: Pořadí Maďarska v hodnocení Světové banky

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

29 Při kurzu 300 EUR/HUF. Pozn. autorky.

30 The Government of the Republic of Hungary. Economic Development Operational Programme, str. 2.

31 Při kurzu 300 EUR/HUF. Pozn. autorky.

32 Hungarian Intellectual Property Office. Patent. In: HIPO [online]. © 1996–2014 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: < <http://www.sztnh.gov.hu/English/szabadalom/>>.

Tab. XVI: Přehled daňových a legislativních podmínek v Maďarsku dle struktury fondu

Struktura fondu	Daňová transparentnost ³³		Absence progresivní daně		Stálá provozovna	Daň z kapitálových příjmů pro nerezidenty
	Domácí	Zahraniční	Domácí	Zahraniční		
PE fond	ano	ano	ano	ano	ne	ano
Investiční fond	ano	Ano	ano	ano	ne	ano

Zdroj: vlastní zpracování dle EVCA, 2012

Maďarsko z pohledu legislativy a daňových podmínek pro VC fondy poskytuje kvalitní prostředí v Evropě. V zemi existují dvě formy struktury fondů, PE fondy nebo investiční fondy. Zahraniční fondy mohou mít také formu společnosti s ručením omezeným (Kft.) nebo akciové společnosti (Zrt.), které jsou mnohem častěji využívány. Tab. 16 zobrazuje daňové a legislativní podmínky pro dvě základní struktury VC fondů.

Daňová transparentnost VC fondů je zajištěna tím, že obě struktury fondů jsou osvobozeny od daně z příjmů. Poplatky za správu fondů jsou osvobozeny od DPH. Kapitálové zisky rezidentů jsou zdaňovány 16 %, u nerezidentů je důležité, zda existuje mezi Maďarskem a druhou zemí uzavřená dohoda o zamezení dvojího zdanění. Příznivá je také daň z příjmů právnických osob, kdy podniky, jejichž základ daně nepřesáhne 500 mil. HUF (přibližně 1,7 mil. eur).

Zahájení podnikání v Maďarsku v průměru trvá 5 dní a skládá se ze čtyř procedur, přípravy dokumentace k založení podniku, založení bankovního účtu, registrace firmy a registrace sociálního zabezpečení. Poplatky za založení vycházejí přibližně na 500 – 1030 eur podle právní formy podniku.³⁴

Insolvence má v průměru trvání 2 let, kdy náklady se odhadují na 14,5 % majetku podniku. Dlužník může projít jak likvidací, tak reorganizací. Míra ozdravení podniku je 40,2 %³⁵.

Programy podpory na úrovni států

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

Program JEREMIE, *Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*, v Maďarsku započal v druhém čtvrtletí roku 2010. Program je zastřešen revolvingovým holdingovým fondem a využívá část zdrojů strukturálních fondů k financování MSP prostřednictvím rizikového kapitálu, půjček a záruk. V roce 2010 v rámci JEREMIE vzniklo v zemi 8 VC fondů, které disponovaly do konce roku 2013 128 mil. eur určených k investicím do MSP. Díky úspěšnosti JEREMIE I nyní běží JEREMIE II, pod nějž spadá 10 VC fondů s celkem 145 mil. eur určených k investicím. Program probíhal do roku 2015.³⁶

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

34 The World Bank. Ease of doing business in Hungary. In: Doing Business [online]. ©2015 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: <<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/hungary/#starting-a-business>>.

35 Tamtéž.

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

Pro programovací období 2014–2020 EIF připravuje další generaci programu JEREMIE.³⁷

V zemi působí několik manažerských společností, které spravují fondy s účastí EIF. Jedná se o Royalton Partners, East Accession BV, Darby Private Equity, 3TS Capital Partners.³⁸

Tabulka 17 shrnuje výsledky komparativní studie České republiky, Nizozemí a Maďarska. V České republice v roce 2013 nevznikl ani jeden fond VC a zrealizovaly se investice pouze do 6 podniků. Ve srovnání s Maďarskem a Nizozemí průměrná VC investice do podniku byla nejnižší.

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

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

Založení fondu RK v České republice bylo do konce roku 2014 problematické. S implementací AIFMD do české legislativy prostřednictvím ZISIF vznikly nové právní formy pro fondy RK, které nabízí takovou strukturu, že zajišťují daňovou transparentnost. Do roku 2014 veškeré fondy podléhaly sazbě dani 5 %, a tudíž bylo riziko dvojího zdanění. Od roku 2015 pro veškeré investiční fondy platí sazba daně z příjmů 0 % a poprvé v ČR bude tak zamezeno riziku dvojího zdanění. Za pozitivum lze také považovat, že služby manažerských společností fondů RK nepodléhají DPH, avšak toto je běžné i v ostatních zemích. Pokud se v roce 2013 jednalo o investice RK v České republice, rizikový kapitál pocházel vždy ze zahraničních fondů RK.

37 EIF. JEREMIE. In: EIF.org [online]. © 2015 [cit. 2015-04-01]. Dostupné z: <http://www.eif.org/what_we_do/resources/jeremie/>.

38 European Commission. Access to EU finance. In: European Commission [online]. ©2015 [cit. 2015-03-28].

Dostupné z: <http://europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance/index_en.htm>.

Tab. XVII: Výsledky komparativní studie České republiky, Nizozemí a Maďarska.

	Nizozemí	Česká republika	Maďarsko	
Aktuální situace	Fundraising/HDP 2013	0,0124 %	0,0000 %	0,0150 %
	Průměrná velikost fondu	2007/2013: 86 900 / 12 400 tis. EUR	Pouze 2010 a 2011: 9025 tis. EUR	2007/2013: 33 000 / 14 710 tis. EUR
	Struktura investorů	2013: vládní agentury (30 %), soukromé osoby (27 %), podnikoví investoři (20 %), fondy fondů (11 %)	2010 a 2011: soukromé osoby (100 %)	2013: vládní agentury (70 %), nezařazeno (30 %)
	Investice/HDP 2013	0,0321 %	0,0019 %	0,0176 %
	VC/PE 2013	55,70 %	2,10 %	30,40 %
	Průměrná velikost investice 2013	1019 tis. EUR, 64 % investic do start-up fáze (134 ze 190 podniků)	463 tis. EUR, 48 % investic do start-up fáze (3 z 6 podniků)	480 tis. EUR, 49 % investic do start-up fáze (21 z 36 podniků)
	Investiční oblasti	komunikační technologie, elektrotechnika, zdravotní vědy	elektrotechnika, komunikační technologie	zdravotní vědy, energie a životní prostředí, komunikační technologie, elektronika
	Působící manažerské společnosti 2013	45 společností, správa celkem 1859 mil. EUR	1 společnost, správa celkem 18 mil. EUR	11 společností, správa celkem 319 mil. EUR

pokračování Tab. XVII: *Výsledky komparativní studie České republiky, Nizozemí a Maďarska.*

	Nizozemí	Česká republika	Maďarsko	
Investiční prostředí	Podmínky pro penzijní fondy	požadavek likvidity a diverzifikace investičního portfolia	transformované fondy: max. 5 % účastnické fondy: žádné VC fondy	max. 5 % do fondu RK
	Podmínky pro pojišťovny	požadavek likvidity a diverzifikace investičního portfolia	žádné fondy RK	max. 5 % do fondu RK
	AIFMD/EuVECA	AIFMD: implementace 22. 7. 2013 EuVECA: 2 manažerské společnosti	AIFMD: implementace 19.8.2013 EuVECA: žádná manažer. Spol.	AIFMD: implementace 16.3.2014 EuVECA: žádná manažer. Spol.
	R&D/HDP	2,1144 %	2,0046 %	1,4447 %
	Podpora R&D	podpora spolupráce a rozvoje sítí, granty a dotace na vývoj a výzkum, daňové stimuly (zaměstnanci, podnikové výdaje, kapitálové výdaje, technologický transfer)	podpora spolupráce a rozvoje sítí, granty a dotace na výzkum a vývoj, podpora komercializace inovací, daňové stimuly (podnikové výdaje, technologický transfer)	granty a dotace na výzkum a vývoj, podpora spolupráce mezi zeměmi, daňové stimuly (podnikové výdaje, kapitálové výdaje, zaměstnanci, technologický transfer, kooperace mezi výzkumnými centry, univerzitami a podniky)
	Patenty	náklady na registraci: 220/914 EUR Udržovací poplatky (20 let): 11040 EUR. prům. roční popl.: 552 EUR	náklady na registraci: 214/320 EUR udržovací poplatky (20 let): 6599 EUR. prům. roční popl.: 330 EUR	náklady na registraci: 460 EUR udržovací poplatky (20 let): 7808 EUR. prům. roční popl.: 330 EUR: 390 EUR

pokračování Tab. XVII: *Výsledky komparativní studie České republiky, Nizozemí a Maďarska.*

	Nizozemí	Česká republika	Maďarsko	
Legislativa/daňový systém	Daňová transparentnost	ano, komanditní společnost (CV)	komanditní společnost na investiční listy (SICAR), ale 5 % daň z příjmů, od roku 2015 0 %	ano, fondy jsou osvobozeny od daně z příjmů
	Osvobození od daně z kapitálových příjmů	Ano, pokud podíl investora (PO) v podniku je 5 a více %. Ano, pokud podíl investora (FO) je méně než 5 %. Jinak sazba 20 – 25 %.	Ne, sazba 15 %. Nerezidenti osvobozeni pouze pokud jejich země má s ČR uzavřenou smlouvu.	Ne, sazba 16 %. Nerezidenti osvobozeni pouze pokud jejich země má s Maďarskem uzavřenou smlouvu.
	DPH na služby man. společnosti	ne	ne	ne
	Obtížnost založení podniku	21. místo, doba trvání 4 dny, poplatky 1800 EUR	110. místo, doba trvání 19 dní, poplatky 1000 EUR	57. místo, doba trvání 5 dní, poplatky 500 – 1030 EUR
	Řešení insolvence	12. místo, doba trvání 1,1 roku, náklady 3,5 % majetku, míra ozdravení 88,9 %	20. místo, doba trvání 2,1 let, náklady 17 % majetku, míra ozdravení 65,6 %	64. místo, doba trvání 2 roky, náklady 14,5 % majetku, míra ozdravení 40,2 %
	Nizozemí	Česká republika	Maďarsko	
Podpora VC	Programy podpory VC	Seed Capital-regeling, Groeifaciliteit, PPM Oost, DVI	Ne, pokus o vznik Seed fondu nedokončen.	JEREMIE
	Man. Spol. spravující fondy s účastí EIF	5 společností	8 společností	4 společnosti

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 Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003, pro možnost investic penzijních fondů a fondů pojištěných 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.

4. RIZIKOVÝ KAPITÁL – POZICE A PŘÍLEŽITOST INVESTORA

V rámci třetí kapitoly jsou prezentovány poznatky sloužící k uvedení do problematiky rizikového kapitálu z pohledu investora, resp. i potencionálního investora rizikového kapitálu. Je představen princip financování rizikovým kapitálem, následně publikovány výsledky primárního výzkumu mezi investory rizikového kapitálu, který mapuje transfer nefinanční přidané hodnoty ze strany investorů rizikového kapitálu, která je výrazným znakem financování rizikovým kapitálem. Pro (potenciálního) investora je pak důležitým nástrojem uplatňování investiční strategie v podniku tak, aby bylo dosaženo požadovaných ekonomických výsledků. Poznatky plynoucí z primárního výzkumu z roku 2013 uskutečněného na výzkumném vzorku 94 % českých podniků, kde byl angažován rizikový kapitál, ukazují, které investiční strategie jsou soudobě uplatňovány ze strany investorů. V předposlední subkapitole je představen seed fond, jako možný prostředek hospodářského růstu. V poslední subkapitole jsou zhodnoceny determinanty výzkumu s důrazem na využitelnost ze strany potencionálních investorů.

4.1 Princip financování rizikovým kapitálem

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

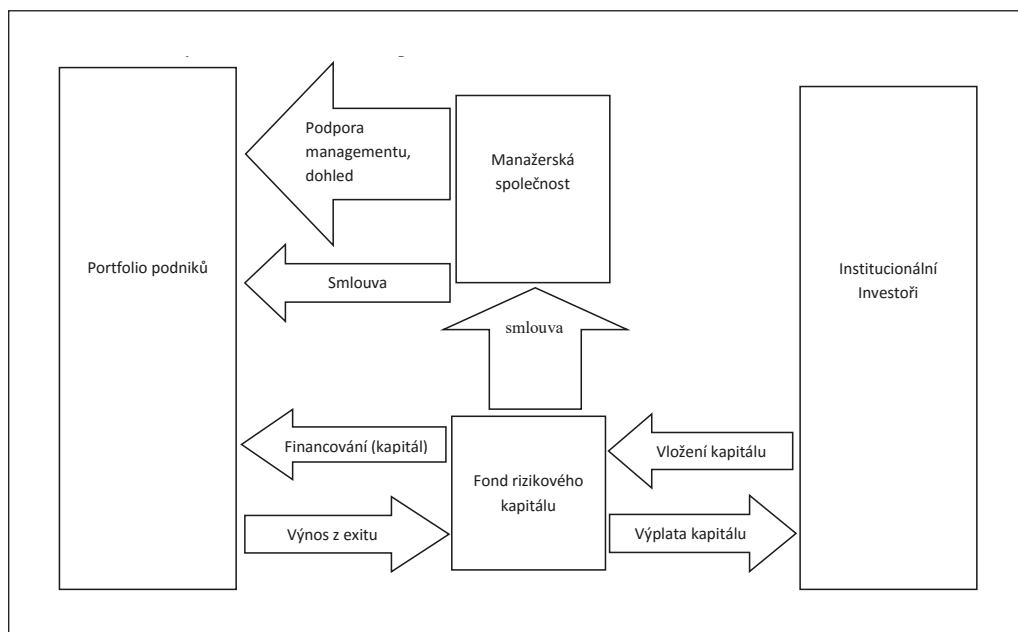
Naproti tomu nepřímé podílnictví znamená transfer peněžních prostředků prostřednictvím mezičlánků (viz níže Účastníci trhu...). U nepřímého podílnictví lze dále rozlišit tzv. projektově orientované podílnictví, tzn. mezičlánek v podobě *investiční* společnosti, které jsou založeny z důvodu realizace 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 rozloženo 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 monografie 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.



Obr. 1: Vztahy na trhu rizikového kapitálu

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

Investory jsou chápány např. 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 držených 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.

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. Proto bylo přistoupeno ke stejnému označení v dalším textu.

4.2 Manažerská podpora investorů rizikového kapitálu

Klíčovým znakem rizikového kapitálu je podpora managementu podniku ze strany investorů.

Zkoumání manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu směrem k podnikům³⁹ bylo zaměřeno především na zjištění, zdali dochází k transferu know – how a pokud ano, pak, ve kterých oblastech, a v jakých konkrétních formách daných oblastí, je podpora nejčastější.

Autorka podporuje domněnku, že **vyšetřené oblasti a formy manažerské podpory se mohou lišit od oblastí a forem zjištěných ve vybraných zahraničních studiích**. Na základě dokumentární analýzy závěrů zahraničních studií⁴⁰, které jsou základnou pro realizované empirické šetření, zůstává otevřenou otázkou, ve kterých oblastech a formách je nejčastěji identifikována poskytovaná nefinanční přidaná hodnota ze strany investorů rizikového kapitálu. Četní autoři, kteří se ve studiích zabývali zmapováním forem a oblastí odborné pomoci, se výrazně liší svými závěry.

Odborná pomoc se nejčastěji dotýká strategického řízení, finančního řízení, řízení v oblasti lidských zdrojů, obchodní oblasti, operativního řízení, řízení komunikace a tzv. Sounding Board (role mentora, kouče, důvěrníka). Formy manažerské podpory byly od autorů MacMillan et al., Ehrlich et al., Sapienza et al., Landström a organizace EVCA shrnuty a následně vypracován níže uvedený soubor možných forem manažerských podpor, jenž byl využit pro potřeby realizovaného výzkumu. Definování forem odborné pomoci bylo podpořeno lokací do oblastí odborné pomoci.

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 vyjednání 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).

39 Výsledky výzkumu také Rajchlová (2013)

40 Viz kapitola 2.2.1

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

Charakteristiky jednotlivých, výše uvedených forem, tvoří obsah dotazníků využitých pro výzkum zmapování forem manažerské podpory. Dotazník výzkumu transferu know-how vnímaného představiteli podniků je uveden v Příloze 2.

S ohledem na vytyčený cíl, tj. výzkum manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu směrem k podnikům, byla aplikována metoda smíšeného výzkumu. Metoda smíšeného výzkumu je užitá v podobě konverze dat, kdy kvalitativní data jsou zpracována kvantitativním způsobem.

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 specifik tuzemského trhu rizikovým kapitálem.

V rámci zjišťování identity institucionálních investorů byla dotázána CVCA⁴¹, 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 rizikového kapitálu. Oborové zaměření investorů nebylo pro účely tohoto výzkumu sledováno. Z celkových 19 manažerských společností bylo vyloučeno pro výše uvedenou omezující podmínku 7 manažerských společností. Základní soubor respondentů tvoří 19 manažerských společností. Výběrový soubor tvoří 12 manažerských společností.

Sběr dat byl realizován prostřednictvím on-line dotazníku umístěného na webových stránkách Fakulty podnikatelské VUT v Brně; http://dotazniky.fbm.vutbr.cz/venture_investori/.

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

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.

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.

Z celkových 12 oslovených investorů odpovědělo 10 investorů rizikového kapitálu. Kvóta návratnost dotazníku je na úrovni 83,34 %. Data byla zpracována pomocí popisné statistiky programu Excel.

Pro naplnění dílčího cíle v rovině zaměřené na zjištění oblastí podpory, které jsou investory rizikového kapitálu poskytovány podnikům 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 a pro zvýšení vypovídací schopnosti zjištěných dat.

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.

Pro zvýšení přehlednosti byly výsledky výzkumného záměru rozděleny do dvou částí.

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

Druhá část představuje výsledky výzkumu 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 18 se sestává z šesti sloupců: první sloupec obsahuje názvy oblastí manažerské podpory, ve druhém sloupci jsou uvedeny zkoumané jednotlivé formy podpory u podniků financovaných rizikovým kapitálem, zjištěná absolutní četnost kladných odpovědí je vyjádřena údaji ve třetím sloupci. Údaje ve čtvrtém sloupci jsou relativním vyjádření hodnot třetího sloupce, tzn. relativní četnost kladných odpovědí. Aritmetický průměr procenta kladných odpovědí (ve sloupci pátém) doplněné o hodnotu směrodatné odchylky v šestém sloupci, poskytují informaci o pořadí významnosti ze strany investorů daným oblastem manažerské podpory.

Výsledky šetření

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 hodnot 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 podniků 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 a vypovídací schopnost výsledku je vysoká.

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.

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

Tab. XVIII: Oblasti a formy manažerské podpory tuzemským podnikům ze strany investorů rizikového kapitálu

1	2	3	4	5	6
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

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 nevedl 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 šetření

Výsledky dílčího výzkumu jsou shrnuty v tabulce 19. Ta 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 projevilo 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 potvrzuje předávání 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 vazby nad operativními obchody

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

Tab. XIX: *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 vazby) nad operativními obchody	2	20 %
Poradenství při výběru dodavatelů a vybavení	0	0 %

Zdroj: vlastní zpracování

Je možno konstatovat, a to na základě zjištěných výsledků výzkumu realizovaného autorkou, že investoři rizikového kapitálu se sídlem manažerské společnosti v regionu České republiky poskytují nefinanční přidanou hodnotu tuzemským podnikům.

Diskuze výsledků výzkumu podpory managementu ze strany investorů

Východiskem pro následující polemiku jsou výsledky výzkumů, věnující se problematice existence nefinanční přidané hodnoty při financování podniků rizikovým kapitálem a jejich analýza.

Často v odborných publikacích 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. 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, dosažení 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.

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 20.

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.

Tab. XX: Nejčastěji poskytované formy manažerských podpor – výsledky vybraných zahraničních studií

Identifikace autorů	MacMillan (1988)	Sapienza, Timmons (1989)	Rosenstein et al. (1993)	Ehrlich et al. (1994)	Boué (2005)
Kvóta návratnosti	18 %	24 %	26 %	Osloveno 12 investorů – návratnost 100 %	Interview mezi 20 investory – kvóta 100 %
Formy odborné podpory dle významnosti	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

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

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

Konkrétně se jedná o formy manažerské podpory⁴² ve smyslu:

- spolupráce na stanovení obchodní strategie,
- dohledem nad finančním vývojem podniku,
- poradenství v otázkách expanze podniku,

42 Pro účely stanovení, co je nejčastěji poskytovanou formou podpory, byla zvolena minimální hranice 80 % respondentů

- 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 transferu 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.***

Na základě výše popsaných zjištěných poznatků lze potvrdit domněnku o existenci odlišností v poskytování nefinanční přidané hodnoty ze strany tuzemských investorů rizikového kapitálu podnikům.

Výsledky výzkumu také podporují konstatování, že investoři rizikového kapitálu nenahrazují profesionální management společnosti a jak vyplývá i z osobních zkušeností autorky, operativní řízení společnosti je oblastí, do které tuzemští investoři nezasahují.

A naopak majitelé podniků, event. management podniků, také často nechtějí, aby se investor přebíral přímé řízení společnosti.

Oblasti kompetencí investora jsou především stanoveny ve smlouvě o vstupu investora do podniku. Oblast Sounding Board, ve smyslu koučingu a mentoringu, je oblastí, kterou lze obtížně zahrnout do smlouvy. Může toto zjištění znamenat větší otevřenost profesionálního managementu vůči investorům? Formulace odpovědi však vyžaduje bližší zkoumání tohoto jevu.

Ovšem je nutno zdůraznit, že výsledky této studie mapují situaci, resp. specifika, na trhu rizikovým kapitálem v České republice a není ambicí upozornit investory rizikového kapitálu na jiné zacílení jejich aktivit v podnicích, dle vzoru ze zahraničí.

4.3 Ovlivnění transferu manažerské podpory investorů rizikového kapitálu vývojem fází podniku

Dalším předmětem zájmu, v oblasti zkoumání poskytování nefinanční přidané hodnoty podniku ze strany investorů rizikového kapitálu směrem k podnikům, byla rovina výzkumu ovlivnění transferu manažerské podpory investorů rizikového kapitálu vývojem fází podniku.

Výsledky šetření

Výsledky výzkumného záměru⁴³ 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 10, 11 a 12. Tabulky shodně obsahují 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 fázi, 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 10 obsahuje hodnoty zjištěné pro fázi vývoje podniku early stage, tabulka 11 hodnoty zjištěné pro fázi vývoje podniku later stage a tabulka 12 hodnoty zjištěné pro fáze vývoje podniku buyouts.

Ve fázi early stage (tab. 10) 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 širěji 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.

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 22.) 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 (zjištěná hodnota směrodatné odchylky je ve výši 12 %).

43 Rajchlová (2013a)

Tab. XXI: 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 %
	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 %
	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 %		

pokračování Tab. XXI: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi early stage

Řízení lidských zdrojů	Pomoc s výběrem členů managementu	6	60 %	38 %	2 %
	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 %
	Role důvěrníka	3	30 %		
Obchodní oblast	Aktivní pomoc při získání referenčních zákazníků	4	40 %	28 %	16 %
	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 vazby) nad operativními obchody	1	10 %		

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. XXII: 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 %		

pokračování Tab. XXII: *Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi later stage*

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 vyjednání obsahu pracovních smluv	1	10 %		
Operativní řízení	Dohled (zpětná vazba) nad operativními obchody	2	20 %	20 %	–
	Pomoc při řešení krizí a problémů v běžném provozu	2	20 %		
Inter-personální 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

Manažerská podpora v oblasti operativního řízení je poskytována ve fázi later stage průměrně 20 % investorů rizikového kapitálu. Vzhledem k stejnému počtu investorů, jež 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 %.

Ve fázi vývoje podniku buyouts (tab 23.) 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, jež poskytují podporu v této oblasti, je

Tab. XXIII: 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 %		

pokračování Tab. XXIII: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi buyouts

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 %		
Inter-personální 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 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 (zjištěná 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 %.

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

Pro určení aktivity s dosaženou maximální souhrnnou četností výskytů odpovědí pro jednotlivé vývojové fáze bylo zjištěno:

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.

Tab. XXIV: 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 %

pokračování Tab. XXIV: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi buyouts

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 vazby) 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

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 % investorů 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 nevedl 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 nevedl 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.

Diskuze výsledků výzkumu ovlivnění transferu manažerského know-how vývojovou fází podniku

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) nebo při vyšším riziku, 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 Leitinger 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 nejnámennější rolí, oproti early stage. Leitinger et al. (2000) uvádí, že ve fázi later stage je nejnámennější 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 nejnižší, následuje fáze later stage 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 transferu 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.

4.4 Zhodnocení investičních přístupů manažerských společností v podnicích

Pro investora je meritorní uplatňování vhodné investičních postupů v daném podniku. Právě zhodnocení využitých investičních postupů v podnicích s angažovaností rizikového kapitálu je předmětem výzkumného záměru, jenž byl realizován v roce 2013–2014⁴⁴.

Zhodnocení investičních postupů manažerských společností investujících rizikový kapitál do podniků v regionu České republiky vyplývající ze závěrů *výsledků analýzy vybraných ekonomických ukazatelů*, je považováno za ojedinělý dosavadní výzkum v České republice. Snaha o podchycení systematických souvislostí vývoje podniků a zhodnocení investičních postupů vedla k výběru těchto charakteristik: rentabilita vlastního kapitálu ROE, rentabilita celkových aktiv ROA, stálá aktiva v netto hodnotě (SAN), tržby spojené s předmětem podnikání a výkonnost zaměstnance.

Výzkumný materiál vychází z údajů všech podnikatelských subjektů, které byly v období 1998 až 2012 v České republice financovány rizikovým kapitálem. Podniky byly sledovány v období rok před vstupem investora do podniku a v období působení manažerské společnosti v daném podniku. Základní soubor, se kterým se pracovalo ve všech etapách výzkumu, obsahuje celkem 93 podniků se sídlem v České republice. Zdrojem k získání souboru podniků, financovaných rizikovým kapitálem byla Česká asociace private equity a venture kapitálu. Údaje o počtu zaměstnanců jednotlivých podniků byly získány z veřejně přístupných účetních závěrek. I když se rizikový kapitál podílel v letech 1998 až 2012 na financování 93 českých podniků, získány byly údaje o 86 podnicích. Výběrový soubor tak tvoří 94 % podniků základního souboru.

Kvalitativní data byla zpracována pomocí metod popisné statistiky.

44 Rajchlová et al. (2014)

Sledované ukazatele byly vypočítány pomocí níže uvedených výpočtů:

$$ROE = \frac{\text{výsledek hospodaření po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}}$$

$$ROA = \frac{\text{výsledek hospodaření po zdanění}}{\text{aktiva}}$$

$$SAN = \text{stálá aktiva} - \text{oprávky}$$

$$\text{tržby} = \text{tržby za prodej zboží} + \text{tržby za prodej vlastních výrobků a služeb}$$

Pro hodnocení výkonnosti zaměstnance (VZ) jsme vycházeli z námi stanovené definice výkonnosti zaměstnance, např. (Rajchlová, Fedorová, 2013).

$$VZ = \frac{PVHO}{PPZ} = \frac{PVH - TPDMaM + ZCDMaM}{PPZ}$$

Vysvětlivky:

SAN je zkratkou pro dlouhodobý majetek, tzn. stálá aktiva netto, *PVHO* je zkratkou pro provozní výsledek hospodaření očištěný od výsledku z prodeje majetku, *PVH* označuje provozní výsledek hospodaření, *TPDMaM* znamenají tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, *ZCDMaM* představuje zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a prodaný materiál, *PPZ* značí průměrný přepočtený stav zaměstnanců.

Na investicích rizikového kapitálu v České republice se ve sledovaném období podílelo celkem 31 manažerských společností⁴⁵. V tab. 25 je uveden přehled investorů s počtem jimi financovaných společností.

Z přehledu vyplývá, že pouze tři společnosti uskutečnily takový počet investičních akcí, ze kterého je možné zobecnění jejich výsledků. Jsou to společnosti Genesis, Arca Capital Bohemia a ARX Equity Partners. Genesis působil v 19 podnikatelských subjektech, Arca Capital Bohemia v 15 podnicích a ARX Equity Partners řídil investici v 7 společnostech. Ostatní manažerské společnosti nebudou posuzovány, jelikož uskutečnily investice rizikového kapitálu v intervalu 1 podnik až 3 podniky za celé sledované období. Tyto malé počty investic jednotlivých společností není považováno autorkou za výběrový soubor, ze kterého by bylo možné vyvozovat závěry ve smyslu formulace investiční úspěšnosti manažerských společností působících v tuzemských podnicích.

Pro posuzování investic rizikového kapitálu byly vybrány výše uvedené ekonomické ukazatele, jejichž využití zdůvodňujeme takto:

ROE – rentabilita vlastního kapitálu byla zvolena proto, že je důležitá pro vlastníky korporace, tedy i investory rizikového kapitálu. Při výpočtu ukazatele ROE jsme vycházeli z celkového disponibilního výsledku hospodaření. Pro posuzování dosažené hodnoty ROE jsme volili porovnání s dosahovanou výnosností investice, která se obecně považuje za nerizikovou, tedy s úrokovou mírou státních dluhopisů. Za posledních deset byla zjištěna ve výši 4,04 % p.a.⁴⁶

45 Odlišnost v počtu manažerských společností od výzkumu předešlé kapitoly spočívá v rozšíření celku o zahraniční manažerské společnosti, které vstoupily do českých podniků.

46 <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/hospodareni/řízení-statního-dluhu/emise-statních-dluhopisu/emisni-kalendare-sdd,ze dne 10.08.2014>

Tab. XXV: Přehled manažerských společností rizikového kapitálu s počtem jejich investic

název fondu	počet investic	název fondu	počet investic
Genesis	19	Bancroft JPM	1
Arca Capital Bohemia, a.s.	15	Darby Overseas Investments	1
ARX Equity Partners	7	DBG	1
Argus Capital	3	EK Mittelstandsfinanzierungs AG	1
JV Capital Management	3	Enterprise Capital + Intel Capital	1
MCI	3	Enterprise Investros – pl	1
advent	2	Garvest	1
Benson Oak	2	Intel Capital	1
GIMV	2	Macquarie	1
Invest Equity	2	Mezzanine Management Central Europe	1
KBC	2	Middle Europe Investments	1
Mid europa	2	Pamplona Capital Partners I	1
MID Europa Partners, Lehman Brother, Al-Bateen Investments	2	Royalton Partners	1
Penta Investments	2	Syntaxis Capital	1
PPF Partners	2	TA Associates	1
Riverside	2		

Zdroj: vlastní zpracování

ROA – rentabilitu aktiv jako ukazatel, který vypovídá o výši zisku, generovaného z aktiv společnosti, je považována za velmi důležitou charakteristiku. Při výpočtu pak je vycházeno z výsledku hospodaření po zdanění, jelikož zjišťujeme působení aktiv jako celku, nikoli pouze její provozní části. Efektivní využívání aktiv je jedním z klíčových bodů úspěšnosti podniku. Pro posuzování dosažené hodnoty ROA vycházíme z toho, že její úroveň bude vždy nižší než hodnota ROE. Téměř rovnat by se oba ukazatelé mohli pouze v situaci, kdy by veškerá aktiva byla profinancována vlastním kapitálem, což není reálná situace. Ceteris paribus doprovází snížení cizích zdrojů financování k poklesu ROE, naopak jejich zvýšení způsobuje zvýšení ROE. Pokud přijmeme úrokovou míru státních dluhopisů jako normativní hodnotu pro ROE, pak její 50% hodnota pro ROA by odpovídala stavu, obecně považovanému za přijatelný pro správné financování podniku. Je jím 50% podíl vlastního kapitálu a 50% podíl cizích zdrojů financování. V souladu s tímto východiskem byla zvolena pro sledovanou situaci spodní hranici 2 %, jako východisko pro posuzování efektivního využívání aktiv.

U každé charakteristiky bylo pracováno:

- 1) s vypočteným průměrem ve sledovaných letech,
- 2) s vypočtenou meziroční absolutní změnou každého ukazatele,
- 3) s vypočtenou průměrnou změnou ukazatele,
- 4) s podílem průměrné změny a průměru ukazatele, který byl převeden na procentní počet.

U všech dalších ukazatelů byly k vyjádření jejich přírůstků použity průměrné meziroční přírůstky. Jsou koncipovány tak, že výsledné číslo pak vypovídá o procentu průměrné meziroční změny sledovaného ukazatele pro každý daný podnik za období kooperace investora rizikového kapitálu s podnikem a nejvýše tři roky po výstupu investora z podniku. Zjištěná hodnota změny pak sloužila pro analýzu ekonomického vývoje. K výpočtům byly využity funkce programu MS Excel.

S přírůstků ROE a ROA je pracováno proto, že bez ohledu na dosaženou výchozí úroveň obou ukazatelů, která je závislá na řadě i specifických okolností, je projevem příznivého vývoje podniku růst i zachování dosavadní úrovně obou ukazatelů.

Růst tržeb, ve sledovaném případě vyjádřených jejich průměrnými meziročními přírůstků, je považován za nezbytný předpoklad dlouhodobého příznivého vývoje podniku. Bez růstu tržeb má podnik jenom omezené a dočasně působící manévrovací možnosti v dosahování dobré výkonnosti. Promítnutí vývoje tržeb do celkové výkonnosti podniku (spolu s ostatními vlivy) dokresluje ukazatelé ROE a ROA

Přírůstky stálých aktiv ve společnosti potvrzují situaci, že podnik investuje, nezbavuje se majetku např. proto, aby dosáhl tržby, zisk a dobré poměrové ukazatele výkonnosti.

Ukazatel výkonnosti zaměstnanců – pro potřeby výzkumu byl formulován nový ekonomický ukazatel. Z důvodu zjištění přínosu zaměstnanců bylo vycházeno z hodnotových údajů, zveřejněných podniky. Také proto, že naturální údaje nejsou dostupné. Výsledek hospodaření, uvedený ve výkazu zisku a ztráty, se vymezuje jako charakteristika výkonnosti podniku (International Accounting Standards Board: International Accounting Standards 2002), tedy veličiny, která nás zajímá i u zaměstnanců. Z důvodu přiblížení se zjištění výkonnosti vlastní práce zaměstnanců, bylo pracováno pouze s provozním výsledkem hospodaření, který je odvozen z nákladů a výnosů, spojených s předmětem podnikání společnosti. Tento názor, tzn. eliminace zkreslení způsobené legálními účetními postupy v oblasti operativní za účelem očištění dílčího výsledku hospodaření o výsledek z prodeje majetku, je podpořen mj. poznatky Staňkové a kol. (2010) a Zemánkové a kol. (2010). Z provozního výsledku hospodaření byl vyloučen netto výsledek, dosažený v podniku prodejem majetku. Pro tuto veličinu byl použit termín očištěný provozní výsledek hospodaření. Protože všechny v rámci výzkumu sledované podniky zpracovávaly účetní závěrku podle české úpravy, byl i provozní výsledek hospodaření definovaný českou účetní legislativou. K aplikaci tohoto termínu vedla i jistá analogie s používaným pojmem výkonnost aktiva jako množství produkce, které se pomocí tohoto aktiva získají (Kovanicová, a kol., 2003). Často využívaný ukazatel produktivity práce, konstruovaný přidanou hodnotou, vztaženou k zaměstnanci, nebyl, pro posuzování výkonnosti zaměstnanců, reflektován. Důvodem je skutečnost, že v přidané hodnotě je zobrazeno pouze zhodnocení materiálových a jiných dodavatelských vstupů do podniku. Další nákladové položky, např. mzdy, neovlivňují výši přidané hodnoty, ale mají vliv na posouzení výkonnosti zaměstnanců. Důležitým faktem je i skutečnost, že v dostupné literatuře nebyla nalezena studie, ve které by byl zkoumán vztah veličin očištěného provozního výsledku hospodaření vztaženého na jednoho zaměstnance.

Ukazatele související s cash flow (resp. především s provozním CF) jsou považovány za velmi důležité, ale nemohly být sledovány, protože jako nepovinná součást účetní závěrky nebyly u posuzovaných podniků k dispozici.

Výsledky výzkumného záměru

Výsledné hodnoty sledovaných ekonomických ukazatelů jsou z důvodu přehlednosti prezentovány v podobě tabulek pro každou ze tří výše stanovených společností zvlášť. První sloupec je pořadové číslo financovaného podniku, sloupec dvě a tři představuje dosažené průměrné hodnoty ROA a ROE ve sledovaných letech. Sloupce tři až sedm pak obsahují hodnoty průměrných meziročních změn dané ekonomické charakteristiky ve sledovaných letech. Nulové hodnoty ukazatelů ROA a ROE jsou uvedeny v situaci, kdy výsledkem hospodaření byla ztráta a u přírůstků ROA a ROE nebyly uvedeny údaje v případě záporné výše vlastního kapitálu. V těchto situacích ukazatelé pozbývají smysl. Při syntéze výsledků finanční analýzy byly respektovány i extrémní hodnoty, které v tomto případě nezkrslují formulované závěry.

Tab. XXVI: Výsledky portfolia podniků manažerské společnosti Genesis

	ROA (%)	ROE (%)	Δ ROA (%)	Δ ROE (%)	Δ tržeb (%)	Δ stálých aktiv (%)	Δ výkonnosti zaměstnanců (%)
1	0	1	0,00	0,00	6,91	0,77	57,36
2	22	0	65,15		74,90	-110,21	53,99
3	0	0			21,17	-27,00	-82,95
4	1	2	31,95	15,92	15,21	71,80	496,02
5	1	1	42,52	-8,18	-9,59	5,34	57,56
6	0	0			1,92	17,18	
7	2	4	-11,97	-40,01	-30,76	8,77	66,17
8	25	42	-2,99	46,28	97,09	33,85	-493,50
9	13	0	149,82	0,00	32,44	15,17	-15,98
10	5	32	-10,55	5,68	0,87	9,96	-8,20
11	1	1	0,00	0,00	9,63	9,57	23,94
12	6	20	5,54	5,37	-2,34	6,09	2,90
13	2	8	-116,39	-119,58	-1,37	-10,44	57,19
14	11	30	-19,75	-6,07	-9,43	-4,68	-33,33
15	2	11	-85,14	-52,24	3,79	18,53	-29,54
16	0	0			200,00	-1,37	46,27
17	4	18	-63,69	-94,37	-36,24	28,16	364,24
18	11	16	-0,53	-2,82	4,03	-3,62	-9,54
19	2	19	18,16	12,10	-4,70	-17,63	-131,02

Zdroj: vlastní zpracování

Komentář k tab. 26.: Celková průměrná roční hodnota ukazatele ROA byla za sledované období zjištěna ve výši 6 %. Ve dvou podnicích byla určena průměrná roční hodnota nad 20 %, ve třech podnicích v intervalu 11 % až 13 %. Celkově 12 podniků, tj. 63 % celku dosahovalo hodnotu ROA dvě a více procent. 6 podniků, které tvoří 37 % celku, nedosahovalo námi odvozenou hodnotu ROA.

Ekonomická charakteristika ROE nabyla celkové průměrné roční hodnoty 11 %. V jednom podniku bylo dosaženo průměrné roční hodnoty ROE 42 %, celkově 10 podniků, tj. 53 % tohoto celku dosáhlo úroveň čtyřprocentního a vyššího zhodnocení. Ze zbývajících 47 %, tj. 9 podniků, jejichž ROE bylo pod hranicí 4 %, mělo pět podniků nulovou hodnotu ROE, tj. 16 % podniků.

Konjunkce vyšší úrovně než 2 % a 4 % ukazatelů ROA a ROE byla zjištěna u 10 podniků, tj. téměř 53% z celkového počtu podniků tohoto investora.

Při sledování průměrných ročních změn sledovaných ekonomických ukazatelů bylo zjištěno následující:

Sledované ukazatele rentabilit rostly v 5 subjektech (26 %) u charakteristiky ROE a v 6 subjektech (32 %) u charakteristiky ROA.

U 8 subjektů byl určen meziroční průměrný růst ekonomických charakteristik tržby a stálá aktiva, tj. 42 % podniků. V 10 subjektech byl zjištěn růst ukazatele výkonnost zaměstnance, tj. 53 % podniků. K souběžnému k růstu těchto tří ukazatelů, tj. tržby, stálá aktiva a výkonnost zaměstnanců docházelo ve třech podnicích (16 %).

V případě jednoho podniku docházelo k růstu všech pěti sledovaných veličin.

Současný růst čtyř ukazatelů – ROA, ROE, tržeb a efektivity práce – bylo identifikován v jednom podniku.

Při celkovém posouzení sledovaných změn můžeme konstatovat: celkově se charakteristika ROA průměrně ročně zvyšovala, a to o 0,13 %, zatím co charakteristika ROE průměrně ročně klesala, a to o 15,86 %. Ukazatel tržby se průměrně ročně zvyšoval v hodnotě 19,66 %, stejně jako stálá aktiva o 2,6 %. Charakteristika výkonnosti zaměstnance dosahovala meziroční zvýšení o 23,42 %.

V jednom podniku, tj. v 5 % subjektů, z celku, nedocházelo k meziročnímu průměrnému růstu u žádné sledované charakteristiky.

Tab. XXVII: Výsledky portfolia podniků manažerská společnost ARCA Capital

	ROA (%)	ROE (%)	Δ ROA (%)	Δ ROE (%)	Δ tržeb (%)	Δ stálých aktiv (%)	Δ výkonnosti zaměstnanců (%)
1	4	37	9,26	8,89	7,54	10,27	64,96
2	4	159	19,59	3,09	-3,89	11,60	0,84
3	1	2	0,00	0,00	9,63	15,70	20,78
4	2	0	112,16	0,00	0,00	73,61	0,00
5	2	116	300,00	200,00	-45,14	-84,76	261,86
6	0	0	0,00	0,00	-166,44	9,92	57,15
7	4	5	-10,73	-12,94	-2,83	0,01	-21,42
8	0	0	0,00	0,00	50,00	26,21	-2,75
9	2	16	0,00	0,00	7,46	17,65	-68,51
10	9	15	27,28	22,84	-6,19	27,83	47,06
11	2	3	28,92	37,46	-22,18	-9,38	26,93
12	1	9	-16,91	0,00	-30,65	-15,19	484,38
13	8	19	0,00	0,00	-31,55	-13,47	41,60
14	1	181	0,00	0,00	-22,07	89,71	15,73
15	1	1	-37,38	-34,83	-8,34	20,96	-932,65

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrná roční hodnota ukazatele ROA byla v případě podniků, do kterých investovala manažerská společnost Arca Capital Bohemia (viz tab. 27) 3 %. Nejvyšší hodnota, v intervalu 8 % a 9 %, byla zjištěna v případě dvou podniků. Celkově 9 podniků, tj. 60 % celku, dosahovalo hodnotu ROA dvou a více procent. Šest podniků (40 %) nedosahovalo výše odvozenou hodnotu ROA.

Ekonomická charakteristika ROE nabyla celkové průměrné roční hodnoty 37 %. Z toho 9 podniků, tj. 60 % tohoto celku dosáhlo úroveň čtyřprocentního a vyššího zhodnocení. Ze zbývajících 4 %, tj. 6 podniků, jejichž ROE bylo pod hranicí 4 %, měly tři podniky nulovou hodnotu ROE, tj. 20 % podniků.

Souběžné vyšší úrovně 2 a více procent u ROA a 4 a více procent u ROE dosahovalo celkem 5 podniků, tj. je více než 33 %.

Z průměrných ročních změn sledovaných ukazatelů lze formulovat následující:

Rentabilita vlastního kapitálu rostla v pěti podnicích (33,33 %), rentabilita aktiv rostla v sedmi podnicích (47 %).

Čtyři podniky ze sledovaného celku (téměř 27 %) vykazovaly souběžný meziroční průměrný růst tržeb stálých aktiv. U deseti subjektů (téměř 67 %) byl identifikován růst ukazatele výkonnost zaměstnanců.

Pouze ve dvou podnicích (13 %) docházelo k souběžnému růstu tržeb, stálých aktiv a výkonnosti zaměstnanců.

V jednom podniku rostlo všech pět sledovaných veličin.

U sledovaných změn docházelo u ROA k průměrnému ročnímu zvyšování o 28,81 %. Při podrobnějším zkoumání lze konstatovat, že v případě 20 % podniků docházelo ke klesání této veličiny, 40 % podniků nevykazovalo žádnou změnu a u 40 % podniků byl zjištěn růst této veličiny. Ve dvou případech, tj. 19 % podniků se jednalo o průměrné meziroční až extrémní přírůsteky v hodnotě 112 % a 300 %.

Hodnota ukazatele ROE se průměrně u všech sledovaných podniků společnosti ARCA ročně zvyšovala o 14,94 %. Ve dvou podnicích, tj. 13 % podniků, byl zjištěn průměrný meziroční pokles tohoto ukazatele, 53 % podniků nevykazovalo změnu ukazatele a v případě 40 % podniků byl zaznamenán růst ukazatele ROE. Stejně jako v případě ukazatele ROA byl zjištěn extrémní meziroční nárůst ukazatele ROE v případě jednoho podniku, a to v hodnotě 200 % meziročního průměrného přírůstku.

U tržeb byly zjištěny tyto hodnoty procentních meziročních změn : celková průměrná hodnota procenta meziroční změny byla stanovena na -17,64 %, tzn. hodnota ukazatele tržby se průměrně u všech sledovaných podniků společnosti ARCA ročně snižovala o 14,94 %. Konkrétně se jednalo o snižování tržeb u deseti podniků, tj. 67 % z celku, jeden podnik (7 %) vykazoval ve sledovaném období nezměněné tržby a u deseti podniků (27 %) tržby meziročně rostly.

Celková průměrná hodnota meziroční procentní změny stálých aktiv byla určena ve výši 12,04 %. U 27 % podniků bylo zjištěno průměrné meziroční snižování hodnoty stálých aktiv v netto vyjádření, u 73 % podniků bylo zjištěno průměrné meziroční zvyšování hodnoty stálých aktiv v netto vyjádření.

Výkonnost zaměstnanců, sledovaná v průměrné hodnotě meziročních změn klesala o 0,27 %, Zde je nutno poukázat na značné zkrácení extrémní hodnotou v případě jednoho podniku, kde bylo zjištěno průměrné meziroční klesání o 932,65 %. Počet podniků, kde byla meziročně zjištěna klesající hodnota výkonnosti zaměstnanců byl 10, tj. 27 %, v případě 67 % podniků byl zjištěn průměrný meziroční nárůst. U jednoho podniku, tj. 7 % celku, nebyla zjištěna změna stavu hodnoty tohoto ukazatele.

V jednom podniku, tj. 7 % celkového počtu podniků, docházelo k meziročnímu nárůstu všech sledovaných charakteristik.

V jednom podniku, tj. 7 % celkového počtu, docházelo současně k růstu 4 sledovaných charakteristik, kromě tržeb. Nejčastěji docházelo k meziročnímu procentnímu růstu ekonomických charakteristik stálá aktiva v netto vyjádření a výkonnost zaměstnanců, a to v případě 67 % podniků. Následovalo, v případě 40 % podniků meziroční zvyšování hodnoty ukazatele ROA, u 33 % podniků bylo sledováno meziroční navyšování hodnoty ukazatele ROE. V nejméně případech, u 27 % podniků, byl zjištěn meziroční nárůst ukazatele tržby.

Výsledky portfolia manažerské společnosti ARX Equity jsou uvedeny v tabulce 28.

Celková průměrná hodnota ukazatele ROA byla v případě podniků, ve kterých se angažovala společnost ARX Equity, zjištěna ve výši 4 %. Nejvyšší průměrné roční hodnoty byly dosaženy u dvou podniků na úrovni 8 % a 7 %. Celkově 6 podniků (tj. 86 %) dosahovalo hodnotu dvou a více procent.

Celková průměrná roční hodnota ukazatele ROE byla zjištěna ve výši 12 %, přičemž nejvyšší hodnota byla určena ve výši 26 % a 17 %. Všechny společnosti dosahovaly hodnotu ROE nad 4 %.

Šest podniků z celku, tj. 86 % souběžně dosahovalo požadovaných hodnot ROA a ROE.

Průměrné roční změny mají tyto charakteristiky:

u ukazatele ROA se hodnota průměrně meziročně zvyšovala o 36 %. Ve sledovaném souboru se nacházejí extrémní situace, a to jedna společnost vykazovala meziročně pokles hodnoty ukazatele o 200 %, u dvou společností byl vyšetřen nárůst ukazatele meziročně o 192 % a 200 %. Ze sledovaných sedmi společností byl u jedné, tj. 14 %, zjištěn meziroční pokles ukazatele, v 71 % podniků byl vypočten meziroční nárůst ukazatele a změna ukazatele v jednom podniku byla zjištěna jako nulová.

Průměrná procentní meziroční změna ROE v celém portfoliu podniků společnosti ARX Equity Partners byla vypočtena ve výši 37 %, tzn. hodnota ukazatele se průměrně meziročně u všech sledovaných podniků manažerské společnosti ARCA ročně zvyšovala o 37 %. Celkově docházelo k meziročnímu nárůstu hodnoty ukazatele ROE u 5 podniků, tj. 71 %. Stejně jako u ukazatele ROA se v hodnotách ROE vyskytují extrémní hodnoty, a to meziroční průměrný procentní pokles v případě jednoho podniku ve výši 200 %. A v případě dvou podniků extrémní meziroční nárůst hodnoty ukazatele o 200 % a 189 %.

Tab. XXVIII: Výsledky portfolia podniků manažerské společnosti ARX Equity Partners

	ROA (%)	ROE (%)	Δ ROA (%)	Δ ROE (%)	Δ tržeb (%)	Δ stálých aktiv (%)	Δ výkonnosti zaměstnanců (%)
1	3	7	23,8	23,6	40,5	-7,7	44,2
2	8	26	192,0	189,4	-57,9	-27,9	42,4
3	7	17	14,9	21,1	-5,7	14,3	45,1
4	2	5	-200,0	-200,0	16,1	17,5	-63,5
5	3	14	200,0	200,0	31,7	-6,5	-8,2
6	3	7	23,8	23,7	-2,7	-1,9	112,7
7	1	6	0,0	0,0	50,3	-6,8	4751,9

Zdroj: vlastní zpracování

Souběh růstu ROA a ROE byl zjištěn u pěti podniků, představuje tak 71 % celku.

Průměrná procentní meziroční změna další sledované podnikové charakteristiky – tržby – byla vypočtena ve výši 10,33 %. Ve sledovaných podnicích docházelo ve 43 % případů k meziročnímu procentnímu snižování hodnoty této charakteristiky, v 56 % se jednalo o meziroční nárůst.

Hodnoty ekonomického ukazatele stálá aktiva vyjádřená v netto formě vykazovaly celkově průměrně meziročně pokles, a to ve výši 2,72 %. Při podrobnějším zkoumání pak lze konstatovat, že v 71 % podniků hodnota meziročně průměrně klesala a ve 29 % podniků se hodnota meziročně průměrně zvyšovala.

Posledním sledovaným ukazatelem byla výkonnost zaměstnanců. Tento ukazatel zde nabývá mimořádných hodnot, a to meziroční celkový průměrný růst ve výši 703,51 %. Tento nárůst je způsoben extrémní hodnotou v jednom případě, kdy zjištěná hodnota byla ve výši 4751 % meziroční změny. Pokud by soubor tuto hodnotu neobsahoval, pak by meziroční nárůst byl 28,28 %. Celkem pak v 71 % podnicích byl zjištěn meziroční nárůst ukazatele a v 29 % podnicích pak pokles.

Při pohledu na celkové výsledky portfolia podniků společnosti ARX Equity Partners vyplývá, že ani jeden z podniků nedosáhl současně meziročního růstu všech sledovaných ukazatelů. Dva podniky, které tvoří 29 % podniků spravovaných společností ARX Equity Partners, dosáhly růstu 4 ukazatelů. Nejčastěji současně rostly ukazatele ROE a ROA. Ve sledovaných podnicích nejčastěji rostly ukazatele ROA, ROE a výkonnost zaměstnanců, které shodně dosáhly úrovně meziročního zvyšování v 71 % podnicích. Nejméně často rostl ukazatel stálých aktiv, kdy v 29 % podnicích byl zjištěn růst této veličiny.

Diskuze výsledků výzkumu identifikace investičních strategií manažerský společností

Více než polovina podniků (53 %), do kterých investovala společnost Genesis, mají v současné době dobrou výnosnost vloženého kapitálu i majetku v podobě stálých aktiv. Růst těchto ukazatelů v období angažovanosti rizikového kapitálu byl zaznamenán u 26 % podniků u ROE a u 32 % podniků u ROA. Souběžný růst ROA a ROE byl zaznamenán pouze u tří podniků, což představuje 15 % z celkového počtu. Údaje o růstu ROA a ROE ukazují, že ke zlepšování výnosnosti vloženého kapitálu a aktiv podniků docházelo v době sledovaného období společnosti Genesis pouze u 15 % podniků.

Pozornost zasluhuje meziroční průměrný růst ekonomických charakteristik tržeb a stálých aktiv u 8 podniků, tj. 42 % podniků a zjištění, že u 10 subjektů (tj. 53 %) došlo k růstu ukazatele výkonnost zaměstnance. K souběžnému k růstu těchto tří ukazatelů, tj. tržeb, stálých aktiv a výkonnosti zaměstnanců docházelo ve třech podnicích (16 %).

Růst tržeb ve spojení s přírůstkem stálých aktiv naznačují expansivní tržní investiční přístup těchto podniků jako předpoklad dobré budoucnosti podniku. Zvláště důležité je to, že z celkového počtu 8 podniků, u kterých k tomuto jevu došlo, jsou 4 podniky s doposud špatnou situací ve výnosnosti.

Z deseti subjektů s růstem výkonnosti zaměstnanců jako žádoucím jevem vykazuje pět subjektů současný pokles tržeb. U těchto pěti podniků je rozdílná úroveň ROA a ROE, dokonce i vysoce nadprůměrnou. Růst výkonnosti zaměstnanců spojujeme s poklesem nákladů, což hodnotíme jako žádoucí, přesto krátkodobou podnikatelskou politiku.

Ve třech podnicích dochází k dobrému spojení expansivní i úsporné podnikové politiky a jsou to podniky, které to potřebují, protože jejich dosavadní výnosnost je nízká.

Pro manažerskou společnost Genesis lze shrnout výsledky následovně:

- v 16 % podniků byl identifikován expansivní i nákladově úsporný přístup,
- ve 42 % podniků byl identifikován expansivní investiční přístup,
- ve 37 % podniků byla identifikována politika úspory nákladů,
- 5 % podniků bylo vyšetřeno bez růstu.

U investující společnosti ARCA Capital byla dosažena u 60 % podniků rentabilita kapitálu i rentabilita aktiv v úrovni, která byla stanovena jako požadovaná a odvozená od nejméně rizikových investic.

Rentabilita vlastního kapitálu rostla v pěti podnicích (33,33 %), rentabilita aktiv rostla v sedmi podnicích (47 %). K souběžnému růstu obou rentabilit došlo v pěti podnicích, tj. ve 33 % podniků z celku.

Čtyři podniky ze sledovaného celku (téměř 27 %) vykazovaly souběžný meziroční průměrný růst tržeb stálých aktiv. Dva z těchto čtyř podniků vykazovaly špatné ukazatele rentability.

U deseti subjektů (téměř 67 %) byl identifikován růst ukazatele výkonnost zaměstnanců, který byl u 9 z nich doprovázen poklesem tržeb.

Pouze ve dvou podnicích (13%) docházelo k souběžnému růstu tržeb, stálých aktiv a výkonnosti zaměstnanců.

V jednom podniku rostlo všech pět sledovaných veličin.

Závěr k manažerské společnosti ARCA Capital:

- ve 13 % podniků byla realizována expansivní i nákladově úsporná politika,
- ve 27 % podniků byla realizována expansivní politika,
- v 60 % podniků byla realizována politika úspory nákladů.

Investující společnosti ARX Equity Partners dosahovala u 86 % podniků rentabilita kapitálu i rentabilita aktiv úrovně, která byla stanovena jako požadovaná a odvozená od nejméně rizikových investic.

Souběžný růst ukazatelů ROA a ROE rostl v 71 % podniků, k souběžnému růstu tržeb a stálých aktiv došlo u jednoho podniku, tj. 14 % z celku. Byl to podnik s nízkou výchozí úrovní rentabilit. Souběžný růst tržeb, stálých aktiv a výkonnosti zaměstnanců nevykázal žádný podnik. U tří z pěti podniků s růstem výkonnosti zaměstnanců došlo k poklesu tržeb. Současně ve třech podnicích, tj. 43 %, byl růst tržeb spojen s poklesem stálých aktiv, v jednom podniku poklesly tržby i při poklesu stálých aktiv.

Závěr k manažerské společnosti ARX Equity Partners:

- zřetelný expansivní investiční přístup lze sledovat v případě 14 % podniků,
- její modifikaci v růstu tržeb, spojeným s poklesem stálých aktiv 43 % podniků,
- politiku pouze úspory nákladů (současný pokles tržeb a růst výkonnosti zaměstnanců) ve 43 % podniků,
- souběžná expanse a úspora nákladů nebyla identifikována u žádného podniku.

Z výše uvedených poznatků lze zhodnotit podnikatelskou přístup manažerských společností, které se podílely nejčastěji na investicích rizikového kapitálu v podnicích v regionu České republiky, *jako přístup úspory nákladů, tedy konzervativní investiční přístup*. Podniky v oblasti rentability vlastního kapitálu dosahovaly průměrně hodnot, které lze vzhledem k tzv. doporučeným hodnotám, považovat spíše za dobré.

Další sledované hodnoty ekonomických ukazatelů dosahovaly spíše meziročních průměrných procentních přírůstků než pokles, a tento fakt lze tedy považovat za pozitivní. Autorka z výsledků výzkumu vyvozuje, že angažovanost ***rizikového kapitálu v českých podnicích lze považovat za přínosnou.***

4.5 Seed fond jako prostředek hospodářského růstu

Aby odstranila selhání trhu⁴⁷, Česká republika vytvořila fond rizikového kapitálu, jehož prostřednictvím jsou s využitím prostředků strukturálních fondů podporovány malé a střední podniky v České republice v raných fázích a ve fázi rozšíření (dále jen „**státní investiční fond**“). Veškeré investice do cílových podniků budou minimálně ze 30 % spolufinancovány soukromým kapitálem, jehož participace zajistí, že investiční rozhodnutí státního investičního fondu budou motivována ziskem.

Východisky pro založení seed fondu byly⁴⁸:

1. Významná podpora inovací ve smyslu vzniku nových a současně rozvoje stávajících podniků; odstranění mezery na trhu, která je spatřována v neschopnosti podniků dosáhnout na bankovní úvěr; především podpořit konkurenceschopnost české ekonomiky.
2. Podpora rozvoje trhu rizikového kapitálu.
3. Efektivní využívání veřejných prostředků k podpoře podnikání – dosud je nejčastěji využívaným způsobem podpory podnikání v České republice forma nenávratných dotací. Existují dobré zkušenosti s využíváním návratných bankovních produktů, resp. zvýhodněných úvěrů a záruk od Českomoravské záruční a rozvojové banky. Investice rizikovým kapitálem, jež jsou v České republice dosud málo využívány, jsou v řadě zemí využívány pro podporu inovací a perspektivních know-how.

Státní investiční fond bude akciovou společností, jejímž jediným akcionářem bude Česká republika jednajícím prostřednictvím své organizační složky, Ministerstva průmyslu a obchodu. Státní investiční fond získá povolení České národní banky k činnosti jako tzv. fond kvalifikovaných investorů dle českých předpisů o kolektivním investování (vycházejících z principů směrnice AIFMD). Ministerstvo průmyslu a obchodu poskytne státnímu investičnímu fondu finanční prostředky v předpokládané celkové výši 16 000 000 EUR, jež budou složeny z 85 % z prostředků Evropského fondu pro regionální rozvoj, Operačního programu Podnikání a inovace, a z 15 % z prostředků státního rozpočtu České republiky. Finanční prostředky budou státnímu investičnímu fondu poskytnuty v souladu s evropskými předpisy použitelnými na strukturální fondy a vnitrostátní legislativou.

Majetek státního investičního fondu bude obhospodařován soukromou investiční společností. Investiční společnost bude vybrána na základě otevřeného a transparentního výběrového řízení, které se uskuteční dle pravidel veřejného zadávání. Odměna investiční společnosti se bude skládat z odměny za řízení a výkonnostní prémie, jejichž výše bude určena na základě uvedeného výběrového řízení. Tím bude zajištěno, že odměna investiční společnosti bude stanovena v tržní úrovni. Investiční společnost bude při obhospodařování majetku státního investičního fondu vázána statutem fondu, jehož

47 Viz kapitola Komparativní studie....

48 V současnosti (2015) je seed fond pozastaven

prostřednictvím bude při investování do cílových podniků zabezpečeno dodržování pravidel veřejné podpory a pravidel pro poskytování finančních prostředků pocházejících ze strukturálních fondů.

Státní investiční fond bude do cílových podniků investovat v souladu s pravidly stanovenými v čl. 29 Nařízení Komise (ES) č. 800/2008 a v čl. 4 Pokynů společenství pro státní podporu investic rizikového kapitálu do malých a středních podniků (podrobnosti jsou uvedeny v notifikačním dotazníku). Cílovým podnikům budou vždy poskytnuty finanční prostředky v podobě vlastního kapitálu (vklad do základního kapitálu, příplatky mimo základní kapitál, emisní ážio) a vedle toho jim mohou být poskytnuty nezajištěné podřízené úvěry. V případě, že si to vyžádá provozní potřeba cílového podniku, může mu být poskytnut i dodatečný úvěr za tržních podmínek. Celková výše dodatečných úvěrů bude vždy nižší než 30 % celkového rozpočtu.

Státní investiční fond bude moci poskytnout financování cílovým podnikům výhradně tehdy, pokud bude současně zajištěno spolufinancování ze strany soukromých investorů ve výši alespoň 30 % vynaložených prostředků. Prostředky státního investičního fondu a prostředky soukromých investorů se setkají na úrovni cílového podniku, ve kterém bude státní investiční fond a soukromý investor držet každý svůj vlastní podíl na základním kapitálu.

Možnost podílet se na investici do cílových podniků bude otevřena všem potenciálním soukromým investorům nezávislým na cílovém podniku, může se jednat o soukromé fondy rizikového kapitálu i jednotlivé investory. Spolupráce bude podmíněna pouze ochotou investiční společnosti spravující majetek státního investičního fondu uskutečnit investici společně s příslušným zájemcem z řad soukromých investorů (investiční společnost bude motivována důvěryhodností a zkušeností příslušného zájemce). Vztahy mezi státním investičním fondem a příslušným soukromým investorem budou ve vztahu ke každé jednotlivé investici upraveny vzájemnou dohodou, kterou bude jménem státního investičního fondu uzavírat investiční společnost.

Soukromí investoři budou k spoluúčasti na financování cílových podniků motivováni právem odkoupit v období od konce prvního do konce pátého roku po uskutečnění investice podíl státního investičního fondu v cílovém podniku za předem stanovenou cenu (call opce). V případě pozitivního vývoje dané investice tedy budou soukromí investoři mít možnost realizovat vyšší zisk, než jaký by odpovídal jejich původnímu podílu na investici. Naopak zisk státního investičního fondu bude v případě využití call opce omezen na rozdíl nabývací ceny investice a prodejní ceny, kterou státní investiční fond obdrží od soukromého investora. Tato cena se bude zvyšovat v čase, tak aby reflektovala postupně se zvyšující míru jistoty soukromého investora o pozitivním vývoji investice. Naopak v případě negativního vývoje investice nebudou soukromí investoři žádným způsobem zvýhodněni a stejně jako státní investiční fond ponесou v plném rozsahu ztrátu připadající na jejich podíl na investici.

Uvedená pravidla pro zvýhodnění soukromých investorů jsou v současné době ze strany vlády České republiky a Ministerstva obchodu a průmyslu konzultována s investorskou obcí v České republice formou vzájemných jednání a vyplnění investorského dotazníku. Z komunikace s potenciálními soukromými investory vyplývá, že bez zvýhodnění soukromých investorů by soukromý kapitál s ohledem na rizikovost investic do malých a středních podniků v počátečních stádiích jejich vývoje nebyl ochoten poskytnout spolufinancování.

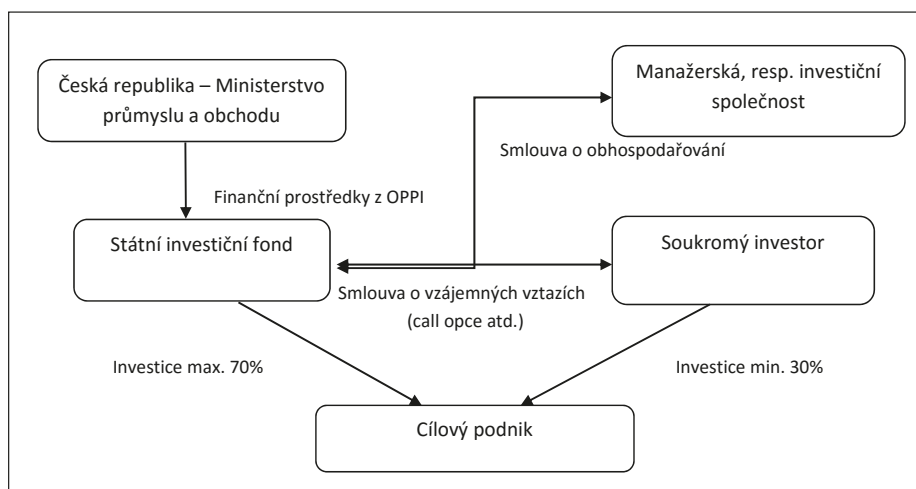
Ve fázi seed, kdy je identifikována průměrná investice 100–200 tis. € je atraktivita pro soukromé investory nízká. Ve fázi start-up, při průměrné investici 200–800 tis. €, je atraktivita pro investora rizikového kapitálu na úrovni nízké až střední. Pouze při fázi later stage, při objemu investic 800–1500 tis. € je identifikována vysoká atraktivita pro investory rizikového kapitálu. Zjištění odpovídá i současnému stavu, když provedené analýzy (Rajchlová a kol, 2011a) potvrzují, že trh s rizikovým kapitálem není v České republice rozvinut.

Za situace, kdy (i) žádná investice do cílového podniku nebude moci být uskutečněna bez spolufinancování ze strany soukromých investorů a (ii) investiční riziko soukromých investorů nebude žádným způsobem přenášeno na státní investiční fond, bude zajištěno, že investice do cílových podniků budou uskutečňovány na tržním základě a motivované ziskem. Dalším mechanismem zajišťujícím tržní způsob investování bude skutečnost, že na straně státního investičního fondu bude o realizaci investic rozhodovat investiční společnost obhospodařující jeho majetek, která bude k ziskovosti investic motivována výkonnostní premií.

Státní investiční fond bude koncipován na dobu určitou deseti let, s možností prodloužení o další dva roky (se souhlasem řídicího orgánu a České národní banky), tak aby ke konci fungování fondu nemuselo docházet k urychlenému výprodeji bez ohledu na stav zainvestovaných projektů. Kapitál bude jednotlivým cílovým podnikům zpravidla poskytován na dobu od 4 let do 8 let, poté bude investice ukončena zpeněžením, případně likvidací.

Časový průběh lze tak rozdělit do následujících fází:

- Investiční fáze od 0 do 5 let, kdy bude realizována investice do cílových společností.
- Rozvojová fáze od 5 do 7 let, kdy budou udržovány investice v cílových podnicích a budou implementovány kroky ke zhodnocení investice.
- Kumulační fáze od 7 do 10 let, kdy bude docházet k výstupům z projektů (k exitům samozřejmě může docházet i v investiční a rozvojové fázi).



Obr. 2: Schéma fungování státního investičního fondu

Zdroj: vlastní zpracování

Zde je nutno uvést, že předpokládaný časový horizont průběhu investice je delší, než doba, která je zjištěna jako průměrná u investic rizikovým kapitálem prostřednictvím investorů RK. Tato byla identifikována 4 až 6 let (Zinecker, Rajchlová, 2010).

Finanční prostředky navracené do státního investičního fondu po ukončení jednotlivých investic do cílových podniků budou použity v souladu s pravidly pro nakládání s prostředky pocházejícími ze strukturálních fondů.

Cílovými společnostmi jsou takové podniky, které jsou buď inovačně a technologicky orientované, nebo realizují výsledky výzkumu a vývoje. Čerpání prostředků ze seed fondu nebude zatíženo preferencí sektorového zaměření podniků. Výběr investic je podmíněn ekonomickou výhodností investice a předpokladem zúročení vkladů, dle předloženého podnikatelského plánu, v průměrné výši minimálně 15 % p.a.

Investiční příležitosti budou vyhledávány a identifikovány fondem, soukromým investorem, předložený návrh organizací působící v systému podpůrné inovační infrastruktury. Preferovanou možností je ta, že představitelé podniků se budou hlásit individuálně.

Seed fondy v zahraničí představují vhodnou formu financování pro takové podniky, které nejsou schopny dosáhnout na bankovní úvěry, a to z důvodu absence finanční historie. Potenciál takových fondů je z hlediska hospodářského růstu ekonomiky významný, jak dokládají zkušenosti ze zahraničí. Lze předpokládat, že i v České republice bude etablovanou formou podpory rozvoje malého a středního podnikání, jako nositele dynamiky hospodářství.

4.6 Zhodnocení pozice a příležitostí investora

Specifičnost rizikového kapitálu je spatřována především v kooperaci investorů a představitelů podniku. Rizikový kapitál tak představuje tzv. chytré peníze, kdy poskytovatelé tohoto jsou osobně zainteresovaní na dobrém celkovém vývoji podniku a poskytují nejen finanční prostředky, ale také svoje znalosti, kontakty a informace. V oblasti teorie, vědy a výzkumu lze hovořit o vyplnění bílého místa v oblasti zkoumání financování podniků, konkrétně prohloubení znalostí o alternativním způsobu financování, který rizikový kapitál je.

Z pohledu praxe se pak jedná o zmapování tohoto způsobu financování jako návodu pro investory, kteří tak mohou vstupovat na trh.

Je nutné si uvědomit, chce-li investor dosáhnout předpokládaného zhodnocení své investice, pak musí i podnik dosáhnout předpokládaného zhodnocení. Musí tedy společně spolupracovat a kooperovat. Z výsledků výzkumu oblasti předávání nefinanční přidané hodnoty vyplývá, že nejdůležitější oblastí zajmu pro investora je, logicky, strategické a finanční řízení. Pokud si všimneme, existuje souvislost se zjištěnými investičními postupy. Jedná se o konkrétní tyto formy: 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.

Investor se nedotýká operativního řízení podniku, které tak zůstává dále doménou vlastníků, resp. managementu podniku.

Výsledky výzkumu ovlivnění vývojové fáze podniku na transfer know-how zřetelně naznačily, že zatímco v early stage je nutná kooperace s investorem na vytvoření organizační struktury (60 % investorů ji poskytlo) ve fázích later stage a buyouts je tato podpora zanedbatelná (30 % investorů), stejně jako pomoc při výběru spolupracovníků je důležitá v early stage (50 %), nikoliv však později (20 %). Výrazný rozdíl je ve formě podpory při získání referenčních zákazníků, kdy v úvodní fázi tuto pomoc poskytlo 40 % investorů, zatímco v následujících fázích vývoje podniku pouze 10 %. Pokud nahlédneme na výsledky z opačné strany, pak ve fázích buyouts je žádaná podpora při expanzi podniku (80 %), avšak ve fázi early stage pouze 40 %. Formy podpory při stanovení obchodní strategie a dohled nad finanční vývoje jsou uplatňovány ve vysoké míře (interval 80 % – 70 %) bez ohledu na to, v jaké vývojové fázi se podnik nachází.

Z výše uvedeného vyplývají konkrétní požadavky na znalosti a kompetence investorů, resp. jejich týmů a jejich uplatňování ve vývojových fázích podniku.

Byla zmíněna provázanost mezi investičními strategiemi a přenosem nefinanční přidané hodnoty. Je nutno zdůraznit, že angažovanost investorů v podnicích je, na základě autorkou provedených výzkumů, které budou i zmíněny dále, **považována z podnikohospodářského hlediska za přínosnou**. Přístupy investorů byly zhodnoceny jako přístupy úspory nákladů, tedy konzervativní strategie. Současně bylo dosahováno dobrých výsledků (viz kapitola Zhodnocení investičních přístupů...) sledovaných ekonomických ukazatelů. To vypovídá o kladenému důrazu na správnou obchodní strategii a následný dohled nad finančním vývojem ve smyslu důsledné a pravidelné kontroly. Právě pohled „z venku“, kterým můžeme dozor investora nazvat, umožní, aby docházelo i k nepopulárním krokům typu, redukce majetku, pracovníků, kontakt sice s dlouholetými zákazníky, ale pozdě platícími zákazníky, odklonění se od zaběhnutých postupů, přehodnocení finanční struktury, např. v příjmu cizích zdrojů a uplatnění pákového efektu.

Jako další příležitost pro investory je spatřována implementace seed fondu. V zahraničí je tato kooperace státu a investorů velmi dobře hodnocena. Ve srovnání s požadavky investorů na zhodnocení investice (30 % p. a. ROE)⁴⁹ je zde tato nižší, a to 15 % p. a. ROE. Tím se nabízí možnost využití investic do širšího okruhu podniků a předmětů podnikání. V současnosti však⁵⁰ je seed fond pozastaven, avšak se znovu uvažuje, na úrovni vlády, o jeho obnovení.

49 Blíže kapitola 4.3

50 Leden 2015

5. RIZIKOVÝ KAPITÁL JAKO VOLBA PODNIKATELE

Forma financování rizikovým kapitálem je především alternativní volbou financování aktivit pro podnikatele. Obsah následujících subkapitol je tvořen výsledky primárního výzkumu s praktickým využitím především pro podnikatele, ev. management podniků. Po úvodních podrobných informacích o samotném procesu financování rizikovým kapitálem je postupováno chronologicky. Jsou popsány podmínky Due diligence, popsány charakteristiky předmětu zájmu investorů pro vstup do podniku. Při koexistenci investora a podnikatele v podniku je pak důležité, aby podnikatelé věděli, jaké know-how investoři předávají a především, jakým způsobem se doposud ekonomicky vyvíjeli podniky s angažovaností rizikového kapitálu, a z toho lze vyvodit závěry, zdali lze považovat investice RK v podnicích za úspěšné. Závěrečná subkapitola obsahuje shrnutí a doporučení pro podnikatele, kteří uvažují o formě financování podnikových aktivit rizikovým kapitálem.

5.1 Proces financování rizikovým kapitálem

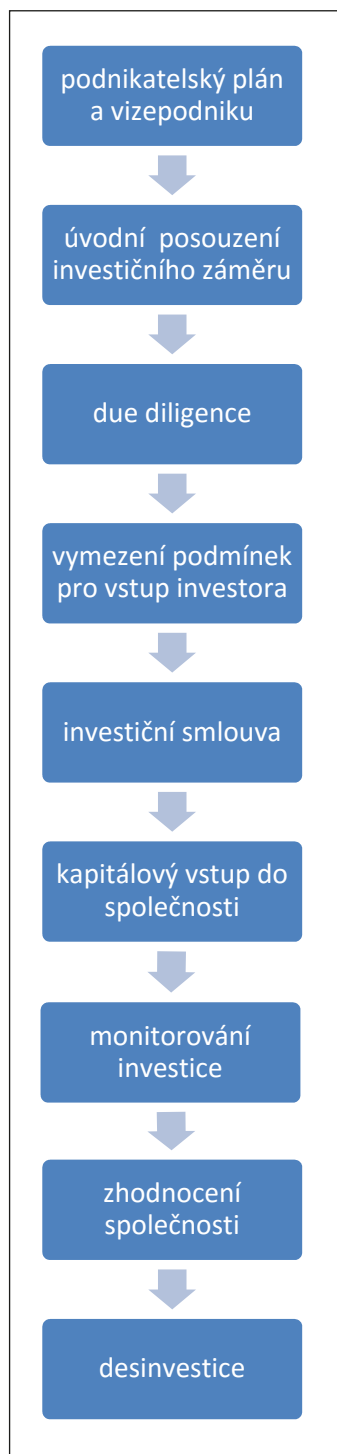
Proces financování rizikovým kapitálem je v literatuře popisován shodným způsobem. Autoři např. Dvořák (1998), Scheřzyk (2006), Leitinger (2000) se shodují na průběhu, který je znázorněn na (obr. 3). Autoři Schröder (1992) a Zemke (1995) doplňují průběh investičního procesu o fázi fundraisingu jako prvního kroku.

Investory rizikového kapitálu představitelé podniku usilující o kapitálový vstup oslovují prostřednictvím podnikatelského záměru s jasně vymezenou vizí dalšího rozvoje podniku. Podnikatelský záměr vhodný 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. 5.2).

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

Obr. 3: *Investiční proces*

Zdroj: vlastní zpracování dle Dvořák (1998)

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. 2.2.1). 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.

5.2 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 zahraničí a České republice. Ze studií zaměřující se na problematiku Due Diligence a její aplikaci v procesu financování rizikovým kapitálem lze jmenovat např. (Schönenbauer, 2004), (Scheffcyk, 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 specifik – 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. (Tyebee, 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 následující kapitole.

Primární výzkum probíhal formou osobních a telefonických rozhovorů s investory rizikového kapitálu v České republice. Byli osloveni dva investoři s praxí na trhu rizikovým kapitálem od roku 1998. 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 potřebný 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 z 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 možnosti 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 samozřejmou 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 buyouts.

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 buyout 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, pojišťovnami, 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 spolumajitelem 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 buyoutu 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. buyouts.

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 podmínkou, 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, eventuálně 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 konkurrence 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. Další 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

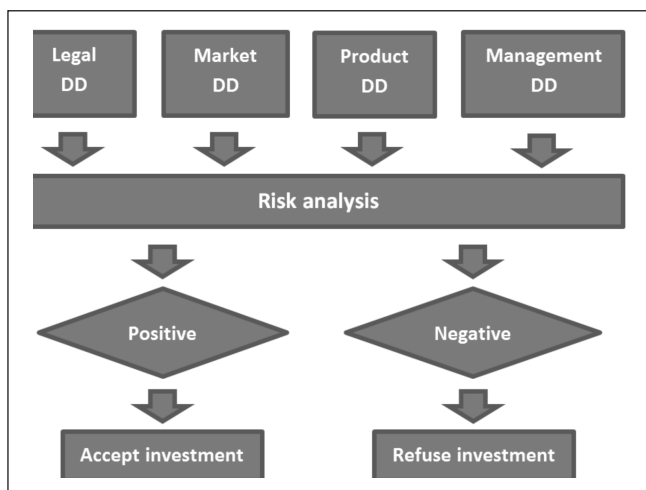
Závěry plynoucí z analýz Due Diligence by měly být vždy objektivní a měly by pravdivě obsáhnout všechny silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby pro obchodní společnosti.

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. 4.

Diskuse výsledků šetření Due Diligence

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), (Scheffcyk, 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 (Scheffcyk, 2006), (Schoenbauer, 2004) a (Horwath, 2004), jak již bylo uvedeno, se omezují na obecný



Obr. 4: Proces rozhodování

Zdroj: vlastní zpracování

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 rovnat 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 odlišná. 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 chráněny (Macmillan et al., 1987). Podle (Zinecker a Rajchlová, 2010) se tuzemští investoři investují do oblastí spotřebních 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.

5.3 Vymezení podmínek investorů pro vstup do podniku

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, 2006). 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 přírážky.

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 s rizikovým kapitálem spadajících do období od sedmdesátých let až po současnost.

Potenciální příjemci rizikového kapitálového financování 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 výzkumu⁵¹, 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**. Výzkumu si rovněž klade otázku, které důvody investory vedou k zamítnutí podnikatelského projektu financovat.

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 roztríděných do šesti bloků hodnotících osobnost manažera, zkušenosti manažera, produkt, relevantní trh a finanční cíle. Dotazník je uveden v Příloze 3. Východiskem pro zařazení kritérií do dotazníku byly

51 Zinecker, Rajchlava (2010)

zahraniční výzkumy (zejména pak výzkum Eiseleho et al. (2002) a dále pak výzkumy autorů Tyebee/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 29. 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 jednotlivými fázemi životního cyklu příjemců kapitálu. Definice vývojových fází podniku jsou uvedeny dříve.

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. 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.

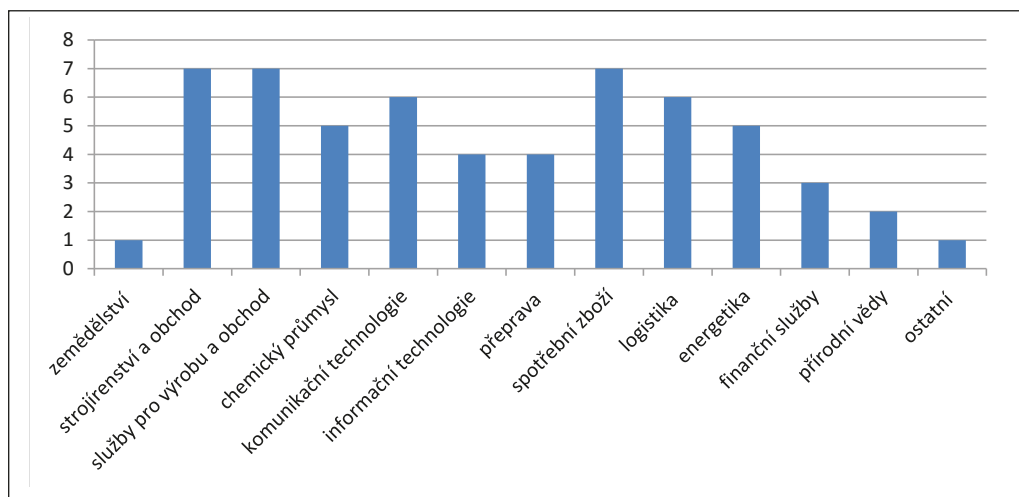
Výzkumný vzorek lze blíže popsat prostřednictvím následujících charakteristik:

- 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 9);
- 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 %).

Tab. XXIX: *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	Naprostο nezbytné /neopomenutelné	Kritérium, které musí být bezpodmínečně splněno, aby rozhodnutí investora o kapitálovém vstupu bylo kladné.

Zdroj: upraveno dle EISELE et al. (2001)



Graf 9: Obory investování společností investujících rizikový kapitál v ČR

Zdroj: vlastní zpracování

V tabulce 30 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 2.–7. sloupci 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 30 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.

Tab. XXX: Průměrná míra významnosti kritérií, směrodatná odchylka a relativní četnost odpovědi naprosto nezbytné

	Early Stage		Later Stage Venture		Buyouts		relativní četnost odpovědi (%) naprosto nezbytné			
	průměr	směrodatná odchylka	průměr	směrodatná odchylka	průměr	směrodatná odchylka	Early Stage	Later Stage Venture	Buyouts	
										2
I. Osobnost manažera/managementu										
1. schopnost přesvědčivým způsobem reprezentovat podnikatelskou myšlenku	2,3	0,9	2,2	0,7	2,1	0,6	66,70	33,33		25,00
2. na straně managementu lze identifikovat extrémní výkonnost a odolnost	2,5	0,8	2,3	0,7	2,3	0,7	66,70	50,00		37,50
3. management dokáže rozpoznat rizika, správně je vyhodnotit a odpovídajícím způsobem na ně reagovat	2,3	0,7	2,3	0,7	2,4	0,9	50,00	50,00		62,50
4. management dokáže vystihnout problémy, definovat cíle a přidělit úkoly	2,3	0,7	2,3	0,7	2,5	0,7	50,00	50,00		62,50
5. management dokáže sthnout spolupracovníky ve věci společné vize	2,2	1,1	2,2	1,1	2,1	0,9	50,00	50,00		37,50
6. management je ve své práci svědomitý a nezanedbává detaily	2,2	0,9	2	0,8	2	0,9	50,00	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
II. Zkušenosti manažera/managementu										
8. management je co nejpřesnější seznámen s cílovým trhem	2,5	0,76	2,3	0,7	2,6	0,5	66,70	50,00		62,50
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	2,3	0,7	2,8	0,4	0,00	50,00		75,00
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

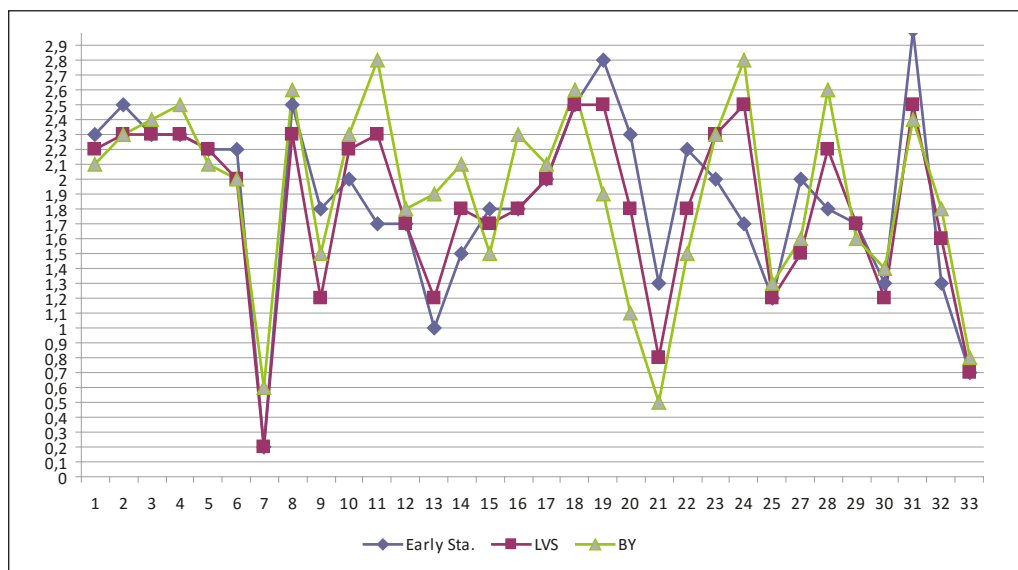
pokračování Tab. XXX: Průměrná míra významnosti kritérií, směrodatná odchylka a relativní četnost odpovědi naprosto nezbytné

	Early Stage		Later Stage Venture		Buyouts		relativní četnost odpovědi (%) naprosto nezbytné		
	průměr	směrodatná odchylka	průměr	směrodatná odchylka	průměr	směrodatná odchylka	8	9	10
1	2	0,8	4	0,7	6	0,9	0,00	0,00	10
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
III. Ostatní kritéria pro hodnocení manažera/managementu									
15. podíl managementu na základním kapitálu podniku	1,8	1,3	1,7	1,2	1,5	1,1	50,00	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	2,3	0,8	33,30	33,30	50,00
17. reference o dosavadní činnosti managementu	2	0,8	2	0,8	2,1	0,6	33,30	33,30	25,00
IV. Charakteristika produktu									
18. užitek produktu pro zákazníka je jednoznačně rozpoznatelný	2,5	0,8	2,5	0,5	2,6	0,7	66,70	50,00	75,00
19. produkt představuje jednoznačné zlepšení v porovnání s dosavadní nabídkou	2,8	0,4	2,5	0,5	1,9	0,8	83,30	50,00	25,00
20. produkt disponuje vysokým stupněm inovace	2,3	0,7	1,8	0,7	1,1	0,6	50,00	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	50,00	16,67	0,00
23. vývojová fáze produktu je uzavřena (existuje funkční prototyp)	2	0,8	2,3	0,7	2,3	1,1	33,33	50,00	62,50
24. produkt je prokazatelně ze strany trhu akceptován	1,7	1,1	2,5	0,5	2,8	0,4	33,33	50,00	75,00
25. produkt disponuje potenciálem k tvorbě výrobkové řady	1,2	1,2	1,2	1	1,3	0,9	20,00	20,00	14,29

pokračování Tab. XXX: Průměrná míra významnosti kritérií, směrodatná odchylka a relativní četnost odpovědi naprosto nezbytné

	Early Stage		Later Stage Venture		Buyouts		relativní četnost odpovědi (%) naprosto nezbytné		
	průměr	směrodatná odchylka	průměr	směrodatná odchylka	průměr	směrodatná odchylka	Early Stage	Later Stage Venture	Buyouts
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>V. Charakteristika relevantního trhu</i>									
26. trh se vyznačuje vysokou mírou růstu	2,3	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	2,2	0,7	2,6	0,5	33,33	33,33	62,50
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	3	0	2,5	0,5	2,4	0,5	100,00	50,00	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	-	-	-

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



Graf 10: 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, zaujímají 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 *vypážené 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 užítku 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 nejméně významné 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 Buyouts 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 20 obsahuje taxativní seznam důvodů zamítnutí podnikatelských projektů tak, jak jej formulovali respondenti, tedy společnosti investující rizikový kapitál v ČR.

Tab. XXXI: *Důvody zamítnutí projektů*

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

Zdroj: vlastní zpracování

Diskuze výsledků výzkumu vymezení podmínek pro vstup investora

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 vyzrállost, 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 (Muzyka 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 insolventcí, pět pokryje svoje náklady (Living Dead), 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 nepříjemné 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 zamítnutí projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v ČR v zásadě potvrzují to, co vyplývá z výsledků hodnocení míry významnosti jednotlivých investičních kritérií (tabulka 19). Důvodem pro zamítnutí 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.

5.4 Využívání manažerského know-how v podnicích

V kapitole 4.2 a 4.3 je popsáno, z jakých podnikových oblastí investoři nejčastěji předávají svoje zkušenosti v podobě podpory managementu podniku. V této kapitole se autorka zabývá následující otázkou: Dochází na českém trhu rizikovým kapitálem k transferu manažerského know-how ze strany investorů směrem k financovaným podnikům? Pakliže ano, o jaké oblasti řízení a konkrétní formy odborné pomoci investorů se jedná? Jaký postoj zauímají financované podniky k poradenství ze strany externích investorů? Lze na tuzemském trhu rizikovým kapitálem vysledovat specifika ve fungování daného segmentu trhu?⁵²

Vzhledem k výše definovanému výzkumnému cíli, prostřednictvím položených otázek, je charakter této studie explorativní, tj. netestuje specifickou hypotézu, ale snaží se lépe porozumět tuzemskému trhu rizikového kapitálu.

Definování výzkumného vzorku a sběr dat v podmínkách ČR lze označit se složitě, neboť neexistuje veřejný taxativní seznam financovaných podniků a investorů. Při definování výzkumného vzorku se lze opřít o statistická data publikovaná Evropskou asociací rizikového a rozvojového kapitálu (EVCA, 2012): v období 2007-2011 bylo financováno institucionalizovaným rizikovým kapitálem celkem 90 podnikatelských subjektů. Z hlediska fází životního cyklu převažují manažerské odkupy (angl. buyouts) čítající 43 transakcí, následované podniky ve fázích later stage (17 transakcí) a start-up (7 transakcí). Zbytek připadá na transakce typu growth, rescue/turnaround a replacement. Investice v zárodečné fázi (angl. seed) nebyla v tomto období uskutečněna ani jedna. Data dokládají nízký počet transakcí v kategorii „Venture Capital“, tj seed a start up fáze. Výběrový soubor respondentů tvoří podniky se sídlem v ČR, které získaly financování prostřednictvím tuzemských manažerských společností – členů České asociace rizikového a rozvojového kapitálu (CVCA) v období let 2000–2011. Vzhledem k definované omezující podmínce tvoří výběrový soubor respondentů 47 subjektů, resp. transakcí. Dle informací ze strany

52 Zinecker, Rajchlová, 2012

investorů a ověřených CVCA byly v uvedeném období realizovány transakce v následující struktuře: start-up (2x), manažerské odkupy (9x), překlenovací financování (1x) a rozvojové financování (36x).

Metodou sběru primárních dat bylo dotazníkové šetření. Semi-strukturovaný on-line dotazník byl umístěn na webových stránkách Fakulty podnikatelské Vysokého učení technického v Brně (Příloha 4). Průvodní dopis s odkazem na dotazník byl zaslán prostřednictvím elektronické pošty konkrétním zástupcům podniků v polovině října 2011. Po 14 dnech od odeslání dotazníku byli respondenti, kteří prozatím neodpověděli, znovu požádáni (e-mailem nebo telefonicky) o vyplnění dotazníku. Sběr dat byl uzavřen v polovině listopadu 2011. Ze 47 oslovených představitelů podniků jich 20 dotazník vyplnilo a kvóta návratnosti tak dosáhla úrovně 43 %. Financované podniky se nacházely buď ve fázi *later stage venture* (18 subjektů) nebo *buyout* (2 subjekty). Počet získaných dotazníků a nezastoupení transakcí v jiných vývojových fázích životního cyklu podniku jsou při interpretaci dat limitujícími faktory.

Dotazník obsahoval tyto části: identifikace respondenta, označení životní fáze vývoje podniku, období vstupu investora (nepovinný údaj), seznam 29 forem odborné pomoci rozdělených do třech oblastí v souladu se Sapienza et al. (1996). Souhlas s využíváním dané formy manažerské podpory vyjadřovali respondenti označením odpovědi ANO/NE. Respondenti měli rovněž možnost v „prostoru pro sdělení“ uvést další formy odborné pomoci, která v seznamu uvedeny nebyly, a byli požádáni, aby zhodnotili spolupráci s investorem.

Zpracování dat majících charakter dichotomické (alternativní) proměnné se vzhledem k omezenému počtu respondentů ve výzkumném vzorku omezilo na využití absolutních a relativních četností. Ačkoliv výzkumné výsledky nelze považovat za reprezentativní a zobecňující, umožňují v kombinaci s obsahovou analýzou otevřené otázky (další formy transferu manažerského know-how a zhodnocení spolupráce s investorem) naplnění cíle induktivního postupu kvalitativního výzkumu, tj. „pátrat po jakékoliv struktuře, která existuje v proměnných v oblasti zájmu, vytvářet nové hypotézy, nové porozumění a vytvářet teorii“ (Disman, 2002).

Výsledky výzkumného úkolu

Ze statistického zpracování dat vyplývá, že 90 % z oslovených podniků využívá některou z forem odborné podpory poskytované investorem rizikového kapitálu. Pouze 10 % respondentů uvedlo, že k žádnému transferu manažerského know-how nedochází. Analýza dat je obsahem tabulky 32.

Strategické řízení je v podmínkách podniků financovaných rizikovým kapitálem nejčastěji zmiňovanou oblastí, ve které dochází k transferu manažerského know-how ze strany investorů. V této rovině je nejčastější formou manažerské podpory spolupráce s investorem při definování obchodní strategie podniku. Kladně se v tomto směru vyjádřilo 13 respondentů (65 %). Z hlediska četnosti kladných odpovědí jsou dalšími významnými formami nefinanční přidané hodnoty poradenství při plánování expanze (40 %), poradenství při plánování internacionalizace (20 %) a podpora při tvorbě organizační struktury podniku (20 %).

Naopak, výsledky výzkumu naznačují, že role investora při vývoji produktu a služby a formulování marketingové či výrobní strategie je spíše okrajová. Ani jeden z respondentů neuvádí využívání podpory investora při definování podnikových procesů.

Tab. XXXII: Oblasti a formy manažerské podpory ve výběrovém souboru

Oblast nefinanční přidané hodnoty	Forma nefinanční přidané hodnoty	Absolutní četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí (v %)
Přidaná hodnota v oblasti strategického řízení			
financování	dohled nad finančním vývojem	12	60
	podpora při získávání cizího kapitálu	5	25
	odborná pomoc při sestavování rozpočtů a finančních plánů	4	20
	podpora při získávání alternativních forem vlastního kapitálu	0	0
	podpora při získávání dotací	0	0
obchodní oblast	definování obchodní strategie	13	65
	plánování expanze	8	40
	plánování internacionalizace	4	20
	tvorba organizační struktury	4	20
	vývoj produktu/služby	1	5
	formulování marketingové a výrobní strategie	1	5
	definování podnikových procesů	0	0
Přidaná hodnota v interpersonální oblasti			
mentor/kouč		1	5
důvěrník		1	5
Přidaná hodnota v oblasti networkingu			
zdroj profesionálních kontaktů	kontakt s právníky a poradci	8	40
	kontakt s investičními bankami	7	35
	kontakt na podniky v portfoliu investorů	4	20
	styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	3	15
	kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery z oddělení vědy a výzkumu	0	0
	kontakt na zástupce masmédií	0	0
	zdroj obchodních informací	získávání obchodních partnerů	2
	získávání zákazníků	1	5
	získávání referenčních zákazníků	1	5
	výběr dodavatelů	1	5
řízení lidských zdrojů	výběr členů manažerského týmu	4	20
	výběru spolupracovníků	2	10
	poradenství v otázce zvyšování motivace zaměstnanců	1	5
	výběr spolupracovníků v technické oblasti	0	0
	spoluúčast při vyjednávání obsahu pracovních smluv	0	0

Zdroj: vlastní zpracování (2011)

V oblasti finančního řízení se respondenti vyjadřují k podpoře ve formě dohledu nad finančním vývojem podniku. K využívání této formy odborné pomoci se kladně vyjádřilo 12 respondentů (60 %), přičemž financované podniky zároveň připouštějí, že investor sehrává roli při získávání cizího kapitálu (25 %) a sestavování rozpočtů a finančních plánů. Využívání odborné pomoci při získávání alternativních forem vlastního kapitálu nebo dotací oslovené podniky neuvádějí.

V porovnání se strategickým řízením se jako méně využívaná oblast jeví networking. Méně než polovina respondentů uvádí, že investor byl zprostředkovatelem kontaktu na právníky a poradce (40 %) a investiční banky (35 %). Pouze čtyři respondenti uvádějí (20 %), že investor zprostředkoval kontakt na podniky v rámci svého investičního portfolia a tři respondenti (15 %) označili investora jako styčný bod (rozhraní) s jinými investory. Ani jeden z dotazovaných respondentů nezmiňuje zprostředkování kontaktů na CEO podniků z portfolia investorů. Dle respondentů investoři rovněž nesdílejí kontakty na manažery oddělení vědy a výzkumu z portfolia jiných financovaných podniků. Stejně je to v případě kontaktů na zástupce médií.

Jenom malá část respondentů uvádí, že by se investoři angažovali v oblasti řízení lidských zdrojů. Využití odborné pomoci s výběrem členů managementu financovaného podniku připouštějí čtyři financované podniky (20 %), dva podniky (10 %) využily pomoc investora s výběrem spolupracovníků a v případě jednoho podniku se investor podílel na projektu cíleného na zlepšení motivace zaměstnanců. Oslovené podniky neuvádějí využívání podpory investora v oblasti výběru klíčových zaměstnanců v technické oblasti a spoluúčast investora při vyjednávání o obsahu pracovních smluv.

Velmi nízkou podporu přikládají respondenti významu investora jako zdroje obchodních informací (tj. získávání obchodních partnerů obecně, zákazníků a dodavatelů). Obdobným způsobem se pak vyjadřují k roli nefinanční přidané hodnoty v interpersonální oblasti (role investora jako mentora, kouče a důvěrníka).

V tabulce 33 jsou formy odborné pomoci seřazeny z hlediska absolutní a relativní četnosti kladných odpovědí od nejvýznamnější po nejméně významnou bez ohledu na to, do které ze třech zkoumaných oblastí spadají. Pouze dvě formy manažerské podpory byly využity ze strany více než 50 % podniků. Jsou jimi 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 kontaktů na právníky, poradce a investiční banky. S výjimkou podpory při získávání cizího kapitálu nebyly ostatní formy odborné pomoci využity ani 25 % respondentů. K transferu manažerského know-how dle výsledků výzkumu nedochází v následujících oblastech: definování podnikových procesů, získávání alternativních forem vlastního kapitálu a dotací, výběr klíčových spolupracovníků v technické oblasti, vyjednávání o obsahu pracovních smluv, zprostředkování kontaktu na vedoucí provozů, vědy a výzkumu u partnerů a zprostředkování kontaktu na zástupce médií.

V rámci otevřené otázky respondenti hodnotili spolupráci s investorem. V tabulce 23 následují připojené komentáře v původním znění rozdělené do třech kategorií (pozitivní, negativní a neutrální).

Tab. XXXIII: *Formy manažerské podpory ve výběrovém souboru*

Forma manažerské podpory	Absolutní četnost kladných odpovědí (formy podpory)	Relativní četnost kladných odpovědí (formy podpory)
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

Tab. XXXIV: Hodnocení spolupráce s investorem financovanými podniky

Pozitivní sdělení	<p>„S investorem jsme byli maximálně spokojeni. Vynikající spolupráce, volnost, motivace a osobní přístup.“</p> <p>„Ze strany investora šlo především o investici a dohled nad 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).“</p> <p>„Kladně hodnotíme především zachování REINVESTOVÁNÍ zisku pro další rozvoj podniku a minimální byrokratická omezení při rozvoji podnikání.“</p> <p>„XXX je naším majitelem, jeho zástupce je v dozorčí radě. Přímou neovlivňuje dění v podniku, má vliv na změnu managementu.“</p>
Negativní sdělení	<p>„Akcíe společnosti XY a.s. byly koupeny americkým investičním fondem, který je po 14 měsících dále prodal významnému evropskému výrobcí xxxxx hmot. Nešlo tedy o případ financování jakéhokoli rozvoje společnosti PE kapitálem z vnějšku, ale o obchodní transakci s cílem relativně rychle vydělat.“</p> <p>„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.“</p> <p>„Spolupráce s investorem nepřinesla očekávaný efekt“</p>
Neutrální sdělení/ sdělení po telefonátu	<p>„Investor neposkytoval ani jednu z výše uvedených forem pomoci a ani žádnou jinou.“</p> <p>„Žádná z uvedených možností nebyla poskytnuta, ani nabídnuta.“</p>

Zdroj: vlastní zpracování

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 relevantní 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 obou podniků se shodli na tom, že budou zvažovat možnost opětovného oslovení investora rizikového kapitálu v případě budoucí potřeby finančních zdrojů.

Diskuze výsledků výzkumu využívání manažerského know-how v podnicích

Výsledky výzkumu naznačují podporu „hands-on“ přístupu k řízení investic ze strany podniků zahrnutých do výzkumného vzorku. Bygrave et al. (1999) a Nathusius et al. (2001) přitom upozorňují na to, že „hands-on“ přístup je spojován výhradně se vstupem investora do raných fází vývoje podnikatelského subjektu (seed, start-up). Lze tedy hovořit o modifikované podobě „hands-on“ přístupu v podmínkách českého trhu rizikovým kapitálem, jelikož investoři zde aktivně ovlivňují řízení podniku rovněž v rozvojové fázi (angl. later stage). Existenci „hands-off“ přístupu, tedy omezení činnosti investora na monitoring vývoje podniků v portfoliu, výsledky výzkumu nepodporují.

V otázce transferu nefinanční přidané hodnoty kladou podniky důraz zejména na oblast strategického řízení. Kladně se vyjadřují k roli investora při definování obchodní strategie, jeho účasti při plánování expanze, internacionalizace a formování organizační struktury. Rovněž zásahy investora do oblasti finančního řízení jsou dle velké části respondentů časté. Naopak, výsledky výzkumu neimplikují transfer manažerského know-how v oblasti vývoje produktu/služby nebo formulování marketingové a výrobní strategie. Vzhledem k vývojové fázi podniků zahrnutých do výzkumného vzorku to ovšem není překvapující zjištění.

Z hlediska síťování je financovanými podniky nejčastěji zmiňována role investora jako zprostředkovatele kontaktů na právníky, poradce, investiční bankéře a jiné podniky v rámci portfolia. Naopak, investor jako zdroj obchodních informací a zprostředkovatel členů manažerského týmu sehrává okrajovou roli. Výzkumné výsledky v tomto směru naznačují, že podniky v těchto oblastech jednají převážně autonomně.

Potřeba korekce k vnímání forem odborné pomoci ze strany financovaných podniků se otevírá zejména v interpersonální oblasti, jejíž význam v kontextu s rizikovým a rozvoje kapitálem zdůrazňují výsledky výzkumů uskutečněných na vyspělých finančních trzích (MacMillan et al., 1987; Ehrlich et al., 1994, Sapienza et al., 1996). Investor působil v roli mentora a kouče pouze v jednom případě. Výsledek je ovšem zcela jistě ovlivněn složením výzkumného vzorku a absencí subjektů ve fázi zárodečného a startovního financování.

5.5 Posuzování vývoje počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti v českých podnicích s účastí rizikového kapitálu

Tvorba nových pracovních míst v podnicích financovaných rizikovým kapitálem patří dle Schefzyka (2006) mezi nejvýznamnější ekonomické dopady rizikového kapitálu pro podniky a národní hospodářství. Z jiných zahraničních studií nevyplývají tak jednoznačné závěry. Proto byl realizován výzkum zaměřený na situaci vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s angažovaností rizikového kapitálu v podmínkách České republiky. Mnohé studie se zabývají sledování absolutních počtů zaměstnanců. V souvislosti se zaměstnanci však autorka shledává jako důležitější jejich přínos k výsledkům podniku, k jeho výkonnosti. Pro zjištění právě výkonnosti zaměstnance byl zvolen ekonomický ukazatel **výkonnost zaměstnance** (blíže kapitola 4.4.)⁵³.

Výzkumný materiál vychází z údajů všech podnikatelských subjektů, které v období 1998 až 2011 byly v České republice financovány rizikovým kapitálem. Základní soubor obsahuje celkem 93 podniků se sídlem v České republice. Zdrojem k získání souboru podniků, financovaných rizikovým kapitálem byla Česká asociace private equity a venture kapitálu. Zdrojem k získání údajů o počtu zaměstnanců jednotlivých podniků byly veřejně přístupné účetní závěrky. I když se rizikový kapitál podílel v letech 1998 až 2011 na financování 93 českých podniků, byly získány údaje o 63 podnicích, tj. 68 % celkového základního souboru. U 30 podniků buď nebyly účetní závěrky uloženy ve Sbírce listin, nebo nebyly Obchodním rejstříkem digitalizovány a nepodařilo se jich zjistit jinou cestou. Výběrovým souborem je tak 63 podniků.

Pro dosažení stanoveného cíle výzkumného záměru bylo postupováno metodou kvantitativního výzkumu a z něho provedených logických indukcí. Tvrzení o růstu počtu zaměstnanosti vlivem rizikového kapitálu je možno považovat za typ tvrzení, které lze testovat konkrétními údaji a splňuje podmínky pro empirické metody zkoumání, stanovené např. Popperem (1997). Současně z Popperova metodologického přístupu vyplývá, že uvedené tvrzení nelze ani z konkrétních údajů verifikovat. Bylo pracováno tedy pouze s technikou falsifikace, tzn. prokazováním toho, zda tvrzení o růstu počtu zaměstnanců vlivem rizikového kapitálu je chybné a nesprávné. Dále byla hledána komplementární

53 Důležitým faktem je i skutečnost, že v dostupné literatuře nebyla nalezena studie, ve které by byl zkoumán vztah veličin očištěného provozního výsledku hospodaření vztaženého na jednoho zaměstnance.

charakteristika k falsifikaci, kterou je zjištění toho, jak uvedené tvrzení obstálo v empirických údajích, jak se „osvědčilo“ čili jak bylo kolaborováno. Carnap, dle Poppera (1997) tuto charakteristiku výstižně nazývá stupněm potvrzení.

Při zkoumání vlivu rizikového kapitálu na zvyšování počtu zaměstnanců se pracovalo s informací, kterou mají všechny podniky povinnost uvádět a zveřejňovat v příloze účetní závěrky, tj. informace o průměrném ročním přepočteném stavu zaměstnanců. Primárně je jeho uvedení vyžadováno pro posouzení plnění povinnosti podniku zaměstnávat osoby se zdravotním postižením podle §81 zákona č. 435/2004Sb., o zaměstnanosti.

Proto je také výpočet průměrného ročního přepočteného stavu zaměstnanců jednotně upraven vyhláškou č. 518/2004Sb. a vychází z celkového počtu skutečně odpracovaných hodin zaměstnanců v pracovním poměru, který se zvyšuje o neodpracované hodiny zaměstnanců z těchto důvodů:

- dočasné pracovní neschopnosti, za kterou je poskytováno nemocenské, čerpání dovolené na zotavenou, překážek v práci na straně zaměstnavatele, překážek v práci na straně zaměstnance, při kterých má zaměstnanec nárok na náhradu, ošetřování dítěte nebo jiného člena rodiny, za které náleží ošetřovné. Součet všech hodin se následně dělí celkovým ročním fondem pracovní doby jednoho zaměstnance.

Autorka je si vědoma toho, že výpočet průměrného ročního přepočteného stavu zaměstnanců je poznamenán důvodem jeho existence a zahrnuje některé skutečnosti, které nepatří do ekonomicky zdůvodněného počtu zaměstnanců, např. pracovní neschopnost nebo ošetřování člena rodiny. K jeho použití přispělo to, že se jedná o údaj, který má jednotnou metodiku výpočtu ve všech podnicích a ve všech námi sledovaných letech a je veřejně dostupný. Na základě shromážděných údajů o průměrném ročním přepočteném počtu zaměstnanců v podnicích v jednotlivých letech byly vypočteny jejich řetězové indexy, potřebné pro splnění prvního dílčího cíle. Tyto indexy byly v rámci jednotlivých podniků posuzovány podle časového hlediska angažovanosti rizikového kapitálu, tj. před vstupem investora, během koexistence investora a podniku a po výstupu investora z podniku. Z 63 podniků byly shromážděny údaje o přepočteném počtu zaměstnanců za období jeden rok před vstupem investora a během účasti investora rizikového kapitálu pro celkem 60 podniků a pro 3 podniky byly nalezeny údaje pouze za období po výstupu investora. Podniků, z nichž investor vystoupil, bylo identifikováno celkem 23 (z celkových 63 podniků) a pro 19 z nich byly získány údaje. U 39 podniků byly zjištěny kompletní údaje za celé sledované období, u 11 podniků chyběly údaje za rok před vstupem investora rizikového kapitálu, v 13 podnicích chyběly některé údaje během doby trvání investice.

Kvantitativní data byla zpracována pomocí metod popisné statistiky. Pro vyšší vypovídací schopnost dosažených výsledků bylo použito tabulkového zpracování výsledků s jejich následným popisem. Pro komparaci vývoje zaměstnanosti v rámci druhého dílčího cíle bylo vycházeno z údajů ČSÚ (2012). Bylo pracováno s počtem zaměstnaných v celém národním hospodářství v jednotlivých letech období 1998 – 2011. Do kategorie zaměstnaných osob zahrnuje ČSÚ všechny osoby, které vyvíjejí jakoukoliv odměňovanou aktivitu: placené zaměstnance, členy produkčních družstev a zaměstnané ve vlastním podniku.

Při řešení všech etap výzkumu bylo postupováno metodou smíšeného výzkumu a z něho provedených logických indukcí. Kvalitativní data byla zpracována pomocí

metod popisné statistiky, prostřednictvím funkce četnosti a posuzována jak kvalitativně, tak kvantitativně. V případě prvních dvou etap výzkumu bylo pracováno také s technikou falsifikace, tzn. prokazováním toho, zda tvrzení o růstu veličiny počet zaměstnanců a výkonnosti zaměstnanců vlivem rizikového kapitálu je chybné a nesprávné. Dále byla hledána komplementární charakteristika k falsifikaci, kterou je zjištění toho, jak uvedené tvrzení obstálo v empirických údajích, jak se „osvědčilo“ čili jak bylo koroborováno. Podle Carnapa (Popper, 1997) byla tato charakteristika nazvána stupněm potvrzení.

V následně uvedených výsledcích proběhlých výzkumných úkolů je pozornost zaměřena jednotlivě na vývoj počtu zaměstnanců a na vývoj výkonnosti zaměstnanců podniků. V kapitole 5.5.2 pak jsou poměřeny obě sledované veličiny z hlediska četnosti změny a v kapitole 5.5.3 vývoj obou veličin v závislosti na velikosti podniku.

5.5.1 Vývoj počtu zaměstnanců v českých podnicích s účastí rizikového kapitálu

Jak bylo zmíněno v předchozím textu⁵⁴, nelze jednoznačně prokázat, že financování podniků rizikovým kapitálem vede ke zvyšování počtu jejich zaměstnanců. Proto byl uskutečněn výzkum, jehož hlavním cílem bylo zjistit, jestli rizikový kapitál v podmínkách České republiky pozitivně ovlivnil vývoj počtu zaměstnanců v podnicích s jeho angažovaností. Výzkum na zjišťování vlivu rizikového kapitálu na růst počtu zaměstnanců je prvním výzkumem tohoto zaměření v České republice⁵⁵.

Pro naplnění hlavního cíle, byly stanoveny ve dvou rovinách cíle dílčí:

- prvním dílčím cílem bylo zjištění a posouzení vývoje počtu zaměstnanců v jednotlivých podnicích s účastí rizikového kapitálu, a to v době jeden rok před vstupem investora rizikového kapitálu do podniku, v době koexistence investora rizikového kapitálu v podniku a v období nejvýše tří let po výstupu investora rizikového kapitálu z podniku,
- druhým dílčím cílem byla komparace vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu s vývojem zaměstnanosti České republiky. Celková zaměstnanost v České republice byla zvolena proto, že odvětvové zastoupení předmětů podnikání v podnicích s vlivem rizikového kapitálu je velmi různorodé s problematicky identifikovatelnými výstupy a k nim přiřaditelnými počty zaměstnanců.

Z absolutních údajů o počtu zaměstnaných byly vypočteny meziroční řetězové indexy v uvedeném období, které byly porovnány s indexy vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s vlivem rizikového kapitálu. Výchozí soubory dat o průměrném ročním přepočteném počtu zaměstnanců jednotlivých podniků za léta 1998–2011 jsou uvedeny v Příloze 5a. První řádek tabulek označuje rok vstupu investora rizikového kapitálu, druhý řádek rok výstupu (exitu) investora z podniku, v třetím řádku je uvedeno označení podniku prostřednictvím jeho identifikačního čísla. Dále uvedené řádky označují jednotlivé roky. Příloha 5 dále obsahuje meziroční změny, tzv. řetězové indexy, vycházející z průměrných ročních přepočtených počtů zaměstnanců podniků. Logika struktury tabulek řetězových indexů stejná, situovány jsou však do sloupců.

54 Především v kapitole 1

55 Fedorová, Rajchlová (2012)

Ze shromážděných údajů a z nich vypočtených indexů, zobrazených v příloze 5a lze formulovat první poznatek: skutečnost, že v souboru českých podniků s účastí rizikového kapitálu se vyskytují subjekty, ve kterých nedošlo k růstu počtu zaměstnanců nebo došlo k poklesu počtu zaměstnanců, znamená, že tvrzení o pozitivním vlivu rizikového kapitálu na růst počtu zaměstnanců musí být pro poměry v České republice v letech 1998–2011 falsifikováno.

Výsledky šetření

Podrobnější charakteristiky vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu dokumentuje tabulka 35. Absolutní hodnoty o počtu podniků, ve kterých docházelo v celém souboru sledovaných podniků k růstu počtu zaměstnanců v době účasti investora, jsou uvedeny ve druhém sloupci. Ve třetím sloupci jsou tyto hodnoty přepočtené na procentní vyjádření. Ve čtvrtém a pátém sloupci jsou uvedeny analogické hodnoty z období po výstupu investora z podniku. První sloupec představuje v procentech vyjádřené období, ve které byl zaznamenán růst průměrného ročního přepočteného počtu zaměstnanců. Např. procentní vyjádření ve výši 100 znamená tu skutečnost, že po celé období účasti investora (100 % „roků“) rostl průměrný roční přepočtený počet zaměstnanců. Takový výsledek byl zaznamenán v případě 19 podniků, které představují 31,7 % sledovaných podniků z výběrového souboru. V období po výstupu investora vykazovalo 6 podniků ze souboru 19 podniků růst počtu zaměstnanců po celé sledované období.

Tab. XXXV: Stav vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu

Vývoj počtu zaměstnanců relativní vyjádření (sloupec 1)	Období účasti investora–absolutní vyjádření počtu podniků (sloupec 2)	Období účasti investora–relativní vyjádření počtu podniků (sloupec 3)	Období po výstupu investora–absolutní vyjádření počtu podniků (sloupec 4)	Období po výstupu investora–relativní vyjádření počtu podniků (sloupec 5)
100 %	19	31,7 %	6	31,6 %
83,33 %	1	1,7 %		
80 %	1	1,7 %		
75 %	3	5 %		
62,5 %	1	1,7 %		
66,67 %	7	11,7 %	1	5,3 %
60 %	1	1,7 %		
50 %	6	10,0 %		
42,86 %	1	1,7 %		
33,33 %	3	5,0 %	6	31,6 %
25 %	2	3,3 %		
20 %	2	3,3 %		
14,29 %	1	1,7 %		
0 %	12	20 %	6	31,6 %
Celkem	60	100 %	19	100 %
bez výsledku	3			

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě výsledků, jež jsou uvedeny v tabulce 35, lze konstatovat následující:

- v době účasti investora v podniku došlo v 80 % podniků z výběrového souboru k různé míře růstu zaměstnanců. Rozpětí růstu počtu zaměstnanců se pohybovalo od 14,29 % do 100 % sledovaného období. Celkem 20 % podniků nevykázalo při účasti investora v podniku žádný růst počtu zaměstnanců.
- Z tabulky vyplývá určení, v kolika podnicích došlo ke zvýšení celkového období růstu počtu zaměstnanců oproti době trvání investice. U celkem 9 podniků, které činí 47 % ze sledovaných 19 podniků, byl vykázán růst přepočteného počtu zaměstnanců. V 7 případech tento počet oproti době trvání investice klesal, u třech podniků byl zjištěn stejný stav v délce období růstu počtu zaměstnanců.
- Za období po odchodu investora bylo zjištěno, že k jisté míře růstu počtu zaměstnanců došlo v podnicích, které představují cca 70 % výběrového souboru. Míry růstu zaměstnanců se pohybovaly od 33,33 % do 100 % sledovaného období.
- Celkem 31,6 % podniků nevykázalo růst počtu zaměstnanců ani po odchodu investora z podniku.

Poznatek o falsifikaci tvrzení o růstu počtu zaměstnanců v důsledku vstupu rizikového kapitálu do podniku je nutno doplnit konstatováním o existenci kladného stupně koroborace tohoto tvrzení, čili potvrdit pozitivní vztah mezi uvedenými veličinami. Pokud by byl odvozován stupeň kladné koroborace z počtu výskytu kladné souvislosti, která nastala v 80 % případů, pak je možno konstatovat, že ze zorného úhlu sledování vývoje počtu zaměstnanců v jednotlivých podnicích byl stupeň potvrzení vlivu rizikového kapitálu na růst počtu zaměstnanců vysoký.

Údaje o vývoji počtu zaměstnanců po výstupu investora z podniku potvrzují také vysoký stupeň osvědčení pozitivního vlivu rizikového kapitálu na růst počtu jejich zaměstnanců.

Údaje k druhému dílčímu cíli – komparaci vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu s vývojem zaměstnanosti v celé České republice jsou uvedeny v tabulce 36 a 37.

Porovnání řetězových indexů vývoje zaměstnanosti v České republice v letech 1999–2011 s vývojem průměrného ročního přepočteného stavu zaměstnanců v podnicích s rizikovým kapitálem bylo provedeno s úmyslem alespoň částečně excerpovat vliv rizikového kapitálu na vývoj počtu zaměstnanců v podnicích.

Autorka vychází z toho, že vývoj počtu zaměstnanců v podnicích není ovlivněn pouze přítomností rizikového kapitálu, ale celou řadou dalších vlivů, které nelze kvantifikovat. Všechny vlivy působí i na celkovou zaměstnanost v národním hospodářství. Konfrontací vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s rizikovým kapitálem s vývojem zaměstnanosti v celém národním hospodářství byl porovnáván vývoj jedné veličiny – počtu zaměstnaných – na makroekonomické a podnikové úrovni.

Tab. XXXVI: *Hodnoty řetězových indexů počtu zaměstnanců v ČR v letech 1999–2011*

rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
řetězový index	0,979	0,993	0,999	1,008	0,993	0,994	1,012	1,013	1,019	1,016	0,989	0,990	1,006

Zdroj: vlastní zpracování na základě ČSÚ

Tab. XXXVII: Výsledky komparace vývoje počtu zaměstnanců v ČR a v podnicích s účastí rizikového kapitálu

rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	celkem absolutně	celkem relativně
celkem podniků	1	1	2	3	6	9	15	19	30	38	48	51	23	246	100 %
vyšší index	1	1	2	2	3	4	6	9	11	16	20	25	8	108	44 %
nižší index	0	0	0	1	3	5	9	10	19	22	28	26	15	138	56 %
stejný index	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledek tohoto porovnání je zřejmý: podniky s účastí rizikového kapitálu dosahovaly v jednotlivých letech sledované období v 56 % případů nižší index vývoje počtu zaměstnanců ve srovnání s indexem vývoje zaměstnanosti v České republice. Z tohoto zorného úhlu nevyplývá kladná koroborace růstu počtu zaměstnanců vlivem rizikového kapitálu.

Celkově lze konstatovat, že v České republice se v letech 1998–2011 neprojevil pozitivní vliv rizikového kapitálu na růst počtu zaměstnanců, protože ve významné skupině podniků s rizikovým kapitálem sice rostl počet zaměstnanců, avšak růst počtu zaměstnanců v převážné části podniků s rizikovým kapitálem byl ve sledovaném období nižší než růst zaměstnanosti v celém národním hospodářství.

5.5.2 Vývoj výkonnosti zaměstnanců v podnicích financovaných rizikovým kapitálem

Výzkumný úkol byl zaměřen na zkoumání vlivu financování podniku rizikovým kapitálem na vývoj výkonnosti zaměstnanců v českých podnicích. Pro realizovaný výzkum byla formulována domněnka, že angažovanost rizikového kapitálu v podniku vede k růstu výkonnosti jeho zaměstnanců⁵⁶.

Výzkum byl veden ve třech aspektech:

- V prvním byl zjišťován vývoj výkonnosti zaměstnanců v období kooperace investora rizikového kapitálu s podnikem.
- V rámci sledování druhého aspektu byl zjišťován vývoj výkonnosti zaměstnanců i po výstupu (exitu) investora rizikového kapitálu z podniku, a to v období nejvýše tří let po exitu.
- Jako třetí aspekt byla provedena komparace období kooperace investora s podnikem s obdobím po exitu investora z podniku.

U všech aspektů byla sledována četnost výskytu růstu výkonnosti zaměstnanců.

56 Rajchlová, Fedorová (2013)

Pro zjištění veličiny výkonnosti zaměstnanců (VZ) bylo postupováno ve výpočtu následovně:

$$VZ = \frac{PVHO}{PPZ} = \frac{PVH - TPDMaM + ZCDMaM}{PPZ}$$

kde *PVHO* je zkratkou pro provozní výsledek hospodaření očištěný,
PPZ značí průměrný přepočtený stav zaměstnanců,
PVH označuje provozní výsledek hospodaření,
TPDMaM znamenají tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu,
ZCDMaM představuje zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a prodaný materiál

Veličina VZ se udává v měnové jednotce, v případě realizovaného výzkumu v korunách českých. Výsledky výpočtů, které jsou zároveň materiálem nutným ke zkoumání vlivu rizikového kapitálu v podniku na vývoj inkriminované veličiny prostřednictvím statistického zpracování s následnou indukcí, jsou znázorněny v tabulce 38.

Tabulka v příloze 5b obsahuje v prvním sloupci údaje o roku vstupu investora do podniku, ve druhém sloupci je informace o roku výstupu investora z podniku. Třetí sloupec vyjadřuje identifikační číslo podniku. Hodnoty 1998 až 2011 představují jednotlivé roky a sloupce pod nimi pak hodnoty ukazatele výkonnosti zaměstnance, vypočtené podle výše uvedeného vzorce. Se skutečností, že podniky dosahovaly provozní ztrátu a očištěný provozní výsledek hospodaření měl tedy zápornou hodnotu, bylo pracováno tak, že jsme v meziročním srovnání konstatovaly pouze růst nebo pokles výkonnosti zaměstnanců. Tzn., že snížení záporné hodnoty vypočtené veličiny byl posuzován jako růst výkonnosti zaměstnanců.

Míra růst nebo poklesu výkonnosti zaměstnanců nebyla kvantifikována⁵⁷.

Kvantitativní data byla zpracována pomocí metod popisné statistiky. Pro vyšší vypočítací schopnost dosažených výsledků bylo použito tabulkového zpracování výsledků s jejich následným popisem.

57 Zkoumání míry změny ukazatelů je věnována kapitola 4.6.

Výsledky výzkumu a jejich diskuze

V tabulkách 38, 39 a 40 jsou uvedeny souhrnně zpracované výsledky šetření.

První sloupec tabulky 38 obsahuje procentní počty let, ve kterých byl identifikován růst hodnoty veličiny výkonnost zaměstnance. Sloupec druhý vyjadřuje počty podniků, kterých se hodnoty prvního sloupce dotýkají. Hodnoty ve třetím sloupci jsou procentním vyjádřením sloupce druhého.

Z hodnot, uvedených v tab. 38 můžeme konstatovat, že takřka čtvrtina, konkrétně 24 % sledovaných podniků vykazovala ve všech letech přítomnosti investora růst veličiny výkonnost zaměstnance. Naopak k žádnému růstu výkonnosti zaměstnanců v době kooperace investora s podnikem nedošlo v v případě 6 podniků, tj. 13 % sledovaného souboru. U 41 podniků, které představují 67 % výběrového souboru, byl zjištěn růst sledované veličiny v období rovnající 50 % let nebo vyšší. Celkově byl u 87 % podniků zjištěn růst veličiny výkonnost zaměstnance, a to ve spektru od 25 % do 100 % roků sledovaného období.

Uvedená čísla lze považovat za vysoký stupeň potvrzení domněnky, že existuje pozitivní vliv rizikového kapitálu na růst výkonnosti zaměstnanců, sledovaných v letech přítomnosti investora rizikového kapitálu v podniku.

Tabulka 39 je strukturou analogická s tabulkou 38, rozdíl je ve sledovaném období. V tab. 39 jsou uvedeny údaje o vývoji výkonnosti zaměstnanců v období po exitu investora z podniku. Z celkem 19 podniků se pouze u 3 z nich, představujících 16 % sledovaného souboru, neprokázal růst veličiny výkonnost zaměstnance po odchodu investora rizikového kapitálu z podniku. V době po exitu investora byl v případě 84 % podniků zjištěn růst veličiny výkonnost zaměstnance v rozpětí od 33 % do 100 % sledovaného období. Závěrem, vyplývajícím z tabulky 39 je konstatování, že byla koroborována, a to s vysokým stupněm, existence pozitivního vlivu rizikového kapitálu na růst veličiny výkonnost zaměstnance v období po výstupu investora z podniku.

Tab. XXXVIII: *Růst výkonnosti zaměstnance v období kooperace investora s podnikem*

Období růstu VZ v relativním vyjádření	Počet podniků	Procentní počet podniků
100 %	16	24 %
75 %	2	3 %
71 %	1	2 %
67 %	7	11 %
60 %	3	5 %
50 %	12	20 %
43 %	3	5 %
40 %	1	2 %
33 %	6	10 %
29 %	1	2 %
25 %	3	5 %
0 %	6	13 %
celkem	61,00	100 %

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. XXXIX: *Růst výkonnosti zaměstnance po exitu investora z podniku*

Období růstu VZ v relativním vyjádření	Počet podniků	Procentní počet podniků
100 %	2	11 %
67 %	8	42 %
50 %	4	21 %
33 %	2	11 %
0 %	3	16 %
celkem	19	100 %

Zdroj: vlastní zpracování

Pro dosažení komplexnějšího pohledu na zkoumanou problematiku vlivu investice rizikového kapitálu na vývoj výkonnosti zaměstnanců byla provedena komparace růstu výkonnosti zaměstnanců v období kooperace investora s podnikem s obdobím po exitu investora z podniku. Údaje o výkonnosti zaměstnanců, dostupné a vypočtené u 19 podniků, u kterých investor ukončil svou plánovanou angažovanost, byly porovnávány podle těchto dvou období. Vývoj výkonnosti zaměstnanců byly sledovány na stejném souboru 19 podniků v rozdílných obdobích: v období kooperace investora s podnikem a v období po výstupu investora.

Srovnání je zpracováno do tabulky 40. Sloupec s označením A obsahuje údaj o četnosti let, kdy byl zaznamenán růst veličiny výkonnost zaměstnance u daného podniku v období angažovanosti rizikového kapitálu v podniku. Sloupec s označením B vyjadřuje počet uvedený ve sloupci A v procentním vyjádření vzhledem k období kooperace investora s podnikem. V sloupci s označením C jsou uvedeny údaje o četnosti let, kdy byl zaznamenán růst veličiny výkonnost zaměstnance u daného podniku v období nejvýše tří let po výstupu investora. Sloupec D je analogií sloupce B, tj. obsahuje údaje o procentním vyjádření hodnot ve sloupci C vzhledem k období po výstupu investora.

Z údajů, uvedených v tabulce 40 je možno shrnout, že:

- v případě 10 podniků (53 % sledovaného souboru) byl detekován četnější růst veličiny výkonnost zaměstnance v době kooperace podniku s investorem v porovnání s četností růstu výkonnosti zaměstnance v období po výstupu investora z podniku.
- naopak u 6 podniků, tj. 32 % sledovaného souboru, byl zjištěn četnější růst veličiny výkonnost zaměstnance v době po výstupu investora v porovnání s četností růstu výkonnost zaměstnance v období kooperace investora s podnikem.
- v případě 16% podniků byla zaznamenána stejná četnost růstu výkonnosti zaměstnanců v obou sledovaných časových intervalech.

Při podrobnějším sledování vývoje výkonnosti zaměstnanců v konkrétních podnicích vidíme, že tři podniky, které v přítomnosti investora nevykazovaly žádný růst této veličiny, dosáhly po jeho exitu růst buď v celém období tří sledovaných let, nebo v jeho podstatné části (67%).

Ze souhrnných i individuálních podnikových údajů můžeme konstatovat, že angažovanost investora v podniku silně působila na růst výkonnosti zaměstnanců a současně považovat za pravděpodobné, že rizikový kapitál nastartoval v podnicích procesy, které vedou k růstu výkonnosti zaměstnanců i po jeho odchodu z podniku.

Tab. XL: Komparace vývoje výkonnosti zaměstnance za přítomnosti a po exitu investora

IČ podniku	A	B	C	D
257 88 001	2	100 %	2	67 %
45148295	1	50 %	1	50 %
25346687	2	29 %	2	67 %
61065056	3	50 %	1	50 %
25784471	1	100 %	2	67 %
25334727	2	50 %	2	67 %
26700239	2	67 %	1	33 %
26052555	1	50 %	0	0 %
562262	3	100 %	1	33 %
25418921	5	71 %	2	100 %
27085015	0	0 %	2	67 %
279 16 693	1	100 %	2	67 %
254 78 478	1	50 %	1	50 %
63497956	0	0 %	1	100 %
27600041	2	67 %	0	0 %
27636224	1	100 %	2	67 %
25302400	2	67 %	1	50 %
27913805	2	100 %	0	0 %
27064719	0	0 %	2	67 %

Zdroj: vlastní zpracování

5.5.3 Četnosti růstu počtu zaměstnanci a jejich výkonnosti v českých podnicích financovaných rizikovým kapitálem

Zájem výzkumné sféry o vliv rizikového kapitálu na růst počtu zaměstnanců v jejich podnicích a význam, který se tomuto jevu přisuzuje i v praxi, vedl autorku k záměru prozkoumat tento fenomén v České republice. Současně autorka vycházela z myšlenky, že významnější než růst počtu zaměstnanců je vývoj výkonnosti zaměstnanců. Studie na totožné téma nebyla v dostupných zdrojích nalezena, v regionu České republiky nebyla nikdy uskutečněna, a proto lze považovat stanovený výzkumný záměr za ojedinělý⁵⁸.

Zkoumání vývoje veličiny výkonnost zaměstnance a veličiny počet zaměstnanců v podnicích financovaných rizikovým kapitálem je klíčovým tématem výzkumného úkolu. Myšlenku k takto realizovanému výzkumu podporovala domněnka o vyšší četnosti růstu výkonnosti zaměstnance ve srovnání s četností růstu počtu zaměstnanců. Oblast četnosti růstu výkonnosti zaměstnance a četnosti růstu počtu zaměstnanců byla sledována ve dvou rovinách:

- v první rovině byla zaměřena pozornost na četnost růstu veličiny výkonnost zaměstnance a četnost růstu veličiny počet zaměstnanců u souboru zkoumaných podniků po celé vymezené období, tj. rok před vstupem investora, v období kooperace inves-

tora rizikového kapitálu s podnikem, popř. po odchodu investora z podniku, avšak nejvýše tři roky, a to bez rozlišení období. Pro posuzování situace v podnicích jsme považovaly za potřebné prodloužit časový interval jejich sledování i na dobu po odchodu rizikového kapitálu a zjistit tak případné tendence vývoje, založené investorem,

- ve druhé rovině byla pozornost zaměřena na podniky, jež byly exitovány a sledován a komparován vztah obou veličin v období kooperace investora rizikového kapitálu a s obdobím po výstupu investora z podniku.

Výsledky empirického výzkumu

Zjištěné hodnoty veličiny výkonnost zaměstnance a řetězového indexu vývoje počtu zaměstnanců je možno nalézt v tabulce v Příloze 6. Tabulka obsahuje údaje o celkem 62 podnicích.

První sloupec v tabulce v Příloze 6 označuje rok vstupu investora do podniku, druhý sloupec rok exitu, ve třetím sloupci jsou uvedena identifikační čísla podniku. V dalších sloupcích jsou již zaznamenány vypočtené hodnoty veličiny výkonnost zaměstnance (VZ) a veličiny počet zaměstnanců převedenou v řetězový index (RI) v jednotlivých letech. Veličina výkonnost zaměstnance je sledována v tisících korunách českých. U jednotlivých podniků byla zjišťována četnost výskytu růstu sledovaných veličin, tj. u řetězového indexu se jednalo o hodnotu větší než jedna, v případě veličiny výkonnost zaměstnance se sledovalo, zda hodnota veličiny výkonnost zaměstnance v daném roce je vyšší než v roce předchozím. Vzhledem k tomu, že bylo při výpočtech veličiny výkonnost zaměstnance dosaženo i záporných hodnot, je považován, pro potřeby tohoto výzkumu, pokles záporné hodnoty oproti minulému období jako růst této veličiny.

Při sledování změny výkonnosti zaměstnance v období před vstupem investora a první rok po vstupu investora bylo zjištěno, že 57 % podniků (z možných 46, u kterých byly nalezeny údaje pro rok před vstupem investora do podniku) vykázalo meziroční nižší výkonnost zaměstnance (tj. u 43 % podniků byl zaznamenán meziroční nárůst výkonnosti zaměstnance). V případě 39 % podniků (absolutní počet 18 podniků) byl ve sledovaném období zjištěn nárůst počtu zaměstnanců

Údaje v tabulce 35 nabízejí tak jednoznačný výsledek, a to, že v případě 63 % podniků (absolutní počet je roven 39 podnikům) byla zaznamenána vyšší četnost růstu veličiny výkonnost zaměstnance než růst počtu zaměstnanců, 15 % podniků vykazovalo stejně četný výskyt růstu počtu zaměstnanců jak veličiny výkonnost zaměstnance. U necelé čtvrtiny, tj. 23 % podniků, byla zjištěna vyšší četnost růstu veličiny počet zaměstnanců než četnost růstu výkonnosti jejich zaměstnanců.

Předmětem dalšího zájmu bylo sledování četnosti růstu počtu zaměstnanců a četnosti růstu jejich výkonnosti v podnicích po výstupu rizikového kapitálu a komparace s obdobím jeho přítomnosti. Z celkového počtu 23 českých podniků, ve kterých byl rizikový kapitál přítomen a také v nich ukončil své aktivity, bylo možno pracovat s údaji z 18 podniků. U těchto 18 podniků byly získány potřebné údaje o počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti za celou dobu, zvolenou pro sledování, tj. rok před vstupem investora, během přítomnosti investora a maximálně tři roky po odchodu investora. U zbývajících pěti podniků existovaly různé důvody absence údajů: informace nebyly zveřejněny, došlo k přeměně společnosti a údaje nebyly srovnatelné nebo nebyly k dispozici proto, že podnik vstoupil do konkurzu nebo došlo k jeho likvidaci.

Údaje z tabulky poskytují následující informace:

1) v době přítomnosti investora v podniku:

- růst počtu zaměstnanců v 9 podnicích je roven 50 %,
- růst výkonnosti zaměstnanců ve 14 podnicích je roven 77,77 %.

Pokud zahrneme sledování výkonnosti i podnik v konkurzu a podnik v likvidaci, u kterých můžeme předpokládat, že nedošlo k růstu výkonnosti, pak se procento růstu snížilo na 70 %. Pouze v jednom případě, jenž představuje 5,55 % na souboru, rostl počet zaměstnanců po celou dobu přítomnosti investora a výkonnost zaměstnanců nerostla vůbec. Výkonnost zaměstnanců v tomto podniku začala růst až po odchodu investora.

2) po odchodu investora z podniku:

- růst počtu zaměstnanců v 9 podnicích je roven 50 %,
- růst výkonnosti zaměstnanců v 15 podnicích je roven 83,33 %, se dvěma neúspěšnými podniky 75 %, přičemž ve dvou případech (11,11 %) výkonnost zaměstnanců přestala po odchodu investora růst a ve dvou případech výkonnost zaměstnanců rostla bez předchozího růstu výkonnosti.

Tab. XLI: Komparace sledovaných veličin v období kooperace a po výstupu investora rizikového kapitálu z podniku

Rok vstupu	Rok exitu	IČ podniku	Počet zaměstnanců		Výkonnost zaměstnance	
			Období kooperace	Období po exitu	Období kooperace	Období po exitu
1999	2005	257 88 001	100 %	100 %	100 %	67 %
1999	2004	45148295	0 %	33 %	33 %	67 %
2000	2006	25346687	86 %	0 %	29 %	67 %
2000	2009	61065056	10 %	0 %	30 %	50 %
2000	2001	25784471	0 %	0 %	0 %	67 %
2001	2006	00081299	67 %	konkurz	33 %	konkurz
2003	2006	25334727	0 %	33 %	50 %	67 %
2003	2007	26700239	0 %	33 %	67 %	33 %
2003	2004	26052555	0 %	100 %	0 %	0 %
2003	2006	562262	50 %	100 %	100 %	33 %
2004	2009	25418921	0 %	0 %	67 %	50 %
2004	2004	27085015	100 %	67 %	100 %	67 %
2005	2006	27064719	100 %	0 %	0 %	67 %
2005	2006	27916693	0 %	0 %		67 %
2005	2006	25478478	0 %	100 %	50 %	50 %
2007	2009	27600041	33 %	0 %	67 %	0 %
2007	2008	27636224	0 %	67 %	100 %	67 %
2007	2009	25302400	33 %	0 %	67 %	50 %
2007	2009	27913805	33 %	0 %	100 %	0 %
2007	2009	26772884	67 %	likvidace společnosti	33 %	likvidace společnosti

Zdroj: vlastní zpracování

Jako shrnující poznatky vyplývající z tabulky 41 lze uvést:

v podnicích s angažovaností rizikového kapitálu rostly počty zaměstnanců v polovině let jeho přítomnosti a se stejnou četností rostly počty zaměstnanců i po odchodu investora. Ve druhé polovině let přítomnosti investorů v podnicích i po jejich odchodu počty zaměstnanců buď stagnovaly, nebo klesaly, čtenější byl růst výkonnosti zaměstnanců, a to v obou sledovaných obdobích. Počet období, po která rostla výkonnost zaměstnanců za přítomnosti investora, je 77,77 % (případně 70 %). Období růstu výkonnosti zaměstnanců po odchodu investorů je ještě vyšší – 83,33 % (případně 75 %).

Srovnání četnosti růstu počtu zaměstnanců a četnosti růstu výkonnosti zaměstnanců opodstatňuje k formulaci závěru: u podniků, ve kterých působil rizikový kapitál v České republice, signifikantně častěji rostla výkonnost jejich zaměstnanců nejen v době přítomnosti investora, ale i po jeho odchodu ve srovnání s růstem počtu jejich zaměstnanců.

Diskuze výsledků výzkumu vývoj výkonnosti zaměstnanců v podnicích financovaných rizikovým kapitálem

Na základě popsanych závěrů výzkumného úkolu je možno konstatovat, že formulovaná domněnka o vyšší četnosti rostoucí výkonnosti zaměstnance ve srovnání s četností růstu počtu zaměstnanců byla potvrzena.

Jak již bylo uvedeno, pro realizovaný výzkum nebyla nalezena srovnávací zahraniční ani tuzemská studie. Z rešerší výzkumných úkolů je možno využít pro odbornou diskuzi jen ty, které se věnují problematice změny počtu zaměstnanců. Jedná se o studie autorů či institucí: Engel (2001), EVCA (2001, 2002), BVCA (2002), AVCO (2004), Jain, Kini (1995), Lerner (1999), které hovoří o pozitivní změně počtu zaměstnanců v podnicích financovaných rizikovým kapitálem, jenž podporuje i výsledky našeho primárního výzkumu.

Skutečnost čtenějšího růstu veličiny výkonnosti zaměstnanců než veličiny počtu zaměstnanců je důležitá pro posuzování ekonomické prospěšnosti jednání rizikového kapitálu jako investora.

Jak vyplývá již z definice rizikového kapitálu, investoři se zaměřují na subjekty s potenciálem růstu. Investor je ve svém záměru orientován na růst podniku, který musí být měřitelný. Tento fakt potvrzují závěry výzkumu, že podniky vykazují vyšší četnost výskytu růstu veličiny výkonnost zaměstnance oproti četnosti růstu počtu zaměstnanců. Konkrétně se jedná o celkem 63 % z celkového sledovaného počtu podniků, u nichž byl zjištěn čtenější růst veličiny výkonnost zaměstnance ve srovnání s četností růstu veličiny počet zaměstnanců. Stejný závěr byl zjištěn u výběru podniků, u kterých byla sledována jednotlivá období, a to že u podniků, ve kterých působil rizikový kapitál v České republice, častěji rostla výkonnost zaměstnanců než počet zaměstnanců, a to nejen v době přítomnosti investora, ale i po jeho odchodu.

K obdobím, kterým byla také věnována pozornost, patřilo také období před vstupem investora do podniku a první rok působení investora v podniku. Zde by bylo možno nalézt shodu např. se stanoviskem Schefczyka (2006), který ve svém vyobrazení průběhu investice rizikovým kapitálem popisuje první rok jako ztrátový. Výsledky výzkumu toto tvrzení podporují, a to ve zjištění, že více než polovina podniků, konkrétně 57 % subjektů vykázalo meziroční pokles výkonnosti zaměstnance a celkem 61 % podniků vykázalo pokles počtu zaměstnanců v popsaném období. Tato skutečnost je často odrazem restrukturalizace, jenž se provádí po vstupu investora rizikového kapitálu do podniku. Investor provádí razantní opatření s cílem především zefektivnit chod podniku, rozšířit působení podniku, atd.

5.5.4 Vývoj počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti dle velikosti podniku

Meritem předkládaných výsledků poslední etapy výzkumného úkolu jsou rozšířené poznatky k dříve realizovaným etapám úkolu, a to v oblasti posouzení změn vybraných ekonomických charakteristik v českých podnicích s účastí rizikového kapitálu⁵⁹.

V poslední etapě výzkumného úkolu byla opět získaná kvantitativní data zpracována metodami popisné statistiky v prostředí Microsoft Office Excel.

Při zjišťování změny přepočteného stavu zaměstnanců ve sledovaných podnicích bylo vycházeno ze zjištěných ročních stavů zaměstnanců v podnicích v celém sledovaném období a z nich vypočtenou průměrnou změnou počtu zaměstnanců. Průměrná změna počtu zaměstnanců byla vyšetřena jako meziroční změna počtu zaměstnanců a z dosažených hodnot vypočten průměr. Jako výsledná veličina pak byla zjišťována procentní změna počtu zaměstnanců k průměrnému počtu zaměstnanců. Zjištěné hodnoty této veličiny jsou posuzovány tak, že pokud je veličina kladná, pak to znamená, že počet zaměstnanců průměrně rostl, pokud je zjištěná veličina záporná, pak počet zaměstnanců průměrně klesal.

Při zjišťování změny výkonnosti zaměstnance ve sledovaných podnicích byla vypočtena průměrná výkonnost na jednoho zaměstnance. Z hodnot meziroční změny ukazatele výkonnost zaměstnance byla dalším výpočtem stanovena hodnota průměrného přírůstku výkonnosti zaměstnance. Posuzovanou veličinou byla pak veličina procentní změny výkonnosti zaměstnance k průměrné výkonnosti zaměstnance. Interpretace této veličiny je analogická s interpretací veličiny procentní změny počtu zaměstnanců k průměrnému počtu zaměstnanců.

Pro vyšší vypovídací schopnost zjištěných dat byly vypočtené údaje uspořádány do tabulek a jsou uvedeny v tabulkách 42 až 52. V těchto tabulkách je obsažen celý soubor 63 podniků, který je rozdělený podle velikosti podniků, vymezené počtem jejich zaměstnanců.

Zjištěné výsledky o změnách počtu zaměstnanců jsou shrnuty v tabulkách 42, 43, 44.

Vyjma prvního sloupce zleva, jenž popisuje údaje v řádcích, každý další v těchto tabulkách obsahuje údaje konkrétního, i když v tabulce nejmenovaného podniku: např. čtvrtý sloupec označuje, že v podniku bylo zjištěno průměrně ročně celkem 5,6 zaměstnanců, ročně průměrně počet zaměstnanců klesal o 1,9 zaměstnanců a tato změna činí průměrný roční pokles počtu zaměstnanců o 34 %.

Celkový pohled na zkoumané podniky, sledovaný v procentní změně počtu zaměstnanců k průměrnému počtu zaměstnanců (dále jen procentní změna počtu zaměstnanců), je možno shrnout takto: z celkových 63 podniků, bylo zjištěno:

- u 32 podniků, tj. 51 % podniků průměrně klesal počet zaměstnanců ve sledovaném období, protože hodnota ukazatele procentní změna počtu zaměstnanců byla záporná,
- 7 podniků představující 11 % z celkového počtu podniků nevykazovaly statisticky významnou změnu,
- 24 podniků, tj. 38 % souboru vykazovalo průměrný nárůst počtu zaměstnanců, protože veličina procentní změny počtu zaměstnanců byla kladná.

59 Rajchlová et al. (2014)

Změny počtu zaměstnanců sledovány podle jednotlivých velikostních skupin podniků mají následující výsledky:

- Ve 21 podnicích, charakterizovaných jako malé podniky (viz tab. 42), bylo zjištěno, že ve 43 % případech byla veličina procentní změny počtu zaměstnanců kladná, 19 % podniků nevykazovalo statisticky významnou změnu a v 38 % případů veličina byla záporná, tj. počet zaměstnanců klesal.
- V 25 podnicích, charakterizovaných podle počtu zaměstnanců jako střední podniky (viz tab. 43), byla zjištěna záporná hodnota sledované veličiny v 56 % případů, kladná hodnota veličiny v 32 % případů a 12 % podniků nevykazovalo statisticky významnou změnu.
- Ve velkých podnicích, tedy podnicích s počtem zaměstnanců 250 a více (viz tab. 44), bylo zjištěno, že sledovaná veličina v 59 % byla záporná, tedy počet zaměstnanců průměrně klesal a v 41 % podnicích počet zaměstnanců rostl, jelikož hodnota procentní změny počtu zaměstnanců byla kladná.

Z údajů o změnách výkonnosti zaměstnance (výpočty jsou uvedeny v tab. 45, 46, 47) můžeme konstatovat, že z celkového počtu 63 podniků, byla u 33 podniků (tj. 52,4%) identifikována kladná veličina procentní změna výkonnosti zaměstnance k průměrné výkonnosti zaměstnance (dále jen procentní změna výkonnosti). Situace, kdy veličina byla záporná, je zjištěna ve 26 podnicích, tj. v 41,3 % z celkového souboru. Čtyři podniky, tj. 6,3 % z celkového počtu podniků, nevykazovaly statisticky významnou změnu.

Tab. XLII: Změny počtu zaměstnanců v podnicích ve velikosti 0–50 zaměstnanců

Průměrný počet zaměstnanců	0,3	0,7	1	5,6	6,2	7,6	9	11,5	14	14,5	20	22,2	24,8	25	29,3	34	35	36,4	36,5	41,4	46
Průměrná roční změna počtu zaměstnanců	0	0	1	-1,9	-1	1,11	-2	-2	1	0,6	-1,5	4,75	-5,2	10	2	12,7	0	-32	3,33	-1,8	0
Procentní změna (%)	0	0	100	-34	-16	14,6	-22	-17	7,1	4,1	-7,2	21,4	-21	40	6,8	37,3	0	-86	9,1	-4,2	0

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. XLIII: Změny počtu zaměstnanců v podnicích ve velikosti 51–250 zaměstnanců

Průměrný počet zaměstnanců	56	56,8	62	63	69	77,5	92	94,4	98,8	115	121	125	128	134	158	164	164	168	182	191	192	230	237	247	249
Průměrná roční změna počtu zaměstnanců	0	4,55	-12	6	-6	0,67	29,7	-4	4,75	-16	-12	55,3	-1,3	-10	-32	5	0	-61	-16	-7	-67	0	42	-30	-6
Procentní změna (%)	0	8	-19	9,5	-8,7	0,9	32,2	-4,2	4,8	-14	-9,9	44,4	-1	-7,5	-21	3,1	0	-36	-8,9	-3,7	-35	0	17,8	-12	-2,4

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. XLIV: Změny počtu zaměstnanců v podnicích ve velikosti 251 a více zaměstnanců

Průměrný počet zaměstnanců	278	295	323	357	410	421	429	533	611	621	633	820	1299	1320	1394	1774	2679
Průměrná roční změna počtu zaměstnanců	-22	61	84,8	-29	34,3	11	49,3	-46	-16	-115	-76	-204	-85	-294	-73	142	82,5
Procentní změna (%)	-7,9	20,7	26,3	-8,1	8,4	2,6	11,5	-8,6	-2,5	-19	-12	-25	-6,6	-22	-5,2	8	3,1

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. XLV: Změny výkonnosti zaměstnanců v podnicích ve velikosti 0–50 zaměstnanců

Průměrný počet zaměstn.	Výkonnost zaměstnance	Absolutní průměrný přírůstek výkonnosti zaměstnance	Procentní změna (%)
0,3	8 843 000,00 Kč	0	0
0,7	442 000,00 Kč	432 000,00 Kč	97,7
1	-22 574 500,00 Kč	-20 873 000,00 Kč	-92,5
5,6	275 592,59 Kč	158 631,94 Kč	57,6
6,2	23 478,11 Kč	-21 964,65 Kč	-93,6
7,6	-871 728,55 Kč	-19 843,40 Kč	-2,3
9	-3 652 875,00 Kč	9 565 250,00 Kč	261,9
11,5	763 117,87 Kč	59 769,58 Kč	7,8
14	868 281,11 Kč	-220 748,86 Kč	-25,4
14,5	165 399,22 Kč	17 468,83 Kč	10,6
20	184 655,97 Kč	85 436,33 Kč	46,3
22,2	271 292,44 Kč	228 652,68 Kč	84,3
24,8	-900 749,88 Kč	433 905,56 Kč	48,2
25	-9 590 718,40 Kč	-1 057 541,67 Kč	-11
29,3	-334 354,37 Kč	-277 355,28 Kč	-83
34	-290 721,41 Kč	172 973,24 Kč	59,5
35	403 642,86 Kč	-489 400,00 Kč	-121,2
36,4	-524 318,51 Kč	-14 354,33 Kč	-2,7
36,5	-148 505,58 Kč	23 357,14 Kč	15,7
41,4	93 451,21 Kč	44 628,38 Kč	47,8
46	-16 565,22 Kč	0	0

Zdroj: vlastní zpracování

Stav veličiny podle stanovených velikostních kategorií podniků:

- u malých podniků, jejichž celkový počet ze zkoumaného souboru je celkem 21 (viz tab. 45), v 52 % zkoumaných společností byla sledovaná veličina procentní změna výkonnosti kladná, v 38 % společností byla vyšetřena záporná hodnota této veličiny, tzn., že výkonnost zaměstnance průměrně ročně klesala. Celkem 10 % společností nevykazovalo žádnou změnu.
- ve středních podnicích, jejichž počet je celkem 25 (viz tab. 46), bylo zjištěno ve 12 případech, tj. v procentním vyjádření 48 %, že sledovaná veličina procentní změna výkonnosti byla záporná, tj. výkonnost zaměstnanců průměrně meziročně klesala, ve 44 % podniků výkonnost zaměstnanců rostla, v 8 % podniků nedocházelo ke změně.
- ve velkých podnicích financovaných rizikovým kapitálem, jichž je označeno celkem 17, veličina procentní změna výkonnosti byla kladná u 65 % podniků, tj. v absolutním vyjádření počet 11 podniků. Šest podniků, tj. 35 % naopak vykazovalo záporné hodnoty této veličiny, tzn., výkonnost zaměstnance v daných subjektech meziročně průměrně klesala (viz tab. 47).

Tab. XLVI: Změny výkonnosti zaměstnanců v podnicích ve velikosti 51–250 zaměstnanců

Průměrný počet zaměstn.	Výkonnost zaměstnance	Absolutní průměrný přírůstek výkonnosti zaměstnance	Procentní změna (%)
56	-18 589,29 Kč	0	0
56,8	-82 973,64 Kč	1 150,66 Kč	1,4
62	-31 034,46 Kč	-390 175,10 Kč	-1257,2
63	-104 963,64 Kč	289 472,73 Kč	275,8
69	92 531,57 Kč	-87 547,98 Kč	-94,6
77,5	-147 096,95 Kč	-60 648,65 Kč	-41,2
92	-234 313,40 Kč	-111 265,68 Kč	-47,5
94,4	156 784,30 Kč	-52 253,62 Kč	-33,3
98,8	674 298,70 Kč	-105 614,59 Kč	-15,7
115,2	2 581,86 Kč	-24 079,73 Kč	-932,7
120,7	151 040,91 Kč	-70 169,34 Kč	-46,5
124,8	-312 511,06 Kč	71 693,75 Kč	22,9
128,3	51 284,04 Kč	-10 983,02 Kč	-21,4
134	202 193,91 Kč	66 804,27 Kč	33
157,7	-76 186,97 Kč	20 518,12 Kč	26,9
163,5	148 032,83 Kč	79 705,42 Kč	53,8
164	419 365,85 Kč	0	0
167,5	-115 232,75 Kč	29 192,21 Kč	25,3
182	107 130,01 Kč	5 551,48 Kč	5,2
191	1 788 646,07 Kč	668 390,17 Kč	37,4
192,3	-134 380,34 Kč	-213 823,91 Kč	-159,1
230	93 236,96 Kč	-87 586,96 Kč	-93,9
236,6	378 255,50 Kč	-442 990,62 Kč	-117,1
247	159 537,11 Kč	420,30 Kč	0,3
248,8	6 800,60 Kč	16 328,14 Kč	240,1

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. XLVII: Změny výkonnosti zaměstnanců v podnicích o velikosti 251 a více zaměstnanců

Průměrný počet zaměstn.	Výkonnost zaměstnance	Absolutní průměrný přírůstek výkonnosti zaměstnance	Procentní změna (%)
278	-101 508,40 Kč	-31 126,85 Kč	-30,7
295,4	1 053 488,00 Kč	-281 950,84 Kč	-26,8
322,7	186 622,21 Kč	-97 637,58 Kč	-52,3
356,6	17 058,87 Kč	32 467,12 Kč	190,3
410,4	874 318,14 Kč	197 091,54 Kč	22,5
421	156 566,98 Kč	15 839,13 Kč	10,1
429,3	615 695,68 Kč	-93 329,22 Kč	-15,2
533	407 637,19 Kč	29 184,45 Kč	7,2
611	236 872,83 Kč	-14 062,14 Kč	-5,9
621	42 433,98 Kč	18 749,21 Kč	44,2
633,3	25 243,35 Kč	28 453,96 Kč	112,7
820	-752 484,40 Kč	711 270,26 Kč	94,5
1298,7	131 386,88 Kč	112 602,44 Kč	85,7
1319,8	40 916,09 Kč	-28 883,34 Kč	-70,6
1393,6	49 565,78 Kč	1 439,67 Kč	2,9
1773,8	1 233 600,94 Kč	265 589,57 Kč	21,5
2679	3 527 619,56 Kč	35 650,52 Kč	1

Zdroj: vlastní zpracování

Diskuze výsledků výzkumu vývoj počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti dle velikosti podniku

Při celkovém pohledu na podniky z hlediska změny počtu zaměstnanců nelze potvrdit růst počtu zaměstnanců v podnicích s angažovaností rizikového kapitálu, jelikož bylo zjištěno, že u 51 % podniků docházelo k průměrnému ročnímu poklesu počtu zaměstnanců.

Z pohledu na změnu charakteristiky výkonnosti zaměstnanců bylo zjištěno, že 52,4 % podniků ze souboru zkoumaných podniků vykazovalo průměrný roční růst této veličiny.

Tab. XLVIII: Komparace procentních vyjádření změn sledovaných charakteristik

Změna	Počty zaměstnanců (%)	Počty zaměstnanců (%)	Počty zaměstnanců (%)	Výkonnost zaměstnance (%)	Výkonnost zaměstnance (%)	Výkonnost zaměstnance (%)
	malý	střední	velký	malý	střední	velký
Růst	43	32	41	52	44	65
Pokles	38	56	59	38	48	35
Beze změny	19	12	0	10	8	0

Zdroj: vlastní zpracování

Podrobnější sledování výsledků, zobrazených souhrnně v tabulce 48 ukazuje, že:

- počty zaměstnanců rostly spíše v malých podnicích stejně jako výkonnost zaměstnanců těchto podniků
- v případě středních podniků je vidět výrazný pokles veličiny průměrný počet zaměstnanců a také pokles výkonnosti zaměstnanců
- u velkých podniků byla celková situace charakterizována spíše poklesem počtu zaměstnanců a růstem výkonnosti zaměstnanců u významné části této skupiny.

Ukazuje se, že z pohledu sledovaných veličin není soubor českých podniků s angažovaností rizikového kapitálu homogenním celkem, protože dochází k jistým rozdílům ve vývoji zkoumaných charakteristik. Rozdíly lze identifikovat z pohledu velikosti podniku. V této fázi výzkumu není známo fundované vysvětlení zjištěné skutečnosti.

Sumarizace sledování změn počtu zaměstnanců a změn výkonnosti zaměstnance v jednom podniku, uspořádané podle kategorie velikosti podniku je následující:

v případě **malých podniků**, z celkových 21 podniků:

- 2 podniky, u nichž klesal počet zaměstnanců, klesal také ukazatel výkonnost zaměstnance,
- v případě 6 podniků, u nichž byla zjištěna záporná změna počtu zaměstnanců, byl zjištěn růst výkonnosti zaměstnance,
- v případě 5 podniků, u nichž byl zjištěn růst počtu zaměstnanců, klesala výkonnost zaměstnance,
- v případě 5 podniků, u nichž byl zjištěn růst počtu zaměstnanců, rostla také výkonnost zaměstnance,
- zjištěná veličina u dvou podniků nevykazovala statisticky významnou změnu, v případě jednoho podniku byl zjištěn stav zaměstnanců beze změny (tj. bez statisticky významné změny) a následný růst výkonnosti zaměstnance a jeden podnik vykazoval bez statisticky významné změny veličiny počet zaměstnanců a následně byl zjištěn pokles veličiny výkonnost zaměstnance.

Lze konstatovat, že v případě 12 podniků, tedy cca 57 % byl identifikována pozitivní změna veličiny VZ a současně v cca 24 % malých podniků (23,8 %), byl prokázán růst počtu zaměstnanců a zároveň růst veličiny VZ. V případě cca 10 % podniků klesaly obě sledované veličiny.

V případě **středních podniků**, z celkových 25 podniků:

- 7 podniků, u nichž počty zaměstnanců klesaly, výkonnost zaměstnance také klesala,
- 7 podniků, u nichž počty zaměstnanců klesaly, výkonnost zaměstnance rostla,
- ve 4 podnicích, ve kterých rostly počty zaměstnanců, výkonnost zaměstnance klesala,
- ve 4 podnicích, ve kterých počty zaměstnanců rostly, výkonnost zaměstnance také rostla.
- 2 podniky nevykazovaly v obou sledovaných oblastech statisticky významnou změnu, jeden, s neměnným počtem zaměstnanců, vykazoval klesající hodnoty charakteristiky výkonnost zaměstnance.

V kategorii středních podniků bylo zjištěno, že 44 % podniků (tj. 11 z 25 subjektů) vykazovalo růst veličiny VZ, a současně pouze 4, tj. 16 % podniků byl prokázán růst jak počtu zaměstnanců, tak VZ a současně v 32 % podniků byl prokázán pouze růst počtu zaměstnanců. Celkem 28 % podniků vykázalo pokles jak veličiny počet zaměstnanců, tak VZ.

V případě **velkých podniků**, z celkových 17 podniků:

- 3 podniky, u nichž počty zaměstnanců klesaly, výkonnost zaměstnance také klesala,
- 7 podniků, u nichž počty zaměstnanců klesaly, výkonnost zaměstnance rostla
- ve 3 podnicích, ve kterých rostly počty zaměstnanců, výkonnost zaměstnance klesala
- ve 4 podnicích, ve kterých počty zaměstnanců rostly, výkonnost zaměstnance také rostla.

V kategorii velkých podniků bylo vyšetřeno 17,6 % podniků, u nichž klesaly obě sledované veličiny a 23,6 % podniků, kde sledované charakteristiky rostly. Z pohledu na veličinu VZ, jako veličinu ovlivňující ekonomický vývoj podniku lze stanovit, že celkem 65 % podniků vykazovalo její růst. Pro kategorii velkých podniků lze tak konstatovat pozitivní změnu VZ ve sledovaném období angažovanosti rizikového kapitálu v podniku a bezprostřední blízkosti tohoto období.

5.6 Posuzování ekonomického vývoje českých podniků financovaných rizikovým kapitálem

Jako komplexní analýzu a následné zhodnocení ekonomické situace v podnicích s angažovaností rizikového kapitálu v podmínkách České republiky autorka následující výsledky výzkumného záměru realizovaného v roce 2014⁶⁰.

Studie věnující se analýze např. finanční výkonnosti podniků v České republice byla publikována např. Sedláčkem (2007), avšak výsledky výzkumu zkoumající ekonomický vývoj podniků s angažovaností rizikového kapitálu nebyly do současnosti prezentovány, proto lze níže uvedený text této kapitoly považovat za ojedinělý svého typu v regionu České republiky.

Autorka si kladla za cíl posoudit vývoj ekonomiky podniků s angažovaností rizikového kapitálu v podnicích regionu České republiky, a to na základě výsledků analýzy vybraných finančních ukazatelů. Snaha o podchycení systematických souvislostí vývoje podniků vedla k výběru těchto charakteristik:

- **stálá aktiva** (v účetní terminologii dlouhodobý majetek) v netto hodnotě (dále i SAN). Byla zvolena proto, že jsou nezpochybnitelným předpokladem výnosových možností podniku. Tendenci vývoje oběžných aktiv jsme nesledovali kvůli jejich vyšší provázanosti s výnosy a z toho plynoucí problematičnosti posuzování jejich vývoje
- **tržby** spojené s předmětem podnikání. V jednotlivých podnicích jsme provedli součet tržeb za vlastní výrobky, tržeb z prodeje služeb a tržeb za zboží. Tržby považujeme za východisko dobrých ekonomických výsledků podniku. Expanze na trhu, doplněná úspornou nákladovou politikou se projeví v příznivém výsledku hospodaření. Vývoj absolutní hodnoty výsledku hospodaření jsme nesledovali, považujeme za vhodnější poměrové ukazatele, konstruované s hodnotami výsledku hospodaření

- **výkonnost zaměstnance** – V souvislosti se zaměstnanci shledáváme jako důležitější jejich přínos k výsledkům podniku tedy k výkonnosti podniku. Často používaný ukazatel produktivity práce, konstruovaný přidanou hodnotou vztaženou k jednomu zaměstnanci, jsme pro posuzování výkonnosti zaměstnanců nepoužili. Důvodem je skutečnost, že v přidané hodnotě je zobrazeno pouze zhodnocení materiálových a jiných dodavatelských vstupů do podniku. Další nákladové položky, např. mzdy, neovlivňují výši přidané hodnoty, ale mají vliv na posouzení výkonnosti zaměstnanců.
- **Return on Assets – ROA** – vyjadřuje, jak se v podniku efektivně využívají existující majetkové předpoklady, v jaké míře se z dostupného majetku generuje zisk. Z hlediska zajištění budoucího vývoje podniku je důležité to, že ukazuje, za jak dlouho by bylo možné ze zisku refinancovat aktiva.
- **Return on Equity – ROE** – přináší pohled ze strany vlastníků, protože vyjadřuje míru využívání prostředků, které vlastníci do podniku vložili.

Výzkumný materiál vychází z údajů všech podnikatelských subjektů, které byly v období 1998 až 2011 v České republice financovány rizikovým kapitálem. Základní soubor, se kterým se pracovalo ve všech etapách výzkumu, obsahuje celkem 93 podniků se sídlem v České republice. Zdrojem k získání souboru podniků, financovaných rizikovým kapitálem byla Česká asociace private equity a venture kapitálu. Údaje o počtu zaměstnanců jednotlivých podniků byly získány z veřejně přístupných účetních závěrek. I když se rizikový kapitál podílel v letech 1998 až 2011 na financování 93 českých podniků, získány byly údaje o 87 podnicích. Výběrový soubor tak tvoří 94 % podniků základního souboru. Kvalitativní data byla zpracována pomocí metod popisné statistiky.

U každé zjišťované charakteristiky bylo pracováno:

- 1) s vypočteným průměrem ve sledovaných letech,
- 2) s vypočtenou meziroční absolutní změnou každého ukazatele,
- 3) s vypočtenou průměrnou změnou ukazatele,
- 4) s podílem průměrné změny a průměru ukazatele, který byl převeden na procentní počet.

Výsledné číslo pak vypovídá o procentu průměrné meziroční změny sledovaného ukazatele pro každý daný podnik za období kooperace investora rizikového kapitálu s podnikem a nejvýše tři roky po výstupu investora z podniku. Zjištěná hodnota změny pak sloužila pro analýzu ekonomického vývoje. K výpočtům byly využity funkce programu MS Excel.

Pro ilustraci zjištěných dat, výpočtů a závěrů bylo použito celkem čtyř grafů.

Pro vizualizaci vztahů mezi vybranými veličinami pro vybrané subjekty byl zvolen bodový graf. Z tohoto grafu jsou patrné maximální, minimální a obvyklé hodnoty pro sledované subjekty. Z grafu je také dále patrné rozložení získaných údajů, které vypovídá o míře podobnosti jednotlivých subjektů. Pomocí statistických metod a metod shlukové analýzy byly formulovány závěry plynoucí z analýzy dat.

Sledované ukazatele byly vypočítány pomocí níže uvedených výpočtů:

$$ROE = \frac{\text{výsledek hospodaření po zdanění}}{\text{vlastní kapitál}}$$

$$ROA = \frac{\text{výsledek hospodaření po zdanění}}{\text{aktiva}}$$

$$SAN = \text{stálá aktiva} - \text{oprávky}$$

$$\text{tržby} = \text{tržby za prodej zboží} + \text{tržby za prodej vlastních výrobků a služeb}$$

Pro hodnocení výkonnosti zaměstnance (VZ) jsme vycházeli z dříve stanovené definice výkonnosti zaměstnance, např. (Rajchlová, Fedorová, 2013).

$$VZ = \frac{PVHO}{PPZ} = \frac{PVH - TPDMaM + ZCDMaM}{PPZ}$$

Vysvětlivky:

SAN je zkratkou pro stálá aktiva netto, PVHO je zkratkou pro provozní výsledek hospodaření očištěný od výsledku z prodeje majetku, PVH označuje provozní výsledek hospodaření, TPDMaM znamenají tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu, ZCDMaM představuje zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a prodaný materiál, PPZ značí průměrný přepočtený stav zaměstnanců.

Výsledky výzkumného úkolu

Z důvodu značné obsáhlosti výpočtů, nebylo možno publikovat celý rozsah, proto jsou předkládány souhrnné výsledky, se kterými bylo dále pracováno.

Tab. XLIX: Souhrnné výsledky

Ukazatel	SAN	Tržby	Výkonnost zaměstnance	ROE	ROA	ROE 2	ROA 2
Typ hodnoty							
Průměrná roční hodnota (PRH)	1 669 822 tis. Kč (1 086 713 tis. Kč)	1 522 596 tis. Kč (930 598 tis. Kč)	143 773 Kč/zam.	19 %	11,8 %	24 %	14,3 %
Medián PRH	183 202 tis. Kč (171 430 tis. Kč)	350 448 tis. Kč (313 679 tis. Kč)	49 333 Kč/zam.	8,61 %	3,3 %	13,5 %	3,9 %
Procentní průměrná meziroční změna (PPMZ)	10,4 %	7,2 %	53,7 %	-1,9 %	5,1 %	-3 %	-8,2 %
Medián PPMZ	8,3 %	1,9 %	7,8 %	0 %	0 %	-0,8 %	-9,2 %

Zdroj: vlastní zpracování

Z výpočtů, shrnutých v tabulce 49, vyplývá následující posouzení vývoje sledovaných veličin:

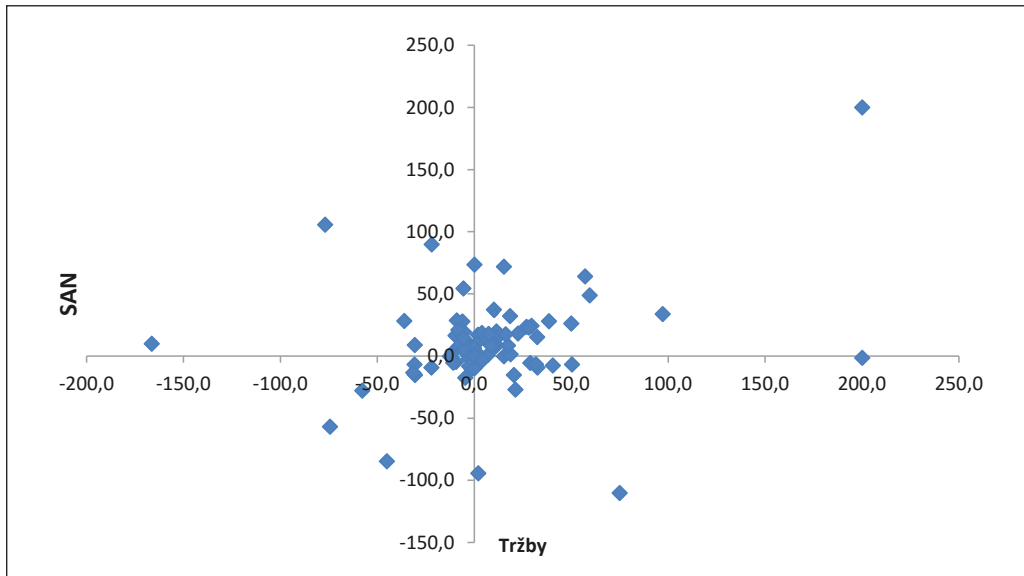
- nejvyšší přírůstky průměrných hodnot vykazoval ukazatel výkonnosti zaměstnanců. Jeho průměrný roční přírůstek byl 53,7 %, z bodového grafu je patrné, že výkonnost zaměstnanců se většinou pohybuje v intervalu 20 – 50 %. K růstu výkonnosti zaměstnanců docházelo ve 48 podnicích, což představuje 56 % z celkového souboru,
- další vysoké průměrné roční přírůstky – ve výši 10,4 % – byly zjištěny u stálých aktiv. V grafu se růst stálých aktiv pohybuje v rozpětí 5 – 10 %. Stálá aktiva rostla v 57 podnicích, což představuje 66 % z celkového souboru,
- tržby jsou další rostoucí veličinou, a sice ve výši 7,2 % průměrných ročních přírůstků, z grafu je patrný nejčastější růst od 5 % do 8 %. K růstu tržeb docházelo ve 46 podnicích, tedy v 53 % z celkového souboru,
- průměrný roční přírůstek poměrového ukazatele ROA byl dosahován ve výši 5,1 % a byl dosahován růstem ROA ve 31 podnicích (36 % z celku),
- průměrný roční přírůstek ukazatele ROE klesal, jeho hodnota rostla pouze ve 28 podnicích, tedy v 33 % z celkového počtu sledovaných podniků,
- pro zpřesnění výsledků byly do tabulky zahrnuty i hodnoty označené ROA 2 a ROE 2. Vypočtené výsledky byly očištěny od nulových hodnot. Nulové hodnoty značí záporný výsledek hospodaření. Tedy v tomto případě shledáváme opodstatnění k tomuto kroku. Očištěný ukazatel ROE 2 pak vypovídá o tom, že průměrná zjištěná roční hodnota byla 24 %, medián byl zjištěn ve výši 13,5 %. Tento údaj svědčí o velkém rozptylu hodnot. Meziroční procentní změna ukazuje na meziroční průměrný pokles, a to o 3 %, medián byl zjištěn ve výši 0,8 %. V případě ukazatele ROA 2 se jedná o průměrnou roční hodnotu 14,3 % s mediánem 3,9 %. Opět tedy identifikujeme soubor dat s velkým rozptylem. V případě kvantifikace meziroční procentní změny pak můžeme konstatovat meziroční pokles o 8,2 % s průměrnou hodnotou -9,2 %.

Pro grafické zobrazení byly využity procentní průměrné meziroční změny, a to v grafech 11, 12 a 13.

Pouze v případě grafu 11 byly zvoleny průměrné roční hodnoty ukazatelů, a to z důvodu významnosti tohoto ukazatele, jako výrazu výnosnosti daných veličin v podniku.

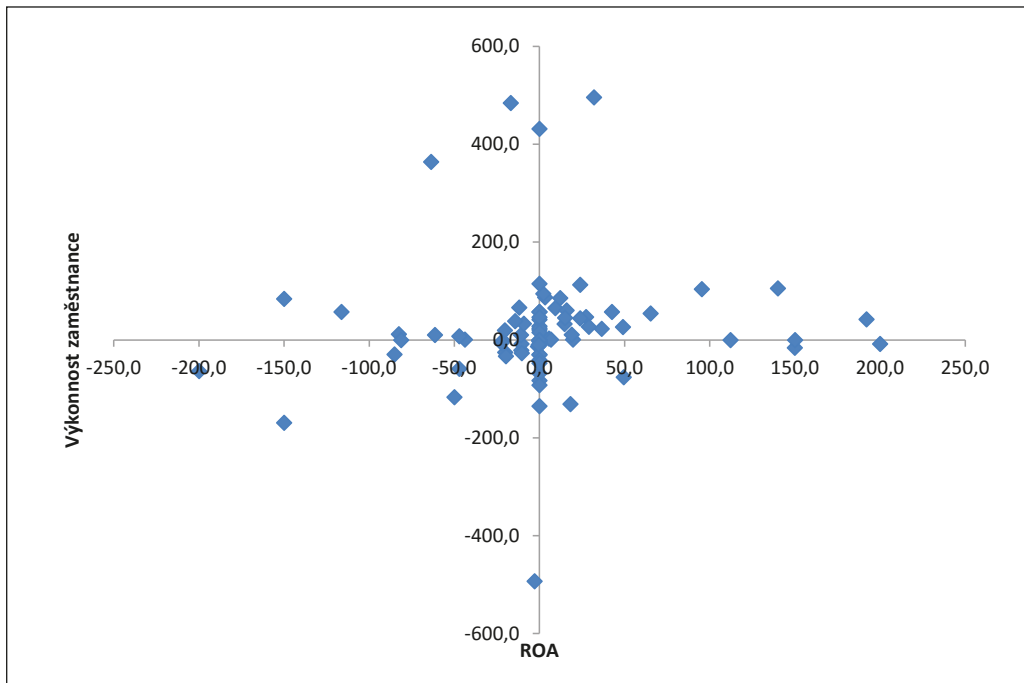
Meziroční průměrná procentní změna stavu SAN, viz graf 11, je převážně kladná a pohybuje se v intervalu od 0% až cca 20 % ročně, ovšem tržby se nejčastěji pohybují v intervalu od -5 % o +15 % meziroční procentní změny. V pravém horním kvadrantu se vyskytují podniky, které zároveň vykazují meziroční procentní růst, jak tržeb, tak stálých aktiv. Těchto podniků je celkem 40 % (34 podniků), tzn., 40 % podniků rostou jak tržby, tak stálá aktiva netto. V bodovém grafu můžeme identifikovat, v intervalu od 0% do 20 %, nárůst SAN a zároveň, v intervalu od 0 % do 20 %, nárůst tržeb celkem u 20 podniků, a ty představují 23 % podniků.

V levém horním kvadrantu jsou zobrazeny podniky, u kterých docházelo k procentnímu meziročnímu růst tržeb a zároveň klesající tendenci u SAN. Jedná se celkem o 11 podniků a hodnoty sledované změny SAN se pohybují mezi poklesem do -10 % ročně a nárůstem tržeb do 20 % ročně.



Graf 11: *Procentní meziroční průměrná změna tržeb a SAN*

Zdroj: vlastní zpracování na základě vlastních výpočtů



Graf 12: *Průměrná meziroční procentní změna ukazatele ROA a výkonnost zaměstnance*

Zdroj: vlastní zpracování na základě vlastních výpočtů

V pravém horním kvadrantu grafu 12 se nachází skupina 26 podniků, u nichž platí že, dosahují kladné meziroční změny ROA a výkonnosti zaměstnanců. Většina podniků v této skupině měla ROA do 100% a dva maximální výsledky byly v intervalu 400 – 500%. Jedná se tedy o cca 30 % podniků. Nejčastěji pak v intervalu do 50 % roční změny výkonnosti zaměstnanců a do cca 20 % roční změny ROA. Naproti tomu u 17 podniků současně klesala meziročně ROA i výkonnost zaměstnanců. Jedná se o cca 20 % podniků.

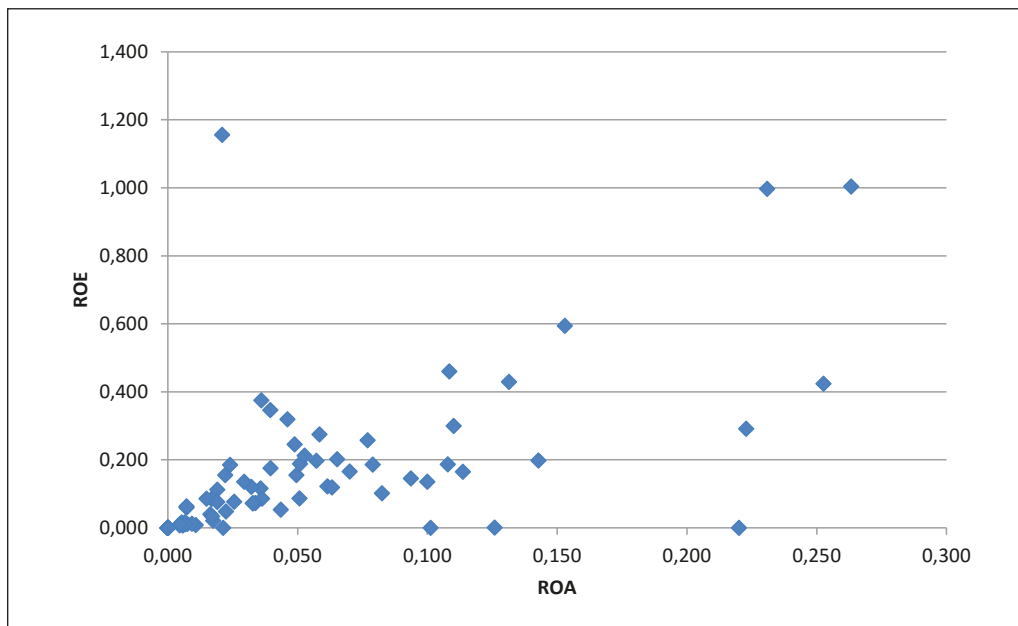
Graf 13 znázorňuje pomocí bodového grafu průměrné hodnoty ROA a ROE za sledované období v jednotlivých podnicích. Celkem 48 podniků z 87 sledovaných (tj. 55 % souboru) vykazuje hodnotu ROE v rozpětí mezi 0% a 20 % a zároveň hodnotu ROA mezi 0% a 10%. Z toho 28 podniků (32 % souboru) se pohybuje u ROE v intervalu 0 % – 10 % a 20 podniků (23 % souboru) v intervalu 10 až 20 %. U hodnot ROA je v případě 32 podniků rozsah od 0 % do 5 %. Dále lze v grafu vyzorovat, že pokud se hodnoty ROE nacházejí v intervalu do 10 %, pak hodnoty ROA se pohybují spíše v intervalu do 5 %. U rozpětí ROE od 10 % do 20 % je rozptyl větší. Byla splněna podmínka, že hodnoty ROE mají být vyšší než hodnoty ROA.

Graf 14 ukazuje průměrnou meziroční procentní změnu ukazatelů ROA a ROE. Změny hodnot vykazují stejnosměrný vývoj. V případě 26 podniků (30 % souboru) současně meziročně klesala hodnota ROE a ROA a u 23 podniků (27 % souboru) současně meziročně docházelo k růstu hodnot ROE a ROA. V případě 9 podniků je vývoj obou ukazatelů obousměrný. U 28 podniků (32 % souboru) nebyly hodnoty ROA a ROE kvantifikovány, protože podniky dosahovaly záporný výsledek hospodaření.

Komentáře k výsledkům výzkumu posuzování ekonomického vývoje českých podniků financovaných rizikovým kapitálem

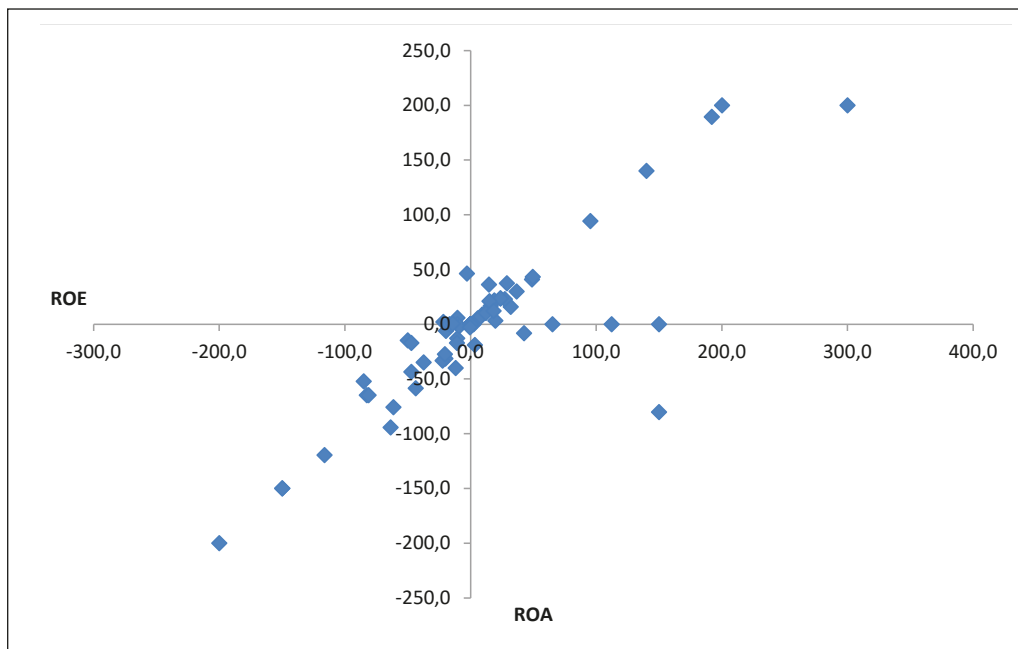
Ze souvislostí a vazeb mezi jednotlivými ukazateli jsou formulovány tyto poznatky:

- 1) Růst výkonnosti zaměstnanců, který byl masivní, by se měl projevit v růstu dalších podnikových charakteristik, zcela určitě by měl korespondovat s růstem tržeb. Podstatně rychlejší růst výkonnosti zaměstnanců (53,7 %) než 7,2 % roční přírůstky tržeb znamenají, že zvyšující se výkonnost zaměstnanců se promítla pouze částečně ve výstupech z podnikatelských aktivit. Z údajů v souboru podniků vyplývá, že pouze ve 23 podnicích, tj. necelých 27 % souboru, byla zvyšující se výkonnost zaměstnanců doprovázena růstem tržeb, 17 podniků (cca 20 %) dosahovalo růstu tržeb při poklesu výkonnosti zaměstnanců a dokonce 8 podniků (9 %) zvýšilo výkonnost zaměstnanců bez jakéhokoliv růstu tržeb.
- 2) Porovnání průměrných ročních přírůstků stálých aktiv (10,4 %), tržeb (7,2 %) a ROA (5,1 %) ukazuje na pokles výsledku hospodaření (přírůstky tržeb a přírůstky ROA) a zhoršující se využívání majetku v kategorii stálých aktiv (přírůstky stálých aktiv a přírůstky ROA). Podrobnosti ze struktury souboru ukazují, že pouze v 18 podnicích, tj. ve 21% vykazovala stálá aktiva a ROA růst, ve 39 podnicích (45 %) rostla stálá aktiva při poklesu ROA a ve 23 podnicích (23 %) rostla stálá aktiva bez růstu tržeb.
- 3) Úroveň v souboru dosahovaných hodnot ROA a ROE lze považovat za nadstandardní. Průměrná hodnota ROA je 11,8 %, modus dosahuje hodnoty 3,25 %.
- 4) Průměrná hodnota ROE je 19,0 %, modus dosahuje hodnoty 8,61 %.



Graf 13: Průměrné hodnoty ROA a ROE v období 1998–2011 v podnicích financovaných rizikovým kapitálem v ČR

Zdroj: vlastní zpracování na základě vlastních výsledků



Graf 14: Procentní průměrná meziroční změna ukazatelů ROE a ROA

Zdroj: vlastní zpracování na základě vlastních výpočtů

- 5) Průměrné roční přírůstky ROA ve výši 5,1 % v porovnání s přírůstky jiných veličin ukazují, jak už bylo uvedeno, na pokles výsledku hospodaření. V těchto souvislostech lze potom vidět průměrný roční pokles ukazatele ROE o necelá 2 % jako důsledek růstu vlastního kapitálu podniků v jeho jiných složkách než výsledek hospodaření běžného období. Paradoxně tak pokles ROE potvrzuje zvyšování finanční nezávislosti a finanční stability sledovaných podniků.

Celkový ekonomický obraz množiny podniků České republiky, ve kterých je angažovaný rizikový kapitál, ukazuje na zřejmý pozitivní vývoj výchozích charakteristik úspěšného rozvoje podniků, tedy ukazatelů výkonnosti zaměstnanců, vývoje tržeb a zvyšování objemu stálých aktiv. Tyto dobré předpoklady se však nepromítly do odpovídajícího růstu celkové výkonnosti podniků, měřeno charakteristikami ROA a ROE. Zjištěná meziroční změna ROE vykazuje klesající tendenci. Je však nutné brát do úvahy skutečnost, že průměrné roční hodnoty ROA a ROE lze považovat za vysoké a to, že by dále rostly vysokým tempem, není reálné. Zároveň je nutné přihlídnout k problémům, spojeným s tvorbou výsledku hospodaření, který vstupuje do výpočtu obou ukazatelů. Výsledek hospodaření je ovlivněn podnikem přijatou politikou, např. v odepisování majetku, tvorbou rezerv, opravných položek apod.

Zároveň lze považovat za významnou tu skutečnost, že charakteristiky a přírůstky sledovaných veličin jsou u jednotlivých podniků v rámci souboru výrazně diferencované. Ukázalo se to právě při sledování vztahů mezi veličinami v podrobnějším sledování v souboru podniků a jsou uvedeny v předcházejících bodech. Komplex podniků s angažovaností rizikového kapitálu je v českém prostředí velmi nesourodým celkem, a to vyžaduje vysokou obezřetnost při posuzování stavu a vývoje celého souboru. Dále považujeme za problematickou skutečnost velkého rozsahu oborů podnikání, do kterých rizikový kapitál v České republice vstoupil.

V souvislosti s výše uvedenými poznatky plynoucími z výsledků šetření pak autorka může formulovat ten názor, že ekonomický vývoj českých podniků financovaných rizikovým kapitálem lze považovat za pozitivní.

5.7 Zhodnocení angažovanosti rizikového kapitálu v podniku ze strany podnikatele

Pro podnikatele, který uvažuje o oslovení investora rizikového kapitálu, jsou stěžejní informace nejen o tom, jakým způsobem investor posuzuje vhodnost podnikatelem předkládaného podnikatelského plánu, ale především je ze strany podnikatele kladena řada otázek: Co rizikový kapitál podniku přinese? Jaké jsou zkušenosti jiných podnikatelů? Jakých ekonomických výsledků podniky dosahují?

Zásadním determinantem rozhodování pro investora rizikového kapitálu je kvalitně zpracovaný podnikatelský plán s důrazem na stanovení jasného přínosu výrobku nebo služby, s popisem trhu s vymezením cílové skupiny. Ovšem nejvyšším kritériem je pro investora osobnost samotného podnikatele, jeho schopnost kompromisu a kooperace s manažerskou společností. Významnost tohoto kritéria je logická, investor se stává spolujednatel podniku a úspěch podnikání je postaven na symbióze dotčených subjektů. Však z nejčastějších uváděných důvodů pro zamítnutí projektu je nevyhovující management, až poté je uváděn důvod nedostatečná očekávaná rentabilita projektu.

Výsledky výzkumu kapitoly 5.3 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 kritérií pro vstup investora 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. 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.

Podnikatel, po vstupu investora do podniku, pak může očekávat významnou přidanou hodnotu investora, a to je transfer dodatečných znalostí a informací do podniku. Podniky, které v ČR získaly financování ze strany tuzemské manažerské společnosti, transfer manažerského know-how potvrzují. Ze strany českých podnikatelských subjektů bylo označeno využívání podpory z oblasti strategického řízení, finančního řízení a řízení komunikace, konkrétně pak především o poradenství v oblastech formulace obchodních strategií, finanční dohled, otázky expanze podniku. Ze strany investorů se jedná o tzv. modifikovaný „hands-on“ přístup v poskytování nefinanční přidané hodnoty nebo také aktivní mechanismus nefinanční přidané hodnoty podnikům. Podnikatelé investory hodnotili převážně pozitivně. Vypovídací hodnota výsledků studie kapitoly 5.4. je ovšem limitována několika skutečnostmi: Za prvé, výzkumné výsledky vzhledem k omezenému počtu dat neumožňují zobecnění. Jsou tedy „pouhým“ výchozím bodem pro zpracování dalších studií s větším počtem respondentů. Za druhé, výzkumný vzorek nezahrnuje podniky v zárodečné a startovní fázi svého vývoje. Důvodem je velmi nízký (start-up) nebo nulový (seed) počet těchto investic na institucionalizovaném trhu rizikovým kapitálem v ČR. Má-li být výzkumný vzorek v budoucnu rozšířen i o podniky v těchto vývojových fázích, bude nezbytné oslovit ty subjekty, které byly financovány prostřednictvím soukromých investorů (angl. business angels). Větší výzkumný vzorek, v němž budou zastoupeny podnikatelské subjekty napříč všemi vývojovými fázemi, umožní porovnávat význam jednotlivých forem nefinanční přidané hodnoty diferencovaně. V tomto kontextu se nabízí možnost rozšířit výzkumný soubor o ty podniky, které získaly financování

ze strany těch investorů, které mají sídlo v zahraničí a byly založeny podle jiné legislativy. Následná komparace výsledků se studii zpracovanými v podmínkách rozvinutých finančních trhů v sobě skrývá další potenciál pro rozšíření stávající úrovně poznání. To stejné platí pro komparaci s obdobnými studii mapujícími situaci na trhu rizikového kapitálu v regionu střední a východní Evropy.

Výsledky explorativní studie transferu know-how mohou sloužit jak vědecké veřejnosti ve smyslu zmapování role nefinanční přidané hodnoty na tuzemském trhu rizikovým kapitálem, tak i praxi na úrovni financovaných podniků a investorů. Zástupci podniků získávají přehled o možnostech transferu manažerského know-how a investorům je zprostředkována zpětná vazba o vnímání nefinanční přidané hodnoty ze strany podnikové sféry.

V otázkách kvantifikovaných přínosů angažovanosti rizikového kapitálu pro podniky byl realizován výzkum zkoumající změny počtu zaměstnanců, jejich výkonnosti a dále byla realizovaná obdobně ojedinelá studie ekonomického vývoje podniků.

Při celkovém pohledu na podniky z hlediska změny počtu zaměstnanců nelze potvrdit růst počtu zaměstnanců v podnicích s angažovaností rizikového kapitálu, jelikož bylo zjištěno, že u 51 % podniků docházelo k průměrnému ročnímu poklesu počtu zaměstnanců.

Sledováním výkonnosti zaměstnanců bylo zjištěno, že 52,4 % podniků ze souboru zkoumaných podniků vykazovalo průměrný roční růst této veličiny.

Podrobněji lze výsledky popsat takto:

- počty zaměstnanců rostly spíše v malých podnicích stejně jako výkonnost zaměstnanců těchto podniků
- v případě středních podniků je vidět výrazný pokles veličiny průměrný počet zaměstnanců a také pokles výkonnosti zaměstnanců
- u velkých podniků byla celková situace charakterizována spíše poklesem počtu zaměstnanců a růstem výkonnosti zaměstnanců u významné části této skupiny.

Souhrnně lze konstatovat, že v malých podnicích bylo nejlépe využito kooperace investora rizikového kapitálu a podniku, a to jak z pohledu růstu počtu zaměstnanců, tak růstu jejich výkonnosti a současně v malých podnicích bylo zjištěno nejmenší procento podniků, ve kterých za sledované období klesaly dotčené veličiny.

Velmi podobný vývoj byl vysledován ve velkých podnicích. 23,6 % velkých podniků vykazovalo jak růst počtu zaměstnanců, tak růst výkonnosti zaměstnanců.

Střední podniky dosáhly růstu obou charakteristik pouze v 16 % případech. Stejněsměrný kladný vývoj obou ukazatelů má příznivý dopad jak na národní hospodářství, tak na rozvoj podniků. Z makroekonomického hlediska přináší zvýšení zaměstnanosti, udržení životní úrovně občanů, nezvyšování veřejných výdajů na jejich podporu např. v nezaměstnanosti, eventuálně v podobě sociálních dávek. Podnikům umožňují udržení na trhu, udržení a zvyšování konkurenceschopnosti a zvyšování jeho hodnoty.

Z uvedených skutečností nemůžeme ještě dělat jednoznačný závěr, že malé a velké podniky využívají podporu investora nejlépe. K tomuto tvrzení je nutné vyšetřit další charakteristiky tak, aby pohled na zkoumané podniky byl komplexní.

V případě výzkumu změny ekonomických charakteristik v podnicích s účastí rizikového kapitálu, bylo vyšetřeno následující:

Prokazatelně meziročně rostl ukazatel výkonnost zaměstnance, který lze považovat za důležitý ukazatel v oblasti efektivity práce, která je pro podnik klíčová. Investice, sledované přírůstkem stálá aktiva netto, byly identifikovány jako rostoucí, stejně jako tržby. Hodnoty rentability vlastního kapitálu, jako ukazatele investorské úspěšnosti byly nadstandardně vysoké. Celkově byl zhodnocen ekonomický vývoj podniků financovaných rizikovým kapitálem jako pozitivní.

PŘÍNOSY VÝSLEDKŮ REALIZOVANÝCH VÝZKUMŮ

Výsledky a závěry plynoucí z realizovaných výzkumů publikovaných v této monografii budou sloužit v teoretické rovině jako součást výuky oblasti finančního řízení podniků na ekonomicky zaměřených vysokých školách, a to jak na úrovni přenosu formou prezentací při přednáškové činnosti autorky, tak i formou začlenění do skript, eventuálně vysokoškolské učebnice.

Výsledky výzkumů byly publikovány v odborných periodických databáze SCOPUS a recenzovaných časopisů dle seznamu RVVI.

V praktické rovině lze spatřovat přínos v souhrnném výzkumném záběru a následné formulaci závěrů, které také prokazují dobrou ekonomickou situaci podniků, kde působil rizikový kapitál. Tím je možno podpořit tuto alternativní formu financování směrem k podnikům, resp. jejich vlastníkům.

ZÁVĚREČNÉ SHRNUÍ

Monografie je věnována způsobu financování podniků, a to rizikovým kapitálem. V podmínkách České republiky a v současnosti již etablovaná forma financování je širou popsána, a to prostřednictvím výsledků primárního a sekundárního výzkumu autorky z období let 2010 až 2014. Pozornost byla zaměřena především na výzkum kritérií ze strany investorů směrem k podnikům, výzkum nefinanční přidané hodnoty, tzv. manažerskému know-how podnikatelským subjektům a výzkumu kvantifikovatelných aspektů, tj. ekonomických ukazatelů v podnicích s angažovaností rizikového kapitálu.

Pojem rizikový kapitál byl autorkou definován následovně: jedná se externí vlastní kapitál, jehož investice je střednědobá a časově omezená. Investoři rizikového kapitálu jsou orientováni na podniky s potenciálem rychlého a silného růstu jeho hodnoty.

Na základě výsledků rozsáhlé komparativní studie legislativních podmínek financování rizikovým kapitálem a zhodnocení míry tohoto způsobu financování v České republice a vybraných evropských zemích bylo možno formulovat tyto závěry: míra využívání financování podnikatelských subjektů rizikovým kapitálem je, v kontextu vybraných zemí Evropské unie, na průměrné úrovni, se zlepšující se tendencí. Byl schválen zákon o kolektivním financování, který výrazně zlepšil prostředí pro vstup investorů. Průměrná úroveň využívání rizikového kapitálu byla zdůvodněna v možném nepochopení a neznalosti této formy podnikání, neschopnost zaujmout investora podnikatelským zájmem a také problematické zhodnocení investice, ze strany investorů, např. veřejným úpisem akcií. 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 ke studentům ekonomicky a technicky orientovaných škol, jako potenciálním podnikatelům.

Z výzkumu oblasti poskytování manažerské podpory investorů, bylo zjištěno, že transfer know-how probíhá, a to především v oblastech stanovení obchodní strategie a dohledem nad finančním vývojem, v oblasti poradenství při expanzi podniku, marketingové či výrobní strategie, podpora při sestavování finančních plánů a získávání cizího kapitálu. Naopak oblastí, které není předmětem zájmu, je oblast operativní a investor tak ponechává autonomii vlastníkům. Při zjišťování transferu know how v závislosti na vývojové fázi podniku byly formulovány tyto závěry: Výsledky výzkumu realizovaného v tuzemských podmínkách ukazují, že nejvíce podpory ze strany investorů je vykazováno v období early stage, v souladu se závěry zahraničních studií.

Při identifikaci podnikatelské strategie manažerských společností, které se podílely nejčteněji na investicích rizikového kapitálu v podnicích v regionu České republiky, bylo identifikováno využívání strategie úspory nákladů, tedy konzervativní strategie. Podniky v oblasti rentability vlastního kapitálu dosahovaly průměrně hodnot, které lze vzhledem k tzv. doporučeným hodnotám, považovat spíše za dobré. Další sledované hodnoty ekonomických ukazatelů, tj. souhrnné tržby, hodnota netto stálých aktiv a výkonnost zaměstnance, dosahovaly spíše meziročních průměrných procentních přírůstků než pokles, a tento fakt lze tedy považovat za pozitivní. Autorka z výsledků výzkumu vyvozuje, že angažovanost rizikového kapitálu v českých podnicích lze považovat za přínosnou.

V kapitole věnující se rizikovému kapitálu jako volbě podnikatele pro financování podnikových aktivit byla pozornost zaměřena na kritéria hodnocení podnikatelských plánů a managementu podniku, na příjem manažerské podpory podniky ekonomickou situací podniků s angažovaností rizikového kapitálu.

Výsledky zkoumání hodnotících kritérií determinujících rozhodnutí investora pro vstup do podniku naznačily prioritní postavení schopnosti managementu být extrémně výkonný a odolný, stejně jako schopnost delegování pravomocí a definování cílů a problémů. Management by měl být v dané oblasti kompetentní a disponovat potřebnými zkušenostmi. V případě produktu je nutnost jednoznačného zlepšení v porovnání s dosavadní nabídkou a nutnost prokazatelné akceptovanosti produktu trhem, existence distribučních kanálů a trh s vysokou mírou růstu.

Na základě výsledků výzkumu identifikace využívání investorského know – how podniky, bylo vyšetřeno nejvyšší využívání pomoci zejména v oblasti financování, tj. dohledu nad finančním vývojem a při definování obchodní strategie.

Posuzováním počtu zaměstnanců v podnicích a změně výkonnosti zaměstnance autorka dospěla k názoru:

- Celkově lze konstatovat, že v České republice se v letech 1998–2011 neprojevil pozitivní vliv rizikového kapitálu na růst počtu zaměstnanců, protože ve významné skupině podniků s rizikovým kapitálem sice rostl počet zaměstnanců, avšak růst počtu zaměstnanců v převážné části podniků s rizikovým kapitálem byl ve sledovaném období nižší než růst zaměstnanosti v celém národním hospodářství.
- Ze souhrnných i individuálních podnikových údajů lze prohlásit, že angažovanost investora v podniku silně působila na růst výkonnosti zaměstnanců a současně považovat za pravděpodobné, že rizikový kapitál nastartoval v podnicích procesy, které vedou k růstu výkonnosti zaměstnanců i po jeho odchodu z podniku.
- Počty zaměstnanců rostly spíše v malých podnicích, stejně jako jejich výkonnost.

Za komplexní výzkum rizikového kapitálu v podnicích je možno považovat výzkum změny ekonomických charakteristik. Výsledky výzkumu prokázaly růst ukazatele výkonnosti zaměstnance a nadstandardní hodnoty rentability vlastního kapitálu. Ekonomické charakteristiky stálá aktiva netto a tržby byly identifikovány jako rostoucí. Na základě tohoto zjištění pak bylo možno konstatovat, že ekonomický vývoj podniků financovaných rizikovým kapitálem lze považovat za pozitivní.

FINAL CONCLUSION

The treatise has dealt with the method of venture capital financing. The author has described in detail the conditions in the Czech Republic and currently already established form of financing through the results of her primary and secondary research, carried-out from 2010 until 2014. The attention has been specially paid to the research on criteria applied by investors, research on non-financial added value, so-called managerial know-how transferred to business entities and research on quantifiable aspects, i.e., economic indicators in the companies with venture capital involvement.

The author has defined the term “venture capital” as follows: an external equity capital with medium-term investment and limited in time. Venture capital investors focus on companies with the potential for fast and strong growth in their value.

On the basis of results achieved by a broad comparative study of legislation governing venture capital financing and evaluation of level of this method of financing in the Czech Republic and selected European countries the following conclusions can be formulated: the level of use of financing of business entities by venture capital is (in the context of selected countries of the European Union) at an average level, showing improving trend. The act on collective funding has been passed, significantly improving conditions for the entry of investors. The average level of use of venture capital has been explained by misunderstanding and lack of knowledge of this form of business, inability to attract investors by outlined business plans as well as problematic profit and earning of interest by investors, e.g., by the initial public offering. In connection with the accomplishment of defined objectives we can formulate changes, which might improve conditions for venture capital financing in the Czech Republic:

- full implementation of the Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003, for the possibility of investments of pension funds and funds of insurance undertakings in the venture capital;
- public support to venture capital financing, e.g., tax deductible costs from venture capital financing for loss on investment;
- establishment of a public – state fund to support starts-up and developing companies, working on the basis of so-called “fund of funds”, i.e., venture capital fund;
- education provided by investors, or government, to entrepreneurs and specifically students of economically and technically oriented universities as potential entrepreneurs.

The research on providing managerial support by investors has found out that the transfer of know-how is running, namely in the area of definition of business strategy and oversight across financial development, expansion strategy consulting, marketing or production strategy, support to financial plan compilation and liabilities acquisition. On the contrary, investors are not interested in operational issues, with the autonomy granted to owners. Following conclusions have been formulated on the basis of research on transfer of know-how depending on the development stage of the company: research results, carried-out in domestic conditions, show that the most support from investors is reported in the early stage period, in compliance with the conclusion reached by foreign studies.

A cost-saving strategy, i.e., conservative strategy, has been identified as the business strategy applied by managerial companies, participating most frequently in the venture capital investments in the Czech companies. ROE values have been at the average level; such level can be considered - taking into account so-called recommended values – as rather good. Other monitored values of the economic indicators, i.e., aggregate sales, net value of fixed assets and employee performance, have reached rather year-to-year average percentage growth than decrease; i.e., this fact can be considered as positive. The author has derived from the research results that the involvement of venture capital in the Czech companies can be deemed beneficial.

The chapter, involved in the venture capital as the choice of an entrepreneur to finance its company's activities, has paid the attention to the criteria for assessment of business plans and company management, acceptance of managerial support by companies and economic situation of companies with venture capital involvement.

The results of observations of evaluation criteria, determining decision of the investor about its entry into the company, have indicated the priority position of the ability of management to be extremely efficient and resistant as well as the ability to delegate powers and define objectives and problems. In this specific field the management should be competent, with necessary experience. In case of the specific product the necessity of clear improvement compared to existing offer and necessity of demonstrable acceptability of such product by the market, existence of distribution channels and market with the high rate of growth.

On the basis of results of the research on the identification of the use of investor's know-how by companies the highest level of use has been identified especially in the area of financing, i.e., oversight over financial development and business strategy definition.

On the basis of an assessment of number of employees in the companies and change in the employee's performance the author has come to the following conclusion:

- generally, a positive influence of venture capital on the growth in number of employees was not reported in the Czech Republic from 1998 until 2011; in the significant group of companies with venture capital participation the number of employees increased in the monitored period, but the increase in the majority of companies, funded with venture capital, has been lower in the monitored period compared to the increase in employment rate reported in the total economy;
- on the basis of summarized as well as individual company's data we can say that involvement of the investor in the company has strongly influenced employee performance improvement; at the same time, it is rather probable that venture capital has triggered processes in the companies, resulting in the employment performance increase also after the exit of such investor from the company;
- number of employees has increased mainly in small companies, as well as their performance.

Research on change in the economic characteristics can be recognized as a complex research on the venture capital involved in the companies. Obtained results have indicated the increase in the employee performance indicator and above-standard ROE values. Likewise, the economic characteristics "net fixed assets" and "sales" have been increasing, too. On the basis of such findings it can be said that economic development of companies, financed by venture capital, has been positive.

SEZNAM TABULEK

Tab. I: Velikost ročních investic rizikového kapitálu dle fází vývoje subjektů (mil. Eur).....	28
Tab. II: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných zemích CEE (mil. Eur).....	30
Tab. III: Podíl investic rizikového kapitálu k HDP ve vybraných evropských zemích.....	30
Tab. IV: Rozdělení zemí do shluků	34
Tab. V: Typologie zemí EU dle situace na trhu s rizikovým kapitálem	35
Tab. VI: Hodnoty aktivity rizikovým kapitálem ve vybraných zemí	36
Tab. VII: Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v České republice	37
Tab. VIII: Pořadí České republiky v hodnocení Světové banky.....	38
Tab. IX: Přehled daňových a legislativních podmínek v ČR dle struktury fondu	38
Tab. X: Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v Nizozemí	42
Tab. XI: Pořadí Nizozemí v hodnocení Světové banky.....	42
Tab. XII: Přehled daňových a legislativních podmínek v Nizozemsku dle struktury fondu.....	43
Tab. XIII: Přehled vládních programů na podporu rizikového kapitálu v Nizozemsku	44
Tab. XIV: Přehled programů podpory výzkumu a vývoje v Maďarsku	46
Tab. XV: Pořadí Maďarska v hodnocení Světové banky	46
Tab. XVI: Přehled daňových a legislativních podmínek v Maďarsku dle struktury fondu	47
Tab. XVII: Výsledky komparativní studie České republiky, Nizozemí a Maďarska.	49
Tab. XVIII: Oblasti a formy manažerské podpory tuzemským podnikům ze strany investorů rizikového kapitálu	58
Tab. XIX: Formy manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu tuzemským podnikům	60
Tab. XX: Nejčastěji poskytované formy manažerských podpor – výsledky vybraných zahraničních studií.....	62
Tab. XXI: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi early stage.....	65
Tab. XXII: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi later stage	66
Tab. XXIII: Poskytované oblasti a formy manažerské podpory ve fázi buyouts	68
Tab. XXIV: Četnost poskytovaných aktivit v závislosti na vývojové fázi podniku	70
Tab. XXV: Přehled manažerských společností rizikového kapitálu s počtem jejich investic	77
Tab. XXVI: Výsledky portfolia podniků manažerské společnosti Genesis	79
Tab. XXVII: Výsledky portfolia podniků manažerská společnost ARCA Capital	80
Tab. XXVIII: Výsledky portfolia podniků manažerské společnosti ARX Equity Partners	82
Tab. XXIX: Hodnotící škála.....	98
Tab. XXX: Průměrná míra významnosti kritérií, směrodatná odchylka a relativní četnost odpovědi naprosto nezbytné	100

Tab. XXXI: Důvody zamítnutí projektů.....	106
Tab. XXXII: Oblasti a formy manažerské podpory ve výběrovém souboru.....	111
Tab. XXXIII: Formy manažerské podpory ve výběrovém souboru.....	113
Tab. XXXIV: Hodnocení spolupráce s investorem financovanými podniky	114
Tab. XXXV: Stav vývoje počtu zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu.....	118
Tab. XXXVI: Hodnoty řetězových indexů počtu zaměstnanců v ČR v letech 1999–2011	119
Tab. XXXVII: Výsledky komparace vývoje počtu zaměstnanců v ČR a v podnicích s účastí rizikového kapitálu	120
Tab. XXXVIII: Růst výkonnosti zaměstnance v období kooperace investora s podnikem.....	122
Tab. XXXIX: Růst výkonnosti zaměstnance po exitu investora z podniku.....	123
Tab. XL: Komparace vývoje výkonnosti zaměstnance za přítomnosti a po exitu investora	124
Tab. XLI: Komparace sledovaných veličin v období kooperace a po výstupu investora rizikového kapitálu z podniku.....	126
Tab. XLII: Změny počtu zaměstnanců v podnicích ve velikosti 0–50 zaměstnanců	130
Tab. XLIII: Změny počtu zaměstnanců v podnicích ve velikosti 51–250 zaměstnanců.....	130
Tab. XLIV: Změny počtu zaměstnanců v podnicích ve velikosti 251 a více zaměstnanců.....	130
Tab. XLV: Změny výkonnosti zaměstnanců v podnicích ve velikosti 0–50 zaměstnanců.....	131
Tab. XLVI: Změny výkonnosti zaměstnanců v podnicích ve velikosti 51–250 zaměstnanců	132
Tab. XLVII: Změny výkonnosti zaměstnanců v podnicích o velikosti 251 a více zaměstnanců	133
Tab. XLVIII: Komparace procentních vyjádření změn sledovaných charakteristik.....	133
Tab. XLIX: Souhrnné výsledky	137

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1: Vývoj počtu vstupů investorů rizikového kapitálu do podniků v ČR	26
Graf 2: Vývoj velikosti investic rizikového kapitálu v České republice.....	27
Graf 3: Vývoj počtu exitů v České republice	28
Graf 4: Dosažená výše finančních prostředků v případě exitů v ČR (mil Eur)	29
Graf 5: Dendrogram shlukové analýzy	33
Graf 6: Rozvrh shlukování	34
Graf 7: Aktivita na VC trhu v Nizozemí v tis. EUR	40
Graf 8: Aktivita na VC trhu v Maďarsku v tis. eur	45
Graf 9: Obory investování společností investujících rizikový kapitál v ČR	99
Graf 10: Průměrná míra významnosti kritérií v jednotlivých fázích.....	103
Graf 11: Procentní meziroční průměrná změna tržeb a SAN	139
Graf 12: Průměrná meziroční procentní změna ukazatele ROA a výkonnost zaměstnance.....	139
Graf 13: Průměrné hodnoty ROA a ROE v období 1998–2011 v podnicích financovaných rizikovým kapitálem v ČR.....	141
Graf 14: Procentní průměrná meziroční změna ukazatelů ROE a ROA.....	141

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1: Vztahy na trhu rizikového kapitálu	53
Obr. 2: Schéma fungování státního investičního fondu	87
Obr. 3: Investiční proces.....	91
Obr. 4: Proces rozhodování	96

SEZNAM LITERATURY

- AIFMD in the Netherlands (Alternative Investment Fund Managers Directive). In: *Eversheds* [online]. 22 July 2014 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <http://www.eversheds.nl/en/news-letter/aifmd_in_the_netherlands_alternative_investment_fund_managers_directive/>.
- 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. Available et: <<http://sbaer.uca.edu/research/sbi/2008SBIPROCEEDS/20.pdf>>
- 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>.
- 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 assesment of lerning 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.
- BLOCK J. H., DE VRIES G. A P. SANDNER. *Venture capital and the financial crisis: An empirical study across industries and countries*[online]. München: Technische Universität München, Erasmus University Rotterdam, 2010 [cit. 2015-03-26]. Dostupné z: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/20287/2/MPRA_paper_20287.pdf>.
- 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.
- BÜRGEL, 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 Entrepreneurship 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.
- DENEDERLANDSCHEBANK. Solvency test for Insurers. In: *DeNederlandscheBank* [online]. ©2011 [cit. 2015-03-24] Dostupné z: <<http://www.toezicht.dnb.nl/en/2/51-202118.jsp>>.
- 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. 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. 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.

- EUROPEAN COMMISSION. *Report of Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors* [online]. ©2012 [cit. 2015-01-05]. Dostupné z: <<http://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetail-Doc&id=6008&no=1>>.
- EVCA, KPMG. *Benchmarking European Tax and Legal Environments*. 2008. [online]. [cit. 16 Juni 2010]. <http://www.evca.cz/files/Benchmark_2008.pdf>.
- 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. *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>.
- 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. 2009. [online]. [cit. 2010-03-15]. <<http://www.evca.eu/Toolbox/Search.aspx?s=Central+and+Eastern+Europe+statistics>>.
- 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.
- 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*.
- FEDOROVÁ, A. – RAJCHLOVÁ, J. – BROŽ, Z. Rizikový kapitál v českých podnicích z pohledu vývoje počtu zaměstnanců a jejich výkonnosti. In *Hradecké ekonomické dny*. 3. vyd. Hradec Králové: Universita Hradec Králové, 2014, s. 204–212. ISBN 978-80-7435-368-0.
- FEDOROVÁ, A., RAJCHLOVÁ, J. Development of number of employees in the Czech companies with venture capital investment. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2012, roč. LX, č. 7/ 2012, s. 61–70. ISSN: 1211-8516.
- 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>.
- 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.
- FREDERIKSEN, 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.

- FREDERIKSEN, O. Venture Capital Firms Relationship and Cooperation with Entrepreneurial Companies. *Thesis Nr. 625*. Linköping: Linköping University, 1997.
- 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 College Entrepreneurship Research Conference*, Babson: Babson Park, 1990. MA, pp. 251–265.
- 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.
- FREAR 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
- 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 gesamteuropäischen 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.
- International Accounting Standards Board: International Accounting Standards 2002. ISBN: 0-905625-97-8.
- 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.

- 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.
- KOËTER M. *Boosting the venture capital sector in the Netherlands after the financial crisis [online]. Master Thesis. Tilburg: Tilburg University, Tilburg Law School, 2012 [cit. 2015-03-20]. Dostupné z: <<http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=128736>>.*
- KORÁB, V., 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.
- KOVANICOVÁ, D. a kol. *Finanční účetnictví světový koncept 5.vyd.* Praha: BOVA POLYGON, 2005, 526 pp
- 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 Börsengänge – Von der Produktidee zum internationalen Nischenspezialisten*, Vienna: Manzsche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, 2000.
- LERNER, J. The Government as Venture Capitalist. *Journal of Business*, 1999, 72 / 3: 285–318. ISSN 0883-9026.
- MACMILLAN, I. C. – KULOW, D. M. – KHOLYLIAN, R. 1989: Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance. *Journal of Business Venturing*, 4, č. 1, s. 27–47.
- 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.
- MACOVÁ, D. *Venture kapitálové investice a jejich podpora v České republice a Evropské unii*. Diplomová práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2015.
- MANIGART, S., W. VAN HYFTE., 1999: Post Investment Evolution of Venture Backed Companies. In: Reynolds P, Bygrave W, Manigart S, Mason C, Meyer G, Sapienza HJ, Shaver K (eds) *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA: Babson College, pp 419 – 432.
- MINAŘÍK B., BORŮVKOVÁ J. A M. VYSTRČIL. *Analýzy v regionálním rozvoji*. 1. vydání. Příbram: Professional Publishing, 2013. ISBN: 978–80-7431-129-1.
- MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování*
- 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 PRÁCE A SOCIÁLNÍCH VĚCÍ ČR. *Zákon č. 100/1988 Sb., o sociálním zabezpečení*
- MORVAY, K. – OKÁLI, I. – GABRIELOVÁ, V. – HVOZDÍKOVÁ, I. – ŠIKULOVÁ, I. – FRANK, K. – JECK, T. (2011): Economic Development of Slovakia in 2010 and Outlook Up to 2012. *Ekonomický časopis*, 59, č. 6, s. 549–635.
- 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.: *Beiträge zur Unternehmensgründung*. 2001. Köln, s. 227–267.
- 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.
- NVP. *The Dutch Private Equity and Venture Capital Market in 2013* [online]. April 2014 [cit. 2015-03-07]. Dostupné z: <http://www.nvp.nl/data_files/NVPH022%20Ondernemend%20Vermogen%20EN%20WTK%20incl%20Omslag%201205.pdf>.
- OECD. *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations* [online]. October 2014 [cit. 2015-03-02]. Dostupné z: <<http://www.oecd.org/industry/ind/28881195.pdf>>.
- PAVLICA, K. a kol. *Sociální výzkum, podnik, management*. Praha : Ekopress, 2000. str. 161. 80-86119-25-4.
- PAZOUR M. A D. MAREK. *Fondy rizikového kapitálu s účastí soukromých a veřejných finančních prostředků* [online]. 30. září 2011 [cit. 2015-04-08]. Dostupné z: <<http://www.vyzkum.cz/storage/att/18C0C6E0BEDC982432D14A62BD739099/A%204-8%20VC%20fondy.pdf>>.
- 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.
- POLEDNÁKOVÁ, A. a kol., (2011). *Vplyv finančních trhů na finanční řízení podniků posobiacích v SR a ČR v kontexte současných globálních procesů* Bratislava: EKONÓM. 176 pp.
- POPPER, K., 1997: Logika vědeckého bádání. 1.vyd. Praha: Oikoymenh. 182 s. ISBN: 80-86005-45-3.
- RAJCHLOVÁ, J. -- FEDOROVÁ, A. -- BROŽ, Z. The Venture Capital in the Czech Companies: Development of Number of Employees and Efficiency of Employees. *Investment Management and Financial Innovations*. 2014. sv. 1, č. 1, s. 77–87. ISSN 1810-4967.
- RAJCHLOVÁ, J. Managerial support provided by venture capital investors in the Czech republic. *ACTA VŠFS*, 2013, roč. 2012, č. 3, s. 10-25. ISSN: 1802-792X.
- 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.
- RAJCHLOVÁ, J. Vliv vývojové fáze podniku na transfer manažerské podpory ze strany investorů rizikového kapitálu. *Scientia& Societas*, 2013a, roč. IX, č. 1, s. 10–26. ISSN: 1801-7118.
- RAJCHLOVÁ, J., 2012: *Vybrané aspekty financování podniků rizikovým kapitálem v podmínkách České republiky*. Disertační práce
- 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 – Development, Opportunities and Limitations. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2011 a, LIX(7): 307–316. ISSN 1211-8516.
- RAJCHLOVÁ, J., FEDOROVÁ, A. (2013): Financování českých podniků rizikovým kapitálem a vývoj výkonnosti jejich zaměstnanců. *Trendy ekonomiky a managementu*, VII, No. 14, pp. 55–62.
- RAJCHLOVÁ, J., FEDOROVÁ, A., SVATOŠOVÁ, V. Investment strategies of management companies in Czech companies with the venture capital involvement. *Investment Management and Financial Innovations*. 2014. ISSN 1810-4967.
- RAJCHLOVÁ, J., FEDOROVÁ, A., SVATOŠOVÁ, V. The Economic Development Evaluation of Czech Enterprises Financed by Venture Capital. *WSEAS Transactions on Business and Economics*. 2014a. ISSN 1109-9526.
- RAJCHLOVÁ, J., SVATOŠOVÁ, V. Seed Fund as the Way of Economic Growth. In *Improving performance of Agriculture and the Economy*. 1. vyd. Nitra: FEM Slovenská poľnohospodárska univerzita v Nitre, 2014, s. 100–111. ISBN 978-80-552-1187-9.
- 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.; FEDOROVÁ, A. Financování českých podniků rizikovým kapitálem a vývoj výkonnosti jejich zaměstnanců. *TRENDY EKONOMIKY A MANAGEMENTU*, 2013, roč. VII, č. 14, s. 55–62. ISSN: 1802-8527.
- RAJCHLOVÁ, J.; FEDOROVÁ, A. Zaměstnanci a jejich výkonnost v českých podnicích financovaných rizikovým kapitálem. *Český finanční a účetní časopis*. Vysoká škola ekonomická v Praze, 2013b, roč. 2013a, č. 1, s. 5–21. ISSN: 1802-2200.
- 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.

- SEDLÁČEK, J. (2007): Analýza vývoje finanční výkonnosti podniků v České republice. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 55, No. 1, pp. 3–18.
- 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.
- SOBEKOVÁ MAJKOVÁ, M. (2011): The Analysis of Barriers and Factors of Small and Medium-size Enterprise Financing in the Slovak Republic. *Ekonomický časopis*, 59, č. 10, s. 1033–1049.
- STAŇKOVÁ, M., BERANOVÁ, M., REŽŇÁKOVÁ, M. (2010) Vybrané úpravy účetních dat při výpočtu ukazatele EVA a jejich dopady na jednotlivé položky finančních výkazů. *Trendy ekonomiky a managementu*, roč. IV, č. 7, pp. 57–66.
- 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., BORELL M. A T. KROENCKE. *Potencial of Venture Capital in the European Union* [online]. ©2012 [cit. 2015-01-08]. Dostupné z: <[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET\(2012\)475088_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET(2012)475088_EN.pdf) >.
- TYKVOVÁ, T. Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation. *In: The 2000 EFMA Conference in Athens*. 2000.
- VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2001. 465 s. ISBN 80-86119-38-6.
- 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
- VYHLÁŠKA č. 518/2004 Sb., kterou se provádí zákon č. 435/2004 Sb., o zaměstnanosti

- 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. Vydání, München: C.H. Beck Verlag, 2001. 589 s. ISBN-13: 978-3406478819.
- 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
- 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.
- ZAJAC, Š. – BALÁŽ, V. (2007): Dual Economy and Impacts of Foreign Investment on Private R&D in Slovakia. *Ekonomický časopis*, 55, č. 9, s. 851–872.
- ZÁKON č. 435/2004 Sb., o zaměstnanosti
- ZEMÁNKOVÁ, L., KRUNTORÁDOVÁ, M., BOUŠKOVÁ, Š. (2010) Použití ukazatele EVA v konkrétním podniku. *Trendy ekonomiky a managementu*, roč. IV, č. 7, pp. 67–81.
- 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. 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.
- 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. Rizikový a rozvojový kapitál v České republice: Manažerské know-how a jeho transfer. *Journal of Economics*, 2013, roč. 61/ 2013, č. 3, s. 283–296. ISSN: 0013-3035.

PŘÍLOHY

Příloha 1: Podklady pro shlukovou analýzu

Příloha 2: Dotazník pro zjišťování transferu know-how

Příloha 3: Dotazník k výzkumu investičních kritérií pro rozhodování realizace investic ze strany investorů rizikového kapitálu v podmínkách České republiky

Příloha 4: Dotazník výzkumu využívání forem podpory ze strany podniků v podmínkách ČR

Příloha 5a: Průměrné roční přepočtené počty zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu v letech 1998–2007

Příloha 5b: Výkonnost zaměstnance (v Kč) v jednotlivých podnicích a letech

Příloha 6: Výkonnost zaměstnance a řetězový index počtu zaměstnanců podniků ve sledovaných letech

Příloha 1: Podklady pro shlukovou analýzu

1a) Tabulka základních da

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

1b) Tabulka vstupních dat pro shlukovou analýzu

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

1c) Tabulka standardizovaných vstupních dat

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

1d) Výsledky shlukové analýzy

Označení shluku	Země	průměrné hodnoty shluku						obtížnost zařízení podniku	Popis shluku			
		Fundraisi ng/HDP 2013	Investice /HDP 2013	VC/PE 2013	R&D/HDP 2012	VC/PE 2013	Investice /HDP 2013			R&D/HDP 2012	obtížnost zařízení podniku	
Shluk 1	Rakousko Německo	0,0106%	0,0232%	13,15%	2,9557%	108	0,0051%	0,0208%	12,00%	2,895%	101	Země s mírně vyšší VC aktivitou, jsou zde vysoké investice do výzkumu a vývoje, avšak obtížné zakládání nových podniků.
Shluk 2	Pobaltí						0,0000%	0,0151%	19,20%	1,0411%	24	Země, kde VC fondy nedisponují dostatečnými finančními prostředky, je zde poměrně snadné zahájení podnikání, avšak podpora místních VC fondů je velice nízká.
	Portugalsko						0,0054%	0,0229%	11,80%	1,4012%	10	
	Belgie	0,0033%	0,0135%	9,60%	1,2970%	26	0,0037%	0,0234%	8,70%	2,3556%	14	
Shluk 3	Itálie						0,0075%	0,0039%	4,00%	1,2951%	46	
	Rumunsko						0,0000%	0,0021%	4,30%	0,3921%	38	
Shluk 4	Bulharsko						0,0511%	0,0128%	45,90%	0,6673%	49	Země s obtížným založením podniků, podprůměrnými výdaji na R&D, kde sice VC fondy mají finanční prostředky, avšak není do čeho investovat.
	SVK&SLO&CRO	0,0303%	0,0122%	25,25%	1,1312%	62	0,0218%	0,0070%	21,30%	1,2625%	60	
	Maďarsko						0,0150%	0,0176%	30,40%	1,4447%	57	
Shluk 5	Lucembursko						0,0333%	0,0116%	3,40%	1,1503%	82	
	Česká republika						0,0000%	0,0019%	2,10%	2,0045%	110	Země s velice nízkou venture kapitálovou aktivitou a velice obtížným zakládáním podniků.
	Polsko	0,0033%	0,0053%	3,80%	1,3874%	90	0,0051%	0,0040%	4,10%	0,8818%	85	
Shluk 6	Španělsko						0,0046%	0,0099%	5,20%	1,2759%	74	
	Dánsko						0,0365%	0,0324%	4,40%	3,1050%	25	Země s vysokou VC aktivitou, poměrně snadné zakládání podniků, vysoké investice do R&D.
	Finsko	0,0309%	0,0463%	17,20%	3,2952%	28	0,0094%	0,0550%	28,40%	3,3253%	32	
Shluk 7	Švédsko						0,0470%	0,0516%	18,80%	3,4553%	27	
	Francie						0,0742%	0,0330%	10,50%	2,2895%	28	Země s vysokou VC aktivitou, avšak VC investice nedosahují svého maxima, což způsobují i nedostatečné investice do R&D a poměrná obtížnost založení podniků.
Shluk 8	Spojené království	0,0663%	0,0312%	8,15%	2,0079%	37		0,0294%			45	
	Řecko	0,0000%	0,0027%	100,00%	0,7837%	52	0,0584%		5,80%	1,7263%		Země s nejnižší VC aktivitou a velice nízkými výdaji na R&D.
Shluk 8	Irsko	0,0151%	0,0495%	59,95%	1,8873%	20	0,0178%	0,0668%	64,20%	1,6601%	19	Země s vysokou VC aktivitou, kde velikost VC převyšuje velikost PE, poměrně snadné zahájení podnikání.
	Nizozemí						0,0124%	0,0321%	55,70%	2,1144%	21	

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

Příloha 2: Dotazník pro zjišťování transferu know-how

NEFINANČNÍ PŘIDANÁ HODNOTA FINANCOVÁNÍ VENTURE KAPITÁLEM A PRIVATE EQUITY PRO PODNIKY V PODMÍNKÁCH ČESKÉ REPUBLIKY (Financování PE/VC jako nefinanční přidaná hodnota podnikům)

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:

- 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.
- 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 fází 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 fází podniku realizovány.

Dotazníkem budou osloveni investoři PE/VC, kdy bude také žádáno označení aktivit, které byly podnikem v závislosti na jeho vývojové fází 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

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 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.⁶¹ **Dovolujeme si Vás tímto požádat o vyplnění příloženého 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
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

61 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.⁶² 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**:

Tabulka 1: Hodnotící škála (Eisele/Habermann/Oesterle, 2002)

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.

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:

62 EISELE/HABERMANN/OESTERLE (2002), SCHRÖDER (1992), LAUB (1989), MACMILLAN/SIEGEL/NARASIMHA (1985), TYEBJEE/BRUNO (1984).

Tabulka 2: Fáze vývoje objektu investování (vlastní zpracování na základě lit. Eisele/Habermann/Oesterle, 2002; EVCA)

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>	<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. <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 výrobnou 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).

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																			
		Early Stage			Later Stage			Venture Buyouts													
I.	Osobnost manažera/managementu																				
1.	schopnost přesvědčivým způsobem reprezentovat podnikatelskou myšlenku	0	1	2	3	0	1	2	3	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	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	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	0	1	2	3	0	1	2	3
5.	management dokáže stihnout spolupracovníky ve věci společné vize	0	1	2	3	0	1	2	3	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	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	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování																			
		Early Stage			Later Stage			Venture			Buyouts										
II.	Zkušebnosti manažera/managementu																				
8.	management je co nejpřesněji seznámen s cílovým trhem	0	1	2	3	0	1	2	3	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	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	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	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	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	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	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování																			
		Early Stage			Later Stage			Venture			Buyouts										
III.	Ostatní kritéria pro hodnocení manažera/managementu																				
15.	podíl managementu na základním kapitálu podniku	0	1	2	3	0	1	2	3	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	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	0	1	2	3	0	1	2	3

P.č.	Kritérium	Míra významnosti kritéria v závislosti na fázi vývoje objektu investování											
		Early Stage			Later Stage			Venture Buyouts					
IV.	Charakteristika produktu												
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 dosa- vadní 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 „High Tech“	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 výrobové 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											
		Early Stage			Later Stage			Venture Buyouts					
V.	Charakteristika relevantního trhu												
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																	
		Early Stage						Later Stage Venture						Buyouts					
VI	Finanční kritéria																		
31.	možnost vysoké míry zhodnocení investovaného kapitálu/spoluvlastnického podílu	0	1	2	3	3	0	1	2	3	0	1	2	3	0	1	2	3	
32.	možnost rychlého a bezproblémového prodeje spoluvlastnického podílu	0	1	2	3	3	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	3	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	<input type="radio"/>	

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.	
Investice celkem	100 %

6. Uveďte, prosím, metody, které používáte při hodnocení efektivnosti předkládaných podnikatelských záměrů.

.....

7. Jaké jsou nejčastější důvody zamítnutí účasti na předkládaných podnikatelských záměrech?

.....

Příloha 4: 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)

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:

- 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.
- 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 fází 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 fází podniku realizovány.

Dotazníkem budou osloveni investoři PE/VC, kdy bude také žádáno označení aktivit, které byly podnikem v závislosti na jeho vývojové fází 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

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

Příloha 5a:

1: Průměrné roční přepočtené počty zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu v letech 1998–2007

rok vstupu	rok výstupu	IČ podniku	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	1999	257 88 001														
	2005	45148295		9												
	2006	25346687														
	2006	28214722														
	2009	61065056														
	2006	00081299														
	2006	25334727														
	2007	26700239														
	2004	26052555														
	2006	562262														
	2004	26193426														
	2009	25418921														
	2004	27085015														
	2007	60792710														
	2005	60700238														
	2005	279 16 693														
	2006	254 78 478														
	2006	44017774														
	2010	26033097														
	2006	27394743														
	2008	27701395														
	2008/2011	16355407														
	2006	63497956														
	2011	64949681														
	2007	28207505														
	2007	28175247														
	2007	277 03 185														
	2007	45193444														
	2009	27600041														

Zdroj: vlastní zpracování dle Ministerstva spravedlnosti (2012), údaje platné k 10. 08. 2012

1: Průměrné roční přepočtené počty zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu v letech 2007 – 2011

rok vstupu	rok výstupu	roční průměr	2007	2008	2009	2010	2011
	2008	27636224	218	222	245	240	244
	2009	25302400	199	222	245	240	244
	2011	27565301	0	1	267	310	279
	2009	27913805	96	279	279	279	279
	2011	27544001	981	906	573	573	573
	2007	46708707	981	906	573	573	573
	2011	27625761	0	10	1314	1652	10545
	2007	10545	1652	10545	10545	10545	10545
	2008	25617036	5	5	8	8	8
	2008	26702924	130	255	107	88	90
	2008	27767680	593	681	619	631	531
	2008	25350471	286	268	237	197	188
	2008	26204967	22	144	145	188	188
	2008	27208052	74	74	86	76	188
	2008	28492170	32	40	556	510	510
	2009	26772884	32	40	42	103	73
	2008	60108649	135	128	137	103	73
	2008	28216733	9	9	139	122	98
	2009/2008	28223209	670	673	673	747	443
	2009	28398238	0	60	66	66	7
	2009	27865789	13	13	13	13	7
	2009	44017774	344	434	447	492	52
	2009	28968506	76	76	58	52	2
	2009	28356250	0	0	1	2	2
	2009	28223209	673	673	747	443	443
	2010	28818741	21	21	21	18	18
	2010	27654087	407	407	427	429	429
	2010	48173029	230	230	230	66	66
	2011	61672157	77	77	72	66	66
	2011	27537749	55	55	56	56	166
	2011	24772631	160	160	161	166	166
	2011	25112775	60	60	35	35	35

Zdroj: vlastní zpracování dle Ministerstva spravedlnosti (2012), údaje platné k 10.08.2012

2: Řetězové indexy průměrného ročního přepočteného počtu zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu pro léta 1999–2007

rok vstupu investora	rok výstupu investora	ič podniku	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1999	2005	257 88 001						1.12	1.21	1.05	1.03	1.04	1.03	1.15	
1999	2004	45148295				0.88	0.83	0.92	0.96	1.10	0.99	1.02	0.77		
2000	2006	25346687	1.44	2.77	1.39	1.16	1.10	1.25	1.01	0.99	0.95	1.00	0.78		
2000	2006	28214722										1.01	0.80	0.92	
2000	2009	61065056					1.00	0.68	0.50	0.95	1.00	1.11	0.57	1.00	
2001	2006	00081299			1.04	1.19	1.00								
2003	2011	25334727					0.90	1.00	0.96	0.99	1.06	0.98	0.95	0.99	
2003	2007	26700239							0.92	0.98	1.00	1.01	0.82	0.74	1.10
2003	2004	26052555						1.00	1.06	1.04	1.06				
2003	2006	562262						0.97	1.03	1.04	1.16	1.24	1.07	0.00	
2004		26193426					0.50	0.44	1.00	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00	
2004	2009	25418921						0.83	0.86	0.03	0.33				
2004	2004	27085015							1.00			1.12	0.97	1.04	0.96
2005	2007	60792710							0.80						
2005		60700238							1.03	1.02	1.04	1.01	0.96	0.96	
2005	2006	279 16 693									0.93	0.96	1.00	0.77	
2005	2006	254 78 478							0.98	0.90	1.01	1.99			
2005		44017774							1.97	1.47	1.41	1.30	1.26	1.03	1.10
2006	2010	26033097								1.00	1.27	1.14	1.00	1.00	
2006		27394743								35.36	100.2	0.96	0.88	0.99	1.02
2006		27426068									1.55	1.00	0.82	1.00	1.00
2006	2011	27701395								0.90	1.00	0.36	0.70	0.09	
2006	2011	16355407								0.98	0.84	0.97	0.90	0.97	
2006		63497956								1.45	1.08				
2006	2011	64949681								1.03	0.99	1.02	1.12	1.01	1.02
2007		28207505								1.00			0.87	1.01	1.01
2007		28175247										1.60	1.00	0.94	1.03
2007		pouze 2011												0.70	
2007		45193444									1.23				
2007	2009	27600041											1.00	0.82	
2007	2008	27636224										0.93	1.02	1.02	
2007	2009	25302400									1.02	0.90	0.69	0.83	

Zdroj: vlastní zpracování

2: Řetězové indexy průměrného ročního přepočteného počtu zaměstnanců v podnicích s účastí rizikového kapitálu pro léta 2007–2011

rok vstupu investora	rok výstupu investora	IČ podniku	2007	2008	2009	2010	2011
2007	2011	27565301		1.00			
2007	2009	27913805		1.09	0.36	0.65	
2007	2011	27544001			0.90	1.00	0.88
2007		46708707	0.92	0.63			
2007	2011	27625761		2.70	1.78	0.83	
2007		10545	0.80	0.98	0.92	0.95	1.09
2008 /2007				1.60	1.00	0.94	1.03
2008		25617036		1.60	1.00	0.94	
2008		26702924		1.96	0.42	0.82	1.02
2008		27767680		1.15	0.91	1.02	0.84
2008		25350471		0.94	0.88	0.83	
2008		26204967		6.55	1.01	1.30	1.00
2008		27208052		1.00	1.16	0.88	
2008		28492170				0.92	
2008/ 2007	2009	26772884	1.00	1.25	1.05		
2008		60108649		0.95	1.07	0.75	0.71
2008		28216733			15.44	0.88	0.80
2009/2008		28223209			1.00	1.11	0.59
2009		28398238				1.10	
2009		27865789			1.00	1.00	0.54
2009		44017774			1.26	1.03	1.10
2009		28968506				0.76	0.90
2009		28356250				1.00	2.00
2009						1.11	0.59
2010		28818741				1.00	0.86
2010		27654087			0.93	1.05	1.01
2010		48173029			0.96	1.00	
2011		61672157				0.94	0.92
2011		27537749				1.03	
2011		24772631					1.03
2011		25112775				0.58	1.00

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha 5b: Výkonnost zaměstnance (v Kč) v jednotlivých podnicích a letech

rok vstupu	rok výstupu	IČ podniku	VÝKONNOST ZAMĚŠTNANCE															
			1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
1999	2005	257 88 001				172295	882505	1484835	1541389	1820338	1500243							
1999	2004	45148295			50577	21116	33356	-57075	37320									
2000	2006	25346687	-43556	-149923	-634278	145040	-55531	-139901	30650	-120789	-66026	-30898						
2000	2009	61065056			-18615000	221034		-2015350	-327316	-402105	-458762	-363417	-4448167	588083				
2000	2001	25784471			-3537000	11396000	13869000	8843000										
2001	2006	00081299			-934	-502969	-833000											
2003	2006	25334727				-1029	-35021	11307	52138	-26988	113268							
2003	2007	26700239					62005	18571	44856	211773	117092	200300	95314					
2003	2004	26052555				-126000	918505	747793	646784	562366	496046							
2003	2006	562262					412890	1151333	1348460	1386931	734400	1011631	587196					
2004		26193426				24278	75222	-160250	699750	478333	79000	-66867	57333.333	1293333				
2004	2009	25418921					75417	51038	126286	-2892333	18000	1945000	3691000	4030000	10246000			
2004	2004	27085015					-1108000	-652069	-295690	-81978	-133149							
2005	2007	60792710						-8435500	1129750									
2005	2006	27064719						-37000		-16565	39850000	45989000	44740000					
2005		60700238						95185	206391	160500	228874	168445	27573	-495000	18304			
2005	2006	279 16 693								472351	1217874	2986837	2477522					
2005	2006	254 78 478								1541636	-271312	-423497	-363756					
2005	2011	44017774						1408207	1109742	971362	1419740	768276	774887	433461	488390			
2006	2010	26033097							1314182	1720273	1512857	408938	43000	210438				
2006		27394743							-4000	654400	65549	42305	68752	122516	166212			
2006		27426068								212727	95353	61529	74357	248357	300071			
2006	2011	27701395							36977	46094	46244	-190700	287247	-1032143				
2006	2011	16355407							19166	-8694	35406	124499	64142	84637	27804			
2006		63497956							168848	18875	626154							
2 006	2 011	64 949 681							2828556	2977295	3990767	4272763	3951151	3630345	3042459			

Zdroj: vlastní zpracování

Výkonnost zaměstnance (v Kč) v jednotlivých podnicích a letech (pokračování)

rok vstupu	rok výstupu	IČ podniku	VÝKONNOST ZAMĚSTNANCE					
			2006	2007	2008	2009	2010	2011
2007		28207505			257500	139458	129440	100739
2007		28175247			208058	177345	67719	
2007		45193444	124534	298035	99545	-285619	9001	
2007	2009	27600041	-13000	-1220000	16818	80727	-27111	
2007	2008	27636224		-20000	56000	97929	174814	158514
2007	2009	25302400	-4216	-535559	-35337	14000	5614	98375
2007	2008	27565301	73000	226000	658000			
2007	2009	27913805		-420335	81599	210563	-332758	
2007	2011	27544001			-34013	-219297	-25330	-127393
2007		46708707	-817518	-2044958	605023			
2007	2011	27625761	-142000	-305600	-31934444	-2644604	-3478225	
2007		10545	-403593	251910	206121	212935	361528	159420
2008		25617036		-73600	-1804625	-1665875	-661569	-152974
2008		26702924		83538	94325	164168	318182	350756
2008		27767680		232113	256847	375785	143754	175864
2008		25350471		194937	142672	104342	196198	
2008		26204967		-322773	-450104	-369476	-107691	
2008		27208052		946	-163392	-244942	-181000	
2008		28492170				393045	422229	
2008	2009	26772884	71000	-253344	-552750	141071		
2008		60108649		24415	8953	43533	7913	-71904
2008		28216733			-295111	240094	-253328	-628908
2009		28223209			-26369	21535	46814	58993
2009		28398238				-249700	39773	
2009		27865789			120	-82308	2955231	179429
2009		44017774			768	775578	430436	488390
2009		28968506			7518000	645158	-603069	-135192
2009		28356250				-19808000	-12138000	-33011000
2009		28223209			-17637000	21495	46814	58993
2010		28818741				60619	261857	231492
2010		27654087				117592	202838	149270
2010		48173029				137030	49443	
2011		61672157					136306	48758
2011		24772631					108180	187886
2011		25112775					648343	158943

Zdroj: vlastní zpracování

Příloha 6: Výkonnost zaměstnance (v tis. Kč) a řetězový index počtu zaměstnanců podniků ve sledovaných letech

vstup	1999	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011				
	2005 ič	2004	2006	2006	2009	2001	2006	2006	2006	2006	2007	2007	2007	2007	2006	2006	2004	2004	2004	2009	2009	2009	2009	2009	2009	2009	2009	
1998	257 88 001	45148295	25346687	28214722	61065056	25784471	00081299	25334727	26700239	26052555	562262	26193426	25418921															
	VZ																											
	ŘI																											
1999																												
	VZ																											
	ŘI																											
2000																												
	VZ																											
	ŘI																											
2001																												
	VZ																											
	ŘI																											
2002																												
	VZ																											
	ŘI																											
2003																												
	VZ																											
	ŘI																											
2004																												
	VZ																											
	ŘI																											
2005																												
	VZ																											
	ŘI																											
2006																												
	VZ																											
	ŘI																											
2007																												
	VZ																											
	ŘI																											
2008																												
	VZ																											
	ŘI																											
2009																												
	VZ																											
	ŘI																											
2010																												
	VZ																											
	ŘI																											
2011																												
	VZ																											
	ŘI																											

Pokračování předchozí tabulky

vstup	výstup	2004		2005		2005		2006		2006		2007		2007		2007		27600041
		2004	2006	2005	2006	2005	2011	2006	2010	2006	2011	2006	2011	2007	2011	2007	2009	
	ič		27085015	27064719	60700238	27916693	25478478	44017774	26033097	27394743	27426068	27701395	16355407	63497956	64949681	28207505	28175247	45193444
2003	VZ		-1108															
	ŘI																	
2004	VZ		-652	-37	95		1408	2462										
	ŘI		29															
2005	VZ		-296		206		1542	1110	1314	-4		37	19	169	2829			
	ŘI		1,00		1,03		0,98	1,97	1,00									
2006	VZ		74	-17	161	472	-271	971	1720	654	213	46	-9	19	2977			125
	ŘI		1,72	184	1,02	1,00	0,90	1,47	1,00	1,00		0,90	0,98	1,45	1,03			
2007	VZ		-133	39850	229	1218	-423	1420	1513	66	95	46	35	626	3991			298
	ŘI		1,34	0,01	1,04	0,93	1,01	1,41	1,27	100,2	1,55	1,00	0,84	1,08	0,99			1,23
2008	VZ			45989	168	2987	-364	768	409	42	62	-191	124		4273	258	208	100
	ŘI			1,00	1,01	0,96	1,99	1,30	1,14	0,96	1,00	0,36	0,97		1,02			1,14
2009	VZ			44740	28	2478		775	43	69	74	287	64		3951	139	177	-286
	ŘI			1,00	0,96	1,00		1,26	1,00	0,88	0,82	0,70	0,90		1,12	0,87	0,80	0,70
2010	VZ				-495			433	210	123	248	-1032	85		3630	129	68	9
	ŘI				0,96			1,03	1,00	0,99	1,00	0,09	0,97		1,01	1,01	1,04	0,76
2011	VZ				18			488		166	300		28		3042	101		
	ŘI				0,91			1,10		1,02	1,00		1,06		1,02	1,01		

Pokračování předchozí tabulky

vstup	výstup	ič	2006		2007		2008		2009		2010		2011	
			VZ	Ř/	VZ	Ř/	VZ	Ř/	VZ	Ř/	VZ	Ř/	VZ	Ř/
2007	2008	27636224			-20		56	0,93	98	1,02	175	1,02	159	0,86
2007	2009	25302400	-4		-536	1,02	-35	0,90	14	0,69	6	0,83	98	0,49
2007	2011	27565301	73		226	2,00	658	1,00						
2007	2009	27913805			-420		82	1,09	211	0,36	-333	0,65		
2007	2011	27544001					-34		-219	0,90	-25	1,00	-127	0,87
2007		46708707	-818		-2045	0,92	605	0,63						
2007	2011	27625761	-142		-306	1,00	-31934	2,70	-2645	1,78	-3478	0,83		
2007		10545	-404		252	0,80	206	0,98	213	0,92	362	0,95	159	1,09
2008		25617036			-74		-1805	1,60	-1666	1,00	-662	0,94	-153	1,25
2008		26702924			84		94	1,96	164	0,42	318	0,82	351	1,02
2008		27767680			232		257	1,15	376	0,91	144	1,02	176	0,84
2008		25350471			195		143	0,94	104	0,88	196	0,83		
2008		26204967			-323		-450	6,55	-369	1,01	-108	1,30	-108	1,00
2008		27208052			1		-163	1,00	-245	1,16	-181	0,88		
2008		28492170							393		422	0,92		
2007	2009	26772884	71		-253	1,00	-553	1,25	141	1,05				
2008		60108649			24		9	0,95	44	1,07	8	0,75	-72	0,71
2008		28216733					-295		240	15,44	-253	0,88	-629	0,80
2008		28223209					-26		22	1,00	47	1,11	59	0,59
2009		28398238							-250		40	1,10		
2009		27865789					0		-82	1,00	2955	1,00	179	0,54
2009		44017774					1		776	1,26	430	1,03	488	1,10
2009		28968506					7518		645	1,00	-603	0,76	-135	0,90
2009		28356250							-19808		-12138	1,00	-33011	2,00
2009		28223209					-17637		21	1,00	47	1,11	59	0,59
2010		28818741							61		262	1,00	231	0,86
2010		27654087							118	0,93	203	1,05	149	1,00
2010		48173029							137	0,96	49	1,00		
2011		61672157							221		136	0,94	49	0,92
2011		27537749							302		-19	1,03		
2011		24772631							221		108	1,01	188	1,03
2011		25112775							3450		159	0,58	159	1,00

zdroj: vlastní zpracování dat z Obchodního rejstříkuKonec formuláře

Název: Rizikový kapitál – možnost financování podniků
Autor: Ing. Jaroslava Rajchlová, Ph.D
Vydala: Mendelova Univerzita v Brně, Zemědělská 1, 613 00 Brno
Tisk: Vydavatelství Mendelovy univerzity v Brně, Zemědělská 1, 613 00 Brno
Vydání: první, 2016
Počet stran: 190
Náklad: 100 ks
ISBN 978-80-7509-390-5