

Univerzita Karlova v Praze
Přírodovědecká fakulta
katedra sociální geografie a regionálního rozvoje

Josef Tulach

ANALÝZA REGIONÁLNÍ DISTRIBUCE
INVESTIC RIZIKOVÉHO A ROZVOJOVÉHO
KAPITÁLU

ANALYSIS OF REGIONAL DISTRIBUTION OF
INVESTMENT OF VENTURE CAPITAL

Diplomová práce

Praha 2010

Vedoucí diplomové práce: Doc. RNDr. Jiří Blažek, Ph.D.

Prohlašuji, že jsem předloženou práci vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury a statistických podkladů.

V Praze2010

Podpis:

.....

Poděkování

Děkuji vedoucímu mé diplomové práce, Doc. RNDr. Jiřímu Blažkovi, Ph.D., za cenné připomínky a podněty při konzultacích. Dále děkuji osloveným zástupcům fondů a dalších institucí za poskytnutí potřebných informací a materiálů.

ABSTRAKT

Práce analyzuje a hodnotí regionální distribuci investic rizikového a rozvojového kapitálu. Poskytuje zejména pohled na regionální odlišnosti na trhu rizikového a rozvojového kapitálu a jejich faktory. Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část nejprve vysvětluje pojmy vztahující se k rizikovému a rozvojovému kapitálu. Poté popisuje dosavadní práce v geografické oblasti a jejich zaměření a nakonec hodnotí možnosti moderního státu rozvíjet trh rizikového a rozvojového kapitálu a jeho regionální distribuci. Druhou část práce představuje empirická analýza trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě a ve vybraných zemích. Dále dokazuje vztahy mezi množstvím a počtem investic rizikového a rozvojového kapitálu a hodnotou vybraných veličin ve španělských regionech. Výzkum v České republice je představen SWOT analýzou a expertním hodnocením na základě rozhovorů s představiteli společností působících na trhu rizikového a rozvojového kapitálu. Nakonec jsou uvedeny a popsány příkladné projekty z České republiky a Španělska zaměřené na financování zárodečných a začínajících fází podnikání.

ABSTRACT:

The study analyzes and assesses regional distribution of investment activity of venture capital. Primarily it is searching regional differences of the market of venture capital and its factors. The thesis is divided into theoretical and practical parts. First, the theoretical part explains terms connected to venture capital. It then describes the anterior studies in geographic field and its focus and finally evaluates possibilities of modern state to develop market of venture capital and its regional distribution. The second part of the study is represented by empirical analysis of the market of venture capital in Europe and in selected countries. It concludes by comparing the relation between amount of venture capital investments, its value and value of selected variables in Spanish regions. Research from the Czech Republic is represented by SWOT analysis and interview research with representatives from venture capital sector. In addition, there are presented and described example projects from Czech Republic and Spain focused on funding seed and start-up businesses.

Obsah

1. Úvod.....	11
1.1. Hypotézy.....	13
2. Teoretické přístupy k výzkumu trhu rizikového a rozvojového kapitálu.....	14
2.1. Rizikový a rozvojový kapitál.....	14
2.2. Přínos rizikového a rozvojového kapitálu.....	15
2.3. Prostorová nerovnoměrnost trhu rizikového a rozvojového kapitálu.....	17
2.4. Vztahy lokalizace vědeckých a výzkumných aktivit a trhu rizikového a rozvojového kapitálu.....	20
2.5. Role vzdálenosti ve struktuře trhu rizikového a rozvojového kapitálu.....	22
2.6. Rozdíly mezi regiony v příjmu investic rizikového a rozvojového kapitálu.....	24
2.7. Nedostatky kapitálu v regionech.....	26
2.8. Syndikace investorů: řešení problému vzdálenosti?.....	27
2.9. Vztah trhu rizikového a rozvojového kapitálu a finančního systému.....	30
2.10. Přístupy k politice na podporu rizikového a rozvojového kapitálu v regionech.....	33
3. Data a metody.....	39
4. Analýza trhu rizikového a rozvojového kapitálu.....	41
4.1. Vývoj trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě na počátku 21. století.....	41
4.2. Vývoj trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích.....	44
4.3. Geografická koncentrace investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích.....	47
4.4. Struktura investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze ve vybraných zemích.....	53
4.5. Sektorová struktura investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích.....	56

4.5. Analýza faktorů ovlivňujících regionální strukturu trhu rizikového a rozvojového kapitálu.....	58
4.6. SWOT analýza českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu	62
4.6.1. Silné stránky.....	63
4.6.2. Slabé stránky	64
4.6.3. Příležitosti	65
4.6.4. Hrozby.....	66
4.7. Expertní hodnocení trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice.....	66
4.8. Case study – Projekt vzniku Seed fondu	69
4.8.1. Projekt Seed fond v Brně	69
4.8.2. I + D Unifondo	71
5. Závěr.....	73
6. Literatura	76

Seznam zkratk

ASCRI	Španělská asociace rizikového kapitálu
APTE	Asociace vědeckotechnologických parků ve Španělsku
BVK	Německá asociace rizikového kapitálu
BVCA	Britská asociace rizikového kapitálu
CIP	Rámcový program Konkurenceschopnost a inovace
CVCA	Česká asociace rizikového kapitálu
ČR	Česká republika
EVCA	Evropská asociace rizikového kapitálu
FDI	Přímé zahraniční investice
HDP	Hrubý domácí produkt
JEREMIE	Společné evropské zdroje pro mikropodniky až střední podniky (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises)
MSP (SME)	Malé a střední podniky
OECD	Organizace pro evropskou spolupráci a rozvoj
UK	Spojené království
USA	Spojené státy americké

Seznam grafů

Graf 1 Porovnání klíčových faktorů atraktivity země pro investice rizikového a rozvojového kapitálu pro UK, Rumunsko a Českou republiku	31
Graf 2 Počet investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropských zemích v letech 2000 až 2007	42
Graf 3 Hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropských zemích v letech 2000 až 2007 v €m	42
Graf 4 Podíl investic rizikového kapitálu na HDP podle evropských zemí (v % HDP), 2007	43
Graf 5 Počet investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích v letech 2000 až 2007	45
Graf 6 Hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích v letech 2000 až 2007 v €m	45
Graf 7 Průměrná hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích v letech 2000 až 2007 v €m.....	46
Graf 8 Koncentrace hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích	48
Graf 9 Koncentrace počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích	48
Graf 10 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu ve španělských regionech v letech 2005 až 2007	49
Graf 11 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu ve španělských regionech v letech 2005 až 2007	50
Graf 12 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu v německých regionech v letech 2005 až 2007	51
Graf 13 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu v německých regionech v letech 2005 až 2007	51
Graf 14 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu v regionech UK v letech 2005 až 2007	52
Graf 15 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu v regionech UK v letech 2005 až 2007	53
Graf 16 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze ve Španělsku v letech 2005 až 2007	54

Graf 17 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze ve Španělsku v letech 2005 až 2007	54
Graf 18 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v Německu v letech 2005 až 2007	55
Graf 19 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v Německu v letech 2005 až 2007	55
Graf 20 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v UK v letech 2005 až 2007	56
Graf 21 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v UK v letech 2005 až 2007	56
Graf 22 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle sektoru ve Španělsku v letech 2005 až 2007	57
Graf 23 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle sektoru v Německu v letech 2005 až 2007	57
Graf 24 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle sektoru v UK v letech 2005 až 2007	58

Seznam tabulek

Tabulka 1 Rozdíly v terminologii používané v USA a Evropě.....	14
Tabulka 2 Srovnání zemí dle indexu atraktivity pro investice rizikového a rozvojového kapitálu dle Groha, Liechtensteina a Liesera	32
Tabulka 3 Giniho koeficient koncentrace	47
Tabulka 4 Korelační koeficienty pro vztah lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty a dalších proměnných, Španělsko, 2007	59
Tabulka 5 Korelační koeficienty pro vztah lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu dle počtu a dalších proměnných, Španělsko, 2007.....	61
Tabulka 6 SWOT analýza českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu	63

1. Úvod

Trhu rizikového a rozvojového kapitálu se v České republice věnují především ekonomové. Jedná se dosud o nové téma, ale zároveň velmi diskutované. V odborné literatuře je možné si všimnout spojování investic rizikového a rozvojového kapitálu s financováním společností s perspektivami růstu a rozvoje, které však mohou mít z důvodu rizika problémy získat jiné druhy financování. V souvislosti s regionálním rozvojem se nabízí studium investic rizikového a rozvojového kapitálu v geografických souvislostech. Výzkum ze zahraničí dokládá regionální koncentraci trhu rizikového a rozvojového kapitálu (Florida Kenney, 1988). Jedním z cílů této práce bylo zhodnocení stavu a regionální koncentrace trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve zkoumaných zemích a České republice. V současnosti je snahou v rozvinutých státech podpora tohoto druhu financování podniků stejně jako zajištění jeho regionální dostupnosti (Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther, 2009). Evropská komise při podpoře malých a středních podniků podněcuje státy k usnadnění přístupu těchto podniků ke zdrojům kapitálu, zejména k rizikovému kapitálu (Evropská komise, 2008). Autor této práce se domnívá, že by i v České republice v budoucnu mohl trh rizikového a rozvojového kapitálu vzrůst používáním tohoto druhu financování vyšším počtem podniků.

Zvyšováním oblíbenosti používání investic rizikového a rozvojového kapitálu se jejich trh stává přitažlivým tématem. Rozbor dat o trhu tohoto způsobu financování může být vynikajícím podkladem pro stanovení případných strategií podpory a rozvoje. Srovnání z vyspělých zemí navíc může sloužit jako inspirace pro jeho rozvoj v České republice. Může pomoci lépe zacílit a tedy účinněji vytvořit podmínky pro vzrůst možnosti financování potenciálních firem rizikovým a rozvojovým kapitálem a oslovit investory pro efektivní alokování prostředků. Cílem této práce je tedy poskytnout informace, které mohou přispět při stanovování strategií pro podporu a rozvoj trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice.

Práce je rozdělena na několik částí, teoretickou, metodologickou a praktickou. V teoretické části nechybí seznámení se základními používanými pojmy, které se v práci vyskytují. Dále jsou uvedeny teoretické koncepty studia trhu rizikového a rozvojového kapitálu a závěry dosavadních zejména geografických výzkumů ze zahraničí a jejich objasnění v souvislostech.

V této části nechybí také kapitola o možnostech veřejné podpory trhu a investic rizikového a rozvojového kapitálu. Dále navazuje část věnovaná metodám použitým v analytické části, zdrojům dat a jejich dostupnosti.

Analytická část nastiňuje v krátkosti vývoj trhu rizikového a rozvojového kapitálu v evropských zemích formou empirického srovnání. Dále jsou vybrány čtyři evropské státy (Spojené království, Německo, Španělsko a Česká republika), na základě jejichž dat o regionální a strukturální povaze trhu rizikového a rozvojového kapitálu je hodnocen jeho stav v těchto zemích. Následuje SWOT analýza českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu provedená na základě teoretických závěrů, empirické analýzy a použité literatury.

Z důvodu neexistence oficiálních dat o regionálním rozložení trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice nebylo možno provést empirickou analýzu regionální distribuce těchto investic v českých regionech. Proto byli osloveni významní hráči na trhu rizikového a rozvojového kapitálu a s některými z nich proveden řízený rozhovor. Expertní analýza trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice v samostatné kapitole je doplněna odpověďmi dalších osob blíže spojených s aktivitami na trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice. Pro srovnání se situací ve Španělsku byl proveden řízený rozhovor se zástupkyní také španělského fondu rizikového kapitálu a pro pochopení investičního prostředí ve Španělsku konzultace výsledků práce se zástupcem agentury CzechInvest v Madridu a radou – vedoucím obchodně-ekonomického úseku Velvyslanectví České republiky v Madridu. Poslední kapitolou analytické části je představení iniciativy vzniklé na podporu vznikajících firem v akademickém prostředí na příkladu plánovaného projektu Seed fondu v Brně a již fungujícím projektu s podobným zaměřením ve Španělsku.

Práce je ukončena závěrem, ve kterém jsou výsledky analýzy dány do souvislosti s cílem práce a danými hypotézami. Seznam použité literatury a zdrojů je uveden na samém konci práce.

1.1. Hypotézy

H1 Na základě první hypotézy se autor domnívá, že geograficky více koncentrovaný trh rizikového a rozvojového kapitálu bude mezi zkoumanými zeměmi ve Španělsku, kde má zatím menší tradici a nedosahuje úrovně Spojeného království (UK) a Německa. Geografická koncentrace trhu rizikového a rozvojového kapitálu zejména dle počtu investic by dle autora mohla souviset s vyvinutostí tohoto trhu, jeho zakořeněním v zemi a obecným povědomím o tomto druhu financování investory, jejichž regionální zastoupení ve Španělsku očekává nižší.

H2 Regionální distribuce investic rizikového kapitálu dle autora statisticky významně souvisí s inovativní, vědecko-technologickou aktivitou v jednotlivých regionech země. Podle této hypotézy by mohla souviset lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku s veličinami popisujícími aktivitu podporující vědecko-technologické inovace a vzdělání v regionech.

H3 Autor práce předpokládá, že existuje statisticky významný vztah lokalizace investic rizikového kapitálu ve Španělsku s úrovní regionálního HDP. Tato hypotéza poukazuje na výsledky akademických prací dokazujících vyšší investiční aktivitu fondů rizikového kapitálu v hospodářsky nejsilnějších regionech.

2. Teoretické přístupy k výzkumu trhu rizikového a rozvojového kapitálu

2.1. Rizikový a rozvojový kapitál

Pojem rizikový a rozvojový kapitál pochází z anglického termínu „venture capital“. Označuje především investice do nově vznikajících nebo rychle rostoucích firem. První zmínky tohoto termínu lze zaznamenat již v první polovině 20. století, jak ve své práci uvádí Klemt (2004). Vznik a první rozšíření proběhlo v USA, odkud se používání investic rizikového a rozvojového kapitálu přeneslo do Evropy a dalších zemí (Vyležík, 2006). Evropské pojetí termínu se liší od amerického (viz tabulka 1).

Tabulka 1 Rozdíly v terminologii používané v USA a Evropě

	Odvětví financování soukromým kapitálem		
Evropa	Rizikový kapitál	Expanzní kapitál	Manažerské odkupy
USA	Rizikový kapitál		Financování soukromým kapitálem

Zdroj: Svobodová (2007), (vlastní překlad)

V USA odděleně od rizikového kapitálu stojí samostatně financování soukromým kapitálem („private equity“) a označuje investice v pozdějších fázích vývoje firmy známé jako manažerské odkupy. V Evropě se navíc objevuje označení expanzní kapitál. Česká asociace rizikového kapitálu (CVCA) přibližuje použité termíny následovně: „Anglický pojem private equity znamená střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze a které mají potenciál pro tvorbu hodnoty v budoucnu. Podle některých definic se pojem private equity týká pouze odkupů firem firemním (buy-out) nebo externím managementem (buy-in). V některých evropských zemích se pro všechny fáze tohoto typu investování používá pojem „venture kapitál“, který je synonymem private equity. Naopak ve Spojených státech se pojem „venture

kapitál“ používá pouze pro investice do začínajících a expandujících podniků.“ (CVCA, 2010, s. 7).

Dvořák a Procházka (1998) z tohoto důvodu ve své knize používají termínu rizikový a rozvojový kapitál, právě kvůli širokému spektru druhů investic, které se v období existence a používání tohoto financování firem vyskytly, v této práci je převzat jejich termín.

2.2. Přínos rizikového a rozvojového kapitálu

Nejdůležitější přínosy rizikového a rozvojového kapitálu se týkají podílu na vzniku inovací, růstu malých a středních podniků (MSP) a zaměstnanosti.

Někteří autoři jako Klagge a Martin (2005) mluví o MSP jako klíčových zdrojích dynamiky, inovací a pracovních příležitostí v dnešní ekonomice. Murray (1997) říká, že se jejich přínos jako strategický prostředek ekonomického a regionálního rozvoje zvyšuje již od konce 70. let. Dále uvádí, že se tento pohled objevil v době, kdy se zvýšilo povědomí a zkoumání MSP jako zdroji zaměstnanosti a jejich přínosu k tvorbě nových pracovních příležitostí. Podpora těchto podniků je dnes pevně zakotvena do aktivit EU. Petresky (2006) hodnotí přínos rizikového kapitálu pro rozvoj podnikání a domnívá se, že proces, který předchází a probíhá během spolupráce investora a firmy má obecně pozitivní efekt na rozvoj podnikání a dále vyvozuje závěr, že rizikový kapitál je důležitým faktorem pro rozvoj inovací a možností růstu zejména pro malé a střední podniky a tedy i pro vytváření nových pracovních míst. Důkaz prokazující vztah mezi investicemi rizikového kapitálu a vytvářením inovací a pracovních míst na makroekonomické úrovni přináší např. empirická analýza Belkeho, Fehna a Fostera (2003). Ukazují, že rizikový kapitál přispívá k vytváření pracovních míst v nových a inovativních firmách a tím usnadňuje proces strukturálních změn v nové ekonomice (Belke, Fehn, Foster, 2003).

Výzkum přínosu rizikového kapitálu pro OECD (2007b) dokazuje, že v USA, Spojeném království, Nizozemí a Francii rychle rostoucí společnosti financované rizikovým kapitálem vytvářejí mnoho vysoce ohodnocených a kvalifikovaných pracovních míst. Tyto společnosti také zvyšují investice, přidanou hodnotu, přinášejí daňové výnosy a příjmy z vývozu a investují více do výzkumu a technologií při srovnání s velkými nebo průměrnými

společnostmi (OECD, 2007b). Rizikový kapitál dle Loughrana a Shive (2009) hraje důležitou roli v americké ekonomice a stojí za úspěchem firem Apple Computer, Sun Microsystems, Yahoo, eBay a Google.

Svobodová (2007) odkazuje na Cooperse a Lybranda, kteří ve své práci dokazují, že „společnosti využívající ve svém financování venture kapitál jsou daleko více inovativní, rychleji rostou a vytvářejí více pracovních příležitostí v porovnání se společnostmi financovanými pomocí jiných zdrojů.“ (Svobodová 2007, s. 17). Podle výzkumu Deutsche Bank, na který Svobodová odkazuje, „přispívá rizikový a rozvojový kapitál k ekonomickému růstu, protože podporuje vznik nových produktů, technologií či služeb, přispívá k lepšímu propojení výsledků výzkumných aktivit s praxí a jejich uplatnění na trhu. Podle tohoto průzkumu by měl být rizikový a rozvojový kapitál vnímán jako jeden z faktorů, které pozitivně ovlivňují výkonnost ekonomiky. S pomocí venture kapitálu mohou být inovativní přístupy zaváděny do praxe. Rozdíly v úrovni rozvoje trhu rizikového a rozvojového kapitálu tak mohou být jednou z příčin rozdílů ve výkonnosti jednotlivých ekonomik. Tyto výsledky podle autorů průzkumu hovoří pro zavádění legislativně - regulatorních instrumentů podporujících rozvoj trhu rizikového a rozvojového kapitálu.“ (Svobodová 2007, s. 17). Engel (2002) ve své práci dospěl k názoru, že nárůst zaměstnanosti je u firem zajištěných rizikovým kapitálem vyšší než u ostatních firem. A z toho vyvozuje, že před-investiční prověřovací procedury, poskytované služby a monitorování tak mají pozitivní efekt. Práce španělských geografů Alemany a Martí (2005) přispívá poznatky o přínosu investic rizikového a rozvojového kapitálu na ekonomiku pomocí empirické analýzy zaměřené na dokázání širšího pozitivního dopadu tohoto druhu investování na dotčené firmy na základě několika ekonomických ukazatelů. Bylo zjištěno, že v daném časovém období rostla zaměstnanost, tržby, zisk, celková aktiva, nehmotný majetek a daně rychleji u společností, za kterými stojí rizikový a rozvojový kapitál než u srovnatelných společností bez financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. Jedinečnost tohoto výzkumu tkví v empirické analýze postavené na objektivním, vysoce reprezentativním vzorku zahrnujícím všechny transakce v určité oblasti (Španělsku): využity byly dvě databáze dat, databáze Prof. J. Martí obsahující všechny transakce rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku od roku 1988, která je zároveň zdrojem dat pro Španělskou asociaci rizikového kapitálu (ASCRI) a evropskou asociaci rizikového kapitálu (EVCA) a další databáze zahrnující oficiální informace o více než 550 000 španělských firmách (Alemany, Martí 2005).

Role inovací pro růst ekonomiky spočívá v posilování pokroku v nových technologiích a ve větší pozornosti na vytváření a používání znalostí OECD (2007a). OECD dále označuje jako jeden z faktorů, které zvyšují intenzitu vědeckých a výzkumných aktivit dostupnost externích zdrojů financování. A právě rizikový kapitál se osvědčil jako vhodný instrument financování začínajících technologicky zaměřených firem (OECD, 2007a). Dle studie Achleitner a Kloeckner (2005), společnosti ze vzorku, ve kterých byl investován rizikový kapitál, vydají průměrně 45% svých výloh na vývoj a výzkum a přibližně 13 % jejich zaměstnanců drží titul PhD nebo jeho ekvivalent.

2.3. Prostorová nerovnoměrnost trhu rizikového a rozvojového kapitálu

Americký trh rizikového a rozvojového kapitálu je považován za nejvíce rozvinutý (Klemt, 2004). Dominantní roli trhu rizikového a rozvojového kapitálu USA potvrzují Groh, Liechtenstein, Lieser (2009). Úspěch v přílivu investic rizikového a rozvojového kapitálu do firem v raných fázích vývoje v USA oceňují i Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009) a doplňují, že tento úspěch souvisí i s převahou USA ve zdárné komercializaci nových technologií, na které se výrazně podílí firmy financované rizikovým a rozvojovým kapitálem.

V diplomové práci srovnávající trh rizikového a rozvojového kapitálu v USA a EU bylo zjištěno, že v evropských zemích vzrostlo financování raných fází vývoje firem zejména v druhé polovině devadesátých let (Klemt 2004). „Relativně k HDP byly největší investice do firem v počáteční fázi vývoje ve Švédsku, Nizozemí a Belgii, zatímco v Rakousku tento typ investic rizikového a rozvojového kapitálu nehrál téměř roli.“ (Klemt 2004, s. 46). V Evropě je distribuce rizikového a rozvojového kapitálu koncentrována do nejvyspělejších zemí: Spojené království, Francie, Německo a Nizozemí (Murray 1997).

Rozdíly na trhu rizikového a rozvojového kapitálu byly prokázány i na regionální úrovni, zjištěna byla vysoká koncentrace jak v lokalizaci investic, tak i firem rizikového a rozvojového kapitálu. Zatím se projevuje celosvětové klastrování* trhu rizikového a rozvojového kapitálu a jeho investic (Florida, Kenney 1988). Ekonomická mapa dnešního světa je dle Portera (1998) dominována klastry, které ve své práci vnímá jako místa geografické koncentrace úspěšných odvětví, přitom za paradoxní v globální ekonomice označuje to, že komparativní výhody pocházejí z vysoce lokálních komponentů, jako jsou znalosti, vztahy a motivace (Porter, 1998).

Koncentrování investiční aktivity do významných center zdůvodňují autoři studie zabývající se atraktivitou trhů rizikového a rozvojového kapitálu pro institucionální investory v Evropě dvěma faktory: 1) existencí profesionální komunity podporující obchod a pohyb kapitálu a 2) předpokladem poptávky po zdrojích kapitálu (Groh, Liechtenstein, Lieser 2009). Hlavní přínos klastrování vidí autoři Griffith, Yam a Subramanian (2006) ve zmenšování dopravních nákladů, přístupu ke specializované pracovní síle, náročným zákazníkům, kontaktům, technologiím a znalostem.

Příkladem ze středoevropského prostoru je práce, ve které se lokalizací rizikového a rozvojového kapitálu a jeho investic na státní úrovni zabývali v Maďarsku Makra a Malovics (2006). Jejich analýza na základě regionálních dat z let 1989 – 2004 prokázala silnou koncentraci trhu rizikového a rozvojového kapitálu – 83 % všech investic proudilo do firem v regionu Centrální Maďarsko. Důvodem pro koncentraci samotných firem poskytujících investice rizikového a rozvojového kapitálu do regionu, ve kterém se nachází Budapešť, je podle autorů relativně malá rozloha území státu, přičemž například zahraniční firmy zde založí pouze jednu pobočku a tu lokalizují do hlavního města jako politického a ekonomického centra s nejrozvinutější infrastrukturou, kde nechybí speciální právní kanceláře, konzultantské a finanční instituce (Makra a Malovics, 2006).

Budapešť je zároveň centrem veřejných investičních společností (Makra, Malovics, 2006). Dodávají dále, že koncentrace investic do centrálního regionu souvisí rovněž s poptávkou tak, že nejzajímavější investiční příležitosti a většina inovativních firem, vhodných pro vstup rizikového a rozvojového kapitálu, se nalézají právě v centrálním regionu Maďarska (Makra, Malovics, 2006). Tento závěr koresponduje se stanoviskem Engela (2002), podle nějž mají investoři tendenci hledat firmy v regionech s intenzivním výzkumem a vývojem a velkých městech, kde je pravděpodobnost nalezení zajímavého projektu vyšší.

*Cluster – vytváření skupin komplementárních nebo vzájemně závislých společností různých velikostí se společnými zájmy a potřebami, které se rozhodnou spolupracovat v jedné nebo více oblastech svých aktivit. Glossary, International network for SMEs. <http://www.insme.info> (28. 3. 2009)

Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009) upozorňují v této souvislosti na to, že některé regionální fondy rizikového a rozvojového kapitálu se mohou setkávat s problémy spojenými s nižším počtem kvalitních lokálních firem a s nižším mezinárodním zapojením, protože samotný region může být příliš malý trh pro efektivní fungování. Překvapující na výzkumu z Maďarska je nepotvrzení západovýchodního gradientu a lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu spíše na jihu země než v dynamicky se rozvíjející západní části země (Makra, Malovics, 2006), v jejich práci však chybí vysvětlení tohoto trendu. Dále by se mohlo vytknout malé zaměření na faktory popsaného stavu a absence hlubší analýzy například na základě rozhovorů s aktéry trhu rizikového a rozvojového kapitálu při použití práce s daty, nedá se však popřít přínos geografického pohledu na trh rizikového a rozvojového kapitálu v zemi střední Evropy.

Geografické seskupování má však také své negativní efekty, Griffith, Yam a Subramanian (2006) hovoří o třech:

1) Koncentrace ekonomické aktivity doprovázená koncentrací pracovní síly a infrastruktury může přinášet také náklady. Autoři to přímo dokládají zvýšením nákladů na pracovní sílu v oblasti Silicon Valley, kde vysoká poptávka po pracovní síle a její nedostatek měly důsledky v dodatečných výdajích na přestěhování lidí do regionu, a také na zvýšení cen nemovitostí a životních nákladů.

2) Dalším poznatkem je, že tvorba inovací závisí také na rozmanitých nápadech, jejichž různorodost se geografickou koncentrací může zmenšit. Autoři mluví o přínosech spolupráce s odborníky z různých společností a kultur, kteří přinášejí pestrost, kdežto klastrování funguje naopak.

3) Třetí fakt je prostý a říká, že mohou existovat dobré a perspektivní firmy, které se ale nemusejí chtít přestěhovat a mohou být přehlédnuty investory, kteří dají přednost místní firmě.

2.4. Vztahy lokalizace vědeckých a výzkumných aktivit a trhu rizikového a rozvojového kapitálu

Souvislost lokalizace vědeckých a výzkumných aktivit a trhu rizikového a rozvojového kapitálu je tématem řady vědeckých prací, stejně jako posuzování vlivu rizikového a rozvojového kapitálu na tvorbu inovací. Engel (2002) uvádí svou práci s rozhodným tvrzením, že: „Rizikový a rozvojový kapitál hraje rozhodující roli pro financování a komerční využití nových technologií.“ (Engel 2002, s. 1). Problematiku lokalizace vědeckých a výzkumných aktivit a jejich zdrojů kapitálu v podobě investic rizikového a rozvojového kapitálu přibližuje práce Bowieho, Koputa, Powela a Smith-Doerra (2001), kteří se zabývali touto otázkou na příkladu biotechnologických firem a jejich zdroji financování prostřednictvím fondů rizikového a rozvojového kapitálu. Sektor biotechnologií je považován za vysoce inovativní obor založený na vědeckém výzkumu s potenciálem budoucího růstu a dynamického rozvoje, jako jednu ze součástí rozvoje biotechnologických klastrů byla označena infrastruktura zahrnující právě rizikový a rozvojový kapitál (Trippel, Todling, 2007). Výzkum vztahů biotechnologických firem a fondů rizikového a rozvojového kapitálu proběhl v USA v letech 1988 až 1999. Autoři při něm identifikovali tři významné klastry Boston, Bay Area a New York (Bowie, Koput, Powel a Smith-Doerr, 2001). Florida a Kenney (1988) označují rizikový a rozvojový kapitál za rozhodující pro technologickou inovaci a regionální rozvoj poskytováním zdrojů financování a pomoci při organizaci rozvoje firem v zárodečné fázi. Zároveň si všímají regionální dimenze trhu rizikového a rozvojového kapitálu a shodují se i v označení dominantních oblastí přílivu rizikového a rozvojového kapitálu v USA na státy Kalifornie, New York a Massachusetts (Florida a Kenney, 1988).

V USA se fondy rizikového a rozvojového kapitálu staly významnými komponenty inovativního procesu (Bowie, Koput, Powel a Smith-Doerr, 2001, Oakey, 1984). Význam rizikového a rozvojového kapitálu pro konkurenceschopnost ekonomiky USA se odráží v rychle rostoucích a technologicky náročných odvětvích, ve kterých jsou podniky financované rizikovým a rozvojovým kapitálem označovány za lídry (Florida a Kenney, 1988). Z práce Bowieho, Koputa, Powela a Smith-Doerra (2001) vyplývá, že firmy podporované rizikovým a rozvojovým kapitálem mají vysoký podíl na tvorbě patentů. Navíc byl nalezen silný vztah lokalizace biotechnologických firem a fondů rizikového a rozvojového kapitálu. Dále si kladli otázku, zda jsou vztahy mezi biotechnologickými firmami a fondy spíše lokální, mají lokální komponenty, či jsou realizovány převážně z vnějších zdrojů.

Významnými centry biotechnologických firem i firem rizikového kapitálu jsou Boston a Bay area, kde je vysoký počet lokálních firem, New York hraje roli především jako zdroj investic, je centrem spíše finančním, než vědy a vývoje. Nejzajímavějším výsledkem je pak poznatek o tom, že tendence fondů financovat lokální firmy vzrůstala. Tyto firmy bývají menší, mladší a více vědecky zaměřené. Vnější podporu získávají větší, starší firmy, které se zabývají vyšší měrou technologiemi dále v životním cyklu produktu, kde se riziko a nutnost častější kontroly a monitoringu investice pro investora snižuje. Lokální zdroje směřují do dřívějších fází vývoje, důvodem je vyšší míra informační asymetrie a význam vzdálenosti se zvyšuje (Bowie, Koput, Powel a Smith-Doerr, 2001).

Koncentrace vědeckých aktivit ve Spojeném království do oblasti globálního finančního centra, kterým je Londýn dokládá výzkum Cantwella a Iammarina (2000). Ti se zaměřili na studium původu patentů dle britských regionů a dalších proměnných, jako je zaměstnanost ve vědě a výzkumu a potvrdili souvislost lokalizace výzkumu s koncentrací klíčových funkcí do oblasti Londýna. Zajímavé na jejich práci je kromě výsledků také zdroj dat pro studii lokalizace inovací. Použita byla data z období 1969 až 1995 ze statistiky patentů v USA dle lokalizace výzkumu v regionech UK (odkud je patent samotný, kde došlo k výzkumu a odkud je firma – investor zajišťující výzkum). Extrémní koncentraci trhu rizikového a rozvojového kapitálu v UK do oblasti Londýna potvrzuje Klagge, Martin (2005). Oakey (1984), který oceňuje malé high-tech firmy ve tvorbě inovací a jejich participaci na regionálním růstu, zkoumal regionální rozdíly v dostupnosti startovního kapitálu a jeho efekty na vznik nových malých high-tech firem v USA a UK. Všimá si problému jejich financování a počátečních rizik a jejich dopadu na způsob financování. Za hlavní zdroje vnějšího financování označuje banky a rizikový a rozvojový kapitál, jejichž proporce se ve zkoumaných lokalitách liší. Zatímco banky jsou ve financování malých firem úspěšnější ve Skotsku, velký význam rizikového a rozvojového kapitálu je směřován do Bay Area, přitom rozdíl mezi jihozápadem Anglie a Bay Area v míře inovací ve výrobě označuje za nevelké. Rozdíl mezi zkoumanými zeměmi ve financování rizikovým a rozvojovým kapitálem dle autora reflektuje variabilitu jeho dostupnosti (Oakey 1984).

Problematiku vztahu lokalizace vědeckých a výzkumných aktivit a trhu rizikového a rozvojového kapitálu zkoumal Vass (2008), který se zabývá myšlenkou, jestli větší přísun rizikového a rozvojového kapitálu v regionu má za následek zvýšení tvorby inovací. Vychází z myšlenek, že v určitých odvětvích se nejdříve objevuje inovace a potom přichází rizikový a rozvojový kapitál. Z výsledků jeho práce vyplývá, že samotné zvýšení prostředků investorů

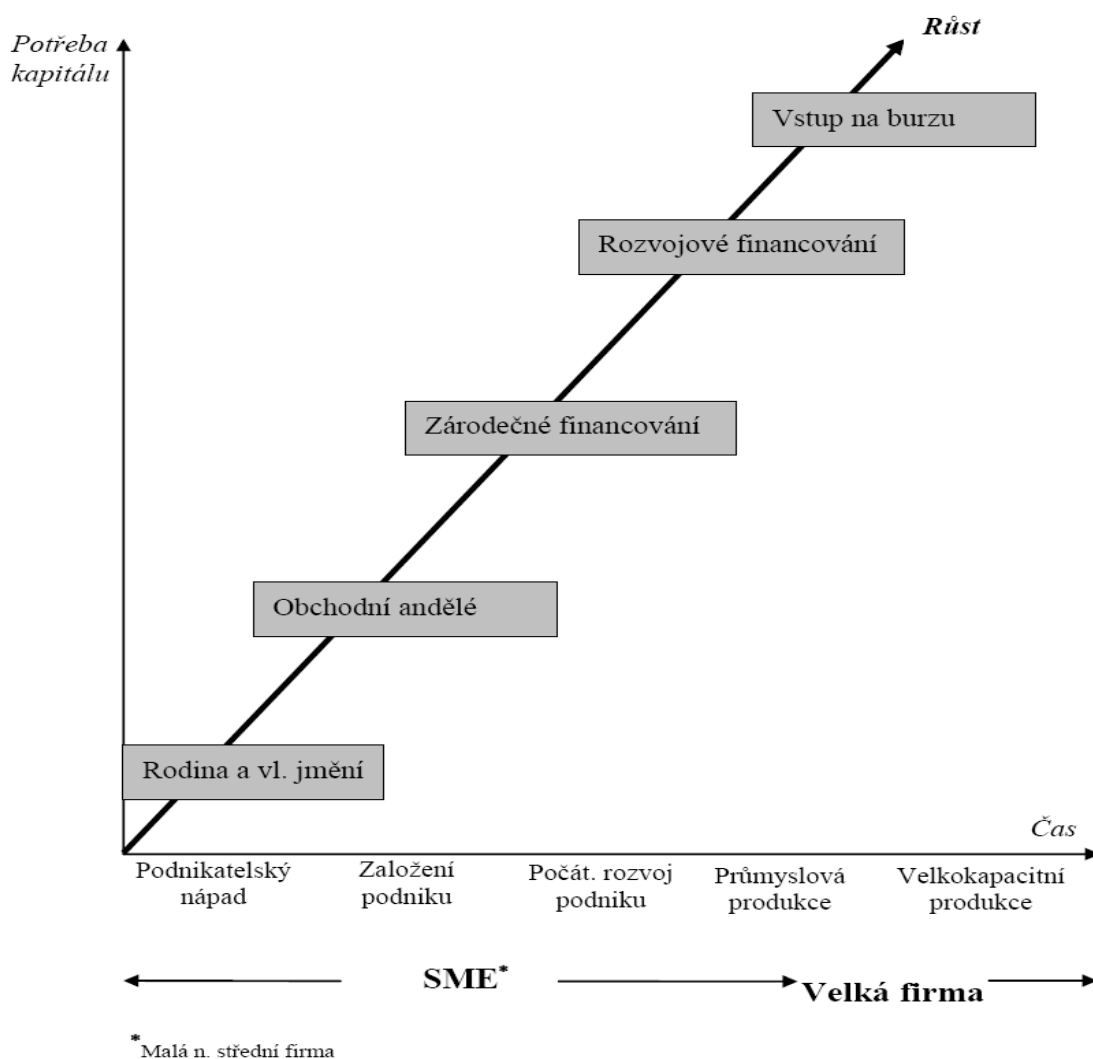
rizikového a rozvojového kapitálu nemusí přinést zvýšení inovativní aktivity v regionu (Vass 2008). Jeho studie je založena na výstupech a úsudcích z prací jiných autorů a jejich logické stavby, ale chybí vlastní výzkum. Avšak podobné sdělení zaznívá i v práci Penedera (2008), který se zabývá tématem nedostatku externích zdrojů financování inovací. V jednom z doporučení pro jeho předcházení apeluje na uvážené používání veřejných zdrojů. Aktivita veřejně financovaných projektů na trhu rizikového a rozvojového kapitálu by neměla vytlačovat soukromé investory rizikového a rozvojového kapitálu. Programy z veřejných zdrojů by se měly soustředit na přetrvávající nedostatky ve financování zejména v zárodečné fázi podniků, do kterých se dle jeho tvrzení soukromí investoři zdráhají vstupovat (Peneder 2008). Belke, Fehn, Foster (2003) apelují na zajištění institucionálního rámce pro příznivý rozvoj soukromého sektoru rizikového a rozvojového kapitálu a podnikatelské dynamiky a nenabádají k ospravedlňování vládních dotací tomuto odvětví nebo vládou řízených investičních aktivit rizikového a rozvojového kapitálu, spíše navrhují několik opatření na jeho zlepšení, například povolení vstupu investic penzijních fondů do fondů rizikového a rozvojového kapitálu na příkladu z USA, otevření druhotného kapitálového trhu zajišťující výstup z investic rizikového a rozvojového kapitálu nebo změny v daňovém systému umožňující vyšší dynamiku podnikatelského prostředí a investic rizikového a rozvojového kapitálu (Belke, Fehn, Foster 2003).

2.5. Role vzdálenosti ve struktuře trhu rizikového a rozvojového kapitálu

Výzkum investiční aktivity rizikového a rozvojového kapitálu v USA v letech 1996 až 2005 provedený Shachmurove (2007) potvrzuje, že faktor lokalizace ovlivňuje rozhodování o investicích rizikového a rozvojového kapitálu. Z výzkumu geografické struktury firem v portfoliích fondů rizikového a rozvojového kapitálu je patrný sklon investorů vyhledávat firmy lokalizované v dostupné vzdálenosti (Griffith, Yam a Subramanian, 2006). Tento trend vysvětluje povahou investic rizikového a rozvojového kapitálu jako dlouhodobého partnerství založeného na osobním kontaktu. Tento vztah partnerů dle autorů článku snižuje asymetrii informací, která dopadá mezi investora a firmu. Ti si mohou snáze vyměňovat informace a názory a sdílet spolu tzv. nekodifikované informace označované termínem „tacit information“ (Griffith, Yam a Subramanian, 2006).

Podle názoru Fritsche a Schildera (2006a) je vzdálenost důležitým faktorem zejména při vlastní úspěšné identifikaci investiční příležitosti a dále při zapojení investora v post-investiční fázi při monitoringu a dohledu. Přitom význam geografické vzdálenosti je různý pro firmy v různých fázích vývoje, zejména jedná-li se o mladší firmy, je faktor vzdálenosti důležitý pro zamíření investice fondem rizikového a rozvojového kapitálu (Fritsch, Schilder, 2006a). (Požadavky firem na financování vzhledem k fázi vývoje viz obrázek 1.)

Obrázek 1 Požadavky firmy na financování vzhledem ke stádiu rozvoje



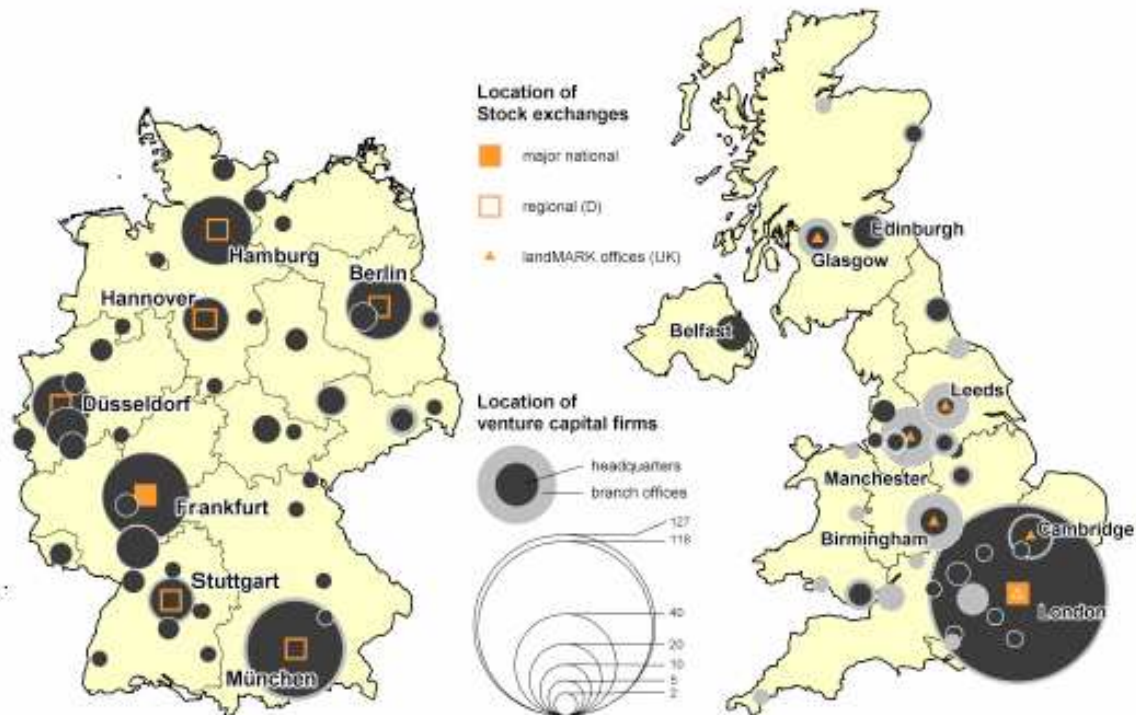
Zdroj: Svobodová (2007)

2.6. Rozdíly mezi regiony v příjmu investic rizikového a rozvojového kapitálu

Jak mezi státy tak mezi regiony existují rozdíly v příjmu investic rizikového a rozvojového kapitálu. Již výše byla zmíněna souvislost s vědeckou aktivitou, ale faktorů je více. Přímo touto problematikou se zabývá Murray (1997). Uvádí, že rizikový kapitál se shlučuje do oblastí se zavedenými finančními centry a vysoké koncentrace hospodářské činnosti. Jako jiní autoři mluví o klastrech, ve kterých primárně proudí investice rizikového a rozvojového kapitálu. Poukazuje na vzájemnou blízkost lokalizace fondů rizikového kapitálu a firem z důvodu výměny informací a řízení. Trendu nerovnoměrné investiční aktivity rizikového a rozvojového kapitálu mezi regiony ve Spojeném království si všímá Mason a Harrison (2003). Jejich vlastní výzkum potvrzuje neočekávané hodnoty pro Londýn a jihovýchod Anglie v podílu investic rizikového a rozvojového kapitálu. Navíc tvrdí, že hlavně investice startovní a financování počátečního rozvoje (start-up a early stage capital) jsou nepoměrně koncentrovány do Londýna a na jihovýchod a východ Anglie. V letech 1997 až 2001 tyto oblasti dosáhly celkem 64,5% podílu na investicích počátečního rozvoje dle hodnoty a 55,1% dle množství investic. Pouze dva další britské regiony dosáhly ve výzkumu neočekávaných hodnot a to Skotsko a severovýchod Anglie.

Nerovnoměrnou regionální dimenzí trhu rizikového a rozvojového kapitálu se rovněž zabývají Florida, Kenney, (1988), všímají si převažujícího směru investic rizikového a rozvojového kapitálu do států Kalifornie, New York a Massachusetts v USA, dále ve své práci řeší vztah lokalizace fondů rizikového a rozvojového kapitálu a jejich zdrojů a regionální vztahy trhu rizikového a rozvojového kapitálu a high-tech firem. Na základě výsledků byly označeny dva typy lokalit dle zdrojů: ty s vysokou koncentrací finančních institucí (New York, Chicago) a dále ty s vysokým soustředěním technologických firem (Kalifornie, Massachusetts, Connecticut a Texas). Růst trhu s rizikovým a rozvojovým kapitálem v průmyslových zemích v posledních letech je z velké části odpovědí na problémy nových, zvláště vysoce technologických a inovativních malých firem (Florida, Kenney, 1988).

Obrázek 2 Prostorová struktura trhu s rizikovým a rozvojovým kapitálem v Německu a Spojeném království



Zdroj: Klagge, B., Martin, R. (2005), <http://www.geog.cam.ac.uk/research/projects/moneyfinance/>, (7. 10. 2009)

Jeho prostorovou nerovnoměrnost zkoumají Klagge a Martin (2005) a uvádějí podobné důvody pro vysvětlení lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu. Příklánějí se ke stanovisku, že instituce spojené s investicemi rizikového a rozvojového kapitálu jsou lokalizovány v blízkosti firem a zakotveny v prostředí lokálních investorů a obchodu. Lokalizaci fondů rizikového a rozvojového kapitálu (viz obrázek 2) vysvětlují na základě poptávky po jeho investicích ze strany firem (Klagge a Martin, 2005). Toto vysvětlení bylo použito i v maďarském výzkumu tamního trhu rizikového a rozvojového kapitálu soustředěného do oblastí Budapešti, kde je předpokládán nejvyšší počet firem vhodných pro vstup investorů rizikového a rozvojového kapitálu (Makra a Malovics 2006).

Přitažlivost určitého regionu pro institucionální investory je dle Groh, Liechtenstein, Lieser (2009) mimo jiné dána dostupností investičních příležitostí, která závisí na kvalitě místního podnikatelského prostředí a také souvisí se schopností inovovat a restrukturalizovat a dále s velikostí ekonomiky, očekáváním růstu a podnikatelským duchem obyvatel. Teoretický

předpoklad pro Klaggeho a Martin (2005) je decentralizovaný trh s rizikovým a rozvojovým kapitálem a distribuce institucí spojených s tímto trhem, která kopíruje regionální vzorec poptávky po rizikovém a rozvojovém kapitálu. Instituce a fondy rizikového a rozvojového kapitálu se alokují v blízkosti firem, které postrádají zdroje financování a vyhledávají investice rizikového a rozvojového kapitálu, v dynamických oblastech vytváření malých a středních podniků a jejich růstu. Dalším zajímavým názorem je, že autoři spojují vzorec lokalizace fondů rizikového a rozvojového kapitálu s formou finančního systému státu (centralizovaný nebo decentralizovaný), kde fondy mohou být propojeny či vystupují jako dceřiné firmy finančních a často bankovních institucí. To ve svém výzkumu dokladují na rozdílu trhu s rizikovým a rozvojovým kapitálem v Německu a Spojeném království (Klagge a Martin, 2005). Fritsch, Schilder (2006a) se zamýšlejí, jakou roli hraje prostorová blízkost ve vztahu fondů rizikového a rozvojového kapitálu a jejich investic. Na příkladu Německa dokazují, že geografická vzdálenost je podstatná, ale vědeckou literaturou přeceňovaná. Vliv institucionální struktury investorů stojících za fondy rizikového a rozvojového kapitálu a vliv institucionální formy finančního trhu na trh rizikového a rozvojového kapitálu byl vysvětlen ve studii Mayera, Schoorse a Yafeha (2002) a je dále diskutován v samostatné kapitole. Pouze přísun objemu rizikového a rozvojového kapitálu negarantuje rozvoj malých technologických firem, ale zdravé podnikatelské prostředí může efektivně působit jako akcelerator vytváření nových podniků (Florida, Kenney, 1988).

2.7. Nedostatky kapitálu v regionech

Fritsch, Schilder (2006b) si všímají problému nedostatku kapitálu (equity gaps) v některých regionech, které trpí nedostatkem rizikového a rozvojového kapitálu, který označují za jednu ze základních složek úspěšného podnikatelského prostředí. Murray (1997) jako příklad uvádí nedostatek přílivu investic rizikového a rozvojového kapitálu do některých regionů ve Spojeném království, které trpí na úkor investory vyhledávaných regionů. Nedostatkem investic podle něj trpí například regiony Midlands a severní Anglie, zatímco investice proudí do úspěšnějších regionů, především do oblasti Londýna a na jihovýchod. Jeho nedostatek v určitých regionech dle Fritsche a Schildera (2006b) vychází ze dvou předpokladů, první je soustředění poskytovatelů rizikového a rozvojového kapitálu v některých oblastech, druhým je potřebná vzdálenost mezi investorem a firmou pro úspěšné partnerství. Regiony s nízkým

počtem nebo bez existence společností rizikového a rozvojového kapitálu mohou trpět jeho nedostatkem. Pro zjištění existence regionálních disparit přísunu kapitálu pro začínající firmy v Německu zkoumají význam vzdálenosti na trhu rizikového a rozvojového kapitálu a roli syndikace pro její předcházení. Proud investic v USA směřuje ze středu a středozápadu USA do oblastí na východním i západním pobřeží, největším příjemcem je Kalifornie, kde také největší podíl investic směřuje do místních firem (Florida, Kenney 1988). V dalších státech bychom mohli dospět k podobným výsledkům koncentrace rizikového a rozvojového kapitálu. Autor se domnívá, že dostupnost a používání rizikového a rozvojového kapitálu zůstává koncentrováno především v regionech hospodářsky nejvyspělejších.

Analýza britského a německého kapitálového trhu od Mayera, Schoors a Yafeh (2002) ukazuje, že trh s rizikovým a rozvojovým kapitálem hraje doplňující roli k veřejným kapitálovým trhům, ale zatím neposkytuje úplné řešení problému financování malých a středních podniků. Navíc nedostatky ve financování (equity gaps) jsou v obou zemích vnímány rozdílně. Ve Spojeném království jsou problémy financování MSP spojovány především s geografickou a institucionální koncentrací finančních institucí do Londýna a preference větších a mezinárodních společností investory než malých a vysoce technologických podniků. Naproti tomu v Německu se hovoří v souvislosti s nedostatkem investic kapitálu o malých a středních podnicích zaměřených na starší a méně inovativní technologie (low tech a old economy MSP) s omezenou perspektivou růstu. Tyto podniky se setkávají s obtížemi jak při získávání úvěrů tak i investic kapitálu, protože jejich riziko je vnímáno jako příliš vysoké, zatímco vyhlídky růstu jsou malé až střední a transakční náklady relativně velké a potenciál pro úspory z rozsahu omezené. Zajímavé je, že geografický rozměr v Německu nehraje tak důležitou roli. To vede k tvrzení o pozitivním dopadu decentralizovaného finančního systému na přístup firem ke kapitálu v okrajových a nemetropolitních regionech (Mayer, Schoors a Yafeh 2002).

2.8. Syndikace investorů: řešení problému vzdálenosti?

Co-investování pomáhá investorům rozložit riziko a znásobuje jejich odborné schopnosti, zahrnuje většinou jednoho hlavního (lead) investora, který se nachází v dojezdové vzdálenosti od firmy a zajišťuje jí pomoc, zatímco ostatní investoři bývají minoritní (pasivní) a jejich

přínosem je diversifikace portfolia (Florida, Kenney 1988). Syndikace investorů je otázkou výzkumu Fritsche, Schildera (2006a). Mapují trh rizikového a rozvojového kapitálu v Německu, popisují možnosti financování nových firem a na základě výzkumu analyzují dva způsoby, kterými je možno předcházet problémy plynoucí ze vzdálenosti mezi poskytovateli a příjemci rizikového a rozvojového kapitálu: telekomunikaci a syndikaci (Fritsch, Schilder, 2006a). Du (2009) zkoumá formace a přínos syndikace rizikového a rozvojového kapitálu a sociální sítě na příkladu syndikací investic rizikového a rozvojového kapitálu, jejich přínos pro firmy financované tímto kapitálem, preference investorů pro hledání partnerů a jejich dopad na investice. Jeho empirická analýza na základě dat o americkém trhu rizikového a rozvojového kapitálu z let 1990 až 2005 dokládá vyšší preference hledání partnerů pro syndikaci mezi společnostmi s podobnými zkušenostmi, sociálním statutem, ve stejné vzdálenosti od investice a také mezi společnostmi, se kterými již probíhala spolupráce.

Fritsch, Schilder (2006b) měli možnost pro svůj výzkum využít reprezentativní data o přesné lokalizaci investic, počtu zapojených investorů a jejich adrese, hodnotu investic a stáří financovaných firem v Německu. Zjištěná průměrná vzdálenost mezi investorem a jím financovanou firmou byla 247 km a časová dostupnost dvě hodiny a 40 minut, do 200 km vzdálenosti bylo směřováno pouze o něco více než 50 % investic. Z toho je usuzován menší význam vzdálenosti na německém trhu rizikového a rozvojového kapitálu, než je obecně přijímáno. Podíl na tomto efektu může mít stáří financovaných firem a množství potřebného kapitálu. Korelační analýza však nepotvrdila předpoklad podílu stáří firmy, což je ve výzkumu připisováno povaze vzorku firem, v němž většina byla mladší deseti let. Korelace byla potvrzena mezi hodnotou investice a její vzdáleností od investora. Pracováno je s hypotézou, že syndikované investice mohou mířit do vzdálenějších lokalit než investice financované pouze jedním investorem a pravděpodobnost syndikace investice rizikového a rozvojového kapitálu se zvyšuje s její vzdáleností od investora, na druhou stranu průměrná vzdálenost nesyndikované investice od jejího investora by mohla být větší než průměrná vzdálenost investice od bližšího z partnerů syndikace, protože tento partner většinou zastává místo monitoringu a kontroluje danou firmu a tím zvyšuje výhodnost partnerství pro zdar investice a předchází problému dostupnosti pro vzdálenějšího investora (Fritsch, Schilder, 2006b). Hypotéza byla potvrzena, vzdálenější investice se skutečně spíše syndikují. Průměrná vzdálenost bližšího partnera od syndikované investice je 106 km a průměrná vzdálenost nesyndikované investice od jejího jediného investora je 182 km. Dle německého průzkumu byl prokázán fakt, že hledání bližšího partnera pro syndikaci investice je velice důležité pro

vzdálenější investory (Fritsch, Schilder 2006b). K zajímavému zjištění dospěl Du (2009), který se zaměřuje na otázku heterogenity mezi partnery, jestli investoři vyhledávají podobné firmy jako partnery a jestli vzájemná heterogenita ovlivní výstup investice, všímá si na jedné straně výhod různorodosti i nevýhod plynoucích ze vzájemné komunikace a výměny informací. Úspěšnější výstupy z investic byly doloženy u syndikací méně heterogenních partnerů. Naopak heterogenita mezi partnery přináší rozdílné přístupy a nové pohledy, učením rozdílného rozhodování v investičním procesu může přinést zkvalitnění manažerských schopností a řídicích funkcí obou partnerů (Du 2009). V Nizozemí dle vzorku firem ve výzkumu Haarse (2009) vyšla průměrná vzdálenost firmy rizikového a rozvojového kapitálu a jejího partnera při syndikaci investice 85 km a odhadovaná doba jízdy 57 minut. Z jeho vzorku firem bylo syndikováno průměrně 27 % investic, což je méně než v USA nebo Evropě a hlavním motivem bylo sdílení finančních nákladů, zatímco jím zkoumané znalosti nehrály tak zásadní roli. Investoři většinou uváděli, že by do jimi neznámých oborů neinvestovali ani s přispěním syndikace investic. Jako partnery pro sdílení informací o trhu a investičních příležitostech uváděli především vědecké a výzkumné instituce, centra přenosu technologií, university a klíčové osoby odvětví, do kterého investují a také omezeně ostatní firmy rizikového a rozvojového kapitálu, ale zdůrazňují velmi konkurenční prostředí a sdílení informací především o společné investici (Haars, 2009).

Snaha syndikovat své investice je mezi různými typy institucí dle Fritsch, Schilder (2006a) různá. Jejich průzkum dokazuje vyšší míru syndikace mezi společnostmi rizikového a rozvojového kapitálu a obchodních andělů (Business Angels, 77 % a 70 % investic) a nejnižší u bank (okolo jedné třetiny investic). Významně se liší i počty co-investorů. Zajímavější je však jejich lokalizace. Z dotazníkového šetření vyplývá, že regionální distribuce lokalizace co-investorů v Německu je podobná regionální distribuci jejich investic (Fritsch, Schilder, 2006a). To znamená, že společnosti rizikového a rozvojového kapitálu mají průměrně více investic a více partnerů ve větších vzdálenostech, naopak banky jich mají méně a ve své blízkosti. Korelační analýza potvrdila vztah mezi podílem vzdálených investic a počtem partnerů. Z toho bylo vyvozeno, že syndikace investic funguje jako prostředek předcházení problémů vzdálenosti investic. Nejčastější důvody pro syndikaci investic označované investory byly velké finanční objemy investic, rozdělení rizika, odbornost partnera, přístup do partnerovy sítě a problém vzdálenosti hrál menší úlohu (Fritsch, Schilder 2006a).

Implikace z výzkumu Fritsche a Schildera (2006b) vedou autory k názoru, že: „přísun rizikového a rozvojového kapitálu do regionu může být znásoben pomocí syndikovaných

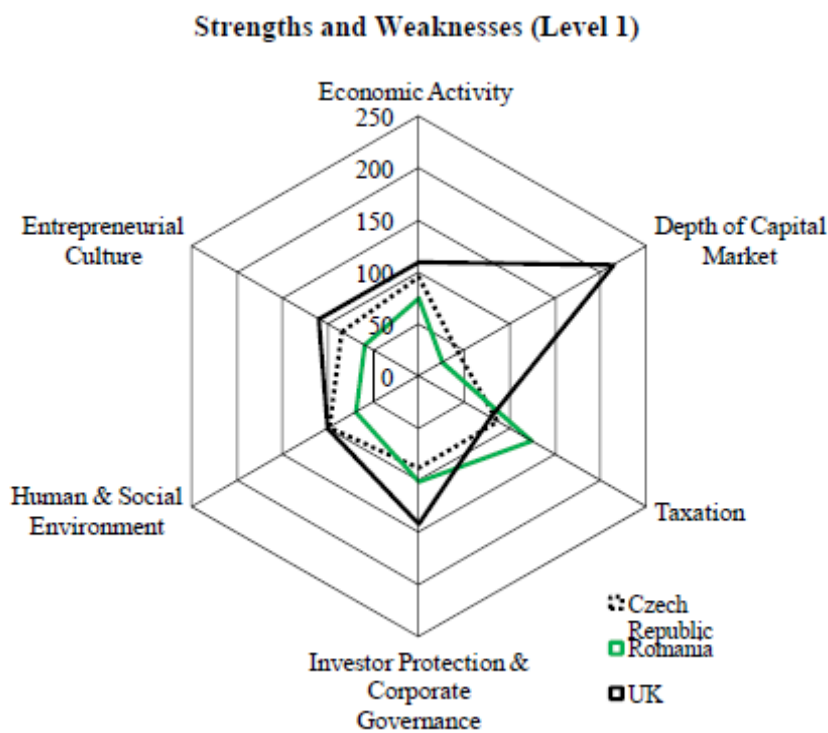
investic, i když je v regionu pouze několik společností rizikového a rozvojového kapitálu. Takže kapitál pro mladé a inovativní společnosti je dostupný i v regionech mimo klastry s rizikovým a rozvojovým kapitálem.“ (Fritsch, Schilder 2006b s. 14). Florida, Kenney, (1988) dokumentují silnou tendenci co-investování v USA v rámci jednotlivých států, což empiricky dokazuje existenci lokálních sítí rizikového a rozvojového kapitálu. Dalším poznatkem je co-investování, na kterém se podílí kalifornské firmy a dále silné vazby mezi regiony New York, Boston a Kalifornie. Také více než polovina investic rizikového a rozvojového kapitálu ze vzorku Du (2009) plynula do společností z Kalifornie, Massachusetts, New Yorku a Texasu. Syndikace tak zmírňuje problém geografické vzdálenosti při investování rizikového a rozvojového kapitálu a dokazuje symbiotický vztah finančních center jako zdrojů kapitálu a oblastí s technologickou orientací. Distribuce investic rizikového a rozvojového kapitálu v Německu odpovídá prostorové lokalizaci firem rizikového a rozvojového kapitálu s tím, že většina území je v dosahu alespoň jedné firmy rizikového a rozvojového kapitálu, která může být případně použita jako syndikující partner v jejím okolí (Fritsch, Schilder 2006b). Regiony bez místních společností nestojí úplně stranou, protože i v nich byl zaznamenán příjem investic rizikového a rozvojového kapitálu. Nedostatky v přísunu investic rizikového a rozvojového kapitálu v Německu byly zaznamenány v centrální části země mezi Duesseldorfem, Frankfurtem, Erfurtem a Hanoverem (Fritsch, Schilder 2006b). Z jiné studie vyvozují závěry, že obraz lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu v Německu nevychází z absence institucí, které ho nabízejí, ale z omezeného počtu nadějných projektů jakožto investičních příležitostí (Fritsch, Schilder 2006a).

2.9. Vztah trhu rizikového a rozvojového kapitálu a finančního systému

Mayer, Schoors a Yafeh (2002) ve svém mezinárodním výzkumu zjistili, že zdroj kapitálu je podstatný faktor investiční aktivity rizikového a rozvojového kapitálu dle stádia, sektoru a geografického zaměření. Jejich cílem bylo zjistit jak se institucionální rozdíly a různá povaha finančního trhu promítnuté do financování fondů rizikového a rozvojového kapitálu projeví na typu aktivit, do kterých investují. Fondy rizikového a rozvojového kapitálu kryté bankami zpravidla investují do pozdějších stádií a v rámci domácích firem, fondy, za kterými stojí penzijní fondy a pojišťovny zpravidla míří také do pozdějších fází v low-tech sektoru, korporátně a individuálně kryté fondy investují v dřívějších fázích v high-tech odvětvích a

nezaměřují se pouze na domácí trh. Zatímco vládní aktivita míří výhradně do domácích projektů (Mayer, Schoors a Yafeh 2002). Ve srovnávací studii Groha, Liechtensteina a Liesera (2009) byly hledány parametry, které ovlivňují poptávku a nabídku rizikového a rozvojového kapitálu v různých zemích, z nich byl potom sestaven index atraktivity zemí pro institucionální investory rizikového a rozvojového kapitálu. Identifikováno bylo šest hlavních kritérií, které v konečném důsledku určují atraktivitu země pro investice rizikového a rozvojového kapitálu: Ekonomická aktivita, velikost kapitálového trhu, daně, ochrana investorů a “corporate governance“, sociální prostředí a podnikatelská kultura. Výsledek dle pořadí první a poslední země dle analýzy spolu s Českou republikou je možno vidět na grafu 1, kde 100 odpovídá průměru EU.

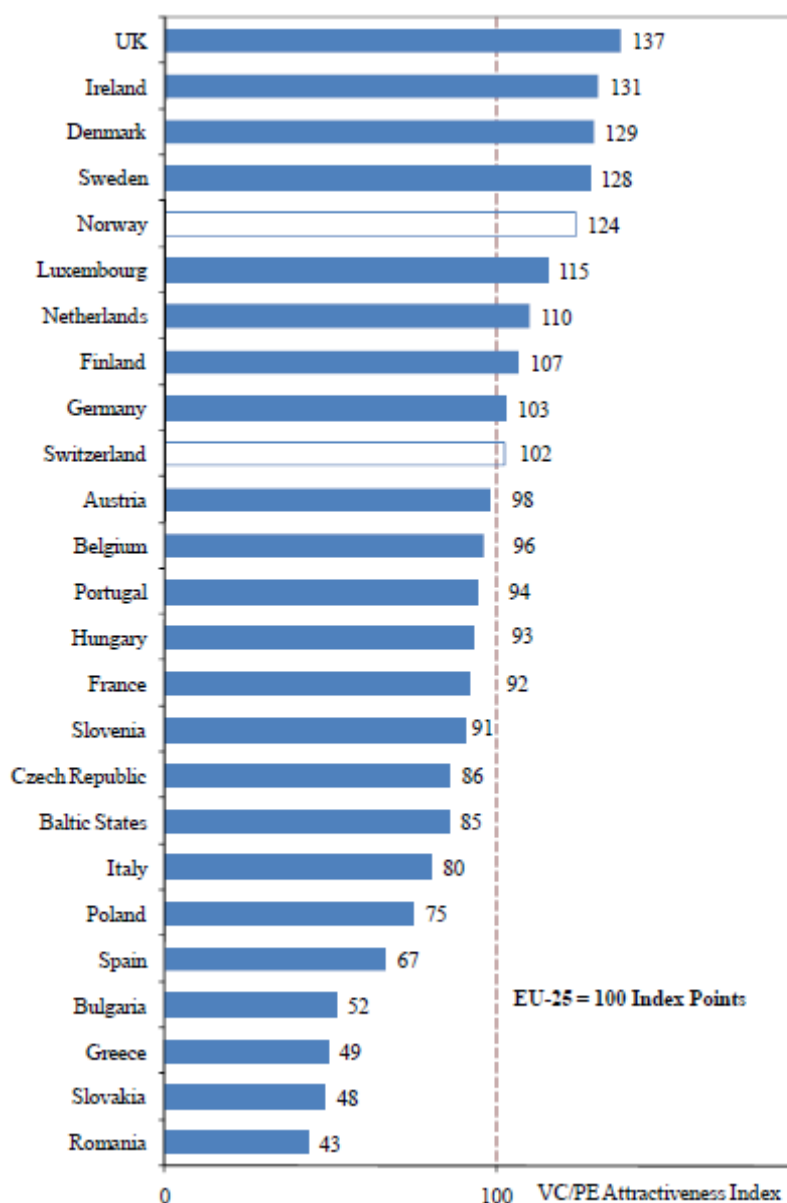
Graf 1 Porovnání klíčových faktorů atraktivity země pro investice rizikového a rozvojového kapitálu pro UK, Rumunsko a Českou republiku



Zdroj: Groh, Liechtenstein, Lieser (2009)

V práci Mayera, Schoorse a Yafeha (2002) byla vyvrácena hypotéza zakládající se na myšlence globální integrace kapitálového trhu, protože byly zjištěny rozdíly mezi zeměmi ve vztahu mezi zdrojem kapitálu a aktivitami rizikového a rozvojového kapitálu. K analýze byla použita unikátní data ze čtyř zemí s významnými nebo rostoucími trhy rizikového a rozvojového kapitálu – Spojené království, Německo, Izrael a Japonsko.

Tabulka 2 Srovnání zemí dle indexu atraktivity pro investice rizikového a rozvojového kapitálu dle Groha, Liechtensteina a Liesera



100 bodů indexu odpovídá průměru EU

Zdroj: Groh, Liechtenstein, Lieser (2009)

Spojené království je zároveň dle Groha, Liechtensteina a Liesera (2009) nejatraktivnější evropská země pro investory rizikového a rozvojového kapitálu, za ním následuje Dánsko, Švédsko a Norsko. Těsně nad průměrem EU se řadí největší evropská ekonomika – Německo. Menší atraktivitu pro investory vykazují velké evropské ekonomiky jako Francie, Itálie a Španělsko. Pořadí uzavírá Bulharsko, Řecko, Slovensko a Rumunsko (viz tabulka 2). Česká republika se zařadila za Slovinsko, ale získala dle indexu použitého ve studii více bodů než např. Polsko, Španělsko nebo Itálie. Země se dle nich nejvíce odlišují v použitých

parametrech zastupujících ochranu investorů a “corporate governance“ a velikost a likviditu kapitálového trhu země (což považují také za ukazatel profesionality finanční komunity, objemu uzavřených obchodů a možnosti výstupu z investic). Výzkum Mayera, Schoorse a Yafeha (2002) ve shodě s teoretickým základem potvrdil rozdíly vycházející z odlišnosti kultur, typu shromažďovaných informací finančních zprostředkovatelů, vzájemných vztahů firem a bank a příležitostí nakládání s rizikem na finančních trzích a finančních instrumentech. Jako další faktory označili například poptávku ze strany firem po financování rizikovým a rozvojovým kapitálem a existenci alternativních zdrojů financování.

OECD (1996) ve své zprávě o rizikovém a rozvojovém kapitálu a inovacích poukazuje na význam existence funkčního trhu cenných papírů pro rozvoj rizikového a rozvojového kapitálu, protože ten může přivést více zdrojů pro investory, umožňuje institucionálním investorům navrácení vloženého kapitálu a jeho další zhodnocení v opětovném investování, na druhou stranu zajišťuje růst firmám přijímajícím tento kapitál. Na základě příkladu sekundárního trhu cenných papírů pro malé rostoucí společnosti v USA apeluje OECD a zejména EVCA na vznik obdobného projektu na celoevropské úrovni. Význam celoevropského trhu cenných papírů by pomohl přispět k vyšší konkurenceschopnosti v globální ekonomice evropských technologických firem a položil by základ jednotného finančního trhu, kde by hrál komplementární roli k existujícím národním burzám cenných papírů.

2.10. Přístupy k politice na podporu rizikového a rozvojového kapitálu v regionech

Co nutí ke stálé potřebě inovovat? Globalizace mimo jiné vede k větší soutěživosti a konkurenci mezi firmami, zeměmi a regiony. Snahou firem je zvýšit svoji globální technologickou výhodu z různých zdrojů. Tradiční výhody lokalizace bývají dnes nahrazeny tzv. nekodifikovatelnými hodnotami jako lokalizovanými nahromaděnými znalostmi, dovednostmi a vztahy, které jsou vedle jiných výhod pilíři konkurenceschopnosti firem na globálních trzích a podstatnými činiteli ve vědecké aktivitě. Co se týče států, nový stav konkurence nutí stát obecně zaujmout silnější roli při zajišťování konkurenční výhody a zvyšování přidané hodnoty v regionech podporou nejúspěšnějších lokálních technologických

specializací postavených na místních dovednostech a institucích. Role státu je být prostředníkem (Cantwell, Iammarino, 2000). Autoři širokého výzkumu posuzujícího dopad veřejně financovaných projektů podporujících trh rizikového a rozvojového kapitálu ve Spojeném království na výkon firem Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009), dávají do souvislostí současnou problematiku odvětví, které je vysoce selektivní v hledání výnosů v době složité pro finanční sektor, se správnou a efektivní implementací veřejné podpory. Poukazují na fakt, že hledání vhodných politik na podporu rostoucích a vznikajících firem je náročná a déletrvající činnost zahrnující experimentaci a následné poučení, v USA trvalo přes padesát let, než bylo docíleno efektivní formy podpory, která je dnes příkladem svou úspěšností. Z historie přinášejí příklady podpory z USA “Small Business Investment Company scheme“, “Advanced Technology Programme“ a “Small Business Innovation Research program“ a v UK pokládají za jedny z nejdůležitějších thatcherovské reformy po roce 1979 a 108 různých opatření konzervativní vlády po roce 1983 ve snaze odstranit překážky trhu a podpořit malé firmy. Programy na podporu vzniku malých firem v 80. letech jsou hodnoceny jako příliš zaměřené na podporu méně rizikových firem, v devadesátých letech je ceněna nová vlna politik v čele s “Enterprise Investment Scheme“ a “Venture Capital Trust“, které údajně přinesly signifikantní zhodnocení a nové pracovní příležitosti (Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther, 2009).

Součástí strategie podpory nové ekonomiky postavené na znalostech objevující se koncem 90. let byly mimo jiné i “Regional Enterprise Funds“, regionální fondy rizikového a rozvojového kapitálu, na jejichž založení se podílel mimo jiné úřad pro zaměstnanost (Mason, Harrison (2003). Také Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009) předpokládají, že investoři rizikového a rozvojového kapitálu zvyšují produktivitu ekonomiky tím, že vyhledávají efektivní investiční příležitosti. Dle Masona a Harrisona (2003) si byl stát (UK) vědom nedostatků ve financování zejména začínajících malých a středních podniků. Cíle programu byly 1) ve zvýšení množství dostupného kapitálu pro vznikající firmy, aby byla usnadněna realizace jejich možného potenciálu, 2) zajištění přístupu k alespoň jednomu místnímu fondu rizikového a rozvojového kapitálu ve všech regionech UK, 3) předvést potenciálním investorům ve fondech financujících počáteční vývoj firem (“early stage investment“) dosažení vysokých zisků právě investováním v oblastech nedostatku kapitálu. Byly využity tři modely:

Dotovat náklady na řízení (management costs), protože výdaje na vytvoření a monitoring investice se s velikostí obvykle nezmenšují. Menší investice jsou tudíž méně ekonomické, zvyšují náklady na administraci a snižují návratnost a tím potom zmenšují atraktivitu takových fondů pro investory. Mason a Harrison (2003) namítají, že takový postup však ochraňuje manažery před negativními výsledky, které mohou být způsobeny jejich špatným rozhodováním.

Garance pro fondy – garance mohou být nabízeny investorům na pokrytí části kapitálu, který investují. Tímto postupem by však podle autorů nebyl prokázán původní cíl, že velké výnosy mohou být fondy vytvořeny investicemi právě tam, kde jsou pocíťované nedostatky ve financování (equity gaps).

Co-investování ve fondech pro přilákání dalších investorů. Vládní investice mohou přitom být podřízené, neboli při neúspěchu odepsány před ostatními investory, nebo limitovány a tím snížen jejich možný návrat.

V UK byla zvolena tato poslední varianta a v roce 2002 začaly vznikat první regionální fondy rizikového a rozvojového kapitálu. Mason a Harrison (2003) se staví kriticky a zpochybňují schopnost managementu menších fondů rizikového a rozvojového kapitálu v regionech efektivně řídit investice a zvýšit jejich přidanou hodnotu. Dle Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009) vytváření vlastních fondů rizikového a rozvojového kapitálu vládou není vhodné z důvodu podléhání politickému vlivu při rozhodování a nedostatku manažerských a investičních znalostí. Vhodnější se zdá být spoluúčast ve formě limitovaného partnera komerčního fondu rizikového a rozvojového kapitálu. Mason a Harrison (2003) dále oponují špatným stanovením maximální hodnoty investice, která by podle jejich výzkumu poptávky měla být vyšší (250 000 až 1 mil. liber). Dále tvrdí, že státem vytvořené regionální fondy budou konkurovat těm stávajícím, protože poptávka po investorech je v těchto regionech omezená a tím dojde k vytlačení existujících fondů rizikového a rozvojového kapitálu (Mason, Harrison, 2003). Klagge a Martin (2005) doplňují, že ačkoli snaha vlády o zabezpečení regionů vedla hlavně do severoanglických regionů, právě zde se tyto fondy setkávají s obtížemi ve vyhledávání soukromých zdrojů investic a tím se stávají více závislé na vládě. Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009) při provedení kritických analýz této politiky zjistili určité nedostatky v chybném zaměření, jemuž se vyhnula poptávková strana, v níž by možné problémy v regionech mohly pramenit z omezeného počtu investičních příležitostí.

Vytýkají této strategii rovněž absenci řešení problému špatné kvality firem, které by mohly hledat investice rizikového a rozvojového kapitálu. Zdůrazňují připravenost firem na vstup investice nebo nedostatky na poli lokálních trhů rizikového a rozvojového kapitálu ve schopnosti najít, rozvinout a prodat profitující portfoliové firmy (Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther, 2009).

Prohloubení konceptu regionálních fondů rizikového a rozvojového kapitálu dle Masona a Harrisona (2003) se skládá ze tří os. První podněcuje k větší spolupráci s obchodními anděly (business angels), jejichž portfoliové firmy jsou často atraktivní pro investice fondů rizikového a rozvojového kapitálu, díky jejich předešlému řízení. Může se jednat o spolupráci mezi uznávanými obchodními anděly, kteří zastupují neformální segment trhu rizikového a rozvojového kapitálu a ustanovenými fondy ve formě co-investic. Co firmy rizikového kapitálu nejen z pohledu investorů odlišuje dle Du (2009), jsou jejich zkušenosti – výběr investičních příležitostí a služby přidávající hodnotu. Druhou částí konceptu je snaha o navržení programu, který zabezpečí, aby se mladé firmy poptávající kapitál staly připraveny na investici a spolupráci s investorem (“investment ready“). Třetí osou je podnět k větší spolupráci s fondy pozdějších fází investování, které často disponují více prostředky a mohou zabezpečit firmy poptávající větší investice (Mason, Harrison 2003).

Tak jak se liší lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu mezi regiony států a jejich finanční systémy, liší se i politiky k podpoře regionální dostupnosti rizikového a rozvojového kapitálu. V Německu je podle Klagge a Martin (2005) potřeba pro řešení problému financování MSP přejít od systému, kde dominují banky a jejich instrumenty k používání kapitálových trhů a rizikového a rozvojového kapitálu. Existence národních programů, které administruje a vytváří banka pro MSP (Mittelstandsbank), tvoří páteř pro jednotlivé státní programy, které jsou svou podstatou regionálně orientovány. Vyznačují se kontinuitou a postupem podpory projekt od projektu a doplňují fondy rizikového a rozvojového kapitálu, které vystupují jako hlavní investoři. Federální programy nemají dle realizace jednoznačně regionálně stanovené cíle, ale ve skutečnosti působí regionálně, protože je v nich zapotřebí účasti fondů rizikového a rozvojového kapitálu, které jsou ve skutečnosti decentralizované. Výjimkou jsou východoněmecké regiony se svou specifickou podporou. Pro řešení problémů financování německých malých a středních podniků zaměřených na starší a méně inovativní technologie (“low tech a old economy MSP“) Klagge a Martin (2005) navrhuje zapojení hybridních finančních instrumentů.

Odpověď Evropské komise na problémy malých a středních technologicky zaměřených podniků se získáním zdrojů pro svůj vznik v podobě projektu Evropského fondu financování zárodečným kapitálem ve své práci analyzuje Murray (1997). Jedná se o pilotní projekt Evropské komise a jeho počátky sahají až do 80. let minulého století. Cílem bylo založení 24 nových fondů zárodečného kapitálu v různých státech tehdejšího společenství a tím stimulování soukromého sektoru do počátečních investic. Projekt je hodnocen poměrně pozitivně, v době jeho výzkumu v roce 1995 bylo novými fondy vytvořeno 2085 přímých pracovních příležitostí převážně technologicky zaměřených a fondy bylo získáno přes 40 mil. Euro (Murray, 1997). Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009), kteří ve svém článku hodnotí úspěšnost různých typů politik v UK na podporu rizikového a rozvojového kapitálu ve dvou rovinách, nejprve na základě současného akademického chápání efektivního řízení a dále v komparaci s americkým modelem, při kterém vychází z databáze se 7741 firmami. Výsledky z části výzkumu zaměřené na tvorbu pracovních míst jsou pozitivní, tyto vládní podpory přinášejí nová a kvalitní místa, i když jejich cena je relativně vysoká. Kriticky je hodnocena profitabilita podporovaných firem, což je v rozporu s předpokladem vysokého potenciálu britských firem sužovaných nedostatkem kapitálu pro jejich rozvoj (Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther 2009). Neúspěšné podniky podle studie Murraye (1997) tvořily 17,5 % z investic. Regionální fondy podpořily 147 podniků a reprezentovaly 60 % získaných zdrojů. Tím byly podle autora dosaženy cíle projektu dle Evropské komise. Avšak jako další postup naznačuje vytvoření programu na další možnosti financování podpory a vytvoření tzv. technologické infrastruktury pro malé a střední technologicky zaměřené podniky (Murray, 1997). V závěru práce poukazuje Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009) na fakt, že některé cíle vládních projektů v historii nebyly realistické, dokládají, že problém financování není jediným nedostatkem pro docílení vyššího potenciálu firem v UK oproti americkým firmám dosahujících vyššího výkonu. Dále se vyslovují k posunu od řešení problému konkrétních nedostatků kapitálu (equity gaps) naléváním peněz do systému z veřejných zdrojů k posilování slabého trhu, čímž označují problém investorů najít vhodné firmy a firmám nalézt specializovaného poskytovatele rizikového a rozvojového kapitálu a manažerskou pomoc (Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther, 2009). Návrh na zlepšení situace malých a středních podniků a kapitálových trhů v regionech nabízí i práce Klagge a Martin (2005), ve které zaznívá myšlenka o vytvoření regionálních burz cenných papírů, které by se zaměřily zejména na získávání kapitálu pro místní MSP a přilákaly by regionálně smýšlející

investory a tím podpořily vnitřní regionální vztahy a kapitálové proudy. Je navrhován nízkonákladový způsob jejich zavedení a obchodování online na internetu. Za hlavní partnery jsou pokládány obchodní komory, obchodní sdružení a regionální rozvojové agentury. Obecně kladně hodnotili Nightingale, Murray, Cowling, Baden-Fuller, Mason, Siepel, Hopkins a Dannreuther (2009) politiky na podporu rizikového a rozvojového kapitálu, které byly dle jejich analýzy úspěšné ve snižování regionálních disparit, navíc dokazují aktivní prostředí podporující investice rizikového a rozvojového kapitálu v UK. Firmám, které hledají opakovaná kola investic během rozvoje, však tyto často úzce zaměřené strategie na financování stanovené konkrétní formy nedostatku kapitálu (equity gaps) staví nové bariéry a limity, které firmy musí splňovat a tím mohou zkomplikovat jejich rozvoj, proto navrhují systematický přístup spolupráce fondů rizikového a rozvojového kapitálu se sítěmi obchodních andělů (business angels).

Podpora malých a středních podniků v EU je spojena s používáním investic rizikového a rozvojového kapitálu, jak dokládá dokument přijatý v červnu 2008 Small Business Act pro Evropu, kde se tvrdí: „EU a členské státy by měly usnadnit přístup malých a středních podniků k financování, zejména k rizikovému kapitálu, mikroúvěrům a mezaninovému financování, a rozvíjet právní a podnikatelské prostředí podporující včasné platby v obchodních transakcích. Získání vhodného financování může být pro podnikatele a malé a střední podniky zásadním problémem a na seznamu jejich obtíží zaujímá druhé místo, hned za administrativní zátěží. A to navzdory veřejné podpoře EU jako je rámcový program pro konkurenceschopnost a inovace (CIP), který na podporu přístupu malých a středních podniků k financování vyčleňuje více než 1 miliardu EUR, z čehož je podstatná částka poskytována prostřednictvím skupiny EIB. Do roku 2013 bude v rámci politiky soudržnosti poskytnuto zhruba 27 miliard EUR výhradně na podporu malých a středních podniků. Asi 10 miliard EUR bude tvořit příspěvek poskytovaný v rámci opatření finančního inženýrství včetně iniciativy JEREMIE a cca 3,1 miliardy EUR zajistí rizikový kapitál. Pro malé a střední podniky je přínosný také Evropský zemědělský fond pro rozvoj venkova, neboť kromě jiného prosazuje podnikání a podporuje hospodářskou diverzifikaci venkovských oblastí.“ Evropská komise, 2008, s. 13.

3. Data a metody

Rizikový a rozvojový kapitál je relativně nový obor hospodářské činnosti, za dobu své existence však nabyl na významu a o informace o jeho velikosti a struktuře se mohou zajímat jak investoři, firmy, fondy, tak akademická sféra. Data o něm na mezinárodní úrovni poskytuje organizace OECD, Evropská asociace rizikového kapitálu (EVCA) a dále různé soukromé auditorské společnosti. Podrobnější data na státní a nižší úrovni zpravidla přinášejí asociace rizikového kapitálu v jednotlivých zemích. Autor si je vědom, že data použitá v této práci nemusejí obsahovat všechny provedené transakce. Při kontaktu EVCA bylo zjištěno, že své podrobné statistiky neposkytuje zdarma a spolupracuje se studenty pouze v doktorandském stupni studia.

Pro první část analytické části srovnávající trh rizikového a rozvojového kapitálu v průběhu prvních let na prahu 21. století v Evropě byla použita data z publikace British Venture Capital Asociacion: Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity (2007) pro všechny státy. Časová řada obsahuje data o hodnotě (v €) a množství investic rizikového a rozvojového kapitálu v evropských státech sdružených v EVCA v letech 2000 až 2007 a jejich podíly. Pro další analýzu vývoje trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve čtyřech vybraných zemích v období 2000 až 2007 byla použita data pocházející ze stejné publikace jako pro předchozí srovnání.

Pro analýzu geografické koncentrace a struktury investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích byla použita data z publikací asociací rizikového kapitálu v jednotlivých zemích, byla agregována z let 2005, 2006 a 2007 z důvodu eliminace ovlivnění případnými jednoletými výkyvy například v podobě velkých investic v určitém regionu. Data za Českou republiku bohužel nejsou dostupná v odpovídajícím rozsahu. Geografická koncentrace hodnoty a množství investic byla vyjádřena Lorenzovou křivkou a Giniho koeficientem, hodnoty za jednotlivé regiony byly relativizovány pomocí velikosti regionálního HDP.

Analýza faktorů ovlivňujících regionální strukturu trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku byla provedena na základě výpočtu Pearsonových korelačních koeficientů vybraných veličin. Pracováno bylo s daty o španělském trhu rizikového a rozvojového kapitálu (ASCRI, 2008) o lokalizaci investic rizikového a rozvojového kapitálu dle počtu a

hodnoty za rok 2007, dále s daty ze španělského statistického úřadu, který na svých internetových stránkách uveřejňuje data o počtu nových firem, veřejných výdajích na školství, HDP a výdajích na vědu a výzkum v jednotlivých regionech v roce 2007. Data o hodnotě přímých zahraničních investic ve Španělsku dle regionů v roce 2007 pocházejí z internetových stránek Katalánské investiční agentury. Údaje o lokalizaci center bank ve Španělsku vycházejí z výčtu registrovaných bank uveřejněných na internetových stránkách španělské národní banky – Banco de España k 1. 10. 2009. Pro zachycení lokalizace firem rizikového a rozvojového kapitálu byl využit výčet členů asociace rizikového kapitálu z internetových stránek ASCRI k 1. 10. 2009. Lokalizace vědeckotechnologických (VT) parků vychází ze seznamu členů Asociace vědeckotechnologických parků ve Španělsku (APTE) ke konci roku 2008.

SWOT analýza českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu byla vytvořena na základě teoretických výstupů, výsledků empirického výzkumu a použité literatury. Expertní hodnocení aktérů spojených s trhem rizikového a rozvojového kapitálu v České republice bylo provedeno z důvodu absence oficiálních regionálních dat trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice. Analytickou část uzavírá kapitola popisující a srovnávající projekty na podporu začínajících firem z akademického prostředí v České republice a Španělsku na základě výpovědí jejich zástupců a jimi poskytnutých informací a materiálů.

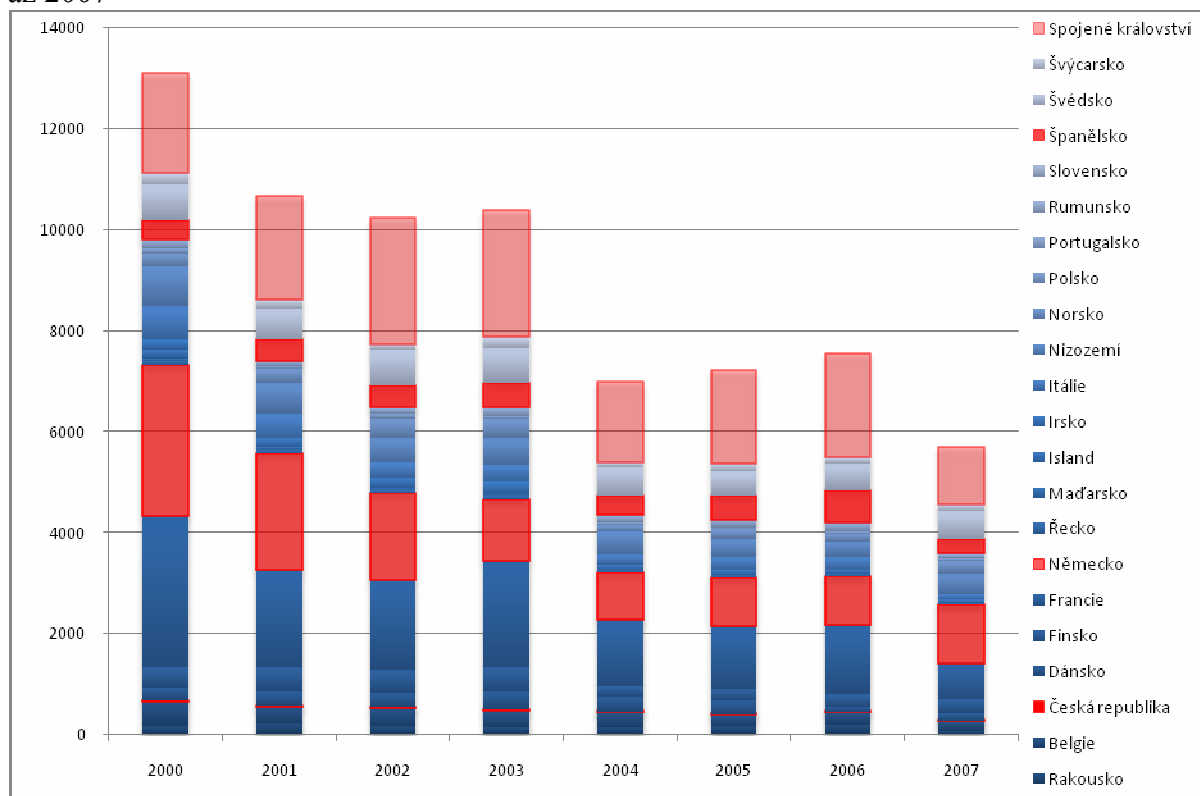
4. Analýza trhu rizikového a rozvojového kapitálu

4.1. Vývoj trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě na počátku 21. století

Srovnání velikosti trhů rizikového a rozvojového kapitálu vybraných zemí a jejich podílu v Evropě v letech 2000 až 2007 (viz graf 2 a 3) je provedeno na základě dat z publikace British Venture Capital Asociacion: Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity (2007). Z dat vyplývá, že absolutní počet investic rizikového a rozvojového kapitálu v evropských zemích od roku 2000 výrazně klesl, zatímco v roce 2000 dosahoval celkového počtu přes 13 tisíc, v roce 2007 to bylo již pouze necelých šest tisíc investic. Ve srovnání jsou zahrnuty země sdružené v EVCA.

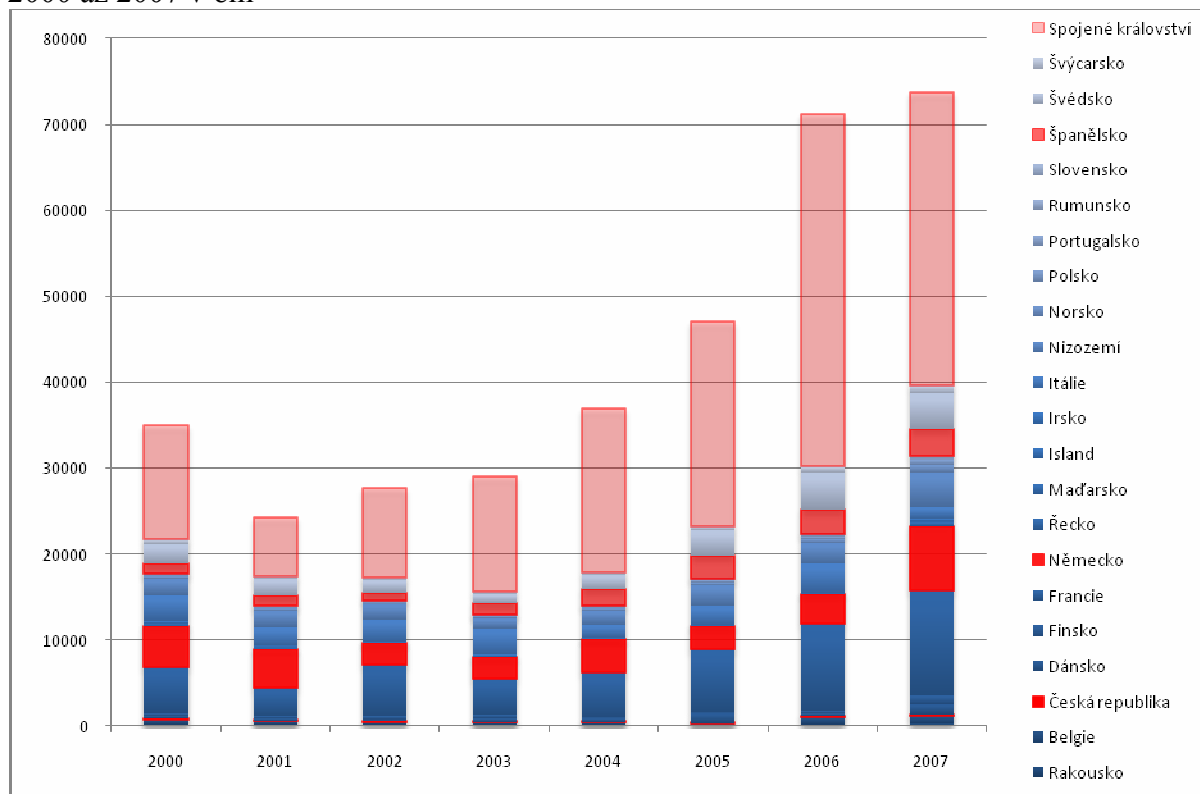
Vrchol v roce 2000 a následné snížení počtu investic na počátku sledovaného období pravděpodobně souvisí s prasknutím takzvané technologické bubliny mezi lety 2000 a 2001, další snižování počtu investic poté dle autora může souviset se strukturální změnou orientace investorů na objemnější transakce. Podíl na počtu investic v Evropě na počátku sledovaného období byl nejvyšší v Německu (23 %), Francii (22,8 %) a UK (15,1 %) a na konci, v roce 2007 dosáhly nejvyššího podílu tytéž země v pořadí Německo (20,7 %), UK (20 %) a Francie (12,4 %). Česká republika s počty investic rizikového a rozvojového kapitálu spíše v jednotkách za rok ve sledovaném období nepřesáhla hranici 0,5% podílu na evropském trhu dle počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu.

Graf 2 Počet investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropských zemích v letech 2000 až 2007



Zdroj: BVCA, 2008

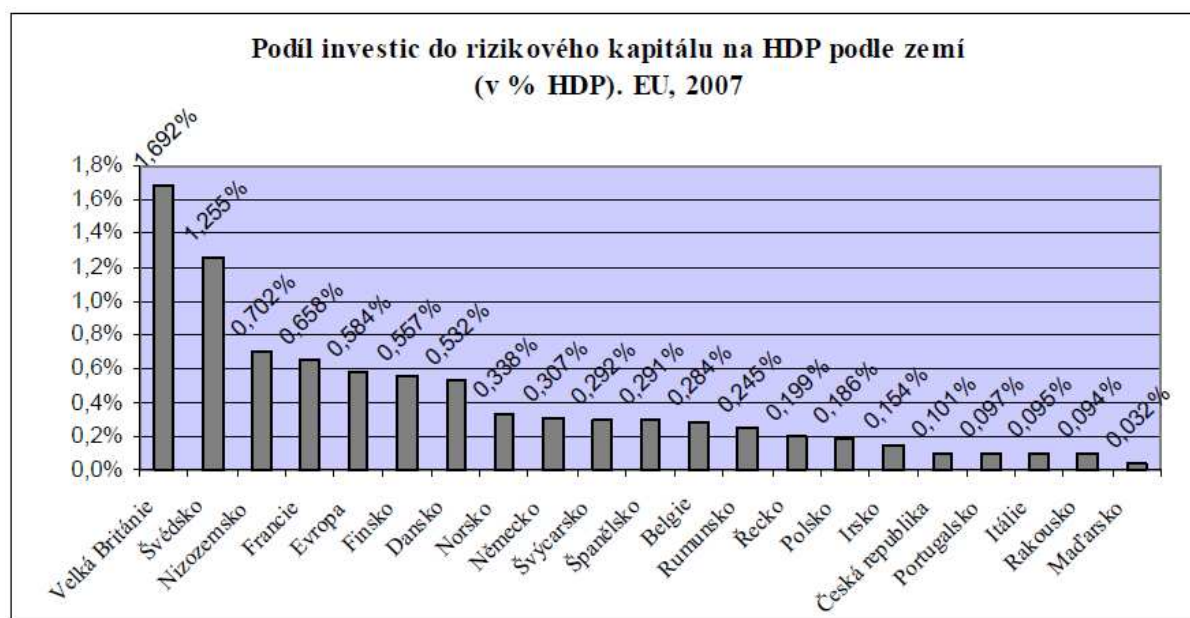
Graf 3 Hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropských zemích v letech 2000 až 2007 v €m



Zdroj: BVCA, 2008

Na rozdíl od počtu, celková hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě mezi lety 2000 a 2007 vzrostla. V důsledku poklesu trhu po roce 2000 byla nejnižší celková hodnota zaznamenána v roce 2001 (24,332 mld. €), od té doby však trvale narůstala. V roce 2007 se na celkové hodnotě 73,788 mld. € nejvíce podílely UK (46,4 %), Francie (16,7 %) a Německo (10,1 %). Dominantní postavení UK ve financování investicemi rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě dokládá rovněž prvenství UK v Evropě v podílu investic rizikového kapitálu na HDP (viz Graf 4). Česká republika se řadí mezi podprůměrné státy EU dle podílu investic rizikového kapitálu na HDP a na celkové hodnotě investic rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě se v roce 2007 podílela zanedbatelnými 0,2 % (BVCA, 2007). Z uvedených údajů o počtu a hodnotě investic rizikového a rozvojového kapitálu ve zkoumaném období vyplývá trend, který v Evropě přinesl postupné zvyšování průměrné hodnoty těchto investic. Větší investice přitom plynou zpravidla do pozdějších fází než do počátků a rozvoje podnikání malých a středních podniků (viz obrázek 1), které se dle názoru autora potýkají s vyšší úrovní rizika a bývá pro ně těžší najít investora. Dále se domnívá, že k preferenci objemnějších investic zpravidla do pozdějších fází jsou fondy rizikového a rozvojového kapitálu tlačeny snahou o eliminaci neúspěšných transakcí.

Graf 4 Podíl investic rizikového kapitálu na HDP podle evropských zemí (v % HDP), 2007



Pozn.: Evropa – země zastoupené v asociaci EVCA

Zdroj:

http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_3_Investment/08INV_5_PEinvestmentsGDP.pdf, in Svechkar (2008)

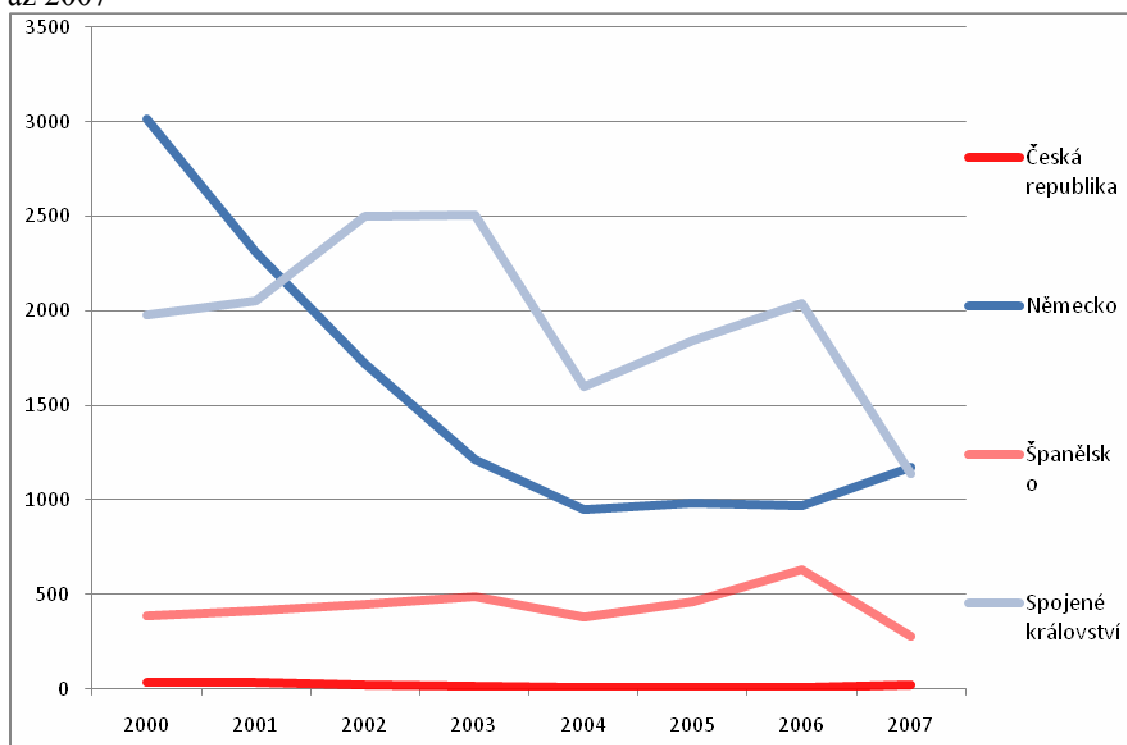
Podíl investic rizikového kapitálu na HDP a jeho rozdílné hodnoty v evropských zemích zastoupených v asociaci EVCA zachycuje graf 4. Překvapivě nízké míry v některých vyspělých zemích jako např. Rakousko si autor vysvětluje odlišností investičních kultur. Explanace je možno hledat v práci Mayer, Schoors a Yafeh (2002), kteří zmiňují nejen faktory vycházející z odlišnosti kultur, typu shromažďovaných informací finančních zprostředkovatelů, vzájemných vztahů firem a bank a příležitostí nakládání s rizikem na finančních trzích a finančních instrumentech, ale také dostupností dalších druhů financování. Této problematice se ve své práci dotýká také Oakey (1984) a uvádí příklady odlišnosti investičních kultur na příkladu bank ve Skotsku a investic rizikového a rozvojového kapitálu v USA a jihovýchodě UK a dále doplňuje, že rozdíl mezi zkoumanými zeměmi ve financování rizikovým a rozvojovým kapitálem reflektuje variabilitu jeho dostupnosti (Oakey 1984).

4.2. Vývoj trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích

Pro podrobnější analýzu stavu a vývoje trhu rizikového a rozvojového kapitálu byly vybrány následující země: Spojené království, Německo a Španělsko pro porovnání se stavem v České republice. UK má největší trh rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě, jeho charakteristiky se však od kontinentální Evropy odlišují, mluví se o anglosaském typu podobnému USA. Německo je zástupcem kontinentální Evropy s vyvinutým trhem rizikového a rozvojového kapitálu, Španělsko se řadí mezi rozvíjející se trhy.

Graf 5 a 6 navazuje na předchozí analýzu evropského trhu rizikového a rozvojového kapitálu mezi lety 2000 a 2007. UK v tomto období prožilo skoky v počtu investic, po snížení po roce 2000 vzestup hodnoty investic až do roku 2006. V Německu od počátku sledovaného období klesal počet investic a v roce 2007 se s UK téměř vyrovnal, hodnota těchto investic je však mnohem nižší. Pokles celkové hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu na počátku sledovaného období přišel ve Španělsku později než v ostatních vyspělých zemích a tak se jeho podíl na evropském trhu v roce 2001 vyšplhal na 8,4 % dle hodnoty, na konci sledovaného období se pohyboval okolo 6 %, počet investic dosáhl vrcholu v roce 2006.

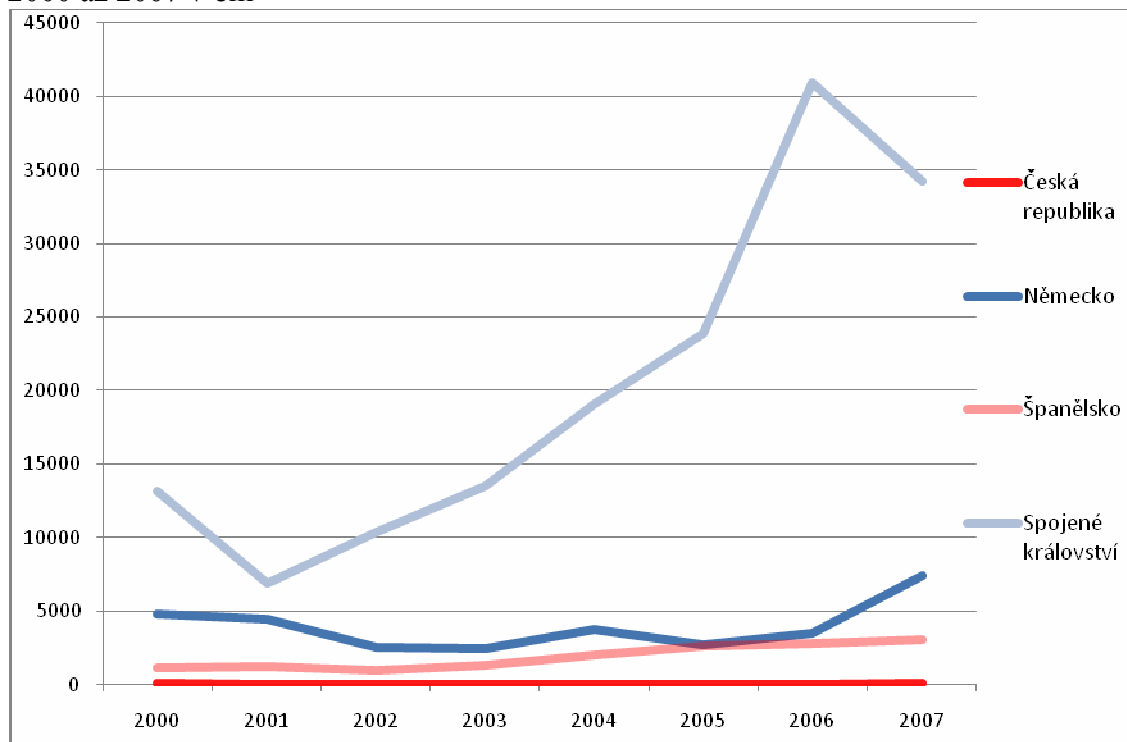
Graf 5 Počet investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích v letech 2000 až 2007



Zdroj:

BVCA, 2008

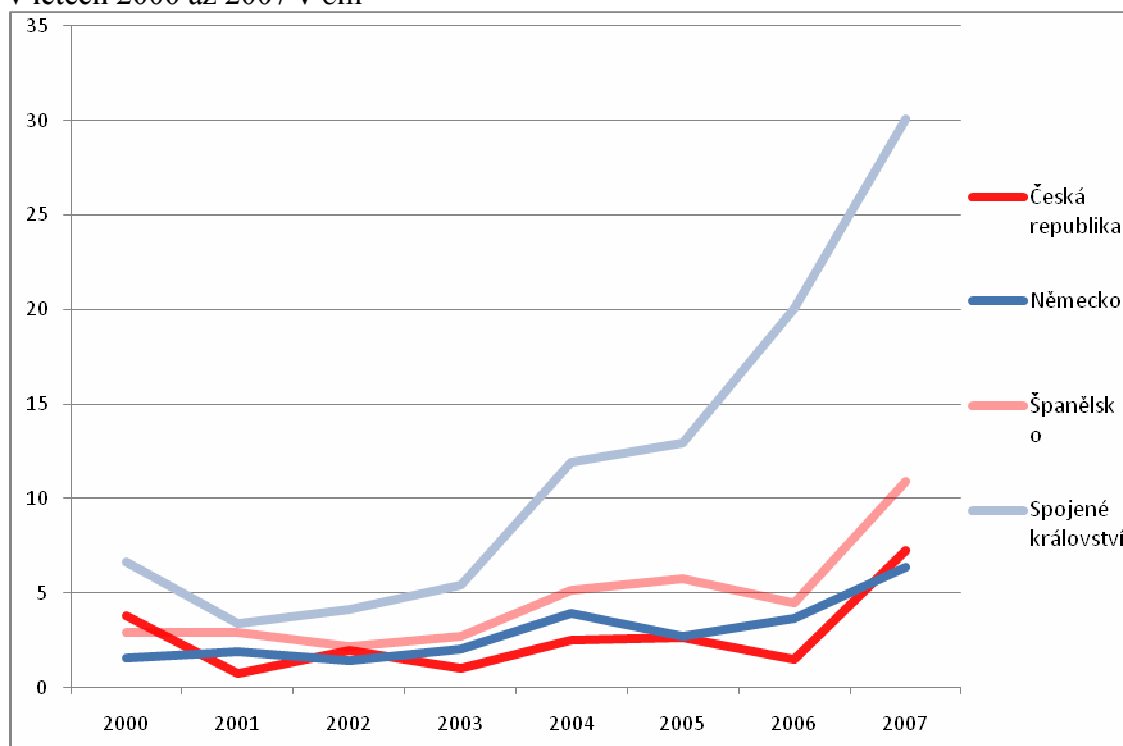
Graf 6 Hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích v letech 2000 až 2007 v €m



Zdroj: BVCA, 2008

V České republice došlo také k poklesu počtu investic po roce 2001 z hodnot přes 30 až na minima v letech 2004 až 2006. Tyto méně rozvinuté trhy rizikového a rozvojového kapitálu zaznamenaly zpoždění klesajícího trendu, jak je patrné shodně na příkladu španělského a českého trhu po roce 2000. Hodnota investic v ČR překračuje hranici 100 mil. € pouze v letech 2000 a 2007. Při srovnání vybraných zemí dle podílu investic rizikového kapitálu na HDP dosahuje nejvyššího podílu UK (1,692 %) následuje Německo (0,307 %), Španělsko (0,291 %) a Česká republika (0,101 %) – viz Graf 4.

Graf 7 Průměrná hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích v letech 2000 až 2007 v €m



Zdroj: BVCA, 2008

Celoevropský trend zvyšování průměrné hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu v období 2000 až 2007 se projevuje ve všech vybraných zemích, nejvyšší vzrůst je zaznamenán v UK, závěr sledovaného období uzavírá nejnižší hodnota průměrné investice dosažená v Německu (viz graf 7). Nárůst průměrné hodnoty investice rizikového a rozvojového kapitálu by mohlo dle názoru autora souviset s přesunem zacílení investic na firmy v pozdějších fázích vývoje vyžadujících zpravidla vyšší objem investic (viz obrázek 1). Důvodem by mohla být snaha snižovat riziko transakcí. Tuto domněnku potvrzují Bowie, Koput, Powel a Smith-Doerr (2001) tvrzením o snižování rizika investorů investováním do větších a starších firem než do malých a začínajících podniků.

4.3. Geografická koncentrace investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích

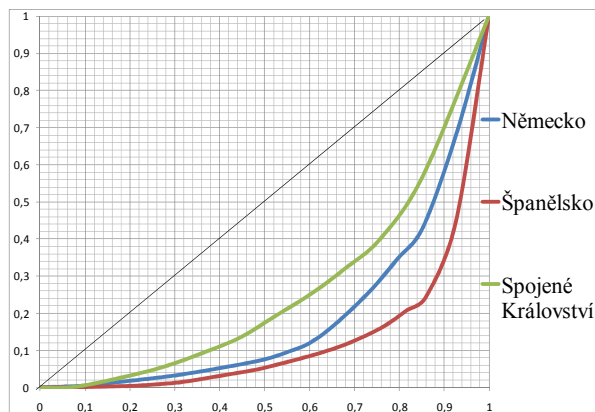
Omezený počet investic v České republice a neexistence podrobných regionálních dat o trhu rizikového a rozvojového kapitálu zapříčinily, že následující analýza je provedena pouze na zbylých třech zemích. Z telefonického rozhovoru se zástupkyní České asociace rizikového kapitálu vyplynulo, že Česká republika je ve statistikách řazena do širšího regionu střední a východní Evropy a její dílčí regionální struktura se nezkoumá. Geografická nerovnoměrnost trhu vybraných zemí je vyjádřena pomocí Lorenzovy křivky a Giniho koeficientu koncentrace z dat národních asociací rizikového kapitálu z let 2005 až 2007, vnitřní struktura trhu rizikového a rozvojového kapitálu v těchto zemích v závislosti na geografických regionech je vztažena k hodnotě regionálního HDP v těchto jednotkách.

Tabulka 3 Giniho koeficient koncentrace

Investice rizikového a rozvojového kapitálu	Giniho koeficient koncentrace
Dle hodnoty ve Španělsku	0,741
Dle hodnoty v Německu	0,615
Dle hodnoty ve Spojeném Království	0,472
Dle počtu investic ve Španělsku	0,534
Dle počtu investic v Německu	0,429
Dle počtu investic ve Spojeném Království	0,272

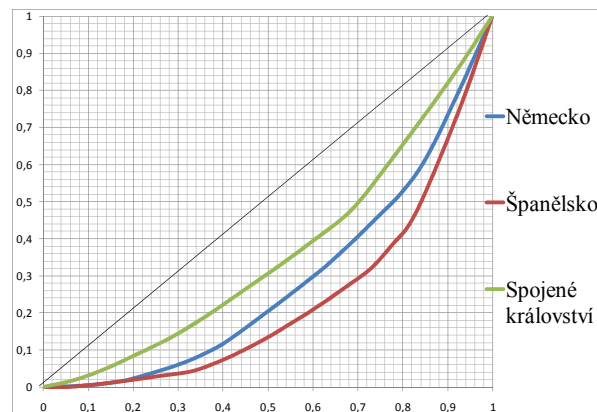
Zdroj: ASCRI (2008), BVCA (2008), BVK (2008)

Graf 8 Koncentrace hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích



Zdroj: ASCRI (2008), BVCA (2008), BVK (2008)

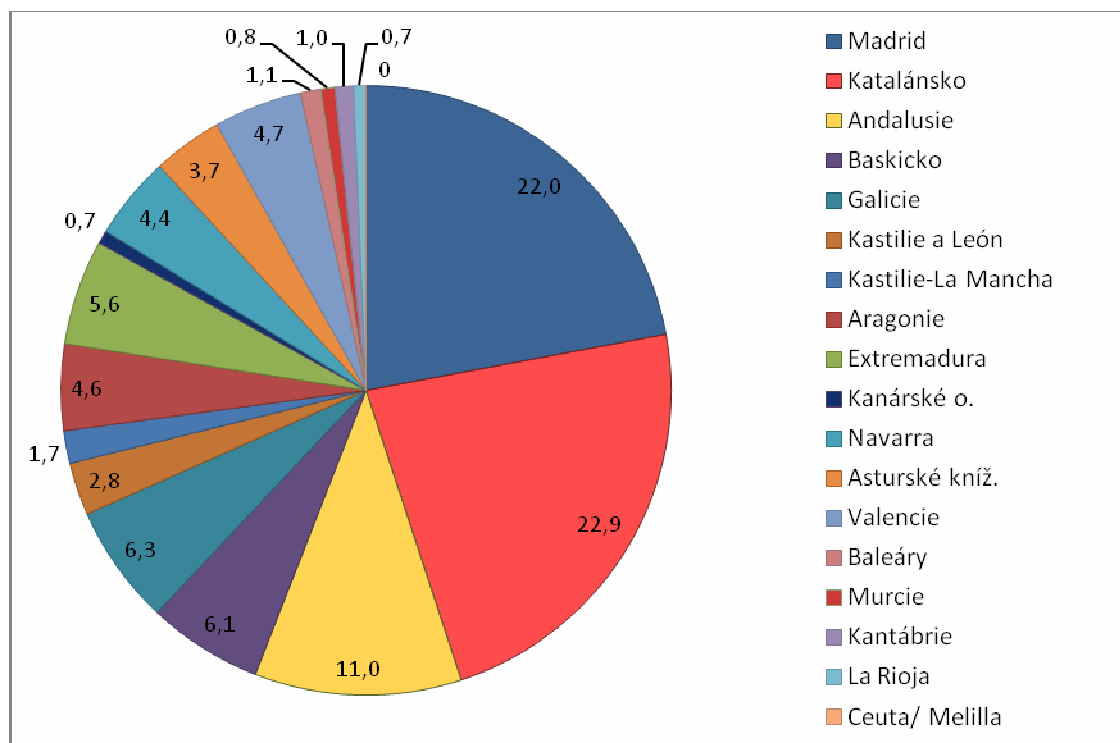
Graf 9 Koncentrace počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích



Zdroj: ASCRI (2008), BVCA (2008), BVK (2008)

Pro větší srozumitelnost byly sestrojeny dva grafy s Lorenzovými oblouky pro znázornění koncentrace investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty a počtu, vzájemné srovnání pak nabízí tabulka 3 pomocí Giniho koeficientu koncentrace. Největší nerovnoměrnost investic dle počtu i hodnoty byla zjištěna na španělském trhu rizikového a rozvojového kapitálu. Německý trh s hodnotou Giniho koeficientu 0,429 pro míru koncentrace dle počtu investic a 0,615 dle hodnoty vykazuje nižší míru koncentrace než španělský trh rizikového a rozvojového kapitálu. Překvapivě vyšla nejnižší míra nerovnoměrnosti dle počtu investic mezi regiony UK, míra koncentrace dle hodnoty je však vyšší. Autor to považuje mimo jiné za důsledek dlouholeté snahy o vybudování kvalitního a regionálně vyváženého trhu rizikového a rozvojového kapitálu v UK, která přináší své ovoce, tento trh je mezi zkoumanými zeměmi z pohledu počtu investic nejvíce rovnoměrný, třebaže hodnota investic je nadále koncentrována ve prospěch metropolitních regionů. Tento závěr koresponduje s výsledky studie Groha, Liechtensteina a Liesera (2009), kteří zkoumali koncentrování investiční aktivity do významných center, a kteří zdůvodňují různou atraktivitu trhů rizikového a rozvojového kapitálu dvěma faktory: existencí profesionální komunity podporující obchod a pohyb kapitálu a předpokladem poptávky po zdrojích kapitálu. UK se mezi evropskými zeměmi podle zmiňované studie umístila na prvním místě v atraktivitě pro institucionální investory (Groh, Liechtenstein, Lieser 2009).

Graf 10 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu ve španělských regionech v letech 2005 až 2007

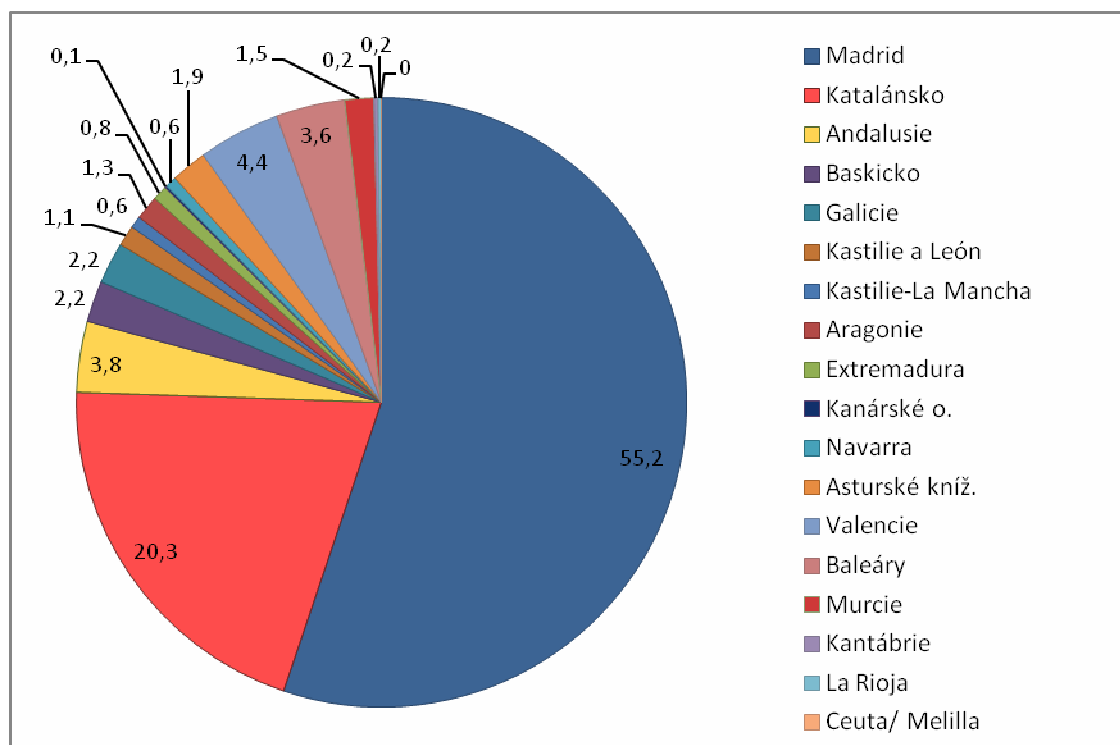


Zdroj: ASCRI (2008)

Vysoká míra nerovnoměrnosti trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku je dána zejména koncentrací trhu do Madridu a Katalánska, které společně představují 75,5 % hodnoty investic, samotný Madrid přitom 55,2 %. S odstupem následují Andalusie (3,8 %) a Baskicko (2,2 %). Rovnoměrnější je podíl investic dle počtu, z čehož vyplývá zastoupení nižších průměrných investic dle hodnoty v necentrálních regionech na celkovém počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu.

Na hodnocení trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku byla při konzultaci výsledků této práce dotázána zástupkyně španělského fondu I + D Unifondo, Irene González Lopez, na hodnocení investičního prostředí ve Španělsku zástupce madridské pobočky agentury CzechInvest, Petr Pavlík a dále rada – vedoucí obchodně-ekonomického úseku Velvyslanectví České republiky v Madridu, Petr Eichner. Dotázání uvedli, že ve Španělsku se by se z pohledu investic rizikového a rozvojového kapitálu mohly nejvíce prosazovat základní tři hospodářské regiony: Madrid, Katalánsko a Baskicko. Jako další významné a rostoucí regiony v povědomí investorů označili Valencii a Galicii.

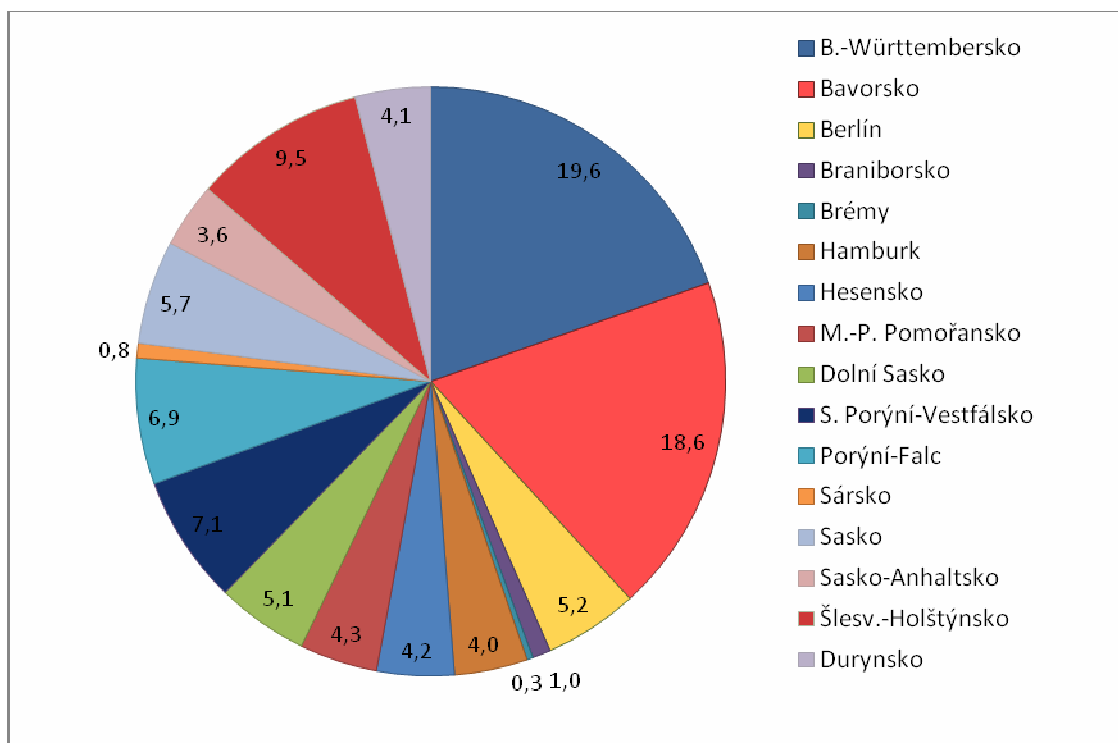
Graf 11 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu ve španělských regionech v letech 2005 až 2007



Zdroj: ASCRI (2008)

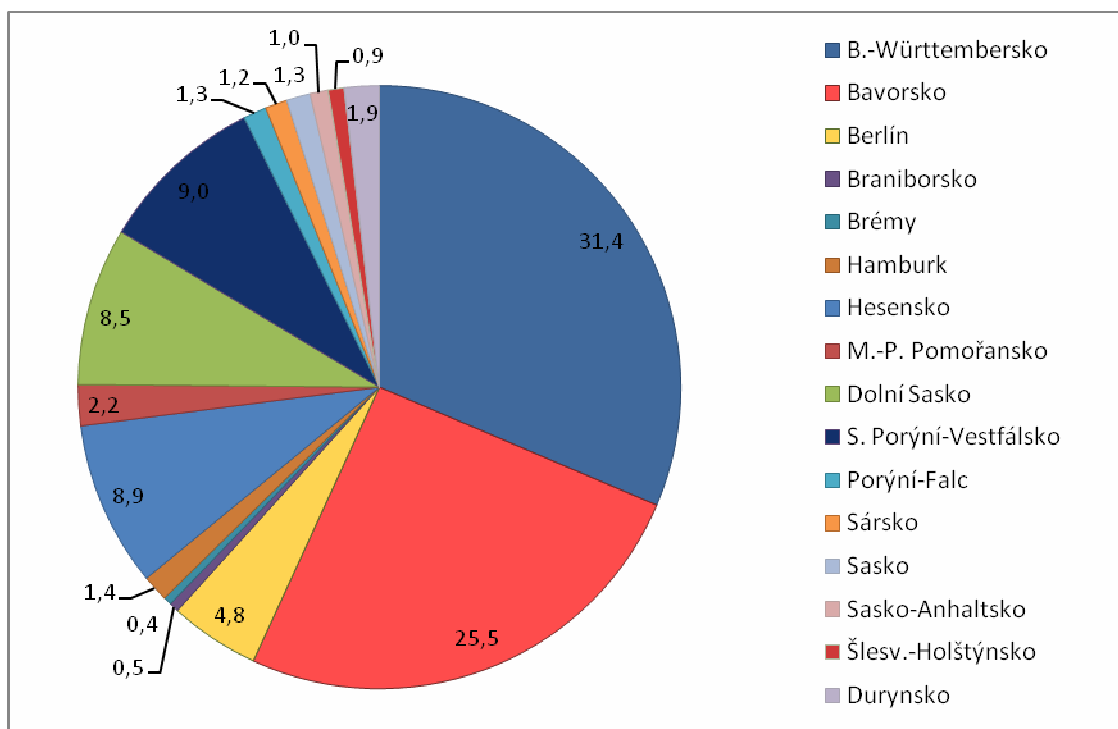
Přestože ve Španělsku byla zaznamenána nejvyšší koncentrace investic rizikového a rozvojového kapitálu mezi zkoumanými zeměmi, Irene González Lopez poukazuje na snahu veřejných institucí přivést do regionů tento druh kapitálu. Podle její výpovědi dnes v každé autonomní oblasti Španělska funguje speciální společnost na podporu investic rizikového a rozvojového kapitálu. Navíc je tato síť provázána a tyto společnosti z jednotlivých regionů spolu spolupracují. Zajímavostí je, že jsou tyto regionální společnosti rizikového kapitálu často zaměřené na určité odvětví v souvislosti se směrem regionálních inovačních strategií. Jako příklad uvedla biotechnologie v Madridu, potravinářství – zemědělství a letectví v Andalusii, letectví a námořnictví v Galicii nebo farmaceutika v Katalánsku. Stejně tři regiony (Madrid, Katalánsko a Baskicko) hodnotili jako nejzajímavější pro vstup investorů také zástupci českých institucí ve Španělsku. Potvrdili významnou účast státu ve snaze o regionální rozvoj v souvislosti s novými obory. Shodují se i v označení regionů a odvětví, které se vláda i regionální instituce snaží podporovat.

Graf 12 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu v německých regionech v letech 2005 až 2007



Zdroj: BVK (2008)

Graf 13 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu v německých regionech v letech 2005 až 2007



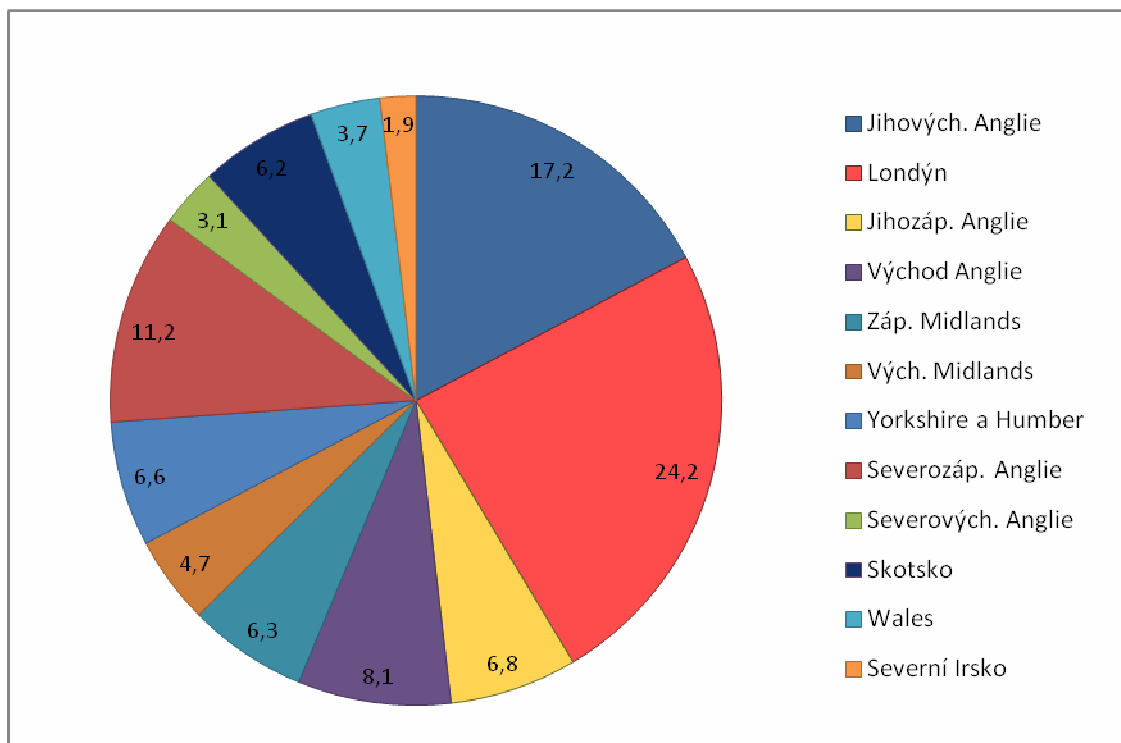
Zdroj: BVK (2008)

Nejvíce investic rizikového a rozvojového kapitálu dle množství i hodnoty (viz graf 12 resp. 13) v Německu mířilo do Bádenska Württemberska (19,6 %, resp. 31,4 %) a Bavorska (18,6 %, resp. 25,5 %). Zajímavou anomálii na německém trhu představuje Šlesvicko Holštýnsko, které zaujalo třetí pozici mezi německými regiony v podílu na počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu, ale jejich celková hodnota ve zkoumaném období je nízká.

Regionální pohled na trh rizikového a rozvojového kapitálu v UK v letech 2005 až 2007 dokazuje dominantní postavení Londýna a oblasti Jihovýchod zejména dle hodnoty investic (42,9 %, resp. 16,9 %), rozložení dle počtu investic je rovnoměrnější (viz graf 14 a 15) jak dokládá i hodnota Giniho koeficientu koncentrace při vztážení k hodnotě regionálního HDP.

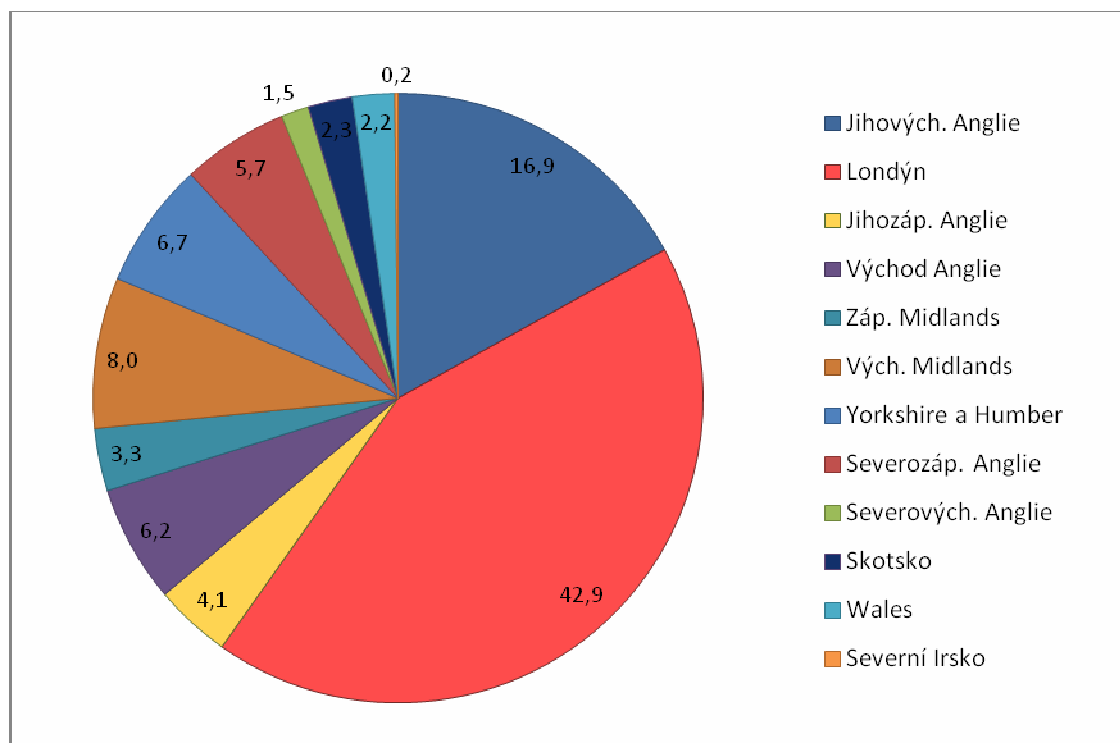
Extrémní koncentraci trhu rizikového a rozvojového kapitálu v UK do oblasti Londýna potvrzuje Klagge a Martin (2005), dominanci v přílivu investic rizikového a rozvojového kapitálu v UK do jihovýchodní části Anglie a Londýna prokazují i další práce (Murray, 1997, Mason a Harrison, 2003).

Graf 14 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu v regionech UK v letech 2005 až 2007



Zdroj: BVCA (2008)

Graf 15 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu v regionech UK v letech 2005 až 2007



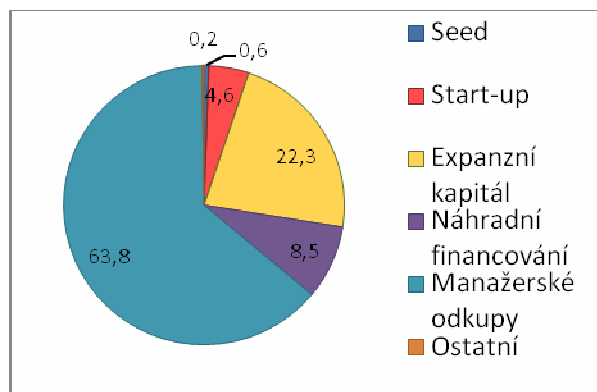
Zdroj: BVCA (2008)

4.4. Struktura investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze ve vybraných zemích

Následující srovnání trhů rizikového a rozvojového kapitálu dle fáze vychází rovněž z agregovaných dat z let 2005 až 2007 z důvodu eliminace případných jednoročních skoků. Data pocházejí z výstupů národních asociací rizikového kapitálu, odpovídající data za Českou republiku jsou dostupná pouze za rok 2007.

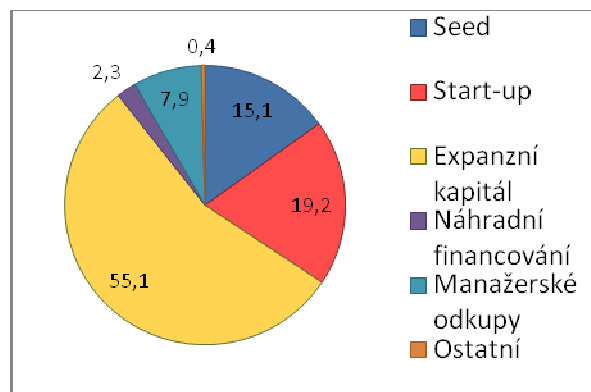
Zatímco na celkové hodnotě investic rizikového a rozvojového kapitálu se ve Španělsku stejně jako v ostatních zemích nejvíce podílí manažerské odkupy (63,8 %), v počtu investic vede expanzní kapitál (55,1 %). Podíl manažerských odkupů dle hodnoty je ve Španělsku srovnatelný s UK (63,7 %) a nižší než v Německu (70,8 %), v České republice tvoří v roce 2007 dokonce 87,2 % (113,4 mil. €) hodnoty investic.

Graf 16 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze ve Španělsku v letech 2005 až 2007



Zdroj: ASCRI (2008)

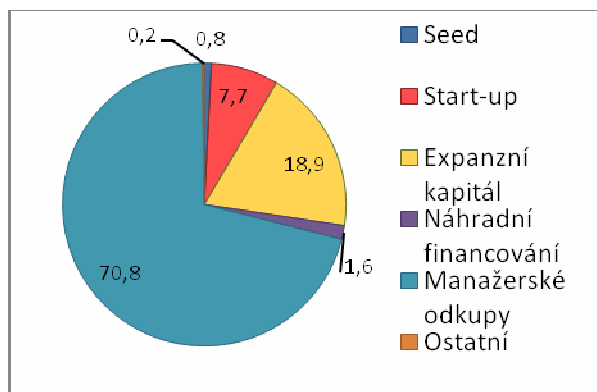
Graf 17 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze ve Španělsku v letech 2005 až 2007



Zdroj: ASCRI (2008)

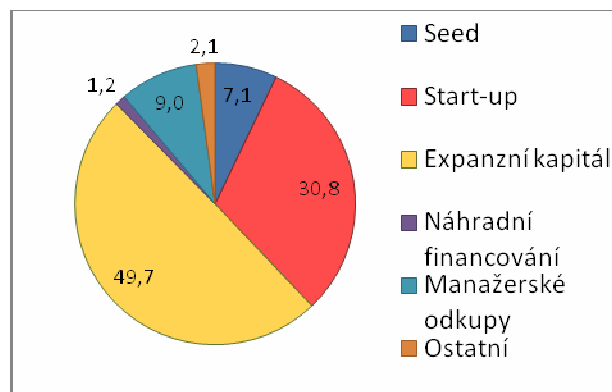
Poměrně nízké zastoupení manažerských odkupů na celkovém počtu investic vypovídá o jejich vyšší průměrné velikosti. Jak již bylo uvedeno výše, to by mohlo souviset s nižší úrovní rizika vstupu do takového typu investic. Autor se domnívá, že při rostoucím zastoupením podílu institucionálních investorů (například penzijních fondů) na zdrojích rizikového a rozvojového kapitálu bude nadále převažovat defenzivní investiční chování, při němž se bude klást důraz na bezchybnou manažerskou schopnost výběru životaschopných projektů, které jsou dle názoru autora obvykle pravděpodobnější v pozdějších fázích, a malou tolerancí neúspěšných projektů. V roce 2007 vzrostl podíl penzijních fondů na 23,6 % všech zdrojů rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku (ASCRI, 2008). Mezinárodní výzkum Mayera, Schoorse a Yafeha (2002) dokazuje, že zdroj kapitálu je podstatný faktor investiční aktivity rizikového a rozvojového kapitálu dle stádia, sektoru a geografického zaměření. Bylo zjištěno, že fondy, za kterými stojí penzijní fondy a pojišťovny zpravidla míří do pozdějších fází v low-tech sektoru, korporátně a individuálně kryté fondy investují v dřívějších fázích v high-tech odvětvích a nezaměřují se pouze na domácí trh. Zatímco vládní aktivita míří výhradně do domácích projektů (Mayer, Schoors a Yafeh 2002). V České republice se na většině nových zdrojů v roce 2007 podílely státní agentury podporující rané fáze a rozvoj (CVCA, 2007).

Graf 18 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v Německu v letech 2005 až 2007



Zdroj: BVK (2008)

Graf 19 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v Německu v letech 2005 až 2007

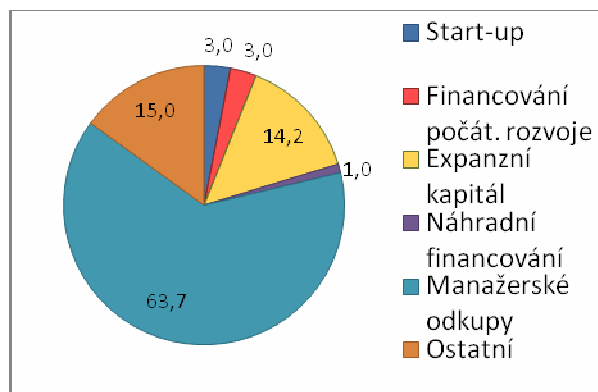


Zdroj: BVK (2008)

Podíl zárodečné fáze (Seed) na celkovém počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu byl ve Španělsku (15,1 %) ve sledovaném období vyšší než v Německu (7,1 %), podíl startovního financování (start-up) byl naopak v Německu vyšší, souhrnně však v obou státech představovaly okolo 35 % celkového počtu investic. Na tyto fáze by se měl klást důraz při podpoře malých a středních podniků, protože to jsou právě tyto podniky, které dle autora mívají problémy s omezenými zdroji financování, nízkou hodnotu hmotného majetku a očekávané perspektivy růstu. Tato myšlenka koresponduje s tvrzením, že do zárodečné fáze podniků se soukromí investoři často zdráhají vstupovat a tehdy se mohou podniky setkat s problémy financování (Peneder, 2008). V roce 2007 nebylo zárodečné ani startovní financování středem zájmu investorů v České republice (CVCA, 2007).

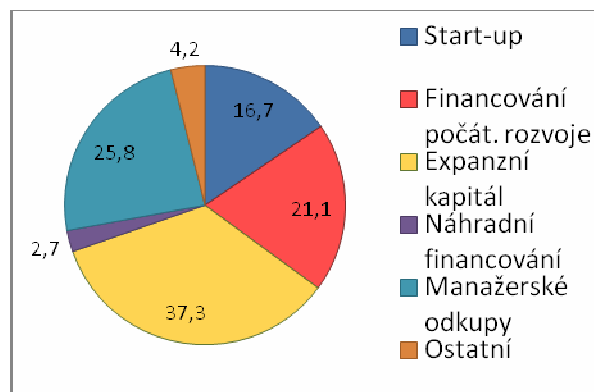
Na rozdíl od španělského a německého trhu rizikového a rozvojového kapitálu se v UK setkáme s vyšším podílem manažerských odkupů také v podílu na počtu investic (25,8 %), čímž se do jisté míry vysvětluje daleko vyšší hodnota průměrné velikosti investice v UK (viz Graf 7), nižší podíl je v UK ve sledovaných letech naopak v počtu investic do expanzní fáze.

Graf 20 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v UK v letech 2005 až 2007



Zdroj: BVCA (2008)

Graf 21 Podíl počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu dle investiční fáze v UK v letech 2005 až 2007

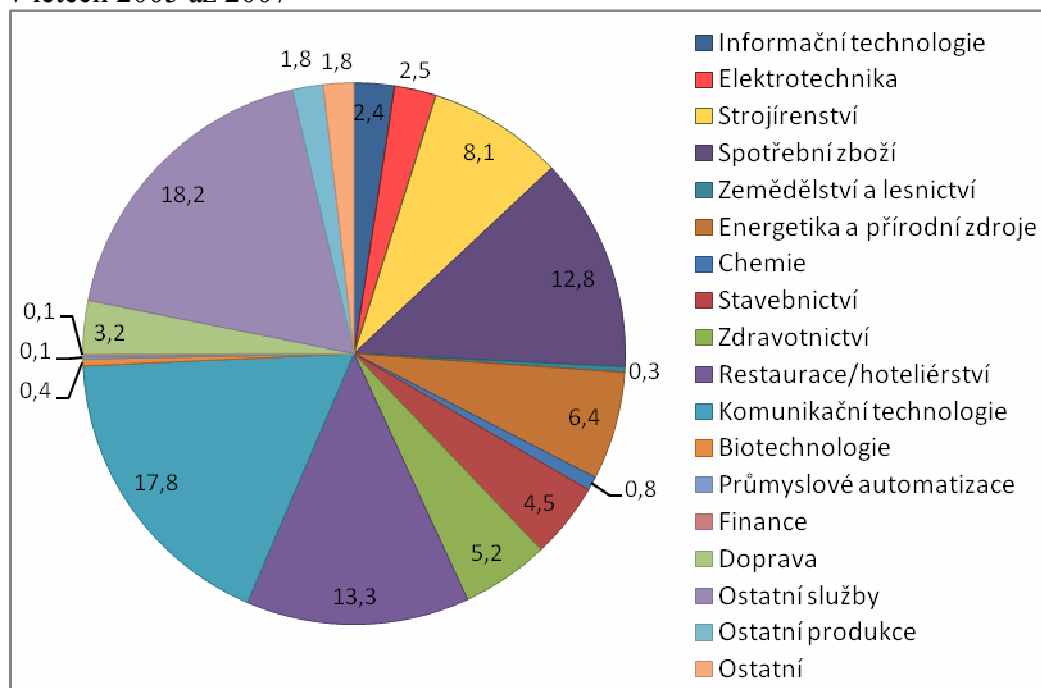


Zdroj: BVCA (2008)

4.5. Sektorová struktura investic rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích

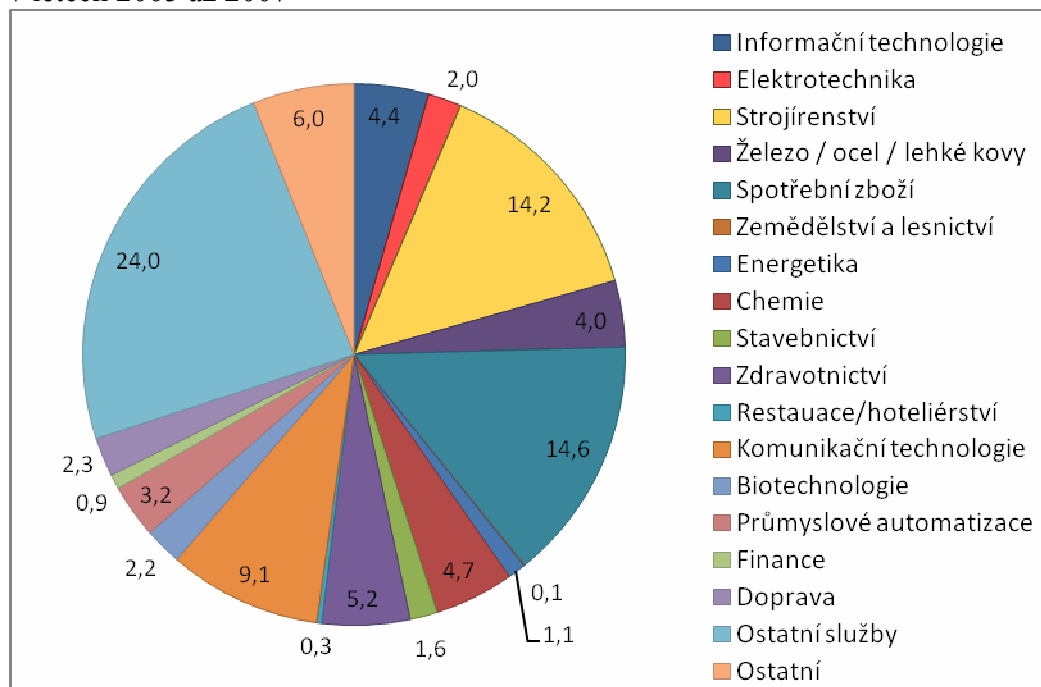
Sektorová struktura investic rizikového a rozvojového kapitálu vychází z odlišných národních statistik, a je proto hůře mezinárodně porovnatelná. Ve zkoumaných zemích vyniká dle hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu sektor služeb a strojírenství. Vysoký podíl dle hodnoty mají ve sledovaných letech dále například komunikační technologie a služby ve Španělsku, spotřební zboží v Německu nebo sektor financí v UK. V České republice se více než dvěma třetinami (67,8 %) podílely sektory spotřebního zboží a maloobchodu (52,4 mil. €) a doprava (35,8 mil. €).

Graf 22 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle sektoru ve Španělsku v letech 2005 až 2007



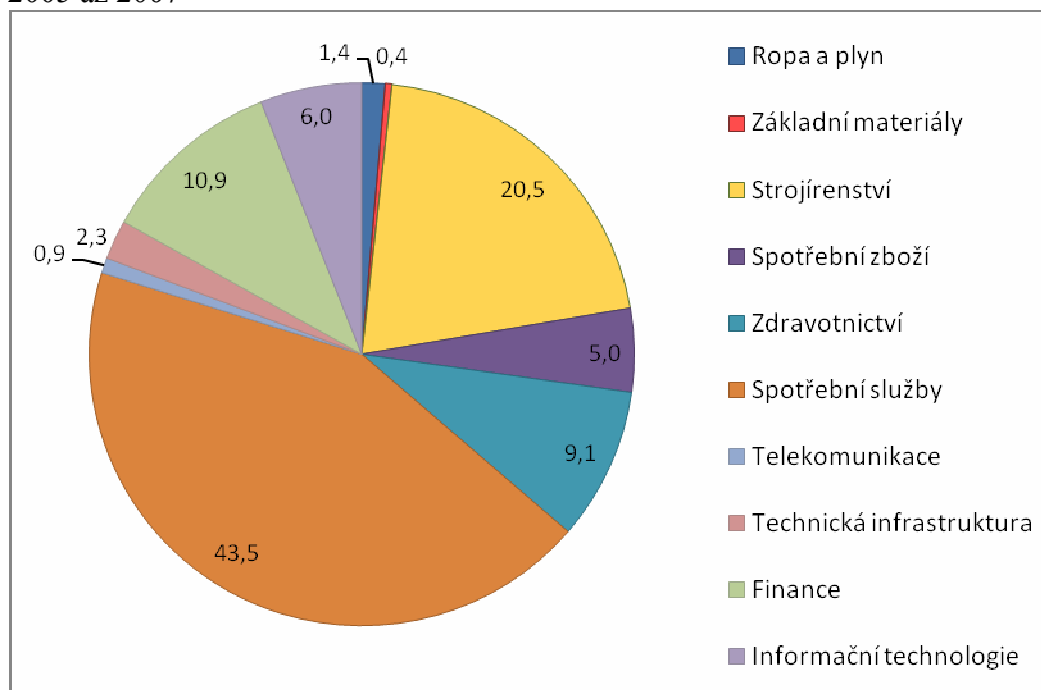
Zdroj: ASCRI (2008)

Graf 23 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle sektoru v Německu v letech 2005 až 2007



Zdroj: BVK (2008)

Graf 24 Podíl hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu dle sektoru v UK v letech 2005 až 2007



Zdroj: BVCA (2008)

Zajímavým sektorem pro investice rizikového a rozvojového kapitálu je obor informační technologie (IT), který ve zkoumaných zemích zaujímá poměrně nízký podíl dle hodnoty, ale naopak relativně vyšší podíl dle počtu investic, například ve Španělsku to je 2,4 % dle hodnoty a 15,9 % dle počtu investic. To napovídá o vyšším počtu menších investic plynoucích pravděpodobně do začínajících a menších společností zaměřujících se na nové technologie.

4.5. Analýza faktorů ovlivňujících regionální strukturu trhu rizikového a rozvojového kapitálu

Na základě regionální a strukturální analýzy autor usuzuje na nižší rozvinutost španělského trhu rizikového a rozvojového kapitálu mezi vybranými zeměmi. Česká republika a úroveň jejího trhu rizikového a rozvojového kapitálu je zatím stále v počáteční fázi rozvoje a zaostává za vyspělými západoevropskými zeměmi. Úspěšné příklady implementace trhu

rizikového a rozvojového kapitálu v evropských zemích tak mohou být obrazem pro jeho vývoj v České republice. Španělsko vytvořilo podmínky pro jeho základ a nyní se dále rozvíjí. Dalo by se říci, že španělský trh rizikového a rozvojového kapitálu tak vývojově stojí mezi na jedné straně vytvářejícím se českým trhem a na druhé straně vysoce rozvinutým britským nebo německým trhem rizikového a rozvojového kapitálu. Následující analýza je zaměřena na zachycení faktorů, které ovlivňují lokalizaci investic rizikového a rozvojového kapitálu ve španělských regionech v roce 2007.

Tabulka 4 Korelační koeficienty pro vztah lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty a dalších proměnných, Španělsko, 2007

	Proměnná	1
1	Hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu	1,00
2	Nové firmy	0,661 **
3	Ústřední sídla bank	0,494 *
4	Vědeckotechnologické parky	0,668 **
5	Regionální HDP	0,719 **
6	Výdaje na vědu a výzkum	0,781 **
7	Přímé zahraniční investice	0,444
8	Sídla firem rizikového a rozvojového kapitálu	0,837 **
9	Výdaje na školství	0,625 **

Pearsonův korelační koeficient statisticky významný **/* na hladině 0,01/ 0,05

Zdroj: Vlastní výpočet

Byly vypočítány korelační koeficienty (viz tabulka 4) pro zachycení vztahů, které ovlivňují prostorovou distribuci investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty ve španělských regionech v roce 2007. Výsledky dokazují, že lokalizace investic dle hodnoty je silně spojena s téměř všemi vybranými proměnnými. Nejsilněji s regionální distribucí investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty souvisí proměnné zastupující úroveň regionální distribuce sídel firem rizikového a rozvojového kapitálu s hodnotou korelačního koeficientu 0,837. Dalšími významnými proměnnými jsou potom výdaje na vědu a výzkum, hodnota regionálního HDP, lokalizace VT parků a nových firem. Velký význam distribuce investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty a sídel firem rizikového a rozvojového

kapitálu by dle autora mohl být daný centralizací trhu rizikového a rozvojového kapitálu zejména do Madridu a Katalánska, kde se soustřeďuje velké množství firem rizikového a rozvojového kapitálu, jejich investice a zejména ty největší by tedy mohly současně mířit do těchto oblastí a tím by mohly být lépe kontrolovány a zaručena jejich úspěšnost. Výzkum geografické struktury firem v portfoliích fondů rizikového a rozvojového kapitálu Griffitha, Yama a Subramaniana (2006) tuto myšlenku potvrzuje názorem o patrném sklonu investorů vyhledávat firmy lokalizované v dostupné geografické vzdálenosti. Tento trend vysvětlují povahou investic rizikového a rozvojového kapitálu jako dlouhodobého partnerství založeného na osobním kontaktu. Blízký vztah partnerů dle studie snižuje asymetrii informací, která dopadá mezi investora a firmu. Ti si mohou snáze vyměňovat informace a názory a sdílet spolu tzv. nekodifikované informace označované termínem „tacit information“ (Griffith, Yam a Subramanian, 2006). Takový závěr by také mohl korespondovat s výsledkem jiné studie, ve které se uvádí, že rizikový a rozvojový kapitál se shlukuje do oblastí se zavedenými finančními centry a vysoké koncentrace hospodářské činnosti. Mluví se v ní o klastrech, ve kterých primárně proudí investice rizikového a rozvojového kapitálu. Poukazuje se na vzájemnou blízkost z důvodu výměny informací a řízení (Murray, 1997).

Souvislost veličin zastupujících hodnotu investic rizikového a rozvojového kapitálu v regionech a výdaje na vědu a výzkum a dále lokalizace VT parků dle autora odpovídá výsledkům předešlých výzkumů zabývajících se výzkumem lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu. Engel (2002) uvedl, že investoři mají tendenci hledat firmy v regionech s intenzivním výzkumem a vývojem a velkých městech, kde je pravděpodobnost nalezení zajímavého projektu vyšší. Groh, Liechtenstein, Lieser (2009) tvrdí, že přitažlivost určitého regionu pro institucionální investory je mimo jiné dána dostupností investičních příležitostí, která závisí na kvalitě místního podnikatelského prostředí a také souvisí se schopností inovovat a restrukturalizovat a dále s velikostí ekonomiky, očekáváním růstu a podnikatelským duchem obyvatel. Vztah hodnoty investic rizikového a rozvojového kapitálu a lokalizace nových firem v korelační analýze potvrdil silný vztah ve španělských regionech v roce 2007. Dynamické prostředí vznikajících nových firem a jejich poptávka po kapitálu je dle Klagge a Martin (2005) jedním z faktorů pro dobře fungující trh rizikového a rozvojového kapitálu. Nejvíce členů Asociace vědecko-technologických parků ve Španělsku (APTE) bylo ke konci roku 2008 v Katalánsku (17), Andalusii (14), Madridu (8) a Baskicku (7), (APTE, 2008). Úroveň regionálního HDP byla jedním z klíčových faktorů pro vysvětlení lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty ve Španělsku v roce 2007 s hodnotou

korelačního koeficientu 0,719, což koresponduje s názorem o koncentraci dostupnosti a používání rizikového a rozvojového kapitálu v nejvíce hospodářsky prosperujících regionech (Murray 1998).

Slabší vztah k regionální distribuci investic rizikového a rozvojového kapitálu byl zjištěn pro proměnou zastupující lokalizaci ústředních sídel bank ve Španělsku, korelační koeficient dosahuje hodnoty 0,494 a je statisticky významný na hladině 0,05. Více než polovina z celkového počtu bank (71) ve Španělsku má totiž sídlo v Madridu (44), výrazně menší počet bankovních sídel připadá na Katalánsko (7) a Baskicko (5) nebo Galicii (5), kde sídlí převážně regionálně orientované banky (Banco de España, 2008). Směr investic rizikového a rozvojového kapitálu do finančních center na americkém příkladu uvádějí Florida, Kenney, (1988). Statisticky nevýznamně působí na lokalizaci investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty ve španělských regionech proměnná zastupující hodnotu přímých zahraničních investic. Vysvětlením může být různá atraktivita regionů pro investory rizikového a rozvojového kapitálu a zahraniční investory.

Tabulka 5 Korelační koeficienty pro vztah lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu dle počtu a dalších proměnných, Španělsko, 2007

	Proměnná	1
1	Počet investic rizikového a rozvojového kapitálu	1
2	Nové firmy	0,866 **
3	Ústřední sídla bank	0,459
4	Vědeckotechnologické parky	0,927 **
5	Regionální HDP	0,909 **
6	Výdaje na vědu a výzkum	0,888 **
7	Přímé zahraniční investice	0,415
8	Sídla firem rizikového a rozvojového kapitálu	0,835 **
9	Výdaje na školství	0,872 **

Pearsonův korelační koeficient statisticky významný **/* na hladině 0,01/ 0,05

Zdroj: Vlastní výpočet

Korelační koeficienty určující sílu vztahu distribuce investic rizikového a rozvojového kapitálu ve španělských regionech dle počtu s dalšími proměnnými (viz tabulka 5) dokazují

těsnější vztahy vybraných charakteristik, než tomu bylo při předchozí analýze těchto parametrů s regionální distribucí investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty. Nejsilnější vztah lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu dle počtu v regionech Španělska byl zaznamenán u hodnoty zastupující lokalizaci vědeckotechnologických parků s velikostí korelačního koeficientu 0,927, dále s hodnotou regionálního HDP, výdaji na vědu a výzkum, výdaji na školství a vytvářením nových firem a dalšími.

Na druhou stranu se nepodařilo potvrdit vztah distribuce investic rizikového a rozvojového kapitálu dle počtu s lokalizací ústředních sídel bank a lokalizace přímých zahraničních investic v regionech Španělska v roce 2007.

Na rozdíl od korelační analýzy zachycující vztah vybraných veličin k lokalizaci investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty, jejich počet mnohem silněji souvisí vedle hodnoty regionálního HDP s lokalizací faktorů, které vychází z podpory školství, investic do vzdělání, vědy a výzkumu a které se zaměřují na technologické inovace a jejich podporu. Velkou váhu má opět dynamika vzniku nových firem a blízkost firem rizikového a rozvojového kapitálu.

4.6. SWOT analýza českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu

Na základě závěrů teoretického konceptu a výše uvedených mezinárodních srovnání a analýz faktorů byla provedena charakteristika českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu formou SWOT analýzy s důrazem na jeho aktuální stav a výhledy do budoucna. „SWOT analýza je metoda zhodnocení projektu, regionu nebo společnosti z hlediska silných stránek (strengths), slabých stránek (weaknesses), příležitostí (opportunities) a hrozeb (threats). Analýza tvoří základ při posuzování rozvoje regionu, investičních projektů nebo restrukturalizaci společnosti. Forma analýzy umožňuje investorům snáze zjistit, jaký region je vhodný pro jejich investice. Protože v sobě analýza zahrnuje jak příznivé, tak i nepříznivé aspekty, neskrývá investorům žádné informace a naopak nabízí komplexní pohled na situaci.“ (Dreiseitl 2009, s. 50).

Tabulka 6 SWOT analýza českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu

Silné stránky	Slabé stránky
mezinárodní zapojení blízkost rozvinutých trhů technická orientace vysokých škol průmyslová orientace země	krátká historie daňová nevýhodnost stimuly pro cílové společnosti chybí právní rámec - speciální zákonná norma přístup ke zdrojům financí
Příležitosti	Hrozby
potenciál růstu - vstup institucionálních investorů institucionální a právní prostředí daňové stimuly fondům rizikového kapitálu propojení VaV s komerčním využitím	špatné hodnocení českého trhu private equity nedostatek podpory investic rizikového kapitálu nedůvěra v kapitálové trhy výkyvy na trhu

Zdroj: Vlastní zpracování

4.6.1. Silné stránky

Česká republika má některé dobré předpoklady stát se zajímavým cílem investorů rizikového a rozvojového kapitálu ze zahraničí, stejně jako pro zvýšení aktivity domácích investorů. Český trh tohoto finančního instrumentu je zaštiťován Českou asociací rizikového kapitálu (CVCA) založené v roce 1995, která je součástí evropské sítě podobných organizací sdružené Evropskou asociací rizikového kapitálu (EVCA). Cílem těchto organizací je informování veřejnosti, investorů i cílových firem o možnostech, které investice rizikového a rozvojového kapitálu nabízejí.

Pozitivem je pro Českou republiku její široká průmyslová základna s dobrou tradicí a pověstí, která nabízí napojení pro projekty financované rizikovým a rozvojovým kapitálem. S tím souvisí i oblíbenost technicky orientovaných vysokých škol, které jsou na dobré úrovni.

Geografická poloha České republiky nabízí výhodu v blízkosti jednoho z nejvyhledávanějších regionů investory rizikového a rozvojového kapitálu – Bavorska. Například v roce 2006 bylo v Bavorsku investováno přes 1,5 mld. € v investicích rizikového a rozvojového kapitálu, které tvořily přes 50 % hodnoty všech investic v Německu (BVK, 2008). Česká republika by mohla usilovat o propojení s Bavorským trhem rizikového a rozvojového kapitálu na bázi spolupráce podpůrných organizací, příhraniční spolupráce nebo zvýšení informovanosti investorů.

Hába (2006) uvádí další silnou stránku, kterou je rychlý růst produktivity práce a její nízké náklady. Klemt (2004) doplňuje pozitiva množstvím malých a středních podniků v České republice, které se nacházejí ve fázi vzniku, rozvoje, restrukturalizace nebo změny vlastnických vztahů.

4.6.2. Slabé stránky

Jako slabá stránka by se dala označit krátká doba existence rizikového a rozvojového kapitálu v České republice, k jeho rozvoji dochází od počátku 90. let 20. století za pomoci zahraničních investorů a státních organizací: „První fondy rizikového a rozvojového kapitálu vznikly za podpory vlád USA a zemí EU. Byly to Českoamerický podnikatelský fond v roce 1991 a později Ministerstvo průmyslu a obchodu, které zřídilo dva fondy, Regionální podnikatelský fond a Fond rizikového kapitálu, které využívaly finančních zdrojů poskytovaných z programu PHARE. V roce 1994 zahájil svoji činnost v České republice první fond financovaný ze soukromých zdrojů, Renaissance.“ (Klemt, 2004, s. 69). Zdejší trh tak musí dohánět státy se zavedeným oborem zabývajícím se investicemi rizikového a rozvojového kapitálu přes padesát let. S tím je spojen nedostatek firem působících u nás v oboru rizikového a rozvojového kapitálu a největší problém těchto firem je pak nedostatek zkušených manažerů v tomto oboru. Nevýhodou domácích fondů je z pohledu krátké historie také malý počet dokončených investic, vzhledem k tomu, že jejich průběh může trvat někdy i deset let, dokázat tak novým investorům své zkušenosti je obtížné.

Nevýhodou pro Českou republiku je její velikost, s níž se řadí mezi menší nebo středně velké státy Evropy. Velikost trhu rizikového a rozvojového kapitálu je tudíž omezená, v roce 2007 se dle hodnoty investic podílela na celkové hodnotě v Evropě 0,2 %. Navíc s podílem investic rizikového kapitálu pouhých 0,101 % na HDP zaostává za vyspělými státy západní Evropy (viz graf 4). S malou velikostí trhu souvisí horší přístup ke zdrojům financování a také málo investičních příležitostí, do kterých mohou investoři vkládat svůj kapitál, firmy musí být na takovou investici připraveny a musí mít kvalitní podnikatelský plán. Nesmí chybět vyšší úroveň povědomí o možnosti financování investicemi rizikového a rozvojového kapitálu a napojení na fondy, které ho zprostředkovávají. Další slabou stránkou v České republice je omezená velikost kapitálového trhu, ten je esenciální součástí trhu rizikového a rozvojového

kapitálu, protože vstup na burzu je jednou z mála možností výstupu z úspěšně dokončené investice rizikového a rozvojového kapitálu.

Na problémy daňové nevýhodnosti v České republice, nebezpečí dvojího až trojího zdanění, efektivitu daňových stimulů pro fondy rizikového kapitálu a na požadovanou redukci daně z kapitálových výnosů v České republice upozorňují četné absolventské práce z ekonomických škol: Klemt (2004), Hába (2006), Slavíková (2007), Svobodová (2007). Navíc připomínají nízkou úroveň či neexistenci stimulů pro cílové společnosti, které jsou zároveň z řad MSP a firem zabývajících se vědou a výzkumem. CVCA kritizuje chybějící právní rámec, speciální zákonnou normu zabývajících se rizikovým a rozvojovým kapitálem. Ve Španělsku byl například zaveden specifický druh registrovaných společností, fondů a manažerských společností, které působí na tamním trhu rizikového kapitálu.

4.6.3. Příležitosti

Hlavní příležitostí dalšího růstu trhu rizikového kapitálu v České republice by mohlo být vyšší zapojení místních institucionálních investorů. Jejich širší vstup na trh by se mohl stát opěrným bodem stabilizace úrovně zdrojů kapitálu pro fondy rizikového a rozvojového kapitálu. Penzijní fondy, které například v UK v roce 2007 přispěly 23 % získaných finančních prostředků (BVCA, 2008), dosud v České republice čelí restriktivním opatřením ze strany státu v podílu investic ve svém portfoliu. Klemt (2004) dodává: „Objem investic penzijních fondů a pojišťoven do fondů rizikového a rozvojového kapitálu je zásadně ovlivněn regulačními opatřeními.“ (Klemt, 2004, s. 78).

Dalším potenciálem růstu trhu rizikového a rozvojového kapitálu je upevnění institucionálního a právního prostředí, které se ho dotýká a případné daňové stimuly pro fondy rizikového kapitálu. CVCA apeluje za zjednodušení přístupu zahraničních investorů ve formě kolektivního investování, ve kterém nalézá nestandardní pravidla. Ze strany poptávky je velkou příležitostí prohlubování vztahů mezi vědou a výzkumem a jejich komerčním využitím. Podíl na této aktivitě mohou mít jak vysoké školy, tak centra přenosu technologií, vědeckovýzkumné a technologické parky a také sítě obchodních andělů.

4.6.4. Hrozby

Hrozbou pro trh rizikového a rozvojového kapitálu se stala finanční krize, která se rozšířila z USA do celého světa. Pojem rizikových investic, které ji zapříčinily, je naprosto odlišný od investic rizikového kapitálu. Globální krize finančního sektoru, která zapříčinila krach jinak silných bank a jiných finančních institucí, přinesla nedůvěru ve finanční a kapitálové trhy. Dalším projevem dopadu finanční krize je krize hospodářská, s kterou se potýká celý svět, a jejíž důsledky ovlivnily mnoho oborů hospodářské činnosti. Překvapením by pak nebyl ani propad na trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve světě i v České republice, na kterou však tyto vlny doléhají s jistým zpožděním, a proto je bude možné posoudit později.

Další případnou hrozbou je negativní hodnocení situace českého trhu rizikového a rozvojového kapitálu. Projevem pak může být zařazování České republiky mezi země východní Evropy, které může mít negativní podtext pro zahraniční investory.

4.7. Expertní hodnocení trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice

Z důvodu hlubšího pochopení stavu trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice byli autorem osloveni zástupci fondů rizikového a rozvojového kapitálu působící v České republice sdružení do České asociace rizikového kapitálu (CVCA), dále zástupkyně samotné CVCA, zástupce jedné auditorské společnosti, penzijního fondu a Jihomoravského inovačního centra. Dva zástupci fondů rizikového a rozvojového kapitálu odpověděli pomocí emailu a se dvěma byl proveden řízený rozhovor na téma regionální distribuce investic rizikového a rozvojového kapitálu v České republice, dále byl hodnocen jeho stav, podpora a možnosti rozvoje. K této metodě bylo autorem přistoupeno z důvodu absence oficiálních dat o investicích rizikového a rozvojového kapitálu v České republice na regionální úrovni a z požadavku na detailnější a vnitřní pohled na tento trh v České republice očima zainteresovaných expertů.

Oslovení zástupci se shodují na názoru, že v České republice jsou sice převážně lokalizovány fondy rizikového a rozvojového kapitálu v Praze, ale jejich aktivita probíhá po celém území státu. Jan Kundera uvedl: „Praha je obvyklým místem pro sídlo fondů rizikového a rozvojového kapitálu spíše z důvodu sídla všech institucí, bank, pojišťoven, právních firem etc. a vzhledem k počtu zahraničních expertů pracujících v oboru rizikového a rozvojového je pro ně nejvhodnějším místem právě Praha. Nijak to ale nesouvisí s koncentrací vhodných projektů pro investice, které jsou rozmístěny spíše mimo Prahu.“ Petra Kursová z CVCA doplnila, že: „Praha není jistě tím hlavním místem, kde probíhají investice rizikového a rozvojového kapitálu. Myslím si, že naopak investice v ČR stále probíhají do klasických sektorů – výrobní průmysl (strojírenství, atp.) a cílové společnosti jsou vyhledávány po celé ČR. Investoři se možná lokalizují v Praze, ale to je asi logické, že chtějí mít sídlo v hlavním městě a ne někde mimo letišti dostupných městech. Ale jejich investice v Praze lokalizovány nejsou, to určitě ne. Nevím tedy o investorech, kteří by své investice vyhledávali v Praze. To by jich asi mnoho nezrealizovali. Vyjmenujme jen pár zrealizovaných investic: Computer Press, Nostromo, Keravit, Mineral, VUES Brno, atd.“ Dále uvedla, že: „Regiony není příliš vhodné specifikovat. Investoři hledají dobré, prosperující podniky s vynikajícím managementem, a jdou tam, kde tyto firmy jsou. Mezi preferované sektory patří IT, internet, nanotechnologie, ale v ČR stále ještě převažuje klasický průmysl.“ Petra Kursová. Kamil Krč z Jihomoravského inovačního centra dodal, že: „V případě kvalitních a od konkurence dostatečně diferencovaných podnikatelských projektů však nemá lokalita umístění projektu v rámci ČR příliš vysoký vliv na získání investice.“

Při otázce na subjektivní hodnocení úspěšného regionu v České republice pro získávání investic rizikového a rozvojového kapitálu Petr Nechvátal z KBC Private Equity Advisory Services označil Moravské regiony, kde se setkává s aktivními firmami. Jan Brody ze společnosti Invest Equity v řízeném rozhovoru upozornil na relativně malou velikost státu s malým počtem firem a také malým počtem příležitostí a realizovatelných investic. Zvýhodněné regiony jsou podle jeho názoru kromě Prahy průmyslově zaměřené regiony např. severní Morava, okolí Plzně, dále také Brno s potenciálem v informačních technologiích. Příležitosti v České republice dále vidí v nových segmentech hospodářství a ve strojírenství. Podobný názor má i Kamil Krč: „Přesná čísla neznám, ale jde jednak o velké podniky v tradičních odvětvích, kde investoři očekávají zhodnocení svých investic prostřednictvím kvalitně provedené restrukturalizace – typicky velké potravinářské a strojírenské podniky.

Dále jde o nová odvětví s velkým růstovým potenciálem – ICT, life sciences; a firmy s inovačním zaměřením. Lokalizace nemá významný vliv...“

Autorovi bylo umožněno Petrem Nechvátalem nahlédnout do interní studie KBC Private Equity Advisory Service, ve které bylo sledováno mimo jiné také geografické zaměření jejich realizovaných investic v roce 2007, její konkrétní výsledky však není možné publikovat. KBC Private Equity Advisory Service působí na českém trhu 5 let a zaměřuje se na investice rozvojového kapitálu nad 5 mil. Euro. Poměrně vyrovnané počty transakcí byly uskutečněny ve všech oblastech České republiky, výrazně vyšší počet byl zaznamenán pouze v Praze a naopak nižší hladina ve Středočeském kraji a v oblasti Západočeského a Karlovarského kraje. Příčinou vyšší kumulace investic v Praze by podle autora mohla být například poloha administrativních sídel podniků, jejichž činnost může být ve skutečnosti lokalizována jinde, jiným vysvětlením by mohla být kompenzace nižšího počtu investic ve Středočeském kraji.

V hodnocení trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice se oslovení zástupci společností shodli na doposud nízké aktivitě, krátké době a nízké důvěře v používání tohoto druhu financování a omezeným možnostem výstupu z investic. "Trh rizikového a rozvojového kapitálu v České republice se nepodařilo za 20 let existence tržní ekonomiky rozvinout do zdravé, plnohodnotné struktury, což má několik důvodů: neexistující státní podpora, absence daňové a právní legislativy, nefunkční kapitálový trh nevhodný pro menší emise, malá velikost české ekonomiky, nedostatek vhodných projektů o větší velikosti (např. nad 10 mil. EUR), nedůvěra v rizikový a rozvojový kapitál a nemožnost efektivního exitu formou IPO." Jan Kundera.

Na nedostatek státní podpory upozornil v rozhovoru Jan Brody, dále zmínil celkovou nerozvinutost, malou důvěru a velikost trhu rizikového a rozvojového kapitálu. Omezení z důvodu velikosti trhu a omezenému vstupu na burzu zmínil i Petr Kříž ze společnosti Ernst & Young. Petr Nechvátal však podotýká, že veřejná pomoc by neměla vytlačovat soukromé investory, protože nemusí fungovat efektivně. Stát by podle něj měl spíše připravit strukturální změny podporující trh rizikového a rozvojového kapitálu v širších souvislostech. Podle jeho názoru by stát mohl více podporovat investice do raných fází podnikání, kterým se v České republice zatím soukromí investoři vyhýbají. Legislativní změny by přivítal například v korekci omezení investiční aktivity penzijních fondů a obecně přesunu institucionálního kapitálu do segmentu neobchodovatelných společností. Kamil Krč apeluje na lepší organizaci a sdružení tzv. obchodních andělů: „Dříve fungovala v ČR organizace AIA (Angel Investor

Association) pořádající akce pro setkávání byznys andělů a podnikatelů se zájmem o rizikový kapitál. AIA však zhruba poslední dva roky již aktivně nefunguje. Další organizace, která plánuje sdružovat business angels je Business Angels Czech. K reálnému spuštění aktivit však zatím podle mých informací také nedošlo.“ Perspektivy růstu trhu rizikového a rozvojového kapitálu očekává také Petr Kříž ze společnosti Ernst & Young.

4.8. Case study – Projekt vzniku Seed fondu

V této kapitole bude představen připravovaný projekt Seed fondu v Brně a dále také již spuštěný projekt ve Španělsku, který má velmi podobné cíle, a jejich srovnání. Do této práce byly zařazeny, protože svou povahou odpovídají na problémy financování počátečních fází podnikání. Zástupce KBC Private Equity Advisory Service, Petr Nechvátal uvedl, že státní pomoc by mohla v České republice směřovat do raných fází podnikání, protože tato fáze je soukromými investory zatím opomíjena. Dále Peneder (2008), který se zabývá tématem nedostatku externích zdrojů financování inovací, doporučuje uvážené používání veřejných zdrojů. Podle něj by aktivita veřejně financovaných projektů na trhu rizikového a rozvojového kapitálu neměla vytlačovat soukromé investory rizikového a rozvojového kapitálu. Programy z veřejných zdrojů by se měly soustředit na přetrvávající nedostatky ve financování zejména v zárodečné fázi podniků, do kterých se dle jeho tvrzení soukromí investoři zdráhají vstupovat (Peneder 2008). Jednou z odpovědí by mohlo být plánované spuštění projektu Seed fondu v Brně. Podklady pro tuto část vycházejí z návštěvy a rozhovoru se zástupkyní společnosti Unifondo, Irene González Lopez a jí poskytnutých materiálů. O iniciativě vytvoření Seed fondu v Brně byl autor seznámen při osobním rozhovoru se zástupcem Jihomoravského inovačního centra, Kamilem Krčem. Další informace poté pocházejí z následné emailové korespondence.

4.8.1. Projekt Seed fond v Brně

Připravovaný projekt dle výpovědi Kamila Krče z Jihomoravského inovačního centra (JIC) plánuje spuštění aktivit v průběhu června 2010. Jedná se o společný projekt Jihomoravského inovačního centra, Jihomoravského kraje a města Brno. Tito aktéři se budou podílet na

financování jeho aktivit, v první podobě Seed fondu tedy budou figurovat jen peníze z veřejných zdrojů a ne kapitál soukromých firem.

Možnost využití tohoto Seed fondu bude jen pro firmy zařazené do inkubačního programu Jihomoravského inovačního centra. Klient Seed fondu obdrží kromě financí, jejíž forma poskytnutí se ještě řeší, také balík cenných služeb jako např. konzultace, vedení účetnictví, využití expertů apod. O formě pravděpodobné podoby investice Kamil Krč uvedl: „JIC uzavře s klientem smlouvu o opci na budoucí podíl na firmě. Toto opční právo v době exitu (např. za 3 roky) však odprodá vybranému soukromému investorovi (není cílem, aby ve výsledku mělo JIC podíly v soukromých firmách). Další formou možného exitu bude zpětné odkoupení opčního práva majitelem firmy, která byla podpořena ze Seed fondu (cena bude stanovena = hodnota vložená fondem do firmy + hodnota rizika + zisk pro JIC). Zisk pro JIC bude navýšen o prémii v případě výrazného úspěchu firmy podpořené Seed fondem. Jelikož JIC má charakter neziskové organizace, bude veškerý vyprodukovaný zisk navrácen zpět do podpory firem aktivitami JIC.“ Kamil Krč.

V souvislosti s přípravami tohoto projektu Kamil Krč uvádí, že: „je velice složité vše nastavit tak, aby se skloubily požadavky a omezení z hlediska práva, ošetření rizik, účetně - daňové problematiky ve vazbě na požadavky auditorů a pravidla veřejné podpory a v neposlední řadě zůstala zachována reálná užitečnost a co nejnižší komplikovanost pro klienty.“

Jelikož se o financování Seed fondem v Brně budou moci ucházet z počátku pouze firmy z inkubátorů JIC, je jejich oborová orientace dána zaměřením těchto inkubátorů, v kterých je dnes možno nalézt především technologické a softwarové firmy.

Dle autora se jedná o jedinečný a průkopnický záměr v České republice, který dokládá aktivní podporu podnikatelského prostředí v Jihomoravském kraji tamními veřejnými institucemi. Ideální by pak bylo propojení s dalšími univerzitami a jejich inkubátory a soukromým sektorem.

4.8.2. I + D Unifondo

Zřizovatelem fondu rizikového kapitálu I + D Unifondo je firma zabývající se investicemi rizikového kapitálu – Uninvest. Ve Španělsku mohou investovat rizikový kapitál a zřizovat fondy rizikového kapitálu pouze společnosti se speciálním statutem*.

Fond byl založen za účelem financování inovativních společností využívajících znalosti a nové technologie vyvinuté na univerzitách a ve španělských inovačních centrech. Byl vytvořen s přispěním španělské akademické obce, podnikatelských skupin, investičních a veřejných institucí s cílem přispět k technologickému rozvoji (jako alternativa pro přenos znalostí z univerzit a veřejných vědeckotechnologických center prostřednictvím zakládání podniků), tvorby a udržování kvalifikovaných pracovních míst a podpoře vytváření podnikatelské kultury na univerzitách (Uninvest, 2010). Investice směřují do perspektivních firem vzniklých při univerzitách a vědeckotechnologických centrech po celém Španělsku a Portugalsku. Mezi kritéria, která na společnosti klade, patří spojení s univerzitou nebo veřejným vědeckotechnologickým centrem, existence týmu schopného vést podnikání, aktivita v kterémkoli odvětví kromě financí, vysoký růstový potenciál v krátkodobém až střednědobém horizontu a ochota podělit se o podnikatelský plán (Uninvest, 2010).

Princip fungování je obvyklý pro investory rizikového kapitálu, I + D Unifondo vystupuje jako dočasný menšinový partner, podílí se finančně a aktivně přispívá k přijímání strategických rozhodnutí, aktivita fondu se zaměřuje na investice v období 3 až 7 let. I + D Unifondo udržuje princip nevměšování, s důvěrou a podporou týmu bez zásahů do každodenního chodu firmy. Výše investice se pohybuje mezi 250 tisíci až 1 m Euro do fáze zárodečné nebo startovní. Z rozhovoru se zástupkyní I + D Unifondo, Irene González Lopez vyplynulo, že aktivita podpůrného týmu nekončí samotnou investicí kapitálu, ale pomáhají firmám ve svém portfoliu například v personálních otázkách při výběru vhodných zaměstnanců, s hledáním a získáváním veřejné podpory a subvencí různého typu, opatřováním licencí, analýzou produktů, poptávky apod.

* „Na španělský trh rizikového kapitálu se vztahuje zvláštní zákon, který se týká investičních nástrojů rizikového kapitálu (Ley I/1999 Regulatora de las Entidades de Capital Riesgo). Sjednáním stávajících předpisů a četných změn se vláda pokusila o zjednodušení právního rámce investování rizikového kapitálu a o stabilizaci trhu. Tento zákon ustanovuje společnosti rizikového kapitálu (Sociedad de Capital Riesgo - SCR), fondy rizikového kapitálu (Fondo de Capital Riesgo - FCR) a také manažerské společnosti rizikového kapitálu (Sociedad Gestora de Entidades de Capital Riesgo - SGEGR).“ (Tejada, 2003, s. 13, vlastní překlad).

Činnost I + D Unifondo započala v roce 2005 a od roku 2006 aktivně investuje. Své sídlo má v Madridu při univerzitním technologickém parku. Irene González Lopez oceňuje manažerskou aktivitu ředitele Carlose Hernández Sande, který se zasloužil o založení tohoto fondu a vstupu také soukromého kapitálu a opatření 18,5 milionu Euro. Z jejích slov vyplývá, že fond již prostředky určené pro investice vyčerpal a nyní přechází do fáze výstupů. Jako nadějný příklad uvedla biotechnologickou firmu Advancell s původem z univerzity v Barceloně a Santiagu de Compostela, jež byla v nedávné době odprodána americkému partnerovi. Na chodu fondu se nadále podílí její tvůrce Carlos Hernández Sande, jeho tým doplňuje ředitel, ekonomický expert a čtyři analytičtí pracovníci – dva v Madridu a dva v Galicii. Investice do konkrétních podniků jsou dále schvalovány expertní komisí se členy společností, které do fondu vložily počáteční kapitál.

Společné pro český a španělský projekt je zaměření na financování zárodečných a počátečních fází podnikání. Shodně se také oba orientují na firmy vzniklé při univerzitách a veřejných vědeckotechnologických centrech. Brněnský Seed fond bude v první fázi financovat pouze firmy z inkubátorů při JIC spolupracující s brněnskými univerzitami. Španělský fond I + D Unifondo se zaměřuje na firmy vzniklé při univerzitách nebo ve veřejných vědeckotechnologických centrech. Jeho aktivity se však neomezují na jedno město, ale vyhledává úspěšné projekty po celém území Španělska a Portugalska. To podle autora může zvyšovat pravděpodobnost nalézt podniky s vysokou perspektivou růstu a tím zaručit rentabilitu projektu. Ovšem z rozhovoru s Irene González Lopez vyplynulo, že I + D Unifondo mělo původně předchůdce v podobě fondu, který byl zaměřen pouze na firmy vzniklé při univerzitách v Galicii – v Santiágu de Compostela, Vigu a v A Coruni, který vznikl již v roce 2000. Až zrodem I + D Unifondo v roce 2005 se o podporu mohou ucházet kvalitní projekty z celého Španělska a Portugalska.

Významným rozdílem fondů jsou získané zdroje, ve kterých ve španělském příkladě převažují soukromé zdroje, zatímco do Brněnského přislíbili finanční účast zatím pouze instituce veřejné – JIC, Jihomoravský kraj a město Brno. Na španělském projektu se podílí kromě univerzit také banky, spořitelny a veřejné instituce podporující inovace apod. (CaixaGalicia, CaixaNova, Grupo Santander, Axis Participaciones, Grupo San José, Banco Espirito Santo, Fondo Emprende atd.).

5. Závěr

Hodnota investic rizikového a rozvojového kapitálu v evropských zemích zastoupených v Evropské asociaci rizikového kapitálu v uplynulých letech výrazně vzrostla (viz graf 3). Dle názoru autora se financování tímto druhem kapitálu bezesporu výrazně rozšířilo a stává se využívaným způsobem financování hlavně rostoucích a rozvíjejících se firem s perspektivami dalšího rozvoje, a proto je jeho výzkum zajímavým předmětem i pro geografické studie.

Nejprve je čtenář v úvodu práce seznámen s hlavními cíli a hypotézami, které byly kladeny při studiu daného tématu, a strukturou práce. V teoretické části je uvedeno vysvětlení základního názvosloví týkajícího se problematiky investic rizikového a rozvojového kapitálu. Dále představuje převážně geografické práce a koncepty týkající se studia trhu rizikového a rozvojového kapitálu. Přibližuje převážně zahraniční tvorbu a výsledky uplynulého bádání související s výzkumem trhu rizikového a rozvojového kapitálu, ve kterém dominují především práce amerických, britských a německých autorů. Poslední kapitola teoretické části je věnována přístupům k politice na podporu rizikového a rozvojového kapitálu v regionech. Následuje metodická část, která osvětluje použité metody v analytické části a původ dat a jejich dostupnost pro její realizaci.

Analytická část nejprve přináší pohled na trh rizikového a rozvojového kapitálu v evropských zemích sdružených v asociaci EVCA v nedávných letech. Následuje bližší srovnání trendů trhu čtyř vybraných zemí, které reprezentují určitý typ trhu rizikového a rozvojového kapitálu v Evropě. Spojené království s největším trhem rizikového a rozvojového kapitálu je lídrem v používání jeho investic i v podílu na HDP (viz graf 4), Německo představuje dle autora silný a rozvinutý trh rizikového a rozvojového kapitálu kontinentálního typu, Španělsko zastupuje rozvíjející se typ a Česká republika zatím pouze trh rizikového a rozvojového kapitálu v počátcích rozvoje.

Empirická analýza na základě dat o trhu rizikového a rozvojového kapitálu ve vybraných zemích sleduje geografické rozmístění investic v regionech a hodnotí jejich geografickou koncentraci relativizovanou hodnotou regionálního HDP pomocí výpočtu Giniho koeficientu koncentrace a grafického znázornění Lorenzovou křivkou.

Zde se potvrdilo znění první hypotézy, ve které zazněla domněnka, že geograficky více koncentrovaný trh rizikového a rozvojového kapitálu bude mezi zkoumanými zeměmi ve

Španělsku, kde má zatím menší tradici a nedosahuje úrovně UK a Německa. Geografická koncentrace trhu rizikového a rozvojového kapitálu zejména dle počtu investic by dle autora mohla souviset s vyvinutostí tohoto trhu, jeho zakořeněním v zemi a obecným povědomím o tomto druhu financování investory, jejichž regionální zastoupení ve Španělsku očekává nižší. Ve Španělsku byla ve zkoumaných letech potvrzena vyšší koncentrace investic rizikového a rozvojového kapitálu jak dle počtu investic, tak i podle jejich hodnoty, než ve Spojeném království a Německu. Dle rozhovoru se zástupkyní fondu rizikového kapitálu Irene González Lopez by tato situace mohla souviset se zmiňovanými předpoklady nižší rozvinutosti a soustředěním institucí spojených s trhem rizikového a rozvojového kapitálu především v Madridu, Katalánsku a Baskicku. Korelační analýza odhalila silný vztah distribuce investic rizikového kapitálu dle hodnoty resp. dle počtu ve španělských regionech v souvislosti s lokalizací sídel firem rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku (hodnota korelačního koeficientu 0,837 resp. 0,835, viz tabulka 4 resp. 5). V České republice bohužel oficiální data o přílivu investic rizikového a rozvojového kapitálu do jednotlivých regionů chybí. Griffith, Yam a Subramanian (2006) ve svém výzkumu potvrzují sklon investorů vyhledávat firmy lokalizované v dostupné geografické vzdálenosti, který vysvětluje povahou investic rizikového a rozvojového kapitálu jako dlouhodobého partnerství založeného na osobním kontaktu. Blízký vztah partnerů dle studie snižuje asymetrii informací, která dopadá mezi investora a firmu (Griffith, Yam a Subramanian. 2006).

V následující kapitole byly sledovány faktory, které souvisí s regionální distribucí investic rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku na základě korelační analýzy. Ta potvrdila znění druhé a třetí hypotézy, které se pokoušely vysvětlit podmíněnosti regionálního rozmístění investic rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku. Podle znění druhé hypotézy by mohla souviset lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku s veličinami popisujícími aktivitu podporující vědecko-technologické inovace a vzdělání v regionech. Dle tabulky 4 a 5 dosahují korelační koeficienty pro relevantní proměnné statisticky významných hodnot: lokalizace vědecko-technologických parků 0,668 dle hodnoty resp. 0,927 dle počtu investic rizikového a rozvojového kapitálu, distribuce výdajů na vědu a výzkum 0,781 resp. 0,888 a na školství 0,719 resp. 0,872. Dále dle Engela (2002) mají investoři tendenci hledat firmy v regionech s intenzivním výzkumem a vývojem a velkých městech, kde je pravděpodobnost nalezení zajímavého projektu vyšší. Groh, Liechtenstein, Lieser (2009) přitažlivost určitého regionu pro institucionální investory spojují

mimo jiné s dostupností investičních příležitostí, která závisí na kvalitě místního podnikatelského prostředí a také souvisí se schopností inovovat a restrukturalizovat.

Dle třetí hypotézy bylo předpokládáno, že existuje statisticky významný vztah lokalizace investic rizikového a rozvojového kapitálu ve Španělsku s úrovní regionálního HDP. Tato hypotéza byla rovněž přijata na základě korelační analýzy, která tento vztah potvrdila, korelační koeficient pro hodnotu velikosti regionálního HDP a investic rizikového a rozvojového kapitálu dle hodnoty byl 0,719 a dle jejich počtu dokonce 0,909 (viz tab. 4 a 5). Uvedený vztah odpovídá jednomu ze závěrů teoretické části o koncentraci dostupnosti a používání rizikového a rozvojového kapitálu v nejvíce hospodářsky prosperujících regionech (Murray 1998).

V analytické části byl dále hodnocen stav trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice pomocí SWOT analýzy, která byla vypracována na základě teoretických závěrů, empirických výsledků a použité literatury. Doplněna byla expertním pohledem na jeho stav očima zástupců společností a organizací zabývajících se trhem rizikového a rozvojového kapitálu v České republice, kteří posuzovali nejen jeho stav, ale také bariéry a možnosti dalšího rozvoje. Tázáni byli především na subjektivní názor na geografické zaměření investorů rizikového a rozvojového kapitálu v České republice.

Analytickou část uzavírá kapitola představující a srovnávající dva projekty zaměřující se na podporu firem v zárodečných a počátečních fázích rozvoje v České republice a Španělsku. Autor měl unikátní možnost konzultovat tyto projekty se zástupci organizací, které je zřizují. V České republice se jedná o chystaný projekt Seed fondu v Brně a ve Španělsku o již fungující fond rizikového kapitálu podporující firmy s původem z univerzit nebo veřejných vědecko-technologických center.

Vytvoření Seed fondu v Brně spojením tamních veřejných institucí je důkazem aktivní podpory a rozvoje počátečních fází firem v České republice pomocí investic rizikového a rozvojového kapitálu. Nejen jeho případné osvědčení může vést k lepší informovanosti širší veřejnosti o tomto druhu financování. Samotný záměr jeho otevření je velice průkopnický projekt na trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice. Další výzkum trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice by z geografického pohledu mohl být zaměřen na lokalizaci konkrétních investičních příležitostí ovšem v závislosti na dostupnosti dat.

6. Literatura

ACHLEITNER, A., KLOECKNER, O. (2005): *Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe*, 44 s, dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1113782>, 12. 11. 2009

ALEMANY, L., MARTÍ, J. (2005): *Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms*, EFA 2005 Moscow Meetings Paper, 33 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=673341>, 12. 11. 2009

APTE (2008): *Memoria APTE 2008*, Asociace vědecko-technologických parků ve Španělsku, 39 s., dostupné z http://www.apte.org/documents/memorias/MEMORIA_APTE_2008.pdf, 14. 4. 2009

ASCRI (2006): *INFORME 2006*, Información Estadística, 51 s., dostupné z http://www.ascr.org:8080/info/pdf/INFORME_29042008.pdf, 20. 9. 2009

ASCRI (2008): *INFORME 2008*, Información Estadística, 51 s., dostupné z <http://www.ascr.org:8080/info/pdf/INFORME%202006.pdf>, 20. 9. 2009

BANCO DE ESPAÑA: (2008) *Registros oficiales de entidades*, dostupné z http://www.bde.es/webbde/es/secciones/servicio/regis/regent.html?select=/webbde/es/seccion/es/servicio/regis/regent/variaciones_11_08.pdf&ir_ent1.x=8&ir_ent1.y=7, 14. 4. 2009

BELKE, A. H., FEHN, R., FOSTER, N. (2003): *Does Venture Capital Investment Spur Employment Growth?*, CESifo Working Paper Series No. 930, 38 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=400200>, 12. 11. 2009

BOWIE, J. I., KOPUT, K. W., POWEL, W. W., SMITH – DOERR, L. (2001): *The Spatial Clustering of Science and Capital: Accounting for Biotech Firm–Venture Capital Relationships*, Regional Studies, Vol. 36.3, s. 291–305

BVCA (2008): *Private Equity and Venture Capital Report on Investment Activity (2007)*, Investment and Performance Research BVCA, 100 s., dostupné z http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Report_Investment_Acty_2007.pdf, 2. 10. 2009

BVK (2006): *BVK Statistik Das Jahr 2005 in Zahlen*, Archiv der Jahresstatistiken, dostupné z <http://vorab.bvk-ev.de/media/file/78.143.pdf>, 10. 1. 2010

BVK (2008): *BVK Statistik Das Jahr 2007 in Zahlen*, Aktuelle Statistiken, 38 s., dostupné z http://www.bvkap.de/media/file/163.BVK_Jahresstatistik_2007_final_210208.pdf, 20. 10. 2009

CANTWELL, J., IAMMARINO, S. (2000): *Multinational Corporations and the Location of Technological Innovation in the UK Regions*, Regional Studies, Vol. 34.4, s. 317-332

CVCA (2007): *Czech Republic from EVCA Yearbook 2007*, Statistika CVCA, Česká asociace rizikového kapitálu, 1 s., dostupné z http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/Czech_Republic_yearbook_2007_EVCA.pdf, 16. 1. 2010

CVCA (2010): *Příručka k investování soukromého a venture kapitálu*, Ke stažení, Česká asociace rizikového kapitálu, 32 s., dostupné z <http://www.cvca.cz/miranda2/export/sites/www.cvca.cz/cs/sys/galerie-download/prirucka.pdf>, 20. 3. 2010

DREISEITL, D. (2009): *Postavení ekonomiky Tatarstánu v rámci Ruské federace na pozadí přímých zahraničních investic*, Diplomová práce, Fakulta mezinárodních vztahů VŠE, Praha, 78 s.

DU, Q. (2009): *Birds of a Feather or Celebrating Differences? The Formation and Impact of Venture Capital Syndication*, 54 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1360545>, 12. 11. 2009

DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA, P. (1998): *Rizikový a rozvojový kapitál. Venture capital*. Management Press, Praha, 169 s.

ENGEL, D. (2002): *The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation*, ZEW Discussion Paper No. 02-02, 34 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=319322>, 12. 11. 2009

EVROPSKÁ KOMISE (2008): *Zelenou malým a středním podnikům (Small Business Act“ pro Evropu)*, 25 s., dostupné z <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2008:0394:FIN:CS:PDF>, 9. 10. 2009

FLORIDA, R. L., KENNEY M. (1988): *Venture Capital, High Technology and Regional Development*, Regional Studies, Vol. 22.1, s. 33-48.

FRITSCH, M., SCHILDER, D. (2006a): *Does Venture Capital investment really require spatial proximity? An empirical investigation*, Freiberg Working Papers 07, Technical University Bergakademie Freiberg, 39 s.

FRITSCH, M., SCHILDER, D. (2006b): *Is Venture Capital a Regional Business? The role of syndication*, Freiberg Working Papers 09, Technical University Bergakademie Freiberg, 31 s.

GILSON, R. J. (2003): *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*. Stanford Law Review, Vol. 55, 52 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=353380>, 10. 10. 2009

GRIFFITH, T. L., YAM, P. J., SUBRAMANIAM, S. (2007): *Silicon Valey's 'One – Hour' Distance Rule and Managing Returns on Locacion*, Vencure Capital, Vol. 9, č. 2, s. 85 – 106

GROH, A. P., LIECHTENSTEIN, H., LIESER, K. (2009): *The European Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Indices*, IESE Business School Working Paper No. 773, 97 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1307090>, 12. 11. 2009

HAARS, N. (2009): *Syndicating to save money, but where to get the knowledge to spend it? A case study about the Dutch venture capital industry*, Diplomová práce, Faculty of Geosciences Economics and Geography, Universiteit Utrecht, 76 s.

HÁBA, V. (2006): *Příspěvek k analýze mezinárodních programů na podporu venture kapitálu v rámci agentury Czechinvest*, Bakalářská práce, Fakulta mezinárodních vztahů VŠE, Praha, 37 s.

INSME (2009): Glossary, International network for SMEs. <http://www.insme.info>, 28. 3. 2009

KLAGGE, B., MARTIN, R. (2005): *Decentralized versus centralized financial systems: is there a case for local capital markets?*, Journal of Economic Geography 5, s. 387–421

KLEMT, T. (2004): *Rizikový kapitál*, Diplomová práce, FSV UK, Praha, 86 s.

KURSOVÁ, P. (2008): *Penzijní fondy budou moci jít i do odvážnějších investic*, Novinky, CVCA, dostupné z http://www.cvca.cz/cs/sys/novinky/Penzijni_fondy, 26. 1. 2010

- LOUGHRAN, T., SHIVE, S. (2009): *Thinning the Herd: The Impact of Venture Capital on Firm Performance*, 41 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1383481>, 12. 11. 2009
- MAKRA, Z., MALOVICS, G. (2006): *The Geography of Formal Venture Capital and Private Equity Investments in Hungary*, PROCEEDINGS OF THE 4TH INTERNATIONAL CONFERENCE FOR YOUNG RESEARCHERS OF ECONOMICS, Vol. II, Szent Istvan University Press, s. 98-109, sdostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=980297>, 10. 10. 2009
- MASON, C. M., HARRISON, R. T. (2003): *Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds Initiative*, Regional Studies, Vol. 37, No 8, 855 – 868
- MAYER, C., SCHOORS, K. J. L. and YAFEH, Y. (2002): *Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK*, 39 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=308279>, 10. 10. 2009
- MURRAY, G. C. (1997): *A Policy Response to Regional Disparities in the Supply of Risk Capital to New Technology-based Firms in the European Union: The European Seed Capital Fund Scheme*, Regional studies, Vol. 32, No. 5, s. 405 – 419
- NIGHTINGALE, P., MURRAY, G., COWLING, M., BADEN - FULLER, CH., MASON, C., SIEPEL, J., HOPKINS, M. a DANNREUTHER CH. (2009): *From Funding Gaps to Thin Markets: UK Government Support for Early-Stage Venture Capital*, Research project, NESTA, BVCA, 36 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1478902>, 10. 10. 2009
- OAKEY, R. P. (1984): *Innovation and regional growth in small high technology firms: Evidence from Britain and the USA*, Regional Studies, Vol. 18.3, s. 237-251
- OECD (1996): *Venture Capital and Innovation*, 121 s., dostupné z <http://www.oecd.org/dataoecd/35/59/2102064.pdf>, 12. 10. 2009
- OECD (2007a): *Innovation and Growth, Rationale for an Innovation Strategy*, 29 s., dostupné z <http://www.oecd.org/dataoecd/2/31/39374789.pdf>, 12. 10. 2009
- OECD (2007b): *Science Technology Industry, Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, 29 s., dostupné z <http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf>, 12. 10. 2009

- PENEDER, M. R. (2008): *The Problem of Private Under-Investment in Innovation: A Policy Mind-Map*, Technovation, WIFO Working Papers, No. 313, 29 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1104601>, 12. 11. 2009
- PETRESKI, M. (2006): *The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses*, Journal of Entrepreneurship and Finance, Forthcoming, 17 s. dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=906876>, 12. 11. 2009.
- PORTER, M. E. (1998): *Clusters and the New Economics of Competition*, Harvard Business Review, November – December 1998, s. 77 - 90
- SHACHMUROVE, Y. (2007): *Geography and Industry Meets Venture Capital*, PIER Working Paper No. 07-015, 34 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=977989>, 12. 11. 2009
- SLAVÍKOVÁ, T. (2007): *Rizikový a rozvojový kapitál*, Diplomová práce, Fakulta podnikohospodářská VŠE, Praha, 70 s.
- SVECHKAR, I. (2008): *Rizikový a rozvojový kapitál*, Diplomová práce, Fakulta podnikohospodářská VŠE, Praha, 74 s.
- SVOBODOVÁ, Z. (2007): *Legislativně-regulační aspekty rozvoje trhu rizikového a rozvojového kapitálu*, Diplomová práce, Fakulta podnikohospodářská VŠE, Praha, 73 s.
- TRIPPL, M., TODTLING, F. (2007): *Developing Biotechnology Clusters in Non-high Technology Regions—The Case of Austria*, Industry and Innovation, Vol. 14, No. 1, 47–67
- TEJADA, R. (2003): *Venture Capital Policy Review: Spain*, OECD Science, Technology and Industry Papers, 2003/18, OECD Publishing, 19 s.
- UNINVEST (2010): *I + D Unifondo*, dostupné z <http://www.uninvest.es/unifondo.html>, 12. 4. 2010
- VASS, T. E. (2008): *Will More Venture Capital Spur Regional Innovation?*, Private Capital Market Working Paper No. 2008-08-04, 6 s., dostupné z SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1269405>, 10. 10. 2009
- VYLEŽÍK, T. (2006): *Podpora malého a středního podnikání v České republice*, Bakalářská práce, FSV UK, Praha, 88 s.