

Rizikový a rozvojový kapitál v České republice: Manažerské *know-how* a jeho transfer¹

Marek ZINECKER – Jaroslava RAJCHLOVÁ*

Venture Capitalists' Non-financial Value-added: Evaluation of the Evidence in the Czech Republic

Abstract

The paper deals with the findings of a survey conducted in the Czech private equity and venture capital market. The major issue considered by the project included: How the venture capital investors can contribute to the success of investee companies in ways other than financing, i.e. via non-financial value-added inputs? The nature of this study is explorative. It relies on primary data that were collected using semi-structured questionnaires. The questionnaire-collected data was treated by descriptive statistical methods reflecting its nature and quantity and by content analysis. This empirical survey has been the first descriptive analyses of non-financial value-added inputs in the Czech venture capital market.

Keywords: *private equity, venture capital, non-financial value-added, strategic management, networking, mentoring, coaching*

JEL Classification: G24

Úvod

Malé a střední podniky, které jsou považovány za důležitý prvek dobře fungující tržní ekonomiky, setkávají se s řadou bariér, mj. i v oblasti financování. Sobeková Majková (2011) označuje za hlavní bariéry ve financování malých a středních podniků při jejich zakládání a rozvoji na Slovensku menší velikost

* Marek ZINECKER – Jaroslava RAJCHLOVÁ, Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Kolejní 2906/4, 612 00 Brno, Česká republika; e-mail: zinecker@fbm.vutbr.cz; rajchlova@fbm.vutbr.cz

¹ Příspěvek je výstupem projektu specifického výzkumu *Efektivní ekonomické řízení podniku s ohledem na vývoj globálních trhů* Interní grantové agentury Vysokého učení technického v Brně s registračním číslem FP-S-12-1.

podniku implikující nižší kapitálovou sílu, deficit základního (startovního) kapitálu, neochotu přijmout do podniku dalšího externího investora, neochotu využívat alternativní formy financování, s čímž úzce souvisí slabá informovanost podniků o nových možnostech (rizikový kapitál, strukturální fondy, státní rozpočet), nedostatečný počet poradenských center aj.

Ve vyspělých tržních ekonomikách je nedostatek konvenčních zdrojů ve fázi založení a expanze kryt mj. nejrůznějšími formami dotací ze strany státu, případně rizikovým a rozvojovým kapitálem (*private equity*, *venture capital*). *Private equity* (PE) je formou externího financování podniku vlastním kapitálem a dotýká se převážně podnikatelských subjektů neemitujících akcie. *Venture capital* (VC) je podskupinou *private equity* a je vnímán jako zárodečné financování (*seed*), financování rozběhu (*start-up*) a dalšího rozvoje (*expansion*) podniku (EVCA, 2012; D'Souza, 2001). Financování podniků formou PE/VC je tradičně spojováno s finančními trhy USA a Velké Británie. Od přelomu 20. a 21. století se trh soukromých investic prudce rozvíjí i v dalších vyspělých tržních ekonomikách, jakými jsou Kanada, západní a severní Evropa, Izrael a jihovýchodní Asie. Rovněž *emerging markets* (rozvíjející se trhy), zejména pak Čína, vykazují velký potenciál rozvoje (CVCA, 2010).

V České republice, stejně jako v ostatních státech střední a východní Evropy, se investice PE/VC do podniků objevují až po roce 1990. Fondy PE/VC reprezentující formální rizikový kapitál realizovaly v roce 2010 v ČR investice v hodnotě 193 mil. eur (BVK Special, 2011), což v relativním vyjádření k HDP odpovídá kvótě 0,13 % (tj. 42 % evropského průměru). Lze tak předpokládat, že PE/VC v sobě skrývají značný potenciál rozvoje. V ekonomikách regionu, příkladem může být i Slovensko, dochází k pozvolnému vyčerpání cenových a nákladových faktorů konkurenceschopnosti, a tak bude nezbytné orientovat se na zhodnocení kvalitativních faktorů ekonomického rozvoje, jakými jsou efektivní výzkum a vývoj, inovační kapacita ekonomiky, vzdělaná pracovní síla a využívání informačních a komunikačních technologií (Morvay et al., 2011).

K výhodám spojeným s financováním formou PE/VC patří zejména snížení celkové zadluženosti podniku a posílení jeho finanční stability spojené s přístupem k dalším dodatečným zdrojům. Přínosy nefinančního charakteru pak spočívají v transferu manažerského *know-how* ze strany investora. Oproti dluhovému financování není pevně stanovena splatnost kapitálu a nedochází tak k ovlivňování likvidity v podobě fixních plateb, jako je tomu u bankovních úvěrů či leasingu (Zinecker, 2008).

Právě transfer manažerského *know-how* ze strany investorů směrem k financovanému podniku je významnou charakteristikou financování podniků formou PE/VC. V literatuře (např. Böhler, 2004; Boué, 2005) se hovoří o principu

chytrých peněz (*smart money*), o odborné pomoci, manažerské podpoře nebo nefinanční přidané hodnotě. Manažerské *know-how* nabývá nejrůznější podoby. Příkladem může být aktivní posílení týmu ve vrcholových manažerských pozicích, poradenství ve finanční oblasti, zprostředkování kontaktů významných z hlediska akvizice nových zákazníků aj. Tento článek prezentuje výsledky empirického výzkumu forem manažerské podpory na českém trhu PE/VC. Na úvodní část navazuje přehled o současné úrovni poznání, popis výzkumných metod a prezentace výzkumných výsledků. Závěrečná část příspěvku je věnována diskusi a možným implikacím pro další výzkum.

Literární přehled

První studie nefinanční přidané hodnoty v souvislosti s PE/VC byly zpracovány v podmínkách finančního trhu USA. Zmínit lze především dvě klíčové studie, a to Sahlmana a Gormana (1989) a MacMillana, Kulowa a Kholylia (1989). Sahlman a Gorman (1989) zjistili, že senior partneři z fondů PE/VC strávili 60 % a více svého času v postinvestiční fázi aktivitami, jejichž cílem bylo posílit finanční, strategické a operativní plánování, získat členy managementu a sdílet kontakty. MacMillan, Kulow a Kholylia (1989) zkoumali míru významnosti 20 aktivit. Další autoři Sapienza, Manigart a Vermeir (1996) shrnují poznatky obou jmenovaných studií takto: investoři za nejvýznamnější považují podporu financovaných podniků v oblasti strategického řízení a v zásadě jsou spokojeni s mírou své angažovanosti v portfoliových investicích. Na druhou stranu, Sapienza (1992) uvádí, že otázka nefinanční přidané hodnoty je kontroverzní. Zatímco MacMillan, Kulow a Kholylia (1989) vysledovali pozitivní i negativní asociace mezi mírou angažovanosti a podnikovou výkonností, Rosenstein et al. (1993) došli k závěru, že management financovaných podniků nepovažuje investory PE/VC za přínosnější, než ostatní externí investory, pokud není členem představenstva jeden z „top 20“ fondů PE/VC.

Sapienza, Manigart a Vermeir (1996) uvádí, že evropské studie dotýkající se investic PE/VC rovněž umožňují nahlédnout do „sociální role“ investorů. Harrison a Mason (1992) zjistili, že podniky ve Velké Británii považují za nejvýznamnější roli investora PE/VC v oblasti strategických aktivit. Rovněž úloha investora plnícího funkci *sounding board* (důvěrníka, mentora) je vnímána jako velmi významná. Studie dochází k závěru, že závislost zkoumaných podniků na investorech PE/VC je vyšší, než je tomu v případě ostatních typů investorů. Van Wakeren et al. (1989) uvádí, že v Nizozemí asi 60 % financovaných podniků ze strany investorů PE/VC získává strategickou asistenci a pro přibližně 20 % podniků je užitečná asistence v oblasti *networkingu*. Studie realizované ve Švédsku (Fredriksen et al., 1990; Landström, 1991) se shodují na tom, že z hlediska financovaných

podniků je nejdůležitější nejen přístup ke kapitálu, ale také transfer manažerského *know-how* v podobě morální podpory, síťování, konzultací, mentorování, operativního řízení a struktur. Frederiksen et al. (1990) na vzorku 123 švédských podniků prokázali, že investoři PE/VC mají silný vliv na management podniků ve svém portfoliu, a to především na úrovni strategického řízení. Landström (1991) definuje 14 forem odborné pomoci. Obě švédské studie zdůrazňují význam osobního vztahu mezi investorem a podnikatelem.

Sapienza (1992) v rámci dotazníkového šetření zjistil, že manažerské společnosti nefinanční přidanou hodnotu poskytují a plnohodnotně tak podporují rozvoj podniku. Autor dále srovnával vývoj akciových kursů sledovaných podniků a porovnával je s podniky, které nebyly financovány rizikovým a rozvojovým kapitálem. Potvrdil, že podniky financované PE/VC a podporované investory v podobě transferu manažerského *know-how* vykazovaly lepší vývoj kursů.

Jain a Kini (1994) na základě analýzy a porovnání dat 136 podniků, jejichž rozvoj byl financován PE/VC, zastávají názor, že financování podniků rizikovým a rozvojovým kapitálem má pozitivní vliv na jejich zaměstnanost a obrát. Tyto podniky lze hodnotit jako úspěšnější, pokud je porovnáme se subjekty, do kterých externí investor v podobě fondu PE/VC nevstoupil.

Rosenstein et al. (1989; 1993) zkoumali otázku, zda členství rizikového investora v dozorčí radě financovaného podniku má pozitivní vliv na jeho rozvoj. Dotazníkové šetření ve 162 podnicích existenci závislosti potvrdilo.

Engel a Keilbach (2002) zkoumali vliv financování podniků rizikovým a rozvojovým kapitálem na jejich růst a inovační sílu. Vycházeli z obecně přijímané teze, že podniky financované PE/VC jsou inovativnější a vyznačují se mimořádnou mírou růstu. Předmětem studie je výzkum vlivu financování německých podniků rizikovým a rozvojovým kapitálem ve stádiu *start-up* na inovace a růst. S využitím statistické metody *matchingu* (porovnávání shody) autoři definují kontrolní skupinu podniků, které PE/VC financovány nejsou, avšak na druhé straně vykazují velké množství společných znaků s podniky, do nichž investor PE/VC vstoupil. Výsledky studie naznačují, že inovativní podniky mohou s vyšší mírou pravděpodobnosti uzavřít smlouvu s investorem PE/VC. Akcentováno je rovněž zjištění, že podniky financované PE/VC skutečně dosahují vyšší míry růstu, avšak rozdíl je výrazně menší, než se všeobecně předpokládá. Inovační chování podniků financovaných PE/VC se po vstupu investora již neliší od podniků kontrolní skupiny. Výzkum implikuje, že investoři PE/VC financují spíše inovativní podniky, avšak se svým vstupem do podniku se orientují především na uplatnění produktu na trhu, což v konečném výsledku vede k vyššímu podnikovému růstu oproti podnikům v kontrolní skupině.

Rovněž Engel (2002) na základě analýzy dat podniků financovaných rizikovým kapitálem potvrdil hypotézu o pozitivním vlivu rizikového kapitálu na

rozvoj podniku. Podniky, které získaly rizikový kapitál, vykazovaly výrazně vyšší tempo růstu, a to v důsledku kapitálové účasti a transferu manažerského *know-how* ze strany investora. Zajac a Baláž (2007) dokládají pozitivní vliv vstupu investora PE/VC na rozvoj podniku na příkladu úspěchu prvotní veřejné nabídky akcií (IPO) společnosti Zentiva. Boué (2005) prokázal, že nefinanční přínos investora v podobě transferu manažerského *know-how* zvyšuje šanci na úspěch podnikání. Böhler (2004) poukazuje na to, že kombinace transferu peněz a manažerského *know-how* podporuje růst tržní hodnoty podniku.

Transfer manažerského *know-how* je nejčastěji uváděn v rovině strategického řízení, finančního řízení, operativního řízení, řízení v oblasti lidských zdrojů, v obchodní oblasti a také řízení komunikace a interpersonálních dovedností. Obsah jednotlivých rovin lze shrnout způsobem uvedeným v tabulce 1.

T a b u l k a 1

Formy nefinanční přidané hodnoty

Forma nefinanční přidané hodnoty	Definice
<i>Přidaná hodnota v oblasti strategického řízení</i>	
a) partner do diskuse (<i>sounding board</i>)	naslouchání, objektivní, upřímné a pravdivé odpovědi
b) financování	poskytování či zprostředkování financování v pravou chvíli
c) obchodní poradenství	diskuse o plánech, přezkoumávání cílů, zprostředkování zpětné vazby, poskytování manažerské asistence, zaznamenávání hrozeb
<i>Přidaná hodnota v interpersonální oblasti</i>	
a) mentor/kouč	povzbuzování, pozitivní posilování, podpora a motivace
b) přítel/důvěrník	starost o CEO, naslouchání problémům CEO
<i>Přidaná hodnota v oblasti networkingu</i>	
a) zdroj profesionálních kontaktů	znalost účetních poradců, právníků aj. a zprostředkování příslušných kontaktů
b) zdroj obchodních informací	napomáhá při získávání zakázek, licencí a leasingových smluv, lokace místních dodavatelů atd.
c) nábor managementu	napomáhání nacházet klíčové členy manažerských týmů

Zdroj: Sapienza, Manigart a Vermeir (1996).

Mírně odlišný přístup k interpretaci obsahu jednotlivých rovin zaujímají Rosenstein et al. (1989; 1993), kteří chápou „dohled nad finančním vývojem“ jako „odbornou pomoc v oblasti finančního řízení podniku“ a *sounding board* pak vnímají jako tzv. interpersonální dovednosti, tj. působení investora jako kouče a mentora. „Aktivní pomoc při výběru členů managementu“ se pak dotýká „oblasti řízení lidských zdrojů“. Dle Frederiksena et al. (1990) se za „zprostředkování kontaktů“ považuje „řízení komunikace“. Landström (1991) definuje „finanční poradenství“ jako „finanční řízení“, „zprostředkování kontaktů“ jako řízení komunikace“ a „poradenská činnost“ se dotýká „strategického řízení“.

Studie (Nathusius, 2001; Bygrave et al., 2001) identifikují dva přístupy investorů k transferu manažerského *know-how* směrem k financovaným podnikům

v rámci portfolia: jedná se o tzv. *hands-on* a *hands-off* přístupy. Oba přístupy vyjadřují stupeň účasti investora na řízení financovaného podniku. *Hands-on* přístup je chápán jako aktivní poradenství investora v oblasti strategie a dalšího rozvoje, a zpravidla se dotýká podniků, které se chystají na rychlou expanzi. V tomto případě investoři dosazují svého zástupce do představenstva financovaného podniku. Naproti tomu *hands-off* přístup je spojován s méně aktivní rolí investora, který do managementu podniku nezasahuje až do okamžiku, kdy se rozhodne podnik opustit. Investor se v tomto případě omezuje na monitoring podniků ve svém portfoliu zpravidla formou analýzy reportů (Bygrave et al., 2001).

Aktivní (*active value-added-vehicel*) a pasivní (*passive value-added-vehicel*) nástroje implementace nefinanční přidané hodnoty zkoumali například autoři MacMillan, Zemann a Subba (1987); Ehrlich et al. (1994); Sapienza, Manigart a Vermeir (1996). Za aktivní mechanismy jsou označovány monitoring, poradenství, transfer informací, zprostředkování kontaktů a koučing. Monitoring je chápán jako pravidelná monitorovací a kontrolní činnost (dohled nad finančním vývojem s výraznou zpětnou vazbou, dohled nad realizací marketingových strategií, dohled nad efektivitou výzkumu, dohled nad podnikovými procesy). *Poradenství* je vnímáno jako předávání znalostí investora a jejich následná implementace v rámci podnikových procesů. *Pasivní mechanismy* jsou vnímány ve smyslu diversifikace rizika, zabezpečení realizace plánů a *brandingu*, tedy budování a posilování značky. *Diversifikaci rizika* je v tomto kontextu možné chápat jako snahu o rozložení rizika podnikání mezi podnikatele a investora (MacMillan, Zemann a Subba, 1987; Ehrlich et al., 1994; Sapienza, Manigart a Vermeir, 1996).

Otázkou zůstává, do jaké míry jsou výsledky námi uváděných empirických studií z vyspělých kapitálových trhů relevantní v podmínkách malých otevřených ekonomik regionu střední a východní Evropy, tzn. kde existují společné znaky a kde odlišnosti. Z řešerše relevantní odborné literatury vyplývá absence empirických výzkumů, které by transfer manažerského *know-how* na trhu PE/VC v ČR mapovaly. Otevřené tak zůstávají následující výzkumné otázky: Dochází na českém trhu PE/VC k transferu manažerského *know-how* ze strany investorů směrem k financovaným podnikům? Pakliže ano, o jaké oblasti řízení a konkrétní formy odborné pomoci jde? Jaký postoj zaujímají financované podniky k poradenství ze strany externích investorů?

Materiál a metody

Vzhledem k definovanému výzkumnému cíli je charakter této studie explora-tivní, tj. netestuje specifickou hypotézu, ale snaží se lépe porozumět tuzemskému trhu rizikového a rozvojového kapitálu.

Definování výzkumného vzorku a sběr dat v podmínkách ČR lze označit za složité, neboť neexistuje veřejný taxativní seznam financovaných podniků a investorů. Při definování výzkumného vzorku se lze opřít o statistická data publikovaná Evropskou asociací rizikového a rozvojového kapitálu (EVCA, 2012): v období 2007 – 2011 bylo financováno institucionalizovaným PE/VC celkem 90 podnikatelských subjektů. Z hlediska fází životního cyklu převažují manažerské odkupy (*buyouts*) čítající 43 transakcí, následované podniky ve fázích dalšího rozvoje (*later stage*) čítající 17 transakcí a financování rozběhu (*start-up*) čítající 7 transakcí. Zbytek připadá na transakce typu *growth*, *rescue/turnaround* a *replacement*. Investice v zárodečné fázi (*seed*) nebyla v tomto období uskutečněna ani jedna. Data dokládají nízký počet transakcí v kategorii *venture capital*. Výběrový soubor respondentů tvoří podniky se sídlem v ČR, které získaly financování prostřednictvím tuzemských manažerských společností – členů České asociace rizikového a rozvojového kapitálu (CVCA) v období let 2000 – 2011. Vzhledem k definované omezující podmínce tvoří výběrový soubor respondentů 47 subjektů, resp. transakcí. Dle informací ze strany investorů a ověřených CVCA byly v uvedeném období realizovány transakce v následující struktuře: *start-up* (2x), manažerské odkupy (9x), překlenovací financování (1x) a rozvojové financování (36x).

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

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

Zpracování dat majících charakter dichotomické (alternativní) proměnné se vzhledem k omezenému počtu respondentů ve výzkumném vzorku omezilo na využití absolutních a relativních četností. Ačkoliv výzkumné výsledky nelze považovat za reprezentativní a zobecňující, v kombinaci s obsahovou analýzou otevřené

otázky (další formy transferu manažerského *know-how* a zhodnocení spolupráce s investorem) umožňují naplnění cíle induktivního postupu kvalitativního výzkumu, tj. „pátrat po jakékoliv struktuře, která existuje v proměnných v oblasti zájmu, vytvářet nové hypotézy, nové porozumění a vytvářet teorii“ (Disman, 2002). Výsledky studie jsou v části „diskuse a závěr“ předmětem komparace s výzkumnými výsledky publikovanými v zahraničí v podmínkách rozvinutých finančních trhů.

Výsledky

Ze statistického zpracování dat vyplývá, že 90 % z oslovených podniků využívá některou z forem odborné podpory poskytované investorem rizikového kapitálu. Pouze 10 % respondentů uvedlo, že k žádnému transferu manažerského *know-how* nedochází. Analýza dat je obsahem tabulky 2.

Strategické řízení je v podmínkách podniků financovaných PE/VC nejčastěji zmiňovanou oblastí, ve které dochází k transferu manažerského *know-how* ze strany investorů. V této rovině je nejčastější formou manažerské podpory spolupráce s investorem při definování obchodní strategie podniku. Kladně se v tomto směru vyjádřilo 13 respondentů (65 %). Z hlediska četnosti kladných odpovědí jsou dalšími významnými formami nefinanční přidané hodnoty poradenství při plánování expanze (40 %), poradenství při plánování internacionalizace (20 %) a podpora při tvorbě organizační struktury podniku (20 %). Naopak, výsledky výzkumu naznačují, že role investora při vývoji produktu a služby a formulování marketingové či výrobní strategie je spíše okrajová. Ani jeden z respondentů neuvádí využívání podpory investora při definování podnikových procesů. V oblasti finančního řízení se respondenti vyjadřují k podpoře ve formě dohledu nad finančním vývojem podniku. K využívání této formy odborné pomoci se kladně vyjádřilo 12 respondentů (60 %), přičemž financované podniky zároveň připouštějí, že investor sehrává roli při získávání cizího kapitálu (25 %) a sestavování rozpočtů a finančních plánů (20 %). Využívání odborné pomoci při získávání alternativních forem vlastního kapitálu nebo dotací oslovené podniky neuvádějí.

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

T a b u l k a 2

Oblasti a formy manažerské podpory ve výběrovém souboru

Oblast nefinanční přidané hodnoty	Forma nefinanční přidané hodnoty	Absolutní četnost kladných odpovědí	Relativní četnost kladných odpovědí (v %)
<i>Přidaná hodnota v oblasti strategického řízení</i>			
Financování	Dohled nad finančním vývojem	12	60
	Podpora při získávání cizího kapitálu	5	25
	Odborná pomoc při sestavování rozpočtů a finančních plánů	4	20
	Podpora při získávání alternativních forem vlastního kapitálu	0	0
	Podpora při získávání dotací	0	0
Obchodní oblast	Definování obchodní strategie	13	65
	Plánování expanze	8	40
	Plánování internacionalizace	4	20
	Tvorba organizační struktury	4	20
	Vývoj produktu/služby	1	5
	Formulování marketingové a výrobní strategie	1	5
	Definování podnikových procesů	0	0
<i>Přidaná hodnota v interpersonální oblasti</i>			
Mentor/kouč		1	5
Důvěrník		1	5
<i>Přidaná hodnota v oblasti networkingu</i>			
Zdroj profesionálních kontaktů	Kontakt s právníky a poradci	8	40
	Kontakt s investičními bankami	7	35
	Kontakt na podniky v portfoliu investorů	4	20
	Styčný bod (rozhraní) s investory (investiční skupinou)	3	15
	Kontakt na CEO podniků z portfolia investorů a na jejich manažery z oddělení vědy a výzkumu	0	0
	Kontakt na zástupce masmédií	0	0
Zdroj obchodních informací	Získávání obchodních partnerů	2	10
	Získávání zákazníků	1	5
	Získávání referenčních zákazníků	1	5
	Výběr dodavatelů	1	5
Řízení lidských zdrojů	Výběr členů manažerského týmu	4	20
	Výběru spolupracovníků	2	10
	Poradenství v otázce zvyšování motivace zaměstnanců	1	5
	Výběr spolupracovníků v technické oblasti	0	0
	Spoluúčast při vyjednávání obsahu pracovních smluv	0	0

Zdroj: Data z dotazníkového šetření (2011).

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

klíčových zaměstnanců v technické oblasti a spoluúčast investora při vyjednávání o obsahu pracovních smluv.

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

T a b u l k a 3

Formy manažerské podpory ve výběrovém souboru

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

Zdroj: Data z dotazníkového šetření (2011).

V tabulce 3 jsou formy odborné pomoci seřazeny z hlediska absolutní a relativní četnosti kladných odpovědí od nejvýznamnější po nejméně významnou bez ohledu na to, do které ze třech zkoumaných oblastí spadají. Pouze dvě formy manažerské podpory byly využity ze strany více než 50 % podniků. Jsou jimi spolupráce při definování obchodní strategie a dohled nad finančním vývojem. Více než třetina respondentů se kladně vyjádřila k roli investora v oblasti poradenství

při expanzi podniku, zprostředkování kontaktů na právníky, poradce a investiční banky. S výjimkou podpory při získávání cizího kapitálu byly ostatní formy odborné pomoci využity ze strany méně než 25 % respondentů. K transferu manažerského *know-how* dle výsledků výzkumu nedochází v následujících oblastech: definování podnikových procesů, získávání alternativních forem vlastního kapitálu a dotací, výběr klíčových spolupracovníků v technické oblasti, vyjednávání o obsahu pracovních smluv, zprostředkování kontaktu na vedoucí provozů, vědy a výzkumu u partnerů a zprostředkování kontaktu na zástupce médií.

V rámci otevřené otázky respondenti měli možnost ohodnotit spolupráci s investorem a doplnit další formy nefinanční přidané hodnoty neuvedené v seznamu. V tabulce 4 následují připojené komentáře v původním znění rozdělené do třech kategorií (pozitivní, negativní a neutrální).

T a b u l k a 4

Hodnocení spolupráce s investorem financovanými podniky

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

Zdroj: Data z dotazníkového šetření (2011).

Respondenty, kteří uvedli, že v průběhu investice nedošlo k transferu manažerského *know-how*, jsme telefonicky kontaktovali s cílem zjistit relevantní důvody. Sdělení zástupců obou podniků bylo obsahově shodné: cílem financovaných podniků bylo výhradně získání externího kapitálu pro rozvoj, přičemž odmítaly úvěry. Žádná další očekávání se vstupem investora do podniku spojena nebyla. Zástupci obou podniků se shodli na tom, že budou zvažovat možnost opětovného oslovení investora PE/VC v případě budoucí potřeby finančních zdrojů.

Diskuse a závěr

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

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

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

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

Závěrem lze konstatovat, že podniky, které v ČR získaly financování ze strany tuzemské manažerské společnosti, transfer manažerského *know-how* potvrzují. V souladu s teoretickými přístupy tak investoři nesehrávají výhradně roli poskytovatele kapitálu, ale zastávají rovněž pozici poskytovatele nefinanční přidané hodnoty. Vypovídací hodnota výsledků této studie je ovšem limitována několika skutečnostmi: Za prvé, výzkumné výsledky vzhledem k omezenému počtu dat neumožňují zobecnění. Jsou tedy „pouhým“ výchozím bodem pro zpracování dalších studií s větším počtem respondentů. Za druhé, výzkumný vzorek nezahrnuje podniky v zárodečné a startovní fázi svého vývoje. Důvodem je velmi nízký

(v případě *start-up*) nebo nulový (v případě *seed*) počet těchto investic na institucionalizovaném trhu PE/VC v ČR. Má-li být výzkumný vzorek v budoucnu rozšířen i o podniky v těchto vývojových fázích, bude nezbytné oslovit ty subjekty, které byly financovány prostřednictvím soukromých investorů (*business angels*). Větší výzkumný vzorek, v němž budou zastoupeny podnikatelské subjekty napříč všemi vývojovými fázemi, umožní porovnávat význam jednotlivých forem nefinanční přidané hodnoty diferencovaně. V tomto kontextu se nabízí možnost rozšířit výzkumný soubor o ty podniky, které získaly financování ze strany těch investorů, které mají sídlo v zahraničí a byly založeny podle jiné legislativy. Následná komparace výsledků se studii zpracovanými v podmínkách rozvinutých finančních trhů v sobě skrývá další potenciál pro rozšíření stávající úrovně poznání. To stejné platí pro komparaci s obdobnými studii mapujícími situaci na trhu PE/VC v regionu střední a východní Evropy.

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

Literatura

- BÖHLER, C. (2004): Corporate Governance und Externe Berichterstattung in Venture-Capital-Gesellschaften. Bern: Swiss Private Equity and Corporate Finance Association. Band 4. ISBN 3-258-06825-9.
- BOUÉ, R. A. (2005): Der Einfluss von antizipierten Value Added auf die Entscheidung zu Gunsten einer Venture Capital – Finanzierung. [Dissertationsschrift.] Wien: Wirtschaftsuniversität, Institut für KMU-Management.
- BVK Special (2011): Private Equity in Europa 2010. Berlin: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Dostupné z: <<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/13/aid/161>>.
- BYGRAVE, W. D. – LANGE, J. E. – KOTHA, R. R. – STOCK, W. (2001): Venture Capitalist Investments and the Growth of Revolutionary New Industries. In: *Frontiers of Entrepreneurship Research*. [Proceedings of the Babson Kauffman Conference on Entrepreneurship Research.] Wellesley, MA: Babson College.
- CVCA (2010): Private Equity & Venture Capital v České republice. Praha: Czech Private Equity & Venture Capital Association. Dostupné z: <http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf>.
- DISMAN, M. (2002): Jak se vyrábí sociologická znalost. Praha: Karolinum. ISBN 978-80-246-0139-7.
- D'SOUZA, P. (2001): Venture Capital and Asymmetric Information. [Dissertationsschrift.] Berlin: Dissertation. De. ISBN 978-3-898-25276-8.
- EHRlich, S. B. – DE NOBLE, A. F. – MOORE, T. – WEAVER, R. R. (1994): After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms. *Journal of Business Venturing*, 9, č. 1, s. 67 – 82.
- ENGEL, D. – KEILBACH, M. (2002): Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation. [Discussion Paper, No. 02-82.] Mannheim: ZEW.

- ENGEL, D. (2002): The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. [Discussion paper, No. 02 – 02.] Mannheim: ZEW.
- EVCA (2012): Yearbook 2012. Brussels: EVCA European Private Equity and Venture Capital Association. Dostupné z: <http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/press_room/Yearbook_2012_Presentation_all.pdf>.
- FREDERIKSEN, O. – KLOFSTEN, M. – LANDSTRÖM, H. – OLOFSSON, C. – WAHLBIN, C. (1990): Entrepreneur – Venture Capitalist Relations: The Entrepreneurs' Views. In: CHURCHILL N. C., BYGRAVE, W. D., HORNADAY, J. A., MUZYKA, D. F., VESPER, K. H. and WETZEL, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship*. [Research Proceedings of the Tenth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference.] Babson: Babson Park, MA, s. 251–265.
- HARRISON, R. T. – MASON, C. M. (1992): The Roles of Investors in Entrepreneurial Companies: A comparison of Informal Investors and Venture Capitalists. In: *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Wellesley, MA: Babson College, s. 388 – 404.
- JAIN, B. – KINI, O. (1994): The Post-issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance*, 49, č. 5, s. 1699 – 1726.
- LANDSTRÖM, H. (1991): Erfolgreiche Zusammenarbeit zwischen Risikokapitalgebern und Kleinbetrieben. *IGA Internationales Gewerbearchiv*, 39, s. 81 – 93.
- MACMILLAN, I. – ZEMANN, L. – SUBBA N. (1987): Criteria Distinguishing Successful from Unsuccessful Ventures in the Venture Screening Process. *Journal of Business Venturing*, 2, č. 2, s. 123 – 137.
- MACMILLAN, I. C. – KULOW, D. M. – KHOLYLIAN, R. (1989): Venture Capitalists' Involvement in their Investments: Extent and Performance. *Journal of Business Venturing*, 4, č. 1, s. 27 – 47.
- MORVAY, K. – OKÁLI, I. – GABRIELOVÁ, V. – HVOZDÍKOVÁ, I. – ŠIKULOVÁ, I. – FRANK, K. – JECK, T. (2011): Economic Development of Slovakia in 2010 and Outlook Up to 2012. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 59, č. 6, s. 549 – 635.
- NATHUSIUS, K. (2001): Value Adding in Venture Capital Investing. In: NATHUSIUS, K., KLANDT, H. and SEIBT, D. (eds): *Beiträge zur Unternehmensgründung*. Köln: Lohmar, s. 227 – 267.
- ROSENSTEIN, J. – BRUNO, A. V. – BYGRAVE, W. D. – TAYLOR, N. (1993): The CEO, Venturing Capitalists and the Board. *Journal of Business Venturing*, 8, č. 2, s. 99 – 113.
- ROSENSTEIN, J. – BRUNO, A. V. – BYGRAVE, W. D. – TAYLOR, N. T. (1989): Do Venture Capitalists on Boards of Portfolio Companies Add Value Besides Money? In: BROCKHAUS, R. H. Sr., CHURCHILL, N. C., KATZ, J. A., KIRCHHOFF, B. A., VESPER, K. H. and WETZEL, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship*. [Research Proceedings of the Ninth Annual Babson College Entrepreneurship Research Conference.] Babson: Babson Park, MA, s. 216 – 229.
- SAHLMAN, W. – GORMAN, M. (1989): What Do Venture Capitalists Do? *Journal of Business Venturing*, 4, č. 4, s. 231 – 248.
- SAPIENZA, H. J. – MANIGART, S. – VERMEIR, W. (1996): Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries. *Journal of Business Venturing*, 11, č. 6, s. 439 – 469.
- SAPIENZA, H. J. (1992): When Do Venture Capitalists Add Value? *Journal of Business Venturing*, 7, č. 1, s. 9 – 27.
- SOBEKOVÁ MAJKOVÁ, M. (2011): The Analysis of Barriers and Factors of Small and Medium-size Enterprise Financing in the Slovak Republic. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 59, č. 10, s. 1033 – 1049.
- VAN WAKEREN, R. E. – VAN DER WERF, D. G. – VONK, G. R. – SCHUIT, J. W. R. (1989): The Value of-added of International Venture Capital Funds. [Paper Presented at European Forum.] Insead, France.
- ZAJAC, Š. – BALÁŽ, V. (2007): Dual Economy and Impacts of Foreign Investment on Private R&D in Slovakia. *Ekonomický časopis/Journal of Economics*, 55, č. 9, s. 851 – 872.
- ZINECKER, M. (2008): *Základy financí podniku*. Brno: CERM. ISBN 978-80-214-3704-3.