

## A 4-8

# FONDY RIZIKOVÉHO KAPITÁLU S ÚČASTÍ SOUKROMÝCH A VEŘEJNÝCH FINANČNÍCH PROSTŘEDKŮ

30. září 2011

**Tato zpráva byla vypracována v rámci veřejné zakázky Úřadu vlády „Analýzy a podklady pro realizaci a aktualizaci Národní politiky výzkumu, vývoje a inovací“.**

**Autoři:**

Ing. Michal Pazour, Ph.D. ([pazour@tc.cz](mailto:pazour@tc.cz))

Mgr. David Marek ([marek@tc.cz](mailto:marek@tc.cz))

## Obsah

Seznam zkratk .....	5
1 Úvodem .....	6
2 Současný stav využití rizikového kapitálu pro financování inovačních aktivit v ČR.....	9
2.1 Investice rizikového kapitálu v ČR.....	9
2.1.1 Investoři PE/VC kapitálu .....	9
2.1.2 Příjemci PE/VC kapitálu.....	10
2.2 Bariéry rozvoje investic rizikového kapitálu v ČR.....	11
3 Fondy rizikového kapitálu za účasti veřejných a soukromých prostředků v ČR .....	14
3.1 Dosavadní zkušenosti s fondy rizikového kapitálu s účastí veřejných prostředků v ČR.....	15
3.1.1 Fond rizikového kapitálu .....	15
3.1.2 Pilotní projekt podpory MSP prostřednictvím rizikového kapitálu.....	16
3.2 Seed fond .....	18
3.3 Pre-seed fond .....	22
4 Podpora investic rizikového kapitálu do začínajících inovačních podniků v zahraničí .	24
5 Návrhy a doporučení .....	30
5.1 Doporučení pro zlepšení prostředí pro investice rizikového kapitálu v ČR.....	30
5.2 Doporučení pro podpůrné nástroje stimulující investice rizikového kapitálu do nově vznikajících technologicky orientovaných firem .....	31
5.3 Doporučení pro posilování absorpční kapacity podnikového sektoru .....	33
6 Použité zdroje.....	35
7 Příloha.....	38

## Seznam zkratek

AVCO	Austrian Private Equity and Venture Capital Association
AWS	Austria Wirtschaftsservice – Rakouský podnikatelský servis
AWS-MSF	Austria Wirtschaftsservice – Mittelstandfonds
BGK	Bank Gospodarstwa Krajowego
CVCA	Czech Private Equity and Venture Capital Association
ČR	Česká republika
EBRD	Evropská banka pro obnovu a rozvoj
EIF	Evropský investiční fond
EU	Evropská unie
EU15	15 původních členských zemí Evropské unie
EU27	27 stávajících členských států Evropské unie
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FII	Finnish Industry Investment
FRK	Fond rizikového kapitálu
HDP	Hrubý domácí produkt
JEREMIE	Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises – Společné evropské zdroje pro mikro až středně velké podniky
MFG	Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MSP	Malé a střední podniky
MŠMT	Ministerstvo školství, mládeže a tělovýchovy
NATO	Severoatlantická aliance
NP VaVaI	Národní politika výzkumu, vývoje a inovací v ČR na léta 2009 – 2015
OP	Operační program
OP PI	Operační program Podnikání a inovace
OP VaVpI	Operační program Výzkum a vývoj pro inovace
PE/VC	Private equity – soukromý kapitál
SF	Strukturální fondy Evropské unie
TA ČR	Technologická agentura České republiky
TC AV	Technologické centrum Akademie věd ČR
VaV	Výzkum a vývoj
VaVaI	Výzkum, vývoj a inovace
VC	Venture capital – rizikový kapitál

## 1 Úvodem

Snadný přístup podniků k finančním zdrojům pro realizaci inovačních projektů představuje významný předpoklad pro zvýšení absorpce výsledků VaV podnikovou sférou a pro posílení inovační aktivity podnikového sektoru. Zatímco dluhové nástroje financování (úvěry a půjčky) jsou vhodné při financování podniků v pokročilé fázi rozvoje, tj. podniků dostatečně kapitálově silných, pro začínající inovující podniky jsou potřebné finanční zdroje, které napomohou vytvořit kapitálovou základnu pro financování rozvoje inovačních projektů ve fázi, kdy jsou tyto firmy pro běžné finanční instituce (zejm. banky) příliš rizikové. Proto se Národní politika výzkumu, vývoje a inovací České republiky na léta 2009 – 2015 (NP VaVaI) ve svém opatření A 4-8 zaměřuje na vyhodnocení podmínek pro zakládání fondů rizikového kapitálu se společnou účastí veřejných a soukromých prostředků, které by investovaly finanční kapitál do rizikových inovačních projektů technologicky orientovaných malých a středních podniků (MSP) při jejich založení či v počáteční fázi rozvoje.

Tato studie vypracovaná v rámci veřejné zakázky Úřadu vlády „Analýzy a podklady pro realizaci a aktualizaci Národní politiky výzkumu, vývoje a inovací“ si klade za cíl popsat současnou pozici ČR v oblasti financování inovačních projektů začínajících podniků pomocí kapitálových investic, zhodnotit dosavadní zkušenosti s podporou tohoto typu investic v ČR a v zahraničí a následně navrhnout doporučení pro zvýšení atraktivity ČR pro investice rizikového kapitálu, a to jak z hlediska prostředí působícího na stranu nabídky, tak na straně absorpce pro tento typ investic. Při vyhodnocení podmínek pro podporu investic rizikového kapitálu formou zakládání společných fondů s účastí soukromých a veřejných prostředků jsou zdůrazněny zejména závěry studií vypracovaných v roce 2011 během přípravy pilotního seed fondu na Ministerstvu průmyslu a obchodu (MPO).

Studie je rozdělena do pěti částí s jednou přílohou. Po této úvodní kapitole následuje ve druhé části popis současného stavu v oblasti investic rizikového kapitálu v ČR včetně snahy o identifikaci hlavních bariér pro rozvoj tohoto finančního instrumentu. Ve třetí kapitole jsou shrnuty dosavadní zkušenosti s podporou investic rizikového kapitálu v ČR, ve čtvrté kapitole jsou potom nastíněny zkušenosti zahraniční. Ve vazbě na posouzení českých a zahraničních zkušeností jsou v páté kapitole shrnuta doporučení pro uplatnění nástrojů na podporu investic rizikového kapitálu do nových technologicky orientovaných inovujících podniků v ČR. V příloze jsou podrobněji popsány zahraniční nástroje na podporu kapitálového financování formou zakládání plně či částečně veřejných fondů rizikového kapitálu, včetně zasazení těchto nástrojů do místního prostředí.

Vzhledem k tomu, že s financováním nově vznikajících inovujících podniků prostřednictvím investic rizikového kapitálu jsou v ČR obecně malé zkušenosti, jsou na závěr této úvodní části uvedeny základní pojmy a vymezení jednotlivých kategorií kapitálových investic, které jsou v dalších částech studie používány.

**Rizikový kapitál (venture capital)** představuje alternativní zdroj financování inovativních projektů a podniků s potenciálem rychlého růstu. Jako rizikový kapitál jsou označovány investice formou kapitálového vstupu do společnosti, za niž investor získává podíl na základním kapitálu cílového podniku. Naopak od investora k cílovému podniku putují mimo finančních prostředků obvykle také strategická pomoc při založení nebo rozvoji firmy. V souvislosti s pojmem rizikový kapitál se objevuje ještě další, širší pojem **private equity** (zřídka užíván doslovný překlad „soukromý kapitál“), který zahrnuje

celou skupinu investic do základního kapitálu podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze. Rizikový kapitál je v užším slova smyslu podmnožinou private equity, investovanou do vzniku, konsolidace a raného rozvoje podniku<sup>1</sup>.

Při charakterizování toků kapitálových investic je vhodné podrobněji odlišit některé jeho formy, zejména v závislosti na stádiu vývoje podniku, do kterého investice míří, a účelu, ke kterému je kapitál využíván.<sup>2</sup>

- **Zárodečné financování (seed capital)** zahrnuje financování vývoje výrobku. Firma v takové fázi ještě neexistuje a investor ji společně s podnikatelem musí založit. Příkladem může být poskytnutí financí podnikateli, který teprve vyvíjí prototyp výrobku.
- **Startovní financování (start-up capital)** je poskytováno firmě, která má připravený produkt, vedení a organizační zabezpečení prodeje a jasně vymezený trh, na který hodlá proniknout. Předstartovní a startovní financování firem je označováno souhrnně také jako early-stage kapitál.
- **Rozvojové financování (later stage venture capital)** je poskytováno existující firmě především na rozšíření výroby a uplatnění produkce na nových trzích. Podnik již vstupuje do fáze, kdy generuje zisk.
- **Růstové financování (growth/expansit capital)** se používá hlavně k navýšení pracovního kapitálu firmy, zavedení dalšího výrobku či služby, geografické rozšíření trhu a na náklady spojené se získáním většího množství dodatečných finančních prostředků.
- **Financování odkupů (replacement capital)** je využíván pro odkupy podílů v existujících podnicích či pro refinancování bankovních úvěrů.
- **Záchranné financování (rescue capital)** slouží k posílení kapitálové síly podniků, které se dostaly do finančních potíží, např. v důsledku ztráty trhu či poklesu odbytu. Jeho účelem je vytvořit podmínky finanční stability podniku pro znovuoživení jeho aktivit.
- **Financování akvizic (buyouts)** představuje aktivitu soukromých firem spočívající v přebírání vlastnických podílů pasivních akcionářů motivovaném rostoucími majetkovými ambicemi managementu.

V dalším textu budou tedy v souladu s vymezením Evropské asociace rizikového kapitálu (European Venture Capital Association - EVCA) rozlišovány **privátní equity investice**, zahrnující veškeré investice do základního kapitálu firem, jež nejsou obchodovány na akciovém trhu, bez ohledu na fázi rozvoje těchto firem (dále označovány tradičně používanou zkratkou PE/VC investice) a **investice rizikového kapitálu**, které jsou

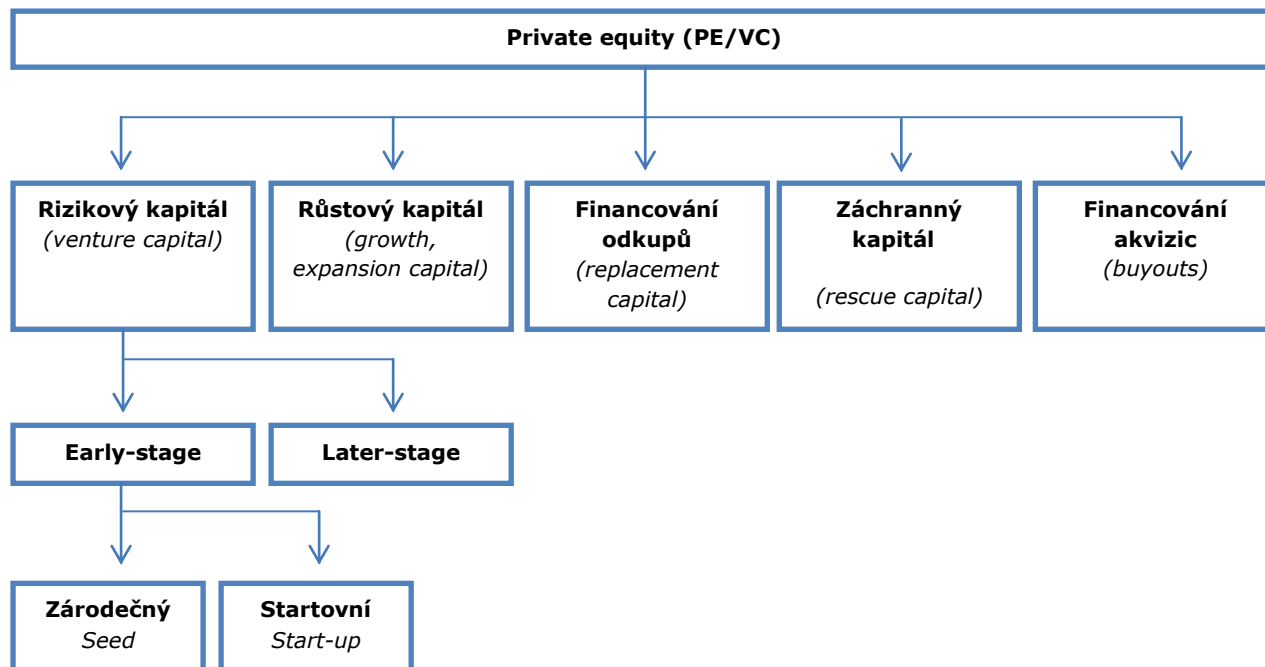
---

<sup>1</sup> viz Private Equity & Venture Capital v České republice [[http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA\\_-\\_ADRESAR.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf)] nebo EVCA Central and Eastern Europe Statistics 2010 [<http://www.evca.eu/uploadedfiles/PBCEE10.pdf>]

<sup>2</sup> Viz např. definice EVCA či Zinecker, M.; Rajchlová, J.: Private equity and venture capitalists investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2010, roč. LVIII, č. 6/ 2010, s. 26-38. ISSN: 1211- 8516.

podmnožinou privátní equity investic a zahrnují pouze investice pro zahájení a počáteční rozvoj podnikání. Klasifikace PE/VC investic je přehledně znázorněna na následujícím schématu.

### Použitá klasifikace PE/VC investic





## 2 Současný stav využití rizikového kapitálu pro financování inovačních aktivit v ČR

### 2.1 Investice rizikového kapitálu v ČR

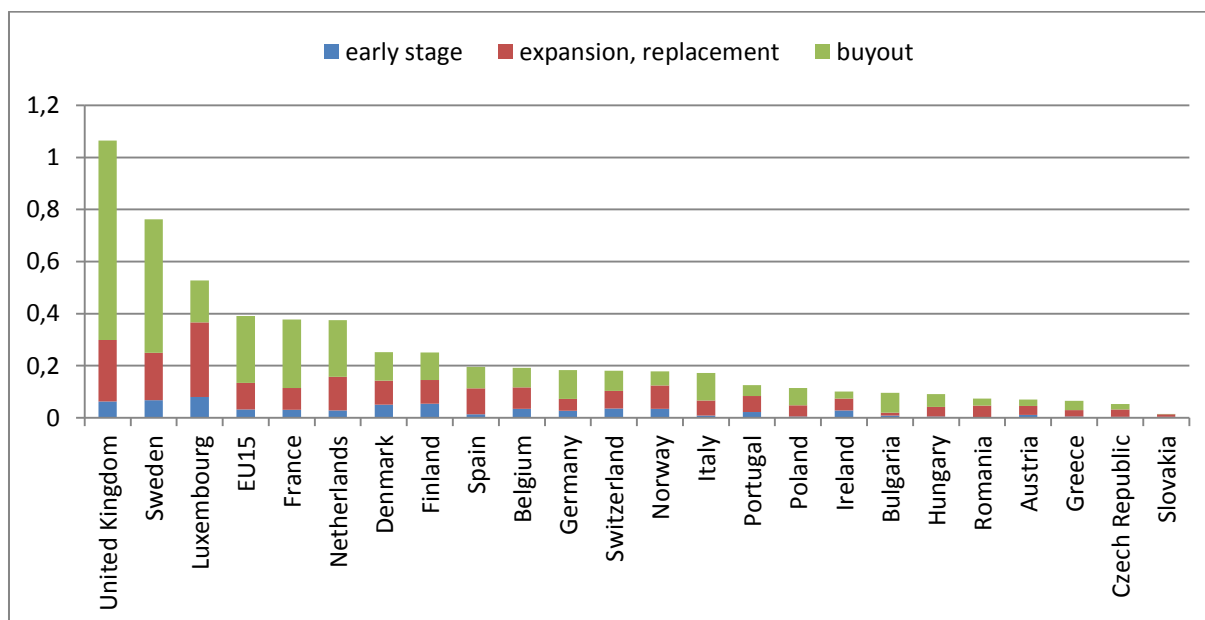
Cílem této kapitoly je stručně popsat současnou situaci na trhu PE/VC investic v ČR, a to jednak z pohledu investorů PE/VC kapitálu se sídlem v ČR, anebo z pohledu podniků se sídlem v ČR, do kterých PE/VC investice plynuly.

#### 2.1.1 Investoři PE/VC kapitálu

PE/VC investice realizované subjekty z ČR jsou dlouhodobě na nízké úrovni. V porovnání podle ekonomické výkonnosti země, patří ČR společně se Slovenskem mezi země s nejnižším objemem tohoto typu investic ze zemí EU. V desetiletém průměru (mezi lety 2000 – 2009) dosahovaly PE/VC investice realizované investory z ČR pouze 0,05 % HDP, zatímco průměr EU15 v tomto období činil téměř 0,4 % HDP.

Z hlediska typu PE/VC investic tvořily v ČR nejvýznamnější podíl rozvojové investice (expansion capital) a financování akvizic (buyouts). Tyto typy investic tvořily ve sledovaném období 93 % veškerých PE/VC investic realizovaných subjekty z ČR. Pouze zbývajících 7 % (tj. cca 0,004 % HDP) tvořily investice rizikového kapitálu, tj. investice do zárodečných, startovních a rozvojových fází podniku. Pro srovnání v Irsku, Finsku či Švýcarsku tvořily investice rizikového kapitálu ve sledovaném období více než pětinu veškerých PE/VC investic.

**Obrázek 1:** Srovnání investic PE/VC podle druhu investice (v % HDP), průměr za roky 2000 - 2009

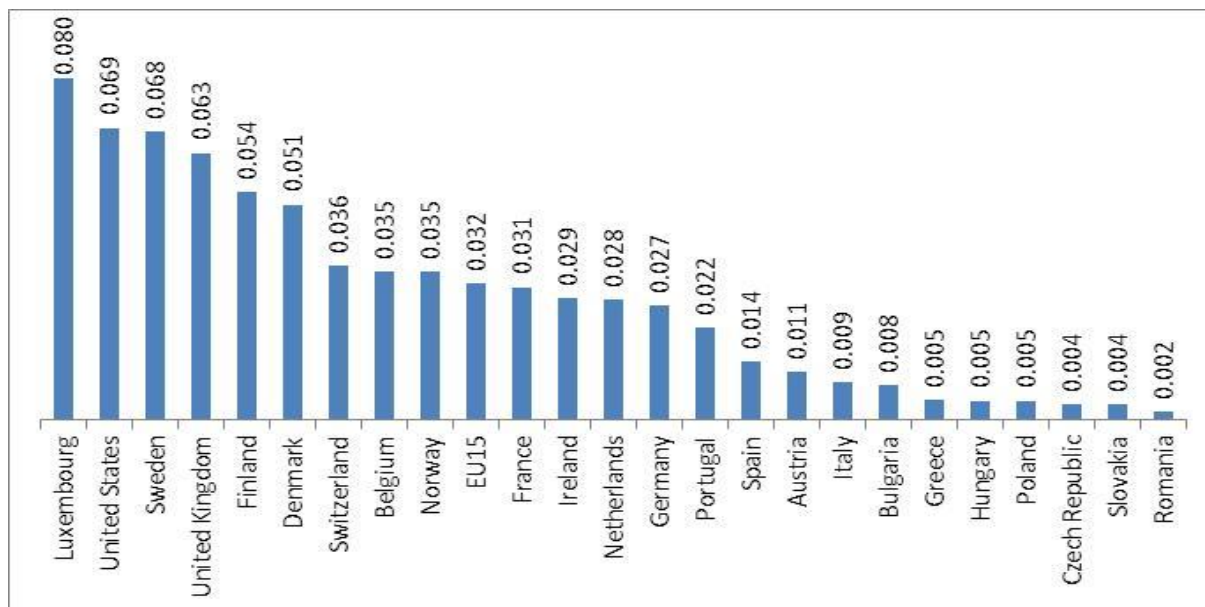


Zdroj: Eurostat (dle údajů EVCA)

Pohled na investice rizikového kapitálu potvrzuje, že ČR (společně s dalšími zeměmi střední a východní Evropy) výrazně zaostává v objemu tohoto typu investic za dalšími evropskými zeměmi. V letech 2000 – 2009 bylo investory z ČR realizováno pouze

necelých 24 mil. Eur investic rizikového kapitálu (tj. cca 0,004 % HDP), přičemž tento typ investic měl co do objemu sestupný trend a v letech 2007 – 2009 nebyla investory z ČR realizována žádná kapitálová investice do zárodečných a startovních fází rozvoje podniku.

**Obrázek 2:** Srovnání investic rizikového kapitálu (v % HDP), průměr za roky 2000 – 2009

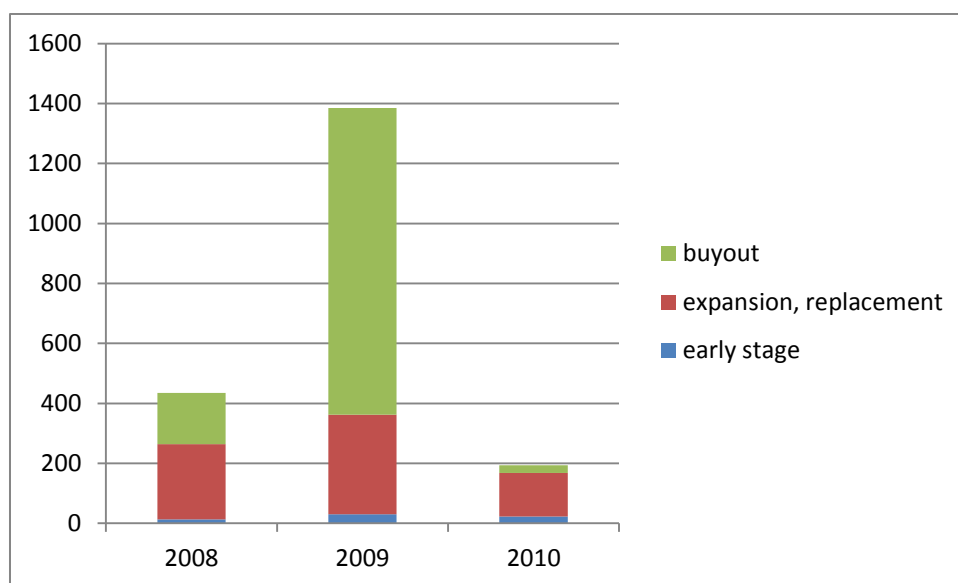


Zdroj: Eurostat (dle údajů EVCA)

### 2.1.2 Příjemci PE/VC kapitálu

Také pohled na trh PE/VC investic z hlediska podniků, v nichž byl tento typ investic realizován, ukazuje na slabou rozvinutost tohoto trhu v ČR, a to zejména v segmentu investic do raných fází rozvoje podniků. Obecně je trh PE/VC investic ve střední a východní Evropě velmi malý a představuje jen přibližně 2 % celkového evropského trhu. V rámci regionu má však ČR z hlediska objemu investic významné postavení. V roce 2010 bylo v ČR realizováno 15 % veškerých PE/VC investic v regionu, přičemž o rok dříve to bylo díky významné akvizici (společnosti StarBev) dokonce 57 %. Z hlediska investic rizikového kapitálu je postavení ČR v regionu střední a východní Evropy také významné. V roce 2010 tvořily kapitálové investice do těchto fází rozvoje podniků v ČR přibližně 35 % celkových investic stejného druhu v regionu.

**Obrázek 3:** Vývoj investic PE/VC v ČR podle druhu investice (v mil. Eur)



Zdroj: EVCA Yearbook 2010, 2011

## 2.2 Bariéry rozvoje investic rizikového kapitálu v ČR

Výše popsané údaje o množství a struktuře PE/VC investic ukazují, že trh rizikového kapitálu v ČR je velmi málo rozvinutý a rizikový kapitál jednoznačně nepatří ke standardně využívaným nástrojům pro financování inovačních projektů nově vznikajících firem. Důvody pro slabou rozvinutost trhu rizikového kapitálu lze spatřovat na straně legislativního, daňového a ekonomicko-finančního prostředí pro tento typ investic v ČR a na straně nedostatečné absorpční kapacity inovujících podniků.

Srovnávací studie legislativního a daňového prostředí pro investice PE/VC a rizikového kapitálu, kterou v roce 2008 publikovala EVCA, ukazuje, že v ČR jsou podmínky pro tento typ investic z 27 srovnávaných evropských zemí nejméně výhodné. Přestože, toto srovnání poskytuje spíše orientační žebříček zemí, poslední pozice ČR je bezesporu určitým negativním signálem nepříznivého prostředí pro rozvoj kapitálových investic. V dalším textu jsou zdůrazněny nejvýznamnější faktory, které limitují rozvoj trhu rizikového kapitálu v ČR.

Na straně relativně nízkých investic PE/VC a zejména rizikového kapitálu realizovaných českými subjekty lze mezi omezující faktory zařadit přísnou regulaci penzijních fondů a pojišťoven v ČR. Zatímco v zahraničí jsou penzijní fondy, pojišťovny a banky (případně holdingové fondy či agentury spravující veřejné prostředky) hlavním zdrojem finančních prostředků pro fondy rizikového kapitálu, v ČR je účast penzijních fondů a pojišťoven na investicích rizikového kapitálu legislativně velmi omezena. Konkrétně, v případě penzijních fondů zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změnách některých zákonů souvisejících s jeho zavedením, přesně vymezuje kategorie aktiv, do kterých mohou penzijní fondy investovat. Pouze 5 % majetku penzijního fondu může být umístěno do jiných aktiv než vymezuje zákon. V případě pojišťoven je situace obdobná, kdy pojišťovny mohou podle zákona č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví, umístit technické rezervy do explicitně vyjmenovaných finančních instrumentů mezi které PE/VC investice nepatří. Kromě samotného legislativního omezení rizikových investic penzijních fondů a pojišťoven je limitující rovněž zákonný požadavek, aby případné roční ztráty

penzijního fondu či pojišťovny byly hrazeny akcionáři. Vzhledem k tomu, že investice rizikového kapitálu mají zpravidla podstatně delší než roční návratnost a v prvním roce proto bývají ztrátové, je tento požadavek pro tento typ investic demotivující. Regulace penzijních fondů a pojišťoven přispívá k tomu, že fondy rizikového kapitálu v ČR získávají obtížněji finanční prostředky pro investice do začínajících fází rozvoje podniků na domácím kapitálovém trhu.

Další překážkou pro vznik fondů rizikového kapitálu v ČR jsou legislativní omezení pro strukturu PE/VC fondů. V ČR mohou fondy tohoto typu vznikat podle zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování, který upravuje pravidla pro shromažďování peněžních prostředků za účelem jejich investování na principu rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku. Podle tohoto zákona může fond kolektivního investování vzniknout jako investiční fond, s právní subjektivitou, nebo jako podílový fond (otevřený či uzavřený) bez právní subjektivity. Struktura fondu determinuje rovněž daňové podmínky pro investiční fond a jeho akcionáře, resp. investiční společnost a podílníky podílového fondu. Výnosy fondů jsou zdaněny 5% sazbou daně z příjmů a dále jsou zdaněny výnosy realizované investory. Typy fondů, které mohou v ČR vzniknout podle zákona o kolektivním investování, jsou v mezinárodním srovnání (dle výše uvedeného srovnání EVCA) hodnoceny jako daňově netransparentní. Na rozdíl od jiných zemí (např. Velké Británie, Belgie, Dánsko) v ČR neexistuje možnost zakládat PE/VC fondy v daňově transparentnější struktuře odpovídající modelu komanditní společnosti s jasně definovanou úlohou hlavního partnera (general partner) a investorů (limited partners). Výše nastíněná omezení pro strukturu fondů kolektivního investování a s ní související obtížná daňová optimalizace jsou důvodem, proč v ČR podle informací CVCA dosud nevznikl žádný PE/VC fond podle zákona o kolektivním investování a tyto fondy jsou zakládány se sídlem v jiných zemích (zejm. v Nizozemsku).

V souvislosti s podmínkami pro fungování fondů rizikového kapitálu však v současnosti dochází v Evropě i v ČR k určitému vývoji. V roce 2011 byla vydána směrnice o správcích alternativních investičních fondů (Alternative Investment Fund Managers Directive - AIFMD)<sup>3</sup>, která upravuje podmínky pro činnost fondů shromažďujících peněžní prostředky od investorů za účelem jejich společného investování podle stanovené strategie. Tato směrnice doplňuje regulaci standardních fondů kolektivního investování upravenou ve směrnici o koordinaci právních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives – UCITS)<sup>4</sup>. Účelem směrnice AIFMD je harmonizovat podmínky pro činnost alternativních fondů (tj. včetně PE/VC fondů) na území EU. V praxi by implementace této směrnice znamenala, že PE/VC fondy založené v některém z členských států EU by mohly působit za stejných regulačních podmínek ve všech ostatních zemích EU na základě tzv. evropského pasu. Zavedení této směrnice by tudíž znamenalo zpřehlednění a zjednodušení podmínek pro PE/VC investice v EU. V souvislosti s transpozicí nové směrnice AIFMD do českého právního řádu připravuje v současnosti Ministerstvo financí zvláštní právní úpravu pro PE/VC fondy, která by měla specifikovat pravidla pro fungování těchto fondů v ČR. Na přelomu října a listopadu 2011 by mělo Ministerstvo financí vydat konzultační materiál, který již bude obsahovat hlavní principy nově připravované právní úpravy fungování PE/VC fondů.

---

<sup>3</sup> Směrnice 2011/61/EU

<sup>4</sup> Směrnice 2009/65/ES

Dalším z možných důvodů pro relativně nízké investice PE/VC v ČR je slabě rozvinutý kapitálový trh, což omezuje možnosti pro ukončení investice. V zemích s rozvinutým kapitálovým trhem (např. Velká Británie) patří mezi jeden z důležitých způsobů ukončení investice veřejná nabídka kapitálových podílů na kapitálovém trhu (initial public offering – IPO), v ČR není tento způsob ukončení investic využíván. Hlavním kanálem pro ukončení PE/VC investic v ČR je přímý prodej podílů jiné obchodní společnosti či finanční instituci.

V daňové oblasti patří ČR ke skupině evropských zemí, které nemají zavedeny žádné daňové stimuly pro investory rizikového kapitálu. Do této skupiny patří s výjimkou Lotyšska všechny nové členské země EU, skandinávské země a Německo. Naopak v dalších starších zemích EU jsou daňové stimuly pro investory rizikového kapitálu v některé z forem daňových úlev pro určité typy investic uplatňovány.

Omezující faktory pro investice rizikového kapitálu v ČR lze však spatřovat také na straně podnikového sektoru. Zde se projevují zejména nedostatečné manažerské zkušenosti, které jsou pro investory rozhodujícím kritériem při zvažování investice, a to zejména v raných fázích, tj. pro investice rizikového kapitálu. Jak ukázal průzkum investičních kritérií, který v roce 2010 realizovali Zinecker a Rajchlová mezi společnostmi investujícími PE/VC v ČR (členy CVCA), nevyhovující management podniků patří mezi nejčastější důvody pro zamítnutí investičních projektů.<sup>5</sup> Další identifikovanou slabinou je nedostatečná rentabilita projektů prezentovaných podnikateli či nedostatečná znalost relevantního cílového trhu.

Jak potvrzuje CVCA, poptávka po investicích rizikového kapitálu je v ČR limitována rovněž neochotou vlastníků firem přijmout do podniku nového partnera s podílem na základním kapitálu a rozhodovacích právech. Na rozdíl od anglosaských zemí není v ČR zakládání a rozvoj firem pojímáno jako investice do zhodnocení vlastních aktiv, ale spíše jako „vytváření a ochraňování rodinného stříbra“. Tento přístup není se vstupem investora rizikového kapitálu kompatibilní.

---

<sup>5</sup>Zinecker, M.; Rajchlová, J.: Private equity and venture capitalists investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2010, roč. LVIII, č. 6/ 2010, s. 26-38. ISSN: 1211- 8516.

### **3 Fondy rizikového kapitálu za účasti veřejných a soukromých prostředků v ČR**

Dostatečný přístup podniků k finančním zdrojům pro realizaci rizikových inovačních projektů je významnou součástí prostředí pro uplatnění nových poznatků v inovacích. Jak poukazuje NP VaVaI, dotace z veřejných zdrojů mohou sice usnadnit zavádění inovací a rozvoj nových technologicky orientovaných firem, jejich efektivita se však snižuje z důvodu vysokých nároků na odborné posouzení individuálních inovačních projektů. Proto NP VaVaI klade v této souvislosti důraz spíše na vytváření příznivého prostředí pro soukromé investice rizikového kapitálu a stimulace kapitálových investic do inovačních podniků.

Význam rizikového kapitálu pro zahájení a počáteční rozvoj inovujících podniků spočívá především v posílení kapitálové základny těchto podniků v době, kdy zpravidla nejsou dostupné jiné externí zdroje financování. Například bankovní úvěry, které mohou být vhodným zdrojem financování podnikových aktivit v růstové fázi, jsou pro podniky v počátečních fázích rozvoje zpravidla obtížně dosažitelné, neboť začínající podnik není obvykle schopen poskytnout bance dostatečné záruky (z důvodu nedostatečné kapitálové síly). Pro banku je rovněž obtížné posoudit proveditelnost a riziko neúspěchu podnikatelského záměru. Navíc splácení úvěru negativně ovlivňuje podnikové cash-flow.

Také národohospodářský význam investic rizikového kapitálu není nezanedbatelný. Analytické studie<sup>6</sup> ukazují, že veřejná podpora směřující ke stimulaci soukromých kapitálových investic do segmentu inovujících firem se významně odrazila v jejich hospodářském výsledku a schopnosti vytvářet nová pracovní místa. Snahou přímých státních intervencí je především překlenout investiční mezeru, kdy v důsledku vysokých nákladů na kompletní prověření podnikatelského záměru a finančního zdraví podniku (due diligence) a zároveň při vysokém riziku investice, nejsou investice pod hranicí přibližně 1,5 mil. Eur pro soukromé investory rizikového kapitálu zajímavé. Veřejné prostředky tak mají za cíl snížit riziko investic do nově vznikajících inovujících podniků a tím zvýšit atraktivitu těchto investic pro soukromé investory.

V této kapitole jsou shrnuty dosavadní zkušenosti ČR při zakládání fondů rizikového kapitálu pro investice do nových technologicky orientovaných podniků s účastí veřejných a soukromých prostředků. Kromě dřívějších pokusů o vznik a fungování takových fondů jsou popsány také zkušenosti z připravovaného pilotního seed fondu Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO) a pre-seed fondu Ministerstva školství, mládeže a tělovýchovy (MŠMT) včetně právních a jiných překážek a omezení identifikovaných v době přípravy těchto iniciativ.

---

<sup>6</sup> Např. Leleux, B., Surlemont, B. (2003): Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. Journal of Business Venturing 18:1, 81-104 nebo Der Einfluss von Private Equity und Venture Capital auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen, AVCO 2006 [<http://www.bmwfj.gv.at/ForschungUndInnovation/Foerderungen/Documents/PEVC%20Langfassung.pdf>]

### 3.1 Dosavadní zkušenosti s fondy rizikového kapitálu s účastí veřejných prostředků v ČR

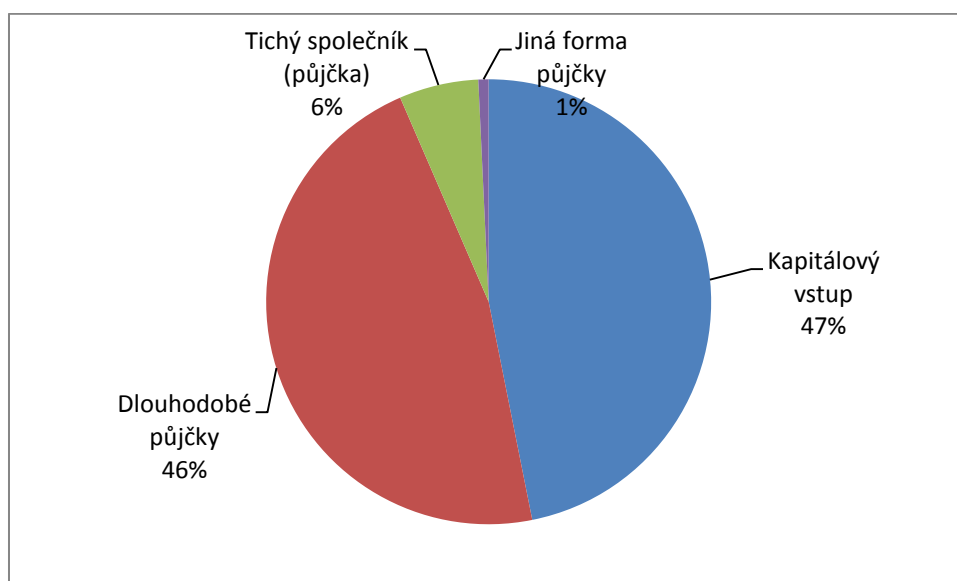
#### 3.1.1 Fond rizikového kapitálu

Myšlenka poskytovat podporu podnikovému sektoru nejen formou dotací, zvýhodněných úvěrů a záruk, ale také prostřednictvím kapitálových vstupů není v ČR nová. Již v minulosti v ČR působil „veřejný“ fond rizikového kapitálu zaměřený na podporu dynamicky se rozvíjejících MSP. Tento fond vznikl v roce 1995 jako společnost s ručením omezeným s názvem Fond rizikového kapitálu (FRK). Vlastníkem společnosti FRK byla Nadace pro rozvoj regionů, která byla založena společně Ministerstvem hospodářství, Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj (EBRD) a Stálým zastoupením Evropské komise v ČR. Základní jmění společnosti FRK bylo postupně navyšováno z původních zákonných 100 tis. Kč až na 110 mil. Kč. Podpora byla poskytována jednak formou kapitálových vstupů společnosti FRK do MSP v počátečním stádiu rozvoje as vysokým růstovým potenciálem, jednak formou nezajištěných půjček soukromým podnikům. Součástí podpory byly vždy poradenské služby poskytované společností FRK podpořeným podnikům.

Hlavním orgánem společnosti FRK, který rozhodoval o investicích do jednotlivých firem, byla valná hromada společníků (jediným společníkem byla Nadace pro rozvoj regionů). Finální investiční rozhodnutí valné hromady bylo založeno na investičním projektu předloženém ředitelem fondu a schváleném představenstvem.

Investice fondu byly realizovány v maximální výši 10 mil. Kč, přičemž preferovány byly investice ve výši 3 – 3,5 mil. Kč. Celkový objem investic po dobu aktivního fungování fondu (tj. v letech 1996 – 2000) dosáhl výše 78 mil. Kč. Necelá polovina investičních prostředků byla realizována formou kapitálových vstupů (do 9 firem) a zbývající část tvořily půjčky. Celkem byly prostředky investovány do 11 firem, z čehož je patrné, že kapitálové vstupy a půjčky byly při realizaci investic do jednotlivých podniků zpravidla kombinovány.

**Obrázek 4:** Struktura forem podpory z Fondu rizikového kapitálu



Zdroj: MPO

V roce 2000 požádalo představenstvo FRK soud o likvidaci společnosti, což výrazně snížilo hodnotu investičního portfolia, které tak bylo v průběhu likvidace prodáno za nevýhodných podmínek. Navíc realizované investice fondu nebyly v době prodeje ještě „zralé“, což dále snížilo výhodnost prodeje majetku fondu. Důvodem podání žádosti o likvidaci byla podle zdrojů MPO, změna zákona o nadacích a nadačních fondech, která zakazovala, aby nadace vlastnily podíly v obchodních společnostech, přičemž tehdejší Ministerstvo hospodářství na tuto legislativní změnu dlouhodobě nereagovalo, a postavení společnosti FRK tak bylo protiprávní.

Přestože tento projekt veřejného fondu rizikového kapitálu skončil jako celek nepříliš příznivě (nevýhodný prodej portfolia), přinesl některé zkušenosti. Jedním z hlavních poučení bylo, že významnou součástí podpory formou investice do obchodních společností (ať již formou kapitálového vstupu nebo nezaručené půjčky) jsou podpůrné poradenské služby, které umožní podniku dobře připravit podnikatelský záměr, případně identifikovat existující problémy v podnikatelských aktivitách. Dalším nepřímým přínosem činnosti FRK bylo zvýšení povědomí o investicích rizikového kapitálu v ČR (celkem bylo vyhodnoceno více než 800 podnikatelských plánů).

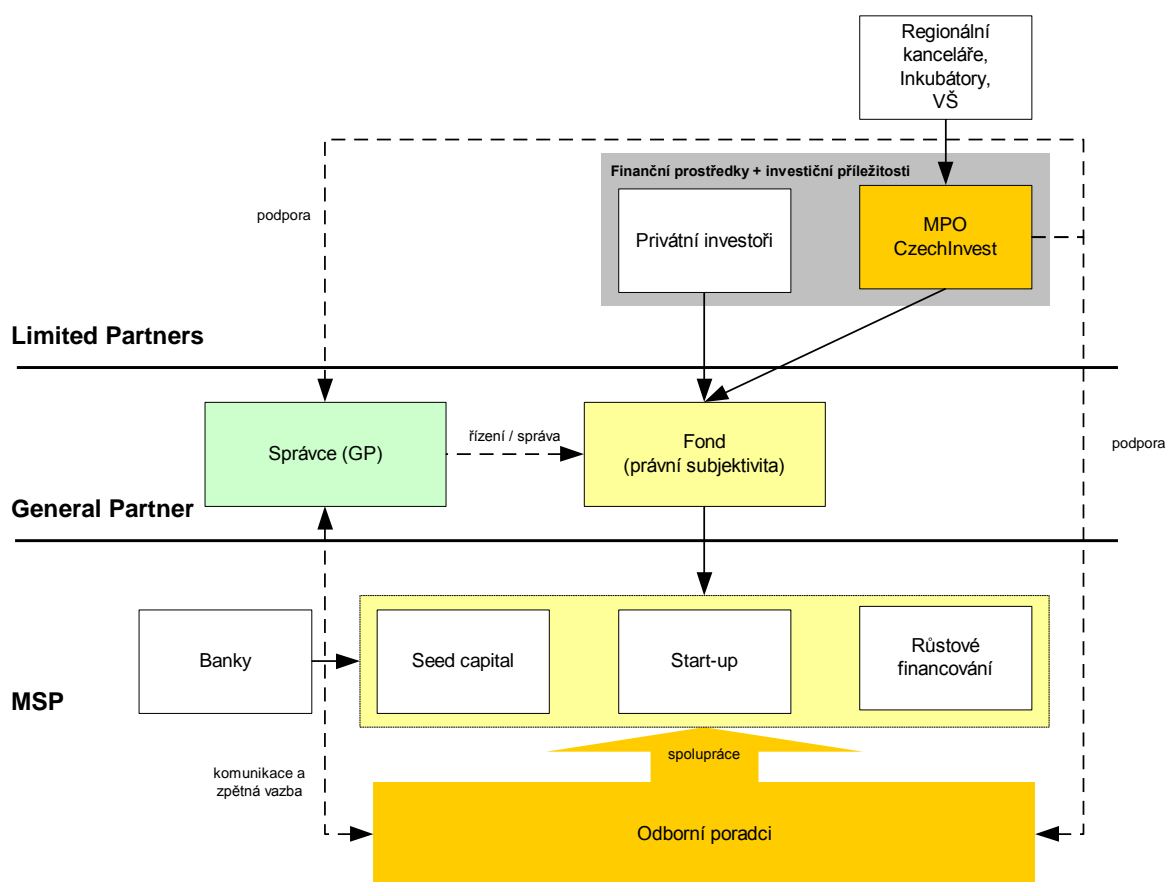
### **3.1.2 Pilotní projekt podpory MSP prostřednictvím rizikového kapitálu**

V roce 2005 byl ve spolupráci agentury CzechInvest a Ministerstva průmyslu a obchodu připraven koncept podpory MSP prostřednictvím rizikového kapitálu. Tento koncept předpokládal vznik uzavřeného fondu rizikového kapitálu s vlastní právní subjektivitou, kde necelou polovinu prostředků by tvořily veřejné zdroje (jednalo se o finanční prostředky Obrátkového fondu Phare) a zbývajících část by vložili soukromí investoři. Z veřejných prostředků mělo být do fondu vloženo přibližně 180 mil. Kč.

Správcem fondu měla být společnost vybraná ve výběrovém řízení, přičemž se předpokládalo, že tato společnost (general partner) bude na fungování fondu finančně zainteresována prostřednictvím investičního vkladu do fondu. Pro jednotlivé investice fondu (kapitálové vstupy) měla být stanovena základní investiční kritéria odsouhlasená všemi vkladateli (investory) do fondu (limited partners). Výnosy a rizika investic fondu měla být mezi jednotlivé investory rozdělena podle stejných podmínek (dle výše vkladů).



**Obrázek 5:** Schéma fungování fondu podle pilotního projektu



Zdroj: MPO, CzechInvest: Investování formou rizikového kapitálu do rozvoje technologických malých a středních podniků. Vnitřní materiál MPO, prosinec 2005.

Účelem fondu bylo realizovat zejména kapitálové vstupy do MSP v zárodečné (seed) nebo růstové fázi. Dalšími zvažovanými nástroji podpory bylo mezaninové financování (např. ve formě podřízeného dluhu) nebo financování formou konvertibilních dluhopisů. Cílovou skupinou měly být nové technologicky orientované MSP realizující inovativní podnikatelské projekty. Maximální hranice pro jednu investici byla stanovena na 25 mil. Kč, přičemž očekávaný rozsah investic se pohyboval v rozmezí 5 – 10 mil. Kč. Investiční horizont byl stanoven na 3 – 5 let.

Tento koncept fungování fondu rizikového kapitálu se zapojením veřejných a soukromých prostředků však nebyl následně realizován. Důvodem bylo podle autorů tehdejšího konceptu zejména načasování schvalování konceptu na dobu, kdy došlo ke změnám ve vládě a nebyla tedy politická vůle tento koncept dopracovat do fáze jeho spuštění.

### 3.2 Seed fond

V roce 2010 zahájilo MPO práce na přípravě nového konceptu seed fondu, který má být pilotním projektem pro aplikaci nedotačních nástrojů na podporu inovujících MSP. Důležitým podnětem pro intenzivní přípravu tohoto pilotního projektu bylo přijetí usnesení vlády č. 694 ze dne 29. září 2010, které uložilo MPO „navrhnout realizaci pilotního seed fondu v rámci oblasti podpory 1.2 s využitím dodatečných prostředků, které Česká republika získá na základě čl. 17 Meziinstitucionální dohody a ze kterých bude část umístěna do Operačního programu podnikání a inovace (OPPI)“. Termín pro splnění tohoto úkolu vlády byl stanoven na konec března 2011. Návazně byl usnesením vlády č. 817 ze dne 16. listopadu 2010 pro účely realizace pilotního seed fondu z dodatečných prostředků strukturálních fondů EU vyčleněn finanční objem 45,039 mil. Eur, tedy přibližně 1,1 mld. Kč. Společně s národním spolufinancováním je tak pro realizaci seed fondu připraveno cca 1,3 mld. Kč z veřejných prostředků.

Pro přípravu projektu pilotního seed fondu ustavilo v listopadu 2010 pracovní skupinu, která se zaměřila na vyhodnocení podmínek a možností pro vytvoření mechanismu, který by umožnil využít dodatečné prostředky strukturálních fondů EU pro realizaci kapitálových vstupů do technologicky orientovaných firem v zárodečné fázi. Konkrétně se pracovní skupina zaměřila na vyhodnocení zahraničních zkušeností s podporou rizikového kapitálu pro začínající inovující podniky, na posouzení právního prostředí ČR z hlediska podmínek pro založení seed fondu s využitím zdrojů státního rozpočtu a strukturálních fondů EU a na analýzu absorpční kapacity pro tento nástroj podpory ze strany začínajících podniků.

Výsledkem syntézy jednotlivých analytických vstupů pracovní skupiny je variantní návrh na rozdělení implementace pilotního projektu seed fondu do třech etap, které pojímají systém podpory inovujících MSP s vysokým růstovým potenciálem komplexněji, než jen vytvoření fondu rizikového kapitálu. Hlavní důvod v rozdělení implementace pilotního projektu lze spatřovat především v nedostatečných zkušenostech s podporou nových inovujících MSP formou kapitálových vstupů, omezené poptávce MSP po investicích rizikového kapitálu a existujících legislativních omezeních pro využití veřejných prostředků touto formou. Zřejmě nejdůležitějším důvodem jsou časová omezení pro využití prostředků ze strukturálních fondů EU v tomto programovacím období, a to do roku 2015.

Z výše uvedených důvodů varianta projektu (poslední známá v době zpracování této studie) předpokládá, že v první fázi bude podpora dynamicky se rozvíjejícím inovujícím MSP poskytována:

- formou záruk za kapitálové vstupy a podřízené úvěry existujících, na komerční bázi fungujících, investorů rizikového kapitálu (zejména fondů); bude připraven nový program v rámci OPPI (pracovně nazývaný „KAPITÁL“)
- formou záruk za úvěry v rámci existujícího programu OPPI – ZÁRUKA
- formou podpůrných poradenských služeb a odborného vedení (mentoring a coaching firem) v rámci existujícího programu OPPI - PORADENSTVÍ

Současně se zahájením poskytování těchto forem podpory bude probíhat druhá etapa projektu orientovaná na detailní posouzení právních překážek pro vznik a efektivní fungování fondu rizikového kapitálu se svěřenými veřejnými prostředky. Zároveň by

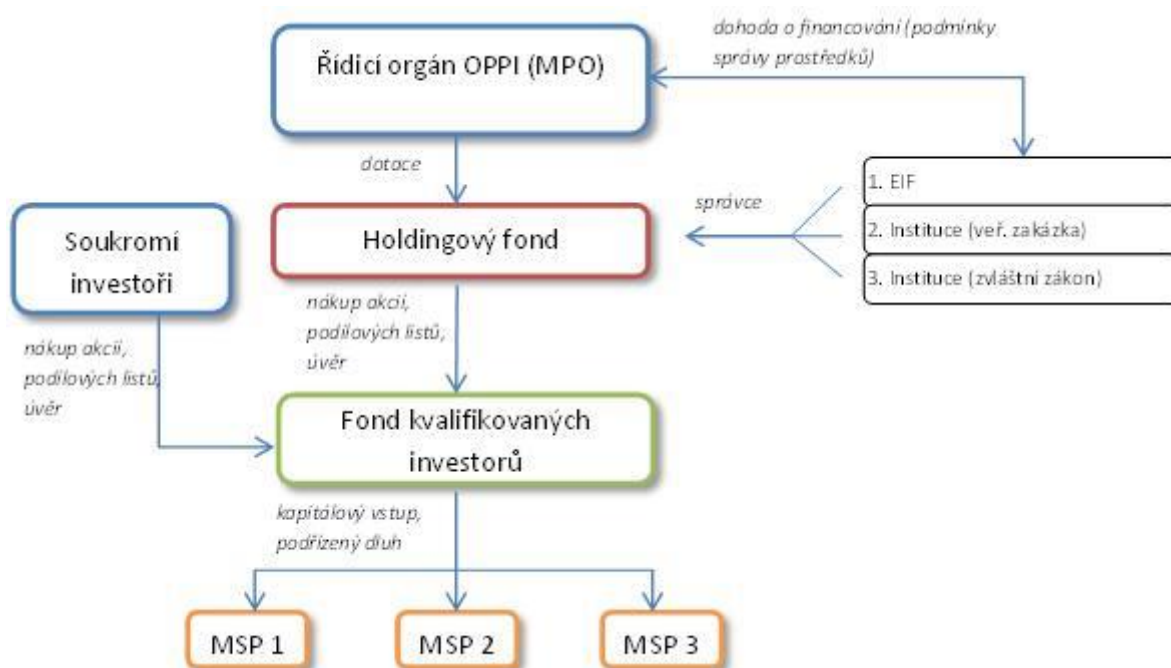
v této fázi měly být připraveny návrhy na potřebné legislativní úpravy (k vybraným právním omezením vzniku fondu viz dále).

Po realizaci potřebných změn v právním prostředí ČR by ve třetí etapě měl vzniknout skutečný seed fond investující formou kapitálových vstupů do inovujících MSP v zárodečné fázi. Preferován je vznik holdingového fondu, který bude spravovat veřejné prostředky vložené do tohoto fondu formou dotace. Tyto prostředky budou následně vkládány do fondů kvalifikovaných investorů (vybraných ve výběrovém řízení), které budou realizovat kapitálové vstupy do jednotlivých inovujících podniků. Zároveň se předpokládá, že do těchto fondů kvalifikovaných investorů budou kromě veřejných prostředků investovány také prostředky soukromých investorů. Z hlediska správy holdingového fondu jsou diskutovány v zásadě tři varianty. První možností je svěřit správu holdingového fondu Evropskému investičnímu fondu (EIF) v rámci iniciativy JEREMIE<sup>7</sup>, který má s investicemi formou kapitálových vstupů v jednotlivých zemích EU značné zkušenosti. Tato varianta však naráží na omezení pro nakládání s prostředky státního rozpočtu stanovená v zákoně č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla). Druhou možností je svěřit úlohu správce holdingového fondu společnosti vybrané na základě výběrového řízení dle zákona č. 137/2006 Sb., o veřejných zakázkách. Jednou z nevýhod této varianty je však skutečnost, že se nejedná o dlouhodobé řešení, neboť s ohledem na omezenou časovou platnost OPPI by výběrové řízení na správce fondu muselo být v příštím programovacím období pravděpodobně vyhlášeno znovu. Třetí diskutovanou variantou je ustavení správce holdingového fondu zákonem, správcem fondu by tak byla instituce pod přímou kontrolou státu. V tomto případě by musela být uskutečněna novela zákona č. 47/2002 Sb., o podpoře malého a středního podnikání, která by status správce holdingového fondu ustavila.

---

<sup>7</sup> JEREMIE = Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises– Společné evropské zdroje pro mikro až středně velké podniky

**Obrázek 6:** Zjednodušené schéma nastavení vazeb v rámci seed fondu



Zdroj: upraveno dle Návrhu záměru na realizaci pilotního seed fondu na podporu začínajících inovačních podniků s využitím dodatečných prostředků OPPI, Vnitřní dokument MPO, 2011.

Právní rámec pro vznik pilotního seed fondu je z hlediska charakteru finančních prostředků, které mají být využity na tento nástroj, vymezen zejména předpisy o kolektivním investování (zákon č.189/2004 Sb.), o rozpočtových pravidlech (zákon č. 218/2000 Sb.), o majetku ČR (zákon č. 219/2000 Sb.), o veřejných zakázkách (zákon č. 137/2006 Sb.), o využívání prostředků ze strukturálních fondů (Nařízení rady (ES) č. 1083/2006 a č. 1828/2006), o veřejné podpoře EU (Pokyny Společenství pro státní podporu investic rizikového kapitálu do malých a střední podniků, 2006/C 194/02) a o podpoře malého a středního podnikání (zákon č. 47/2002 Sb.).

### Vyhodnocení zkušeností

Příprava seed fondu a následné diskuse přinesly nové zkušenosti související s možnostmi vzniku a fungování fondů rizikového kapitálu pro investice do nových technologicky orientovaných podniků s účastí veřejných a soukromých prostředků. Zároveň byla identifikována určitá omezení daná současnou legislativou.

Důležitým závěrem dosavadních přípravných prací je fakt, že zakládání fondů rizikového kapitálu s účastí veřejných prostředků je nutné doprovázet dalšími podpůrnými opatřeními, která budou napomáhat vytvářet dostatečný přísun nových investičních příležitostí (tzv. deal flow). Připravenost podniků na kapitálové vstupy a dostatečná absorpční kapacita pro tento typ investic je základním předpokladem pro efektivní fungování seed fondu. Jakkoliv se tento závěr zdá být samozřejmý, současná absorpční kapacita inovujících technologicky orientovaných MSP naráží v ČR na nedostatečnou

připravenost těchto firem na vstup rizikového kapitálu<sup>8</sup>, a to jak z hlediska dobře připraveného podnikatelského záměru a nastavení manažerských procesů ve firmě, tak i z hlediska ochoty postoupit podíl na majetku a rozhodovacích právech investorovi rizikového kapitálu. Podpora rozvoje klíčových kompetencí podniků souvisejících se strategickým řízením, řízením inovací a dalšími aspekty podnikatelské činnosti bude proto v rámci projektu pilotního seed fondu tvořit významnou součást komplexní podpory investic rizikového kapitálu do inovujících MSP v zárodečné fázi.

Z hlediska právního prostředí byla při přípravě konceptu pilotního seed fondu identifikována omezení zejména v následujících právních předpisech (celkové shrnutí je následně uvedeno v tabulce):

- Zákon č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla) neumožňuje převést prostředky státního rozpočtu mimo ČR, což limituje možnost využít EIF jako správce holdingového fondu. Tato možnost je dále limitována tím, že výběr EIF za správce fondu bez výběrového řízení nezajišťuje, že bude pro správu veřejných prostředků vybrán ekonomicky nejvýhodnější subjekt. Tento zákon také neumožňuje převést prostředky státního rozpočtu na správce fondu jinou formou než prostřednictvím dotace.
- Zákon č. 219/2002 Sb. o majetku České republiky a jejím vystupování v právních vztazích stanovuje, že stát může založit nebo spoluzaložit obchodní společnost pouze ve formě akciové společnosti. V souladu s tímto zákonem musí být kapitálový vklad do takové společnosti uskutečněn z prostředků státního rozpočtu, konkrétně rozpočtové kapitoly zakladatele. Toto omezení bylo identifikováno jako limitující pro využití prostředků ze strukturálních fondů EU.
- Zákon č. 47/2002 Sb., o podpoře malého a středního podnikání neumožňuje, aby Českomoravská záruční a rozvojová banka (ČMZRB) poskytovala podporu MSP jinou formou než prostřednictvím záruk či zvýhodněných úvěrů. Podle platné právní úpravy tak ČMZRB nemůže být správcem holdingového fondu ani se přímo účastnit na kapitálových vstupech do MSP.
- Další možná omezení byla identifikována v zákoně č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, neboť poskytnutou dotaci, pokud by nebyla spotřebována ve formě investičních nebo provozních výdajů, by bylo podle stávající daňové úpravy nutné zdanit. Tím by však došlo ke snížení objemu prostředků ze strukturálních fondů poskytnutých na daný účel, což by bylo v rozporu s podmínkami pro jejich poskytování.

---

<sup>8</sup> Viz např. studie TC AV ČR: Bariéry růstu konkurenceschopnosti ČR, 2005 nebo CVCA: Private Equity & Venture Capital v České republice, 2010 [[http://www.cvca.cz/images/cvca\\_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA\\_-\\_ADRESAR.pdf](http://www.cvca.cz/images/cvca_UK-Ke-stazeni/4-file-File-CVCA_-_ADRESAR.pdf)]

## Shrnutí právního rámce a jeho omezení pro přípravu pilotního seed fondu

Aktivita	Právní předpis	Omezení
Založení fondu, který bude shromažďovat prostředky za účelem jejich investování	Zákon č. 189/2004 Sb. o kolektivním investování	Fond může být založen jen jako fond kvalifikovaných investorů pod dozorem České národní banky
Vklad prostředků ze státního rozpočtu	Zákon č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla)	Prostředky státního rozpočtu mohou být poskytnuty fondu pouze formou dotace; tyto prostředky nemohou být převedeny mimo ČR (např. do EIF)
	Zákon č. 219/2002 Sb. o majetku České republiky a jejím vystupování v právních vztazích	Fond může být založen výhradně ve formě akciové společnosti po předchozím souhlasu vlády; pro založení fondu (kapitálový vstup) nelze použít prostředky OPPI, ale výhradně prostředky rozpočtové kapitoly MPO
	Pokyny Společenství pro státní podporu investic rizikového kapitálu do malých a střední podniků (2006/C 194/02) z 18.8.2006	Podpora musí respektovat podmínky, za kterých je veřejná podpora poskytovaná ve formě rizikového kapitálu považována za slučitelnou se společným trhem
Vklad prostředků ze strukturálních fondů EU	Nařízení rady (ES) č. 1083/2006 ze dne 11. července 2006 o obecných ustanoveních o Evropském fondu pro regionální rozvoj a související prováděcí pravidla stanovená v Nařízení komise (ES) č. 1828/2006 ze dne 8. prosince 2006	Prostředky musí být vyčerpány do roku 2015. Správce fondu může být vybrán pouze v souladu se zněním zákona č. 137/2006 Sb., o veřejných zakázkách nebo může být správce fondu určen bez výběrového řízení, pokud se bude jednat o státní instituci (existující či nově zřízenou).
Podpora MSP formou kapitálových vstupů	Zákon č. 47/2002 Sb., o podpoře malého a středního podnikání	Prostřednictvím ČMZRB může být podpora poskytnuta pouze formou zvýhodněných úvěrů či záruk

### 3.3 Pre-seed fond

Příprava programu na podporu pre-seed aktivit na MŠMT vychází z usnesení vlády č. 295 ze dne 19. dubna 2010 k analýze operačních programů včetně návrhu možných revizí a evaluaci dosud vyhlášených výzev. Na základě tohoto usnesení má MŠMT za úkol „připravit a zahájit pre-seed fond za účelem poskytování grantů na výzkumné a vývojové aktivity zaměřené na dovedení výsledků výzkumu do komercializovatelné podoby.“ Dále bylo v této souvislosti MŠMT uloženo připravit a realizovat patentový fond jako finanční nástroj na pokrytí nákladů spojených s patentovým řízením, např. formou zvýhodněných úvěrů s odkladem splatnosti.

Podpůrný mechanismus MŠMT, který je v současné době (září 2011) stále v přípravě, je koncipován jako dotační program na podporu projektů výzkumných organizací v pre-seed fázi s celkovou alokací z prostředků Operačního programu Výzkum a vývoj pro inovace ve výši 1 mld. Kč. Jeho snahou je podpořit úspěšnou komercializaci výsledků VaV

vznikajících ve výzkumných organizacích. Mezi hlavní podporované činnosti bude patřit vytvoření specializovaných týmů pro ověřování komerčního potenciálu ve výzkumných organizacích, související externí poradenské služby (finanční, právní aj.) a výzkumné činnosti související s dotažením výsledku VaV do komerčně uplatnitelné podoby. Kromě aktivit souvisejících přímo s přípravou výsledků VaV ke komercializaci se dále předpokládá, že budou podporovány také aktivity zaměřené na vytvoření stabilních systémů pro komercializaci ve výzkumných organizacích (pravidla pro spolupráci s podniky a transfer technologií, rozvoj interních služeb pro komercializaci výsledků vznikajících ve výzkumné organizaci apod.).

Přestože připravovaný program MŠMT na podporu pre-seed fáze nemá charakter fondu rizikového kapitálu, tj. fondu investujícího do základního kapitálu vznikajících firem, jeho význam v komplexním systému podpory investic rizikového kapitálu do nově vznikajících technologicky orientovaných inovujících podniků je nesporný. Tento podpůrný mechanismus by měl přispívat k dostatečnému přílivu nových komerčně využitelných výsledků VaV vznikajících ve výzkumných organizacích (deal flow) a k přípravě vzniku nových podniků s vysokým růstovým potenciálem, které mohou být atraktivní pro investice rizikového kapitálu, a to ať již přímo soukromého, nebo z prostředků komplementárního seed fondu připravovaného MPO. Koordinace aktivit MPO a MŠMT v této oblasti je proto velmi potřebná jak v době přípravy obou podpůrných nástrojů, tak i následně při jejich implementaci (např. při ex ante, interim a ex post hodnocení projektů).

## **4 Podpora investic rizikového kapitálu do začínajících inovačních podniků v zahraničí**

V uplynulých letech byla v mnoha evropských zemích a také na celoevropské úrovni připravena a implementována opatření na podporu rozvoje rizikového kapitálu. Státy tak reagovaly na omezenou dostupnost startovního a rozvojového kapitálu, se kterou se potýkají zejména nově vznikající inovující MSP. Dále jsou proto popsány zahraniční zkušenosti se zakládáním (plně či částečně) veřejných fondů realizujících kapitálové investice do začínajících podniků (tzv. start-ups). Snahou je poskytnout základní srovnání se zeměmi, které takový fond v minulosti založily a zároveň které se ČR v určitých charakteristikách podobají, ať už se jedná o velikost ekonomiky, úroveň hospodářského rozvoje, charakteristiky podnikatelského prostředí či dostupnost prostředků ze strukturálních fondů EU. Byly proto vybrány příklady z Lotyšska, Polska a Rakouska, kde je pro vznik fondů rizikového kapitálu využívána kombinace prostředků z veřejného i soukromého sektoru, a dále příklad Finska, kde se na podpoře podílí téměř výhradně veřejné zdroje. Dalším důvodem pro výběr těchto zemí jsou následující skutečnosti. Finsko patří mezi země s rozvinutým trhem rizikového kapitálu, dlouhou tradicí jeho rozvoje a propracovaným systémem podpory. Rakousko je zemí, kde došlo v posledních letech k rychlému rozvoji podpůrných mechanismů v této oblasti, což se odrazilo v rychlém rozvoji rakouského trhu rizikového kapitálu. Polsko a Lotyšsko pak patří mezi země, kde je naopak trh rizikového kapitálu stejně jako v ČR slabě rozvinutý a kde jsou k dispozici (stejně jako v ČR) prostředky strukturálních fondů, jež byly v těchto zemích využity pro stimulaci investic rizikového kapitálu do inovujících podniků. V této kapitole jsou shrnuty hlavní charakteristiky a závěry vyplývající ze zkušeností těchto zemí se zakládáním fondů na podporu investic rizikového kapitálu do podniků v zárodečné či startovní fázi. Podrobnější popis nástrojů v jednotlivých zemích včetně souvisejícího prostředí pro tento typ investic je uveden v příloze.

### **Lotyšsko**

Lotyšský trh s rizikovým kapitálem lze označit jako málo rozvinutý, většina přítomných subjektů navíc operuje v rámci všech tří baltských zemí. Vyjádřeno podílem na HDP i v absolutních hodnotách, nízká je míra PE/VC investic, totéž ještě výrazněji platí u zárodečného a startovního rizikového kapitálu. Pro investice neexistují specifické právní překážky, omezena je pouze výše tohoto typu investic u domácích penzijních fondů. Slabá zůstává efektivní poptávka ze strany cílových firem, což je dáno nízkou mírou podnikatelské aktivity, některými charakteristikami podnikatelské kultury a slabou informovaností.

Opatření na rozvoj trhu rizikového kapitálu bylo implementováno v období 2004 – 2006 s využitím prostředků ze strukturálních fondů Evropské unie. Jednou z aktivit operačního programu bylo založení holdingového fondu kombinujícího téměř rovným dílem prostředky z veřejných a soukromých zdrojů (celkem 32 mil. Eur). Hlavním motivačním faktorem pro vstup privátních investorů bylo částečné krytí rizika ze strany státu a asymetrické rozdělení zisku. Holdingový fond následně formou otevřeného tendru vybral tři privátní manažerské společnosti, z nichž každá dle podmínek vytvořila jeden fond rizikového kapitálu. Investování těchto fondů bylo omezeno předem stanovenými kritérii, dílčí investiční rozhodnutí však byla pouze v kompetenci managementu jednotlivých fondů a respektovala zájem privátních investorů.



Specifickým prvkem v následném financování konkrétních podniků bylo dvoufázové investování, kdy horní limit investice činil 300 tis. Eur, po roce však mohl být kapitál navýšen o dalších 700 tis. Eur. Důvodem (výslovně nezmíněným) může být určité testování schopnosti podniků a snížení rizika špatných investic. Pro firmu v rozvojové fázi nemusí však prvotní investice znamenat dostatečný kapitálový impulz.

Hlavní komplikace v realizaci opatření spočívaly v pozdním čerpání prostředků, které bylo způsobeno nedostatečnými zkušenostmi s tvorbou dokumentace a problémy s výběrem manažerských společností (odvolávání proti výsledkům soutěže). Výrazně limitujícím se ukázalo krátké investiční období podmíněné čerpáním podpory ze strukturálních fondů. Investiční proces tak byl plně zahájen až poslední rok realizace opatření.

Zpětně je za chybu považováno roztržštění prostředků (a poptávky) do třech fondů, jejímž původním smyslem bylo zavedení faktoru konkurence a šíření praktických zkušeností (fondy neměly a priori přidělené určité segmenty trhu odlišeny). Fondy ale díky tomu nedosáhly nezbytné kritické velikosti pro získání expertů do manažerského týmu, omezena byla i jejich atraktivita pro externí investory. V dostupných materiálech navíc nejsou zmíněna žádná doplňková opatření směřovaná na posílení efektivní poptávky ze strany cílových firem nebo jiné komplementární nástroje sloužící k financování počátečních fází rozvoje podniku.

V programovacím období 2007 – 2013 se Lotyšsko zapojilo do evropské iniciativy JEREMIE. V roce 2010 tak byly založeny dva fondy (první zaměřený na počáteční, druhý na rozvojový kapitál) investující přímo do cílových podniků. První tři roky realizace budou fondy řízeny přímo Evropským investičním fondem, který je iniciátorem JEREMIE, poté bude odpovědnost přesunuta na Lotyšskou záruční agenturu.

## **Polsko**

Polsko nabízí investorům relativně velký trh, čemuž odpovídá v rámci střední a východní Evropy velký objem PE/VC investic. Pouze málo z nich má ale charakter rizikového kapitálu nebo směřuje do high-tech odvětví. Malé zůstává zastoupení domácích investorů a mezi investory jednoznačně převažují zahraniční subjekty.

Odůvodnění podpůrných opatření staví na deklarované nedostupnosti podnikového financování ve výši od 30 tis. do 2,5 mil. Eur, zejména kvůli vysoké rizikovosti a omezené znalosti tohoto segmentu, která je nerealizovanými investicemi dále zvětšována. Vzhledem k nestandardnosti jednotlivých investičních projektů jsou vysoké i administrativní náklady.

V minulém i současném programovacím období využívalo Polsko na podporu kapitálového financování prostředky ze strukturálních fondů. V roce 2005 byl účelově vzniklým zákonem zřízen Národní kapitálový fond (KFK). Tento holdingový fond spravuje veřejné prostředky (aktuálně ve výši 225 mil. Eur), které investuje společně s privátními prostředky (prostřednictvím tzv. joint investments) do PE/VC fondů. Ty mají povinnost část svých zdrojů směřovat do podniků ve startovní fázi, financovány však mohou být i firmy v rozvojové fázi. Další komplementární formy financování podniků (mikropůjčky, úvěrové garance), částečně podpořené ze strukturálních fondů, administruje Polská záruční agentura.

KFK má stanoven dlouhodobý investiční horizont (12 let), investuje pouze skrze kapitalizaci PE/VC fondů (aktivně se podílí na jejich fungování prostřednictvím zástupců v dozorčích radách), nikoliv přímo do cílových podniků. Motivačním faktor pro soukromé

investory představuje jejich preference při vyplácení zisků (není ale asymetrické) a dotace na správu fondů. KFK se mimo finančních vstupů zapojuje i v rámci znalostní podpory a investičních expertíz.

Hlavní identifikované problémy zmiňují nedostatek kvalifikovaných manažerských týmů a legislativní restrikce odrazující zahraniční investory. Fond vzhledem k silné regulaci nemá dostatečnou flexibilitu investičních limitů a struktury obchodů.

## **Rakousko**

V Rakousku je finanční trh vyplněný tradičními nástroji, což donedávna omezovalo rozvoj rizikového kapitálu. Stejný efekt má i silné zastoupení rodinných (konzervativních) podniků. Role kapitálového financování ale v Rakousku v posledních letech roste, relativně vyšší je zde i podíl investic rizikového kapitálu. Oproti Polsku jednoznačně převažuje kapitál domácích veřejných institucí. Důvodem je málo flexibilní a mezinárodně nekonkurenceschopný právní rámec, který odrazuje zahraniční investory.

Charakteristický prvek v rakouském systému vytváří daňová výjimka pro příjmy plynoucí z investic, na kterou mají nárok společnosti investující do malých a středních podniků, tzv. MFG. Pravidla pro získání tohoto statusu jsou však poměrně restriktivní a samotná daňová výjimka nepůsobí na investory jako dostatečný motivační faktor.

Roli klíčového subjektu v podpoře podniků zastává státní agentura Rakouský podnikatelský servis (AWS). Ta nabízí široké spektrum finančních nástrojů pro různá stadia rozvoje firem – PreSeed (nevratné granty), Seed (podmínečně vratné granty vázané na výkonnost podniku), AWS-MSF (dlouhodobé spolufinancování růstových projektů). Iniciativa VCI (Venture Capital Initiative) zavedená v roce 2009 (prozatím) realizovala investice 15 mil. Eur do dvou na trhu existujících PE/VC fondů, které musí odpovídat stanoveným kritériím. Případné navýšení rozpočtu pro toto opatření se plánuje v závislosti na úspěšnosti stávající podpory. Vedle zmíněných finančních nástrojů poskytuje AWS rovněž informační a poradenský servis, mj. prostřednictvím webových stránek nabízející kompletní informace o podpůrných programech pro jednotlivá stadia rozvoje podniku.

Investoři vnímají hlavní problémy v podobě málo prorůstově orientovaných podnikatelských plánů, které tak nejsou dostatečně investičně atraktivní. Následky ekonomická krize navíc posouvají těžiště podpory do pozdějších stádií rozvoje firmy.

Rakousko publikovalo v roce 2006 rozsáhlou studii věnující se problematice rizikového kapitálu, která v závěru navrhuje strukturu (holdingového fondu) jako nástroje pro podporu kapitálových investic do místních podniků. Prozatím nerealizovaný návrh popisuje vytvoření holdingového fondu s ne příliš restriktivní investiční politikou, který nebude specializovaný na určitá stadia rozvoje podniků, ale naopak bude poskytovat komplexní podporu pro podniky v různých fázích rozvoje. Jeho kapitál bude tvořen kombinací veřejných a privátních prostředků. Ty budou investovány v rámci diverzifikovaného celoevropského portfolia (většina ale v Rakousku). Holdingový fond má být ustanoven jako společnost se sídlem v Lucembursku, a to z důvodu vhodnější legislativy.

## **Finsko**

Finský PE/VC trh má za sebou dlouhodobý vývoj a může tak stavět na pevných institucionálních základech. Ty jsou tvořeny zejména třemi státními nadacemi/společnostmi – fondem Sitra, který má širěji pojatou socioekonomickou roli, společností Finnish Industry Investment (FII) a finanční agenturou Finnvera.

Míra podnikatelské aktivity je ve Finsku snižována daňovým zatížením a výhodností zaměstnaneckého vztahu. Proti tomuto vývoji však působí úspěšná inovační politika, která pomáhá udržovat přísun nových technologicky zaměřených podniků (deal flow). Výsledkem je vysoký podíl early-stage investic (dáno zřejmě i rozsáhlou státní podporou). Trh se jinak nevyznačuje výraznými nedostatky, snad kromě jeho absolutní velikosti, která snižuje jeho atraktivitu pro vstup zahraničních subjektů a možnosti při ukončení investice.

Aktivity zmíněných státních organizací nejsou přímo vázané na vnější podporu (např. prostředky ze strukturálních fondů), proto se jedná spíše o dlouhodobé aktivity než o jednorázová opatření. Ta se v případě Sitry aktuálně omezují na přímé kapitálové financování firem v rámci tematických programů. FII investuje své prostředky převážně do přítomných PE/VC fondů, specifikem je jeho pasivní účast (poskytuje pouze kapitálové vstupy, nikoliv know-how nebo strategické řízení). Nejširší roli má Finnvera, která mj. prostřednictvím své dceřiné společnosti Veraventure provozuje Seed fond Vera investující ve spolupráci s privátními subjekty (joint investments) přímo do cílových podniků. Veraventure zároveň funguje jako holdingový fond a vkládá kapitál do regionálních fondů rizikového kapitálu. V obou případech deklaruje aktivní účast v podobě poradenství a zapojuje se do orgánů cílových subjektů.

Finsko tak prostřednictvím tří zmíněných institucí poskytuje komplexní balík podpůrných nástrojů. Jako nedostatek bylo zmiňováno částečné překrývání funkcí mezi organizacemi, to je ale postupně odstraňováno. Slabá byla rovněž nefinanční stránka uskutečněných investic, které neobsahovaly doplňkové služby, znalostní podporu a odborné vedení. Ty byly poskytovány odděleně a nezávisle na investicích.

## **Obecné shrnutí zahraničních zkušeností**

Příklady čtyř výše popsaných zemí poskytují určité náměty pro případná doporučení. Protože situace na jednotlivých trzích rizikového kapitálu a v jejich rámcových podmínkách je výrazně odlišná, nelze bez rozmyslu převzít model dílčího opatření a aplikovat ho v odlišném národním kontextu. Vždy je třeba mít na paměti propojenost podpůrných aktivit a odezvu, se kterou se setkají od ostatních aktérů v systému.

Systematický a promyšlený přístup, který ideálně pramení z vlastních předešlých zkušeností, se v přehledu zahraničních praxí ukazuje jako klíčový element. Tam, kde byla od relativně krátkodobého a solitérního opatření očekávána výrazná změna, se častěji objevovaly opomenutí a překážky omezující úspěšnost této aktivity. Snaha rozšiřovat vyšší patra systému bez zajištění pevných základů spočívajících v přívětivém investičním prostředí a inovační politice zajišťující dostatečné deal flow se ukázala jako nekoncepční. Proto je třeba v první řadě využít stávající zkušenosti v oblasti rizikového financování nebo jeho podpory a na jejich základech stavět podpůrná opatření nebo nově ustavené instituce. Předchozí konsensus klíčových aktérů a vyjádření vůle aktivně na opatření participovat je cennou informací o jeho realitě.

Zahraniční praxe rovněž ukazují na vhodnost centrální instituce financující rozdílné nástroje na podporu inovačního podnikání. Lépe je tak zajištěna návaznost jednotlivých nástrojů a předávání údajů o kvalitě každého z žadatelů o financování. Stejná informační otevřenost pak obvykle působí i opačným směrem, firmy tak mají lepší přehled o nabídkách podpůrných opatření a možnost kombinovat je do uceleného finančního plánu. Dostatečnou flexibilitu je pak třeba zajistit i pro financující instituci samotnou, aby byla schopna reagovat na aktuální vývoj situace na trhu nebo na případnou změnu zaměření podpory.

Země	Charakter trhu	Velikost trhu	Hlavní subjekty podpory	Mechanismus podpory	Formy financování	Zkušenosti
<b>Česko</b>	málo rozvinutý, legislativní omezení pro penzijní fondy	relativně velké PE/VC investice, malý podíl VC a high-tech oborů	MPO	Seed fond (MPO) v přípravě	navýšení kapitálu existujícím nebo nově vzniklým VC fondům, neinvestuje přímo do podniků, alternativní mechanismy jako úvěry či garance poskytovány státem	
<b>Lotyšsko</b>	málo rozvinutý, bez legislativních překážek	nízké PE/VC investice, minimální podíl VC	dříve existující Lotyšská záruční agentura (LGA)	holdingový fond pod správou LGA kombinující veřejné (hlavně SF) a privátní prostředky a prostřednictvím soukromých manažerských společností zakládající tři VC fondy	navýšení kapitálu nově vzniklým VC fondům, neinvestuje přímo do podniků, alternativní mechanismy jako úvěry či garance poskytovány státem	malá efektivní poptávka, pozdní čerpání, krátké investiční období, nevhodné rozdělení kapacit do tří fondů, aktuálně využívána iniciativa JEREMIE (dva fondy zvlášť pro seed/start-up a expansion kapitál)
<b>Polsko</b>	převažují zahraniční investoři, legislativní omezení pro penzijní fondy	relativně velké PE/VC investice, malý podíl VC a high-tech oborů	zákonem ustanovený Národní kapitálový fond (KFK)	KFK funguje přímo jako holdingový fond, sdružuje veřejné prostředky (hlavně SF) a investuje společně s privátními investory do existujících nebo nově vzniklých VC fondů, aktivní účast	navýšení kapitálu existujícím nebo nově vzniklým VC fondům, neinvestuje přímo do podniků, alternativní mechanismy jako úvěry či garance poskytovány státem	nedostatek kvalifikovaných manažerských týmů, fond vzhledem k silné regulaci nemá dostatečnou flexibilitu při financování
<b>Rakousko</b>	konzervativní a tradiční mechanismy, rigidní a mezinárodně nekonkurenční schopný legislativní rámec	rostoucí PE/VC investice, relativně vyšší podíl VC a high-tech oborů	MFG jako daňově zvýhodněná forma investiční společnosti, existující Rakouský podnikatelský servis	AWS nabízí rozdílné programy pro jednotlivá stadia vývoje firmy (investice přímo do firem), nově testuje iniciativu navyšující kapitál VC fondům	PreSeed nevratné granty, Seed podmíněčně vratné granty vázané na výkonnost podniku, AWS-MSF dlouhodobé spolufinancování růstových projektů, VPI navýšení kapitálu VC fondům	podniky s málo růstově orientovaným podnikatelským plánem, který nepřitáhne investory, který nepřitáhne investory,
<b>Finsko</b>	dlouhodobě rozvíjený trh, silné institucionální základy, úspěšná inovační politika	relativně vysoké PE/VC investice s vysokým zastoupením VC a high-tech oborů	tři vzájemně se doplňující státní organizace Sitra, FII a Finnvera	Sitra, FII a Finnvera nabízí komplexní, částečně se překrývající nabídku finančních mechanismů pro podporu podnikového financování	převažují kapitálové investice do podniků (přímo nebo prostřednictvím podporovaných VC fondů), silnou roli mají i další nástroje jako úvěry a různé formy garancí	dlouhodobé aktivity prostřednictvím rozvinutých a relativně samostatných institucí, částečný překryv nástrojů, nefinanční podpora v některých případech poskytována slabě či nezávisle na investicích

## 5 Návrhy a doporučení

Na základě posouzení situace v ČR a zahraničních zkušeností v oblasti fondů rizikového kapitálu s účastí veřejných prostředků jsou v této části formulovány návrhy a doporučení, které by mohly přispět k efektivnějšímu uplatnění nástrojů na podporu investic rizikového kapitálu do začínajících technologicky orientovaných firem v ČR. Z výše popsaných domácích a zahraničních zkušeností jednoznačně vyplývá, že **k podpoře kapitálových investic do rozvíjejících se inovujících podniků je nezbytné přistupovat komplexně. Tato komplexní podpora musí zahrnovat vytvoření příznivého daňového a legislativního prostředí pro investice rizikového kapitálu a jejich následné ukončení, vytvoření efektivních stimulačních nástrojů pro investory rizikového kapitálu (daňové pobídky či využití veřejných prostředků pro stimulaci soukromých investic) a v neposlední řadě posilování absorpční kapacity podnikového sektoru, tj. podporovat aktivity zlepšující připravenost podniků na kapitálové vstupy externích investorů.** Jednostranné posilování pouze některé z těchto složek nemůže z dlouhodobého hlediska přispět rozvoji trhu rizikového kapitálu v ČR a k širšímu využívání tohoto typu investic pro vznik a počáteční rozvoj inovujících podniků.

Ve vazbě na výše uvedené obecné doporučení jsou další doporučení podrobněji rozepsána ve třech základních oblastech:

- Doporučení pro zlepšení prostředí pro investice rizikového kapitálu v ČR
- Doporučení pro podpůrné nástroje stimulující investice rizikového kapitálu do nově vznikajících technologicky orientovaných firem
- Doporučení pro posilování absorpční kapacity podnikového sektoru

### 5.1 Doporučení pro zlepšení prostředí pro investice rizikového kapitálu v ČR

V kapitole 2.2 byly nastíněny hlavní překážky rozvoje trhu rizikového kapitálu v ČR. Kromě relativně nízké absorpční kapacity podnikového sektoru spojené s nižší připraveností a ochotou podniků akceptovat externí kapitálový vstup, na kterou reagují doporučení v části 5.3, byly mezi významnými limitujícími faktory většího rozšíření investic rizikového kapitálu v ČR identifikovány příliš svazující legislativa, nevýhodné daňové prostředí a slabě rozvinutý akciový trh.

Ke zlepšení prostředí pro investice rizikového kapitálu by proto přispělo **uvolnění pravidel pro dynamické penzijní fondy tak, aby byly oprávněny investovat část svého portfolia přímo do základního kapitálu.** Konkrétně se jedná o úpravu zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem a o změny některých zákonů souvisejících s jeho zavedením ve znění pozdějších předpisů, které činnost penzijních fondů upravují. Přestože uvolnění regulace činnosti penzijních fondů představuje ožehavé politické a sociální téma, zahraniční zkušenosti ukazují (např. Švédsko, Francie, Irsko), že povolení penzijním fondům částečně realizovat PE/VC investice nepředstavuje významnou hrozbu pro stabilitu penzijního systému. Naopak, tato větší diverzifikace portfolia penzijních fondů přispívá k jejich vyšší výnosnosti a k rozvoji vnitřního kapitálového trhu. Proto lze doporučit, aby toto dílčí uvolnění regulace

činnosti penzijních fondů bylo v rámci připravované reformy penzijního systému zvažováno.

Obdobné **uvolnění regulací investic jako v případě penzijních fondů lze doporučit i v případě pojišťoven**. Stejně jako penzijní fondy ani pojišťovny nemohou v současné době umístit technické rezervy ve formě PE/VC investic, neboť seznam povolených finančních instrumentů pro umístění technických rezerv je explicitně vymezen v zákoně č. 277/2009 Sb., o pojišťovnictví.

V oblasti regulace pro vznik a činnost PE/VC fondů probíhá v současnosti interní diskuse na Ministerstvu financí ke zvláštní právní úpravě těchto fondů v návaznosti na potřebu transponovat směrnici AIFMD do českého práva. V této souvislosti **lze obecně doporučit, aby nová právní úprava umožňovala vznik PE/VC fondů v daňově transparentní struktuře**.

V ČR neexistují žádná daňová zvýhodnění pro investory rizikového kapitálu. Ke zvýšení atraktivity tohoto typu investic v ČR by přispělo **zavedení daňových stimulů pro kapitálové investice fondů rizikového kapitál a individuálních investorů (tzv. business angels) do inovačních podniků či do podniků v rozvojových fázích**. Inspirací může být v této souvislosti propracovaný systém daňových pobídek rizikového kapitálu fungující ve Velké Británii (tzv. Enterprise Investment Scheme), který funguje již od roku 1994. Výhodou daňových nástrojů na podporu investic rizikového kapitálu do počátečních fází rozvoje inovačních podniků je jejich plošné působení a ponechání investičního rozhodování (zvažování rizika a potenciálního výnosu) výhradně na soukromém investorovi. Tyto nástroje jsou rovněž přínosné díky své trvanlivosti (a tím předvídatelnosti), což vytváří dlouhodobě stabilní investiční prostředí.

## **5.2 Doporučení pro podpůrné nástroje stimulující investice rizikového kapitálu do nově vznikajících technologicky orientovaných firem**

Kromě příznivého legislativního a daňového prostředí pro PE/VC investice jsou v řadě evropských zemí uplatňovány pobídky pro investice rizikového kapitálu do inovujících MSP v počáteční fázi rozvoje. Tyto pobídky mají formu jak daňových úlev pro investory rizikového kapitálu (např. Rakousko, Velká Británie), tak i daňového zvýhodnění pro začínající inovující podniky (např. Belgie, Francie). Kromě fiskálních nástrojů je podpora investic rizikového kapitálu do nově vznikajících technologicky orientovaných podniků poskytována rovněž formou přímých kapitálových vstupů realizovaných prostřednictvím fondů rizikového kapitálu kombinujících veřejné a soukromé prostředky. Na základě dosavadních zahraničních zkušeností lze pro tuto formu podpory shrnout následující doporučení.

Struktura pilotního seed fondu připravená MPO, která předpokládá vznik holdingového fondu, se z hlediska dosavadních zahraničních zkušeností zdá být pro tuto formu podpory vhodná, neboť umožňuje dostatečně flexibilní přesouvání mezi jednotlivými typy nástrojů a mezi jednotlivými fondy kolektivního investování. **Při přípravě detailnějšího nastavení struktury lze doporučit, aby byla stanovena velmi precizně kritéria pro výběr manažerských společností pro jednotlivé fondy kolektivního investování případně pro správcovskou společnost holdingového fondu, bude-li vybírán v rámci veřejné zakázky**. Důvodem pro toto doporučení je zkušenost Lotyšska, kde v důsledku řady odvolání proti výsledku tendru na manažerské společnosti zřizovaných fondů došlo k významnému zpoždění v zahájení jejich činnosti. S ohledem na časově omezenou dostupnost prostředků ze strukturálních fondů na toto programovací

období, by jakékoliv průtahy mohly vážně ohrozit využití těchto prostředků na spuštění seed fondu.

V souvislosti s nastavením holdingové struktury seed fondu je potřebné zdůraznit, že **finanční prostředky holdingového fondu by neměly být roztrženy do velkého množství fondů kolektivního investování**. Rozmělnění dostupných zdrojů do mnoha fondů by totiž neumožňovalo vytvořit kritické množství finančních prostředků a expertních manažerských týmů pro investice jednotlivých fondů, což by snižovalo jejich efektivitu a schopnost dostatečně diverzifikovat vnitřní portfolio investic. Právě rozdrobení finančních prostředků a s ním související nedostatek zkušených investičních expertů je považováno za negativní zkušenost při zakládání fondů rizikového kapitálu s účastí veřejných a soukromých prostředků v Lotyšsku.

Důležitým faktorem úspěchu při implementaci podpory prostřednictvím částečně veřejného fondu rizikového kapitálu je nastavení pravidel pro činnost holdingového fondu a navazujících fondů kvalifikovaných investorů. Tato **pravidla by měla zajišťovat dostatečnou flexibilitu pro investice realizované těmito fondy, a to jak z hlediska velikosti a odvětvového vymezení těchto investic (při respektování pravidel veřejné podpory), tak i z pohledu jejich struktury**. S ohledem na relativně malé zkušenosti ČR v této oblasti lze rovněž doporučit, aby k formulaci regulačních předpisů pro činnost holdingového fondu a navazujících fondů kolektivního investování byli přizváni zahraniční experti.

Při nastavení konkrétních parametrů pro fungování fondů kolektivního investování s účastí veřejných a soukromých prostředků je důležité dobře nastavit podmínky pro rozdělení zisku z investic mezi stát a soukromé investory. Zde se ukazuje, že **určitá asymetrie či preference při rozdělování zisků ve prospěch soukromých investorů vytváří potřebný stimul pro aktivaci soukromých prostředků pro kapitálové investice. Na druhou stranu přílišné zvýhodnění soukromých investorů při rozdělení zisků a rizik sebou nese nebezpečí morálního hazardu ze strany soukromých investorů**. Jednou z variant pro rozdělení zisků mezi soukromé investory a stát může být model, kdy jsou nejprve uspokojeni soukromí investoři do výše jejich vkladů, následně je uspokojen stát do výše vkladu veřejných prostředků, ve třetí fázi získají soukromí investoři podíl na zisku do určitého, předem stanoveného procenta, v další fázi získá stejný podíl na zisku stát, a tak dále až do rozdělení celkového výnosu.

Významným aspektem fungování fondu rizikového kapitálu spravujícího veřejné a soukromé prostředky jsou podpůrné odborné služby a aktivní podíl na ovlivňování chodu podniků, do kterých jsou finanční prostředky formou kapitálových vstupů investovány. Jak ukazují například zkušenosti z Finska, účast pasivních investorů sice umožňuje aktivovat dostatečné zdroje pro investici rizikového kapitálu, ale tyto investice negenerují další přidanou hodnotu v podobě předávání podnikatelského know-how, které může být pro úspěch investice významné. Z tohoto důvodu **je vhodné koncipovat veřejné fondy rizikového kapitálu jako aktivní investory, které kromě finančních prostředků ve formě kapitálových vstupů budou zainvestovaným podnikům poskytovat odborné poradenství v oblasti podnikání a managementu a odborné vedení**.

Jak bylo nastíněno v kapitole 3.2, při přípravě pilotního seed fondu MPO byly identifikovány určité legislativní limity, které znesnadňují zavedení tohoto nástroje v ČR. Zejména se jedná o pravidla pro nakládání s prostředky ze státního rozpočtu a související pravidla upravující nakládání s majetkem ČR (zákony č. 218/2000 Sb. a č. 219/2002



Sb.). Z tohoto důvodu **doporučujeme, aby Rada pro výzkum, vývoj a inovace iniciovala a ve spolupráci s MPO, Ministerstvem financí a odbornými sdruženími (zejm. CVCA) realizovala detailní právní posouzení těchto předpisů, na základě něhož by bylo možné navrhnout konkrétní změny, které mohou usnadnit legislativní podmínky pro vznik částečně či plně veřejných fondů rizikového kapitálu zaměřených na kapitálové investice do vzniku a rozvoje technologicky orientovaných inovujících podniků.** Přestože dílčí posouzení legislativního rámce pro zakládání takových fondů zpracovalo MPO v rámci přípravy pilotního seed fondu, úkoly vyplývající pro RVVI z opatření A 4-8 NP VaVaI nelze v tomto ohledu považovat za splněné.

### **5.3 Doporučení pro posilování absorpční kapacity podnikového sektoru**

Všechna doporučení uvedená ve dvou předchozích podkapitolách se orientovala na zlepšení podmínek pro investice rizikového kapitálu na straně investorů. Kromě příznivého prostředí a přímých stimulačních opatření pro tento typ investic na straně nabídky je však nezbytné klást důraz na zvyšování deal flow pro tento typ investic, tj. na posilování poptávky po rizikovém kapitálu.

V nejobecnější rovině by ke zvyšování deal flow pro investice rizikového kapitálu měla přispívat všechna opatření NP VaVaI, která usilují o zvyšování množství a kvality nových znalostí a jejich následné využívání v inovacích. Úžeji lze doporučení pro posílení poptávky po rizikovém kapitálu a jeho absorpce rozdělit do dvou oblastí – zlepšení připravenosti podniků na kapitálové vstupy a vytvoření systému pro aktivní vyhledávání potenciálních příjemců rizikového kapitálu.

Zahraniční zkušenosti ukazují, že při implementaci programů na podporu investic rizikového kapitálu do inovujících podniků je významný důraz kladen na zlepšení jejich připravenosti na kapitálové vstupy. Také pilotní projekt seed fondu MPO předpokládá, že významná část podpory bude směřovat na rozvoj klíčových kompetencí MSP, zejm. na rozvoj strategického řízení v podnicích a management inovací. V této oblasti **lze doporučit, aby podpora těchto kompetencí formou poskytování (dotovaných) poradenských služeb či odborného vedení byla integrální součástí komplexní podpory výzkumu, vývoje a inovací, zejména pak podpory poskytované subjekty inovační infrastruktury** (vědeckotechnickými parky, centry pro transfer znalostí aj.). Služby usnadňující přenos nových znalostí do inovací a rozvoj podnikání v počátečních fázích jsou v rámci těchto infrastruktur v současné době slabě rozvinuté, což je patrné zejména ve veřejných výzkumných organizacích. Z tohoto důvodu **lze doporučit, aby se podpora rozvoje inovační infrastruktury zaměřila především na rozvoj znalostí a dovedností odborných týmů v těchto infrastrukturách, které budou schopny poskytovat adresné poradenské služby výzkumníkům a začínajícím podnikatelům a přispívat tak k rozvoji jejich „netechnických“ kompetencí.**

Druhou významnou oblastí doporučení pro zvýšení absorpční kapacity pro investice rizikového kapitálu je **vytvoření systému přispívajícího k aktivnímu vyhledávání investičních příležitostí (podniků) a k propojení nabídky a poptávky na trhu rizikového kapitálu.** Zahraniční zkušenosti v této souvislosti ukazují, že centralizované systémy nedokáží tuto úlohu efektivně naplňovat a klíčovou úlohu by v této oblasti měly převzít regionální subjekty, jež mají podrobnější informace o potřebách podniků v daném regionu či podnikatelských záměrech, které lze s pomocí investic rizikového kapitálu realizovat. K efektivnímu přenosu informací o potenciálních investičních projektech pak

přispívá propojení těchto regionálně působících subjektů v rámci národních či mezinárodních sítí. V této souvislosti **lze doporučit využití existující sítě Enterprise Europe Network (resp. její české části), která se specializuje na poskytování podpůrných služeb a informací pro rozvoj inovačního podnikání** a má v ČR vybudovanou síť 12 regionálních agentur. Mezi konkrétní nástroje, které mohou propojení nabídky rizikového kapitálu s poptávkou usnadnit lze doporučit vytvoření specializované databáze investičních projektů (podnikatelských záměrů), pořádání setkání investorů rizikového kapitálu s potenciálními příjemci (podnikateli) či dalších akcí zaměřených na vytváření podnikatelských kontaktů.

**Součástí opatření na zvýšení absorpce pro investice rizikového kapitálu je rovněž spolupráce mezi poskytovateli veřejné podpory na aktivity výzkumu, vývoje a inovací tak, aby byly zajištěny návaznosti mezi finančními nástroji podpory zaměřenými na různé fáze inovačních projektů.** Zejména se jedná o spolupráci mezi Technologickou agenturou ČR, která podporuje projekty VaV až do fáze jejich komercializace, MŠMT, které bude podporovat projekty výzkumných organizací v pre-seed fázi a MPO s připravovaným projektem seed fondu. Mezi konkrétní mechanismy spolupráce může patřit například vzájemná účast jednotlivých subjektů na evaluaci projektů podporovaných v rámci programů těchto poskytovatel (společné hodnotící panely).

## 6 Použité zdroje

- AVCO: Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen. AVCO, 2006 [<http://www.bmwfj.gv.at/ForschungUndInnovation/Foerderungen/Documents/PEVC%20Langfassung.pdf>].
- AVCO: Private Equity & Venture Capital in Österreich. Corporate Finance Österreich, 6/2007 [[http://www.avco.at/upload/medialibrary/Seiten\\_aus\\_Druck\\_CFO\\_6-200781014.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/Seiten_aus_Druck_CFO_6-200781014.pdf)].
- AVCO: Private Equity Market in Austria. Private Equity Russia & CIS Journal, 5/2011 [[http://www.avco.at/upload/medialibrary/11-04\\_ARTICLE-PERCIS5-Private\\_Equity\\_Market\\_in\\_Austria.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/11-04_ARTICLE-PERCIS5-Private_Equity_Market_in_Austria.pdf)].
- AWS: Detailinformation Venture-Capital-Initiative [<http://www.awsg.at/Content.Node/files/sonstige/VCI-Detailinformation.pdf>].
- AWS: Faktenblatt AWS [[http://www.awsg.at/Content.Node/files/sonstige/Faktenblatt\\_aws.pdf](http://www.awsg.at/Content.Node/files/sonstige/Faktenblatt_aws.pdf)].
- AWS: Kurzinformation - AWS-Mittelstandsfonds [<http://www.awsg.at/Content.Node/files/kurzinfo/Mittelstandsfonds.pdf>].
- AWS: Programm zur Förderung von Gründung und Aufbau junger innovativer technologieorientierter Unternehmen, 2010 [<http://www.awsg.at/Content.Node/media/files/JITU.pdf>].
- Community guidelines on State aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises. Official Journal of the European Union, 2006/C, 194/02
- CVCA: Private Equity & Venture Capital v České republice, 2010
- Dijokas, V., Vanags, A.: Venture Capital in Latvia. Telia Sonera Institute Discussion Paper No 1. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga, 2004.
- EC - Inforegio: Latvia - developing early-stage venture capital to sustain long-term economic growth. 2007 [[http://ec.europa.eu/regional\\_policy/projects/practices/details.cfm?pay=LV&the=51&sto=1460&region=ALL&lan=7&obj=ALL&per=ALL&defL=EN](http://ec.europa.eu/regional_policy/projects/practices/details.cfm?pay=LV&the=51&sto=1460&region=ALL&lan=7&obj=ALL&per=ALL&defL=EN)].
- EVCA: Central and Eastern Europe Statistics 2010. European Private Equity and Venture Capital Association, 2011 [<http://www.evca.eu/uploadedfiles/PBCEE10.pdf>].
- EVCA: Yearbook 2011. European Private Equity and Venture Capital Association, 2011 [[http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Statistics/Yearbook/Evca\\_Yearbook\\_2011.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf)].
- Finnish Industry Investment [[http://www.teollisuussijoitus.fi/in\\_english](http://www.teollisuussijoitus.fi/in_english)].
- Finnvera – Venture Capital Investments [<http://www.finnvera.fi/eng/Venture-Capital-Investments>].

- KFK: Krajowy Fundusz Kapitałowy: Engaging Structural Funds in rating private capital for investment for innovative companies. KFK 2011 [[http://www.europe-innova.eu/c/document\\_library/get\\_file?folderId=366466&name=DLFE-11057.pdf](http://www.europe-innova.eu/c/document_library/get_file?folderId=366466&name=DLFE-11057.pdf)].
- Krajowy Fundusz Kapitałowy [<http://www.kfk.org.pl>].
- Leleux, B., Surlemont, B. (2003): Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing* 18:1, 81-104  
nebo Der Einfluss von Private Equity und Venture Capital auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen, AVCO 2006
- Luukkonen, T.: Venture Capital Industry in Finland – Country Report for the Venture Fun Project. ETLA, Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, The Research Institute of the Finnish Economy, 2006, 48 p. (Keskusteluiheita, Discussion Papers, ISSN 0781-6847; No. 1003).
- MGP: Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych. Ministerstwo Gospodarki i Pracy, 2005 [<http://www.mg.gov.pl/NR/ronlyres/80DEE1CA-2D83-4B2C-8FD6-5B27B4EA1153/16477/Venturecapital1.pdf>].
- MPO: Návrh záměru na realizaci pilotního seed fondu na podporu začínajících inovačních podniků s využitím dodatečných prostředků OPPI. Vnitřní dokument MPO, 2011
- Operational Programme Innovative Economy 2007 – 2013. Ministry of Regional Development, 2007  
[<http://www.poig.gov.pl/Dokumenty/Lists/Dokumenty%20programowe/Attachments/88/innowacyjnagospodarkaang1704.pdf>].
- Rajchlová, J., Baranyková, M., Polák, M., Brož, Z.: Legislative and institutional conditions of private equity and venture capital financing in Poland and the Czech Republic – comparative study. *Mimeo*.
- Rola funduszy venture capital i business angels w rozwoju gospodarczym kraju [<http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/referaty/Rola%20funduszy%20venture%20capital%20i%20business%20angels%20w%20rozwoju%20gospodarczym%20kraju.pdf>].
- Sectoral Operational Programme Improvement Of The Competitiveness Of Enterprises 2004 – 2006. Ministry of the Economy Labour and Social Policy, 2004  
[[http://www.mrr.gov.pl/english/european\\_funds\\_2004\\_2006/sop/strony/sop.aspx](http://www.mrr.gov.pl/english/european_funds_2004_2006/sop/strony/sop.aspx)].
- Sitra: Corporate Funding [<http://www.sitra.fi/en/Corporate+funding/funding.htm>].
- SITRA: Sitra Board Report and Financial Statements 2010. Sitra, 2011
- SITRA: The Prospects for Successful Early-Stage VC in Finland. Sitra, 2006  
[<http://www.sitra.fi/julkaisut/raportti70.pdf?download=Lataa+pdf>].
- TC AV ČR: Bariéry růstu konkurenceschopnosti ČR. Studie pro Ministerstvo pro místní rozvoj. 2005
- Vanags, A., Staševska, J., Paalzow, A. (2010): Venture Capital in Latvia Revisited. Telia Sonera Institute Discussion Paper No 9. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga  
[<http://biceps.org/files/TSDiscussionPaper9.pdf>].

- Wirtschaftsministerium: "Österreich fehlt Risikokapital". DiePresse.com, 9.3.2011. [[http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/640418/Wirtschaftsministerium\\_Oesterreich-fehlt-Risikokapital-](http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/640418/Wirtschaftsministerium_Oesterreich-fehlt-Risikokapital-)].
- Zinecker, M.; Rajchlová, J.: Private equity and venture capitalists investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2010, roč. LVIII, č. 6/ 2010,s. 26-38. ISSN: 1211- 8516.

## 7 Příloha

V této příloze jsou stručně charakterizovány trhy rizikového kapitálu ve čtyřech vybraných zemích – Lotyšsku, Polsku, Rakousku a Finsku. Zohledněna jsou rovněž národní specifika (právní rámec, charakter podnikatelské kultury, rozsah substitučních finančních služeb atd.), která trh v dané zemi ovlivňují. Dále jsou popsány samotné aktivity na podporu financování podniků formou kapitálových vstupů, jejich odůvodnění, mechanismus a výsledky.

### 7.1 Lotyšsko

#### 7.1.1 Informace o trhu

Přestože v Lotyšsku od roku 2003 funguje Latvian Venture Capital Association pokrývající aktivity v oblasti kapitálového financování, neshromažďuje souhrnné statistiky o situaci na trhu, a ty proto nejsou za Lotyšsko dostupné. Množství informací lze však čerpat z odborných článků i z dokumentace k podpůrným opatřením.

Kapitálový trh v Lotyšsku procházel v minulých letech rychlým vývojem. Po roce 1995, kdy se podařilo stabilizovat hospodářství, bylo Lotyšsko v hledáčku investorů jako region se slibným ekonomickým růstem a zásluhou zahraničního kapitálu zde vznikaly první VC fondy. Období rozvoje bylo mezi roky 1998 a 2001 přerušeno ruskou krizí, po níž však s vidinou vstupu do EU a NATO a rapidním ekonomickým růstem došlo k obnovení důvěry investorů.<sup>9</sup> Důležitým zlomem bylo spuštění programu na podporu VC s využitím financí ze strukturálních fondů EU v letech 2006 – 2008, kdy se těžiště investic posunulo blíže k MSP v počáteční fázi rozvoje. Druhé kolo státní podpory VC znamenalo zapojení Lotyšska do iniciativy JEREMIE od roku 2010.

Obecně se dá o VC trhu v Lotyšsku hovořit jako o málo rozvinutém. Mezi roky 1995 a 2008 bylo podle dostupných informací uskutečněno celkem 96 investic, z toho 32 do průmyslové výroby. Zejména do roku 2000 dominovalo zastoupení potravinářství, následně sběr odpadu, až po roce 2006 získaly převahu high-tech obory jako programování a ICT. K posunu došlo především díky prvnímu podpůrnému programu, kde polovina z 28 projektů byla z oblasti vyspělých technologií. Přes výrazný pokrok ale nelze říct, že by VC trh v Lotyšsku sledoval klasický model a soustředil se výhradně na inovační projekty z high-tech odvětví.<sup>10</sup>

#### Hlavní subjekty

V roce 2008 aktivně působilo v Lotyšsku 13 VC fondů, mezi jejichž vlastníky převažovali zahraniční institucionální investoři ze Skandinávie, Velké Británie a USA. Tři fondy měly lotyšské privátní vlastníky. Převažuje zaměření na pozdější stadia vývoje podniku, pouze

---

<sup>9</sup> Viz Dijokas, V., Vanags, A. (2004): Venture Capital in Latvia. Telia Sonera Institute Discussion Paper No 1. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga [http://biceps.org/files/REA\_brosura\_1.pdf]

<sup>10</sup> Viz Vanags, A., Staševska, J., Paalzow, A. (2010): Venture Capital in Latvia Revisited. Telia Sonera Institute Discussion Paper No 9. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga [http://biceps.org/files/TSDiscussionPaper9.pdf]

dva fondy doplněné o veřejné prostředky investují primárně early-stage kapitál (průměrně 200 tis. Eur) do MSP. Na lotyšském trhu mají výraznou přítomnost business angels, jsou sdruženi do třech organizací a podle odhadů se na investicích VC podílejí 10 – 20 %. Důležité jsou zejména pro mikropodniky. Komerční banky měly na trhu dvojí roli. Jednak působily jako substituenty VC, neboť v minulosti investovaly i do poměrně rizikových projektů, jednak jsou prostřednictvím svého podílu v některých fondech i poskytovatelem VC.

Z hlediska právního prostředí neexistují specifické překážky pro aktivity VC fondů, mimo omezení účasti bank a penzijních fondů. Legislativa ale neposkytuje dostatečnou ochranu minoritním vlastníkům, proto se fondy kvůli zachování kontroly nad investicí musí stát vlastníkem majoritním nebo si toto právo zaručit dohodou. Stát působí jako poskytovatel kapitálu díky své spoluúčasti na podpůrných programech, kde doplňuje prostředky z evropských a privátních zdrojů, substituční roli mají pro VC státem poskytované garance úvěrů, dotace a další alternativní formy financování.

Cílové podniky nevytváří v Lotyšsku dostatečně silnou efektivní poptávku z několika důvodů:

- málo podniků je plně obeznámeno s možnostmi financování skrze VC fondy;
- podnikatelé nejsou ochotni vzdát se podílu a rozhodování ve své firmě, kterou chápou jako celoživotní závazek nikoliv jako dočasnou investici;
- přestože MSP v Lotyšsku tvoří 99 % firem, celková míra podnikatelské aktivity je v evropském pohledu podprůměrná (20 podniků na 1000 obyvatel Lotyšska oproti západoevropským 50).

Výsledkem je stav, kdy dvě třetiny startovního kapitálu u lotyšských podniků pochází z vlastních zdrojů zakladatele, v externím financování jsou pak důležití neformální investoři včetně přátel a příbuzných.<sup>11</sup>

#### Velikost trhu

Velikost trhu byla pro rok 2008 odhadnuta jako součet nabídek VC fondů (255,4 mil. Eur) a business angels (26 – 52 mil. Eur). Celková nabídka se tedy pohybuje okolo 300 mil. Eur. Velikost uskutečněných investic v roce 2008 dosáhla 68,2 mil. Eur, což odpovídá asi čtyřnásobku objemu v roce 2004. Stejně jako ostatní střeoevropské trhy se i ten lotyšský vyznačuje vysokou volatilitou (viz pokles investic v roce 2010 patrný z níže uvedené tabulky). V průměru však podíl investic na HDP zdaleka nedosahuje hodnot běžných na rozvinutých trzích. Popsaná data ukazují výrazný přesah nabídky nad poptávku, ten ale není stejný napříč strukturou investic. Zejména early-stage investice do MSP zůstávají u většiny investorů stranou zájmu a nabídka zde poptávku naopak kryje nedostatečně. Hlavní bariéru pro širší zaměření investic na tento segment firem představují vysoké manažerské náklady způsobené relativně malým objemem

---

<sup>11</sup> Viz Dijokas, V., Vanags, A. (2004): Venture Capital in Latvia. Telia Sonera Institute Discussion Paper No 1. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga [http://biceps.org/files/REA\_brosura\_1.pdf]

poskytovaných investic vzhledem k informační asymetrii a rizikům s ní spojeným. Hlavní nedostatky na straně poptávky byly popsány výše u cílových společností.<sup>12</sup>

### PE/VC investice realizované ve vybraných zemích (2010)

Země	PE/VC investice			Investice rizikového kapitálu		
	počet	mil. Eur	% HDP	počet	mil. Eur	% HDP
Česko	15	193,2	0,13 %	3	23,0	0,016 %
Lotyšsko	5	5,3	0,03 %	n/a	0,2	0,001 %
Polsko	44	656,8	0,19 %	9	2,6	0,008 %
Rakousko	89	698,5	0,25 %	62	41,4	0,015 %
Finsko	224	585,5	0,33 %	153	98,3	0,055 %

Zdroj: EVCA

### 7.1.2 Podpůrná opatření

#### Odůvodnění

V Lotyšsku aktuálně běží druhá generace programu zaměřeného na usnadnění přístupu MSP ke kapitálu. Hlavní argumenty pro taková opatření se opírají o existenci tržního selhání, které se projevuje zmíněným převisem nabídky kapitálu na jedné straně a neschopností začínajících MSP na tento kapitál dosáhnout na straně druhé. Tato situace bývá označována jako equity gap. Ze strany nabídky je způsobena přílišným rizikem při nízké výši investic i její potenciální návratnosti. Průměrná velikost výnosné investice navíc postupně roste. Důvodem vzniku equity gap je tedy informační asymetrie mezi investorem a cílovou společností, ale také institucionální selhání, tj. absence zprostředkovatelů a dostatečných znalostí mezi podnikateli. Nízká míra investic do early-stage kapitálu navíc vytváří určitý sebe posilující efekt, kdy se postupně vytrácí zkušenost, jak v tomto tržním výklenku operovat, což následně způsobuje další pokles do něj mířených investic. Úlohou vlády či státu je tedy působit na straně poptávky (především informačně) i na straně nabídky (snížením investičního rizika).

#### Mechanismus

Výrazným impulzem pro vznik podpůrného nástroje byla možnost využít prostředky ze strukturálních fondů po přistoupení Lotyšska k EU. Program s názvem Financování rizikového kapitálu pro MSP se připravoval jako pilotní projekt ve spolupráci Ministerstva financí a Lotyšské investiční a rozvojové agentury od roku 2004. Lotyšsko čerpalo inspiraci prostřednictvím programu EU s názvem ESTER, který se snažil aplikovat zkušenosti z izraelské iniciativy YOZMA z 90. let. Již během konzultací s experty a investory začalo být jasné, že program nebude fungovat bez významných pobídek

---

<sup>12</sup>Vanags, A., Staševska, J., Paalzow, A. (2010): Venture Capital in Latvia Revisited. TeliaSonera Institute Discussion Paper No 9. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga [http://biceps.org/files/TSDiscussionPaper9.pdf]



směrem k investorům. Opatření odstartovalo v roce 2005 jako součást operačního programu Podpora podnikání a inovací.<sup>13</sup>

Program byl implementován ve třech hlavních fázích. Faktický začátek programu znamenalo vytvoření holdingového fondu (fondu fondů<sup>14</sup>) pod správou Lotyšské záruční agentury (LGA) v roce 2005. Ten byl zároveň příjemcem státní podpory. Tříčlenná rada vytvořená ze zástupců LGA a Ministerstva financí fungovala jako kontrolní orgán pro operační úroveň a podílela se na výběru manažerských společností. Paralelně existovala ještě skupina tří zahraničních expertů, která hodnotila návrhy a poskytovala znaleckou oporu radě. V druhé fázi byly v otevřeném tendru vybrány manažerské společnosti a podepsány kontrakty na vytvoření třech VC fondů (duben 2006). Třetí fázi reprezentovaly samotné kapitálové investice nově vzniklých VC fondů do cílových podniků. Na operační úrovni zaměstnávala každá manažerská společnost dva nebo tři investiční specialisty.

Z celkové alokace operačního programu bylo 35,5 mil. Eur vyčleněno na finanční instrumenty jako úvěrové garance, půjčky MSP se sníženým požadavkem záruk a na VC investice. O tyto prostředky byl navýšen rozpočet LGA, která byla v roce 2006 iniciátorem vzniku tří zmíněných VC fondů. Odůvodnění vzniku hned tří fondů bylo dvojí. Jednak bylo žádoucí podpořit konkurenci na VC trhu v Lotyšsku, jednak si autoři programu od zapojení tří manažerských týmů slibovali rozšíření zkušeností s tímto finančním nástrojem. Fondy měly k dispozici celkem 32,1 mil. Eur, z čehož asi polovina (15,8 mil. Eur) pocházela z veřejných zdrojů (nastavení programu podíl omezovalo na max. 70 %). Protože cílem nebylo vytlačovat privátní prostředky, naopak veřejné zdroje sloužily pro snížení rizika a spolu s asymetrickým rozdělením výnosů působily jako motivační faktor. Manažerské společnosti byly vybrány na základě otevřené mezinárodní nabídky a byla na ně přenesena odpovědnost za investiční rozhodnutí.

Kritéria a priori definovala charakter cílových firem podle lotyšské definice MSP, podnik musel kromě těchto podmínek být aspoň ze 75 % vlastněn privátními subjekty. Investice do jedné společnosti byla v prvním kole limitovaná částkou 300 tis. Eur s tím, že po šesti měsících mohla být učiněna dodatečná investice až 700 tis. Eur. Celková investice do jednoho podniku tak mohla činit max. 1 mil. Eur. Poskytnuté prostředky (majetkové nebo kvazi-majetkové<sup>15</sup>) nesměly přesáhnout 49 % majetku firmy. Ministerstvo financí očekávalo, že fondy ve výsledku vykáží hrubý výnos aspoň 10 %. Mezi konečnými příjemci mělo být 20 nově vzniklých firem vytvářejících 100 pracovních míst a zvyšujících obrát o 20 % v následujících dvou letech.

### Výstupy a výsledky

Popsané schéma poskytovalo pobídky pro investice do více rizikových projektů díky zajištění částečné ochrany investic, neboť to byl stát, kdo primárně kryt eventuální ztrátu fondu na konci programem definovaného období. Schéma tak umožnilo sdílení rizika,

---

<sup>13</sup> Viz EC - Inforegio (2007): Latvia: developing early-stage venture capital to sustain long-term economic growth  
[[http://ec.europa.eu/regional\\_policy/projects/practices/details.cfm?pay=LV&the=51&sto=1460&region=ALL&lan=7&obj=ALL&per=ALL&defL=EN](http://ec.europa.eu/regional_policy/projects/practices/details.cfm?pay=LV&the=51&sto=1460&region=ALL&lan=7&obj=ALL&per=ALL&defL=EN)]

<sup>14</sup> Fond, který primárně vkládá prostředky do privátních kapitálových fondů namísto přímých investic do cílových podniků.

<sup>15</sup> Finanční nástroj kombinující úvěr a investice do majetku.

iniciovalo založení tří VC fondů s místním kapitálem a poskytovalo přímé praktické zkušenosti manažerům těchto fondů.

Díky realizaci programu vznikly tři VC fondy:

- The ZGI Fund – řízen společností Zalas Gaismas Investicijas, s kapitálem 7,4 mil. Eur investovaným dvěma lokálními penzijními fondy a místními jednotlivci;
- INVENTO – řízen společností Tech Ventures Fondu Vadibas Kompanija, s kapitálem 9,4 mil. Eur investovaným nizozemským early-stage fondem a místními jednotlivci;
- Eko Fund – řízen společností Eko Investors JSC, s kapitálem 14,3 mil. Eur.

Ex post je zřejmé, že pro udržitelnost a úspěšnost fondů, i pro přitáhnutí dostatečně kvalitních expertů, je třeba vytvořit určitou kritickou masu prostředků. Založení třech fondů je proto zpětně hodnoceno jako chybné rozhodnutí. Zcela chybí informace o úspěšnosti jednotlivých investic. Řada z nich byla navíc uskutečněna v době, kdy Lotyšsko procházelo hlubokou ekonomickou recesí. Aktivita fondů byla zprvu velmi nízká. Přestože program byl zahájen už v roce 2005, první investice byly uskutečněny až v roce 2007 a odpovídaly 27 % z dostupných prostředků. Program se podařilo naplno rozjet až v roce 2008, k jeho závěru se investovaná suma vyšplhala na 80 % alokace. Jeden z fondů (INVENTO) z programu v dubnu 2008 vystoupil, protože se mu podařilo investovat pouze 0,8 mil. Eur i přesto, že každý z fondů obdržel od 100 do 200 investičních žádostí (je třeba počítat s výrazným překryvem mezi fondy). Průměrná velikost podílu veřejných financí v 28 investicích uskutečněných v rámci programu dosáhla zhruba 293 tis. Eur<sup>16</sup>.

První překážkou v rychlejší implementaci programu byl nedostatek zkušeností s přípravou právní dokumentace definující státní pomoc. Další zpoždění způsobil neočekávaně vysoký zájem manažerských společností a jejich odvolání vůči výsledkům tendru. Rozhovory s odpovědnými pracovníky ukázaly, že chybou při designu programu bylo pozdní přizvání expertů na VC. Rovněž očekávání o celkovém počtu iniciovaných investic byly přehnané (původně zamýšleno 55 projektů), hlavně kvůli zpoždění v implementaci programu. Základním limitujícím faktorem mimo již diskutovanou poptávku a nabídku bylo v případě programu velmi krátké investiční období. Protože rok 2008 byl posledním rokem pro uplatnění oprávněných nákladů u podpory ze strukturálních fondů, doba trvání programu (2 – 3 roky) byla v silném kontrastu s průměrnou délkou investičního cyklu u obdobných projektů (5 – 6 let).<sup>17</sup>

Ve stávajícím programovacím období 2007 – 2013 se Lotyšsko rozhodlo zvolit jiný způsob podpory VC a zapojilo se do iniciativy JEREMIE. JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) je společná iniciativa Evropské komise, Evropské investiční banky a Evropského investičního fondu. Koncepce iniciativy je založena na vytvoření holdingového fondu, který bude kombinovat zdroje ze strukturálních fondů s těmi národními. Holdingový fond je řízen nezávislými manažery, ti

---

<sup>16</sup> Seznam investičních projektů je k dispozici na adrese <http://www.lga.lv/en/arhivs/investment-receivers>.

<sup>17</sup> Vanags, A., Staševska, J., Paalzow, A. (2010): Venture Capital in Latvia Revisited. TeliaSonera Institute Discussion Paper No 9. The TeliaSonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga [<http://biceps.org/files/TSDiscussionPaper9.pdf>]

vybírají finanční nástroje (fondy rizikového kapitálu, garanční schémata, exportní garance, mikrofinancování) poskytované veřejnými nebo soukromými zprostředkovateli (záruční agentury, fondy rizikového kapitálu, banky). Holdingový fond nabízí větší flexibilitu, neboť umožňuje přesunout zdroje z jednoho nástroje do druhého, podle aktuální potřeby.

Lotyšsko založilo holdingový fond v rámci Operačního programu Podnikání a Inovace v červenci 2008. Po dlouhých diskuzích, jak vybrat management fondu, zvolilo Lotyšsko (stejně jako sousední Litva) kombinovaný přístup – první tři roky bude za vedení fondu odpovědný přímo EIF, následně převezme všechny závazky LGA. Lotyšský fond JEREMIE nabízí dva nástroje implementované pomocí dvou dílčích fondů. SIA Balt Cap Management Latvia úspěšně podepsal dohodu v lednu 2010 a do roku 2013 poskytne 30 mil. Eur (20 mil. veřejných a 10 mil. soukromých prostředků) na financování vývoje nových produktů a rozšíření podniků. Investice se budou pohybovat ve výši 0,3 – 3 mil. Eur, tzn., že celková částka se rozdělí mezi 15 – 20 projektů. SIA Imprimatur Capital, který byl přes počáteční nezájem investorů spuštěn v červnu 2010, nabízí seed a start-up kapitál v celkové výši 20,4 mil. Eur (z toho 14,7 veřejných a 5,7 mil. soukromých prostředků). Očekává se podpoření 14 – 16 projektů s tím, že seed fond poskytuje finance do 100 tis. Eur, start-up fond do 1 mil. EUR.<sup>18</sup>

## **7.2 POLSKO**

### **7.2.1 Informace o trhu**

PE/VC trh v Polsku se začal rozvíjet od roku 1990 díky aktivitám převážně zahraničních veřejných institucí, segment soukromých fondů se formuje od roku 1992. Desetiletí intenzivního rozvoje Polska vyústilo ve vytvoření silných institucionálních základů PE/VC trhu.<sup>19</sup> V Polsku má sídlo 25 manažerských společností v oblasti PE/VC s objemem prostředků odhadovaným na 3,5 mld. Eur. Odvětví vykazuje velké fluktuace, v roce 2010 bylo do 44 společností investováno celkem 657 mil. Eur, z toho do rané a rozvojové fáze pouze 0,4 %. Kapitál investovaný do high-tech podniků je naprosto minoritní. Ze sektorového hlediska připadá 42 % investic na spotřební zboží a maloobchod, silné postavení mají ještě spotřebitelské služby a komunikace. Investice v Polsku jsou vyšší než v blízkých zemích, a to i při přepočtu k HDP (viz tabulka výše). Polsko je tak z hlediska PE/VC investic nejvýznamnější zemí v regionu střední a východní Evropy. Mimo PE/VC fondů jsou v Polsku silnou zastoupeni také individuální investoři (business angels). Polská síť business angels sdružuje 43 subjektů připravených investovat 6,5 – 10,5 mil. Eur.<sup>20</sup>

Struktura kapitálu investovaného v Polsku se liší od struktury běžné u PE/VC fondů v západní Evropě. V zemích s rozvinutým finančním trhem většina investic pochází z

---

<sup>18</sup>Vanags, A., Staševska, J., Paalzow, A. (2010): Venture Capital in Latvia Revisited. Telia Sonera Institute Discussion Paper No 9. The Telia Sonera Institute at the Stockholm School of Economics in Riga [http://biceps.org/files/TSDiscussionPaper9.pdf]

<sup>19</sup>Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych. Ministerstwo Gospodarki i Pracy, 2005 [http://www.mg.gov.pl/NR/rdonlyres/80DEE1CA-2D83-4B2C-8FD6-5B27B4EA1153/16477/Venturecapital1.pdf]

<sup>20</sup>Rola funduszy venture capital i business angels w rozwoju gospodarczym kraju [http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/referaty/Rola%20funduszy%20venture%20capital%20i%20business%20angels%20w%20rozwoju%20gospodarczym%20kraju.pdf]

národních zdrojů a struktura subjektů je rovněž více diverzifikovaná. Podíl domácí prostředků je v Polsku naopak velmi nízký. Kapitál přicházející na polský trh pochází ve velké většině ze zahraničí. Hlavním zdrojem jsou banky, penzijní fondy a další korporátní investoři. Největším investorem je Evropská banka pro obnovu a rozvoj (EBRD), jejíž zapojení má v Polsku tradici už od poloviny 90. let.

PE/VC fondy v Polsku lze rozdělit do dvou skupin. V první převažují komerční fondy s mezinárodním kapitálem, některé se orientují výhradně na polský trh, ale většina na region střední a východní Evropy jako celek. Druhou skupinu tvoří malé fondy podporující podnikání a regionální rozvoj, vytvořené v rámci veřejné institucionální podpory pro posílení dostupnosti kapitálu pro MSP. Vládní programy s využitím strukturálních fondů podporují vznik PE/VC fondů, které následně investují do mikrofirem a MSP, zejména inovačních a v počátečních stádiích rozvoje. K opatřením tohoto typu patří vznik Národního kapitálového fondu, který iniciuje a finančně podporuje zpřístupnění seed a start-up kapitálu polským podnikům.

### **7.2.2 Podpůrná opatření**

#### Odůvodnění

Přestože v Polsku existuje řada institucí nabízejících finanční služby podnikům, nedostatečný přístup k externím zdrojům kapitálu stále přetrvává zvláště u nově vzniklých firem realizujících inovační projekty. Možnosti získat podporu ve výši mezi cca 30 tis. a 2,5 mil. Eur zůstávají spíše omezené. Podnikatelé jsou schopni dosáhnout na prostředky pod touto hranicí (z privátních zdrojů – úspory, rodina, přátelé) anebo nad ní (snadněji dostupné na PE/VC trhu). Hlavními důvody pro neochotu PE/VC fondů financovat projekty v uvedeném rozmezí jsou vysoká míra rizika spojená s investicemi na trhu, o kterém mají investoři omezené informace (nedostatečná podnikatelská historie, chybějící informace o produktech), dále vysoké náklady na detailní analýzu projektu a zabezpečení právní dokumentace spojené s investicí (ve srovnání s investovanou částkou).

Investice se proto v Polsku koncentrují na pozdější stadia vývoje firmy (expansion, buy-outs) a současně klesá počet investic do raných a startovních fází (early-stage). Tento trend je pozorovatelný napříč Evropou, ale v regionu střední a východní Evropy je zvláště zřetelný. Hlavní překážkou rozvoje PE/VC fondů v Polsku je nedostatek národních finančních zdrojů, které na kapitalizaci fondů podílí z 3 % oproti 50 % ve starých členských zemích EU. Šance na změnu této situace může znamenat vyšší angažovanost penzijních fondů, kde současná pravidla umožňují penzijním fondům investovat do alternativních finančních nástrojů 10 % z dostupných zdrojů.<sup>21</sup> Překážkou je však nedostatek jasných pravidel pro zdanění příjmů, které odrazují domácí investory a naopak způsobují relativně velké zastoupení zahraničních subjektů.<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup> Viz komparativní studie legislativních podmínek pro investice PE/VC ČR a Polska - Rajchlová, J., Baranyková, M., Polák, M., Brož, Z.: Legislative and institutional conditions of private equity and venture capital financing in Poland and the Czech Republic – comparative study. *Mimeo*.

<sup>22</sup> Rola funduszy venture capital i business angels w rozwoju gospodarczym kraju  
[<http://www.hossaprocapital.ue.wroc.pl/referaty/Rola%20funduszy%20venture%20capital%20i%20business%20angels%20w%20rozwoju%20gospodarczym%20kraju.pdf>]

## Mechanismus

V předchozím i stávajícím programovacím období byla podpora PE/VC fondů realizována v rámci dvou návazných operačních programů (OP). V období 2004 – 2006 OP Zlepšení konkurenceschopnosti podniků zaváděl opatření s cílem zlepšit přístup k externímu financování podnikových investic. Opatření v sobě zahrnovalo tři aktivity – mikropůjčky, garance a fondy zárodečného kapitálu (seed fond). V posledním případě byl pro implementaci opatření ustanoven Národní kapitálový fond. Ten tvořil prostředníka mezi státem a konečnými příjemci podpory, kterými byly jednotlivé seed fondy. Doba realizace opatření byla stanovena od května 2004 do června 2008. Podpora seed fondů v tomto období nesměla přesáhnout 50 % jejich stávajícího kapitálu a musela být v rozmezí od cca 0,7 mil. Eur po 11, 5 mil. Eur. Očekávalo se podpoření 5 seed fondů, které by následně investovaly do 100 cílových podniků, z nichž 40 mělo fungovat ještě 18 měsíců ode dne, kdy obdržely podporu. Hodnota investic umožněná podporou seed fondu měla díky kombinaci veřejných a privátních zdrojů dosáhnout výše 50 mil. Eur. Privátní investory měla povzbudit možnost sdílení rizika a preference při uzavření investice.<sup>23</sup>

Na uvedenou podporu navázaly ve stávajícím programovacím období 2007 – 2013 aktivity OP Inovační ekonomika, kam bylo zařazeno opatření s názvem Podpora fondů rizikového kapitálu. Indikativní rozpočet na toto opatření je 180 mil. Eur, včetně 153 mil. Eur ze strukturálních fondů. Mezi hlavní cíle patří zvýšení počtu kapitálových investic do inovačně zaměřených podniků (zejména v rané fázi), posílení systému subjektů nabízejících externí financování a s ním spojené know-how, zvýšení počtu nově založených firem postavených na vysoce inovačních řešeních a konečně také návazný růst privátních investic do MSP. Množství privátních prostředků zapojených do financování se má pohybovat okolo 216 mil. Eur, což představuje asi 55 % celkových zdrojů. Před ukončením programu v roce 2015 se očekává podpoření 23 fondů rizikového kapitálu, které by investovaly do 184 MSP (z toho 18 v zárodečné fázi a 37 ve startovní fázi). Polovina z podpořených podniků (tedy 92) by dle předpokladů měla fungovat ještě po 18 měsících od získání kapitálu. Očekává se, že podpořené podniky vytvoří celkem 552 pracovních míst.

Hlavním implementačním nástrojem byl v obou popsanych obdobích Národní kapitálový fond.

### Národní kapitálový fond (Krajowy Fundusz Kapitałowy – KFK)

KFK se jako účelově vzniklá instituce zaměřuje na vyplnění mezery na trhu rizikového kapitálu. Jejím cílem je zpřístupnění kapitálu skupině začínajících MSP. Pro tento účel bylo do KFK z OP Inovační ekonomika alokováno 180 mil. Eur, které budou podporovat rozvoj PE/VC fondů a skrze ně kapitálové investice do podniků. Vedle rozvoje kapitálových investic do výše 1,5 mil. Eur KFK usiluje o budování know-how a vznik nových týmů zaměřených na uvedený segment PE/VC trhu. KFK má pro investice k dispozici kapitál ve výši 225 mil. Eur, z toho 74 % tvoří příspěvek ze strukturálních

---

<sup>23</sup> Viz SectoralOperationalProgrammeImprovementOfTheCompetitivenessOfEnterprises 2004 – 2006. Ministry of the Economy Labour and Social Policy, 2004  
[[http://www.mrr.gov.pl/english/european\\_funds\\_2004\\_2006/sop/strony/sop.aspx](http://www.mrr.gov.pl/english/european_funds_2004_2006/sop/strony/sop.aspx)]

fondů, 17 % prostředky z Programu švýcarsko-polské spolupráce, 6 % státní rozpočet a 3 % vlastní kapitál. Uvažovaný pákový efekt investic je odhadován na cca 410 mil. Eur.<sup>24</sup>

Status KFK je upraven v zákoně z července 2005. Ten upravuje nastavení a fungování KFK, jeho cíle, principy financování, organizaci i legislativní rámec finanční podpory. Obecné formulace zákona jsou dále konkretizovány v příslušném nařízení Ministerstva financí. KFK je stoprocentně vlastněn Národohospodářskou bankou (Bank Gospodarstwa Krajowego - BGK), státní bankou poskytující bankovní služby pro veřejný sektor a financující vládní rozvojové programy. Fond je řízen profesionály s širokými odbornými zkušenostmi na kapitálových trzích a v oblasti korporátních financí. Orgány fondu se skládají z dozorčí rady (7 členů), vedení fondu (předseda a místopředseda fondu) a investičního výboru (5 členů, převážně odborníků na kapitálové trhy). Zaměstnanci KFK jsou vybíráni s ohledem na odbornou kvalifikaci a praktické zkušenosti s operacemi na finančních trzích.<sup>25</sup>

KFK operuje jako holdingový fond (fond fondů), jediný svého druhu v Polsku. Investuje do PE/VC fondů v Polsku zaměřených zejména na seed a start-up kapitál a snaží se o vytvoření dlouhodobé spolupráce s takovými subjekty. KFK neinvestuje přímo do cílových společností. Fond má podle zakládajících dokumentů plnit funkci specializované instituce (fondu fondů) operující na kapitálovém trhu a poskytující finanční podporu těm fondům, které splní kritéria KFK (viz dále). Snahou fondu je dosáhnout co nejvyšší míry návratnosti investovaného kapitálu při dodržení přiměřené úrovně investičního rizika. Fond má tedy v nejobecnější rovině zvýšit schopnost Polska absorbovat prostředky ze strukturálních fondů a využít je efektivně pro rozvoj polských podniků, a to posílením dostupnosti kapitálu.

#### Investiční proces

KFK jako fond fondů neinvestuje své prostředky přímo do cílových podniků, ale navyšuje kapitál PE/VC fondů, jejichž investice pak respektují zájem a portfolio privátních vlastníků. KFK věnuje speciální pozornost fondům zaměřujícím se na inovační podniky s vysokým potenciálem růstu. KFK umožňuje až 50% kapitalizaci PE/VC fondů, dále uděluje granty do 10 % závazku a omezuje tak riziko privátních investorů. Všechny jeho výnosy jsou reinvestovány v rámci jeho další činnosti. KFK investice mohou mít následující formy: získání podílu nebo účasti ve fondu, zapojení do operací PE/VC fondů se statusem společnosti s ručením omezeným, získání investičních certifikátů nebo cenných papírů vydaných fondy. Mimoto KFK nabízí příspěvky na krytí části přípravných a monitorovacích nákladů investičního portfolia. Finanční mechanismus upřednostňuje dohody s privátními investory, kteří mají spoluúčast ve fondech podporovaných KFK.

Investiční strategie KFK podporuje PE/VC fondy investující do MSP v Polsku. Zaměřuje se speciálně na inovační, výzkumně zaměřené a vysoce růstové projekty s cílovými investicemi do 1,5 mil. Eur a max. 20% kapitalizací fondu na projekt. KFK nabízí investice vlastního kapitálu nebo půjčky, dluhové financování ale nesmí překročit 30 % celkové kvóty investice a může se použít pouze jako doplněk pro předchozí kapitálové

---

<sup>24</sup> Viz Krajowy Fundusz Kapitałowy: Engaging Structural Funds in rating private capital for investment for innovative companies. KFK 2011 [[http://www.europe-innova.eu/c/document\\_library/get\\_file?folderId=366466&name=DLFE-11057.pdf](http://www.europe-innova.eu/c/document_library/get_file?folderId=366466&name=DLFE-11057.pdf)]

<sup>25</sup>Krajowy Fundusz Kapitałowy [<http://www.kfk.org.pl>]

vstupy. Investiční horizont je nastaven na 12 let. V tomto období musí podpořené fondy dokončit své investiční aktivity. Podíl KFK v podpořeném fondu nesmí přesáhnout 50 % jeho kapitálu. Manažerské poplatky se odvíjí od dohody se společností odpovědnou za řízení fondu a musí odpovídat tržním standardům (nárok až na 20 % ze zisku fondu). KFK monitoruje výkonnost fondů skrze své zástupce v dozorčích radách. Zisk z úspěšně ukončené investice bude rozdělován podle následujícího klíče: privátním investorům do výše jejich investice, KFK do výše jeho investice, privátním investorům podle dohodnuté výše, KFK podle dohodnuté výše, další zisky budou rozděleny poměrným dílem investorů a manažerům. V případě, že KFK investice je ve formě úvěru, zisky z investice budou rozděleny KFK do výše jeho kapitálového příspěvku a dohodnutého zisku, poté dalším investorům a manažerům. Dohody s KFK tak zjevně při vyplácení zisku preferují privátní investory, což představuje významný motivační prvek.

KFK realizuje investiční činnost vyhlásováním kolových otevřených výzev k předkládání nabídek. Investiční proces se opírá o prověřené mezinárodní standardy (postupy doporučené EBRD a EIF). Při investičních rozhodnutích jsou dodržována pravidla transparentnosti a objektivity, zejména otevřeností a jasnou strukturovaností investičního procesu, zapojením vysoce kvalifikovaných odborníků a respektováním názoru Investičního výboru. Ten je tvořen uznávanými experty na kapitálový trh posuzujícími a hodnotícími jednotlivé investiční návrhy. Žadatelem o prostředky z KFK může být existující PE/VC fond nebo správcovský subjekt (v tomto případě nemusí být fond v okamžiku podávání žádosti zaregistrovaný). Pokud je výběrová procedura úspěšná, KFK uzavře investiční smlouvu s privátními investory, s fondem resp. se správcovskou společností. Soukromí investoři jsou motivováni dotacemi na pokrytí části nákladů na správu fondu (do 10 % vkladu KFK a 65 % nákladů) a předností při navrácení výnosu z investic.

KFK kontroluje proces kapitalizace fondů (vkládá kapitál až po vložení podílu soukromých investorů, postupně v souladu s potřebami), zaujímá pozici v orgánech fondů v poměru srovnatelném s privátními investory, může si vynutit odvolání řídicích orgánů a kontrolovat úroveň poplatků za správu, má k dispozici informace o řízení fondů, účastní se hodnocení investičních projektů a přijímání strategických rozhodnutí, má právo odstoupit od financování fondu (nucený výkup), dojde-li k porušení investiční politiky. Investiční rozhodnutí ovlivňuje korporátní řízení (dozorčí rada – BGK, Ministerstvo financí, Ministerstvo vědy, investiční komise – experti z oblasti PE/VC a financí), KFK cíle definované v zřizovacím zákoně a manažerský tým.

### Výsledky

Od roku 2007 vyhlásil KFK 5 výzev k předkládání nabídek (viz následující tabulku) a realizoval investice do 7 PE/VC fondů: BII Seedfund, Helix Venture Partners, Skyline Venture, Venture Capital Satus, Internet Ventures, Assets Management Black Lion a Opera Venture Capital. Podpořené fondy se ve svém portfoliu zaměřují primárně na inovační služby pro finanční a veřejný sektor, ICT, zelenou energii, biotechnologie a vědy o živé přírodě. Do konce roku 2011 je plánováno uzavření další závazků a podpoření nejméně deseti nových fondů, monitorování implementace individuálních investičních strategií z jejich portfolia a hledání nových strategií pro další navýšení prostředků.

## Výzvy vyhlášené KFK od roku 2007

	2007	2009	1/2010	2/2010	1/2011
<b>Alokace</b>	14,1 mil. Eur	76,9 mil. Eur	38,5 mil. Eur	15,4 mil. Eur	15,4 mil. Eur
<b>Přijaté nabídky</b>	5	27	14	14	n/a
<b>Po prvním screeningu</b>	5	15	11	11	n/a
<b>Po detailním hodnocení</b>	3	10	5	3	n/a
<b>Počet závazků</b>	2	7	n/a	n/a	n/a
<b>Investice</b>	14,1 mil. Eur	74,4 mil. Eur	n/a	n/a	n/a

Zdroj: Krajowy Fundusz Kapitałowy [<http://www.kfk.org.pl>]

Silné stránky fondu lze posuzovat jednak z pohledu MSP, jednak ze strany investorů. V prvním případě je kladně hodnoceno rozšíření možností kapitálové financování jako alternativy k úvěru, znalostní podpora strategických podnikatelských rozhodnutí (investice obsahují více než jen kapitál) a orientace na dlouhodobé vztahy s podniky s růstovým potenciálem. Ze strany investorů je oceňováno poskytnutí zdrojů kvalifikovaným a zkušeným manažerům spojené s očekáváním zvýšených výnosů při uzavření investice. Naopak překážkami jsou náklady na dokončení investice, které jsou relativně vysoké oproti výnosům, což snižuje popularitu investic pod 1,5 mil. Eur a vede investory k preferenci větších investic. Totéž platí pro investice do raných fází rozvoje podniků, které obsahují vysokou míru rizika, problematické je rovněž vytvoření jednotného modelu vývoje a zhodnocení investic.

Ukazuje se, že mezi hlavní výzvy, před kterými fond stojí, patří kvalita manažerských týmů (malé množství kvalifikovaných týmů, historické důvody), stále existující mezera na trhu rizikového kapitálu a legislativní restrikce odrazují zahraniční týmy. Privátní investoři mají malé zkušenosti s investováním VC, relativně vysoké jsou výnosy substitučních nástrojů, naopak malá je důvěra ve schopnosti manažerských týmů. KFK pravidla vyžadují příliš dlouhé procedury, omezena je kumulace jiné podpory ze strukturálních fondů, obojí způsobuje nedostatek flexibility investičního limitu a struktury obchodů.

## 7.3 RAKOUSKO

### 7.3.1 Informace o trhu

K rozvoji rizikového kapitálu v Rakousku došlo poměrně pozdě, neboť trh je zde tradičně vyplněn bankovními úvěry a veřejnými fondy, a nezbývá tak prostor pro alternativní finanční nástroje. Dalším důvodem je dominance (konzervativních) rodinných společností v podnikatelských strukturách. Rakousko tak patřilo v evropském srovnání na spodní pozici v podílu PE/VC investic (v roce 2006 bylo investováno 0,06 % HDP, průměru EU činil 0,60 %), v roce 2010 se však již blížilo evropskému průměru (0,25 % vs. 0,31 %). Kapitálové financování je v Rakousku stále více předmětem veřejných debat. Studie připravená Rakouskou PE/VC asociací (AVCO) ukazuje, že podpořené podniky měly o 70



% vyšší růst výnosů a o 50 % vyšší růst zaměstnanosti v porovnání s kontrolní skupinou MSP.<sup>26</sup>

Rakousko nyní již kopíruje v Evropě běžnou strukturu PE/VC investic, kdy mezi investicemi jednoznačně převažují akvizice (buyouts), zastoupení early-stage kapitálu se v roce 2010 blížilo 6 %. Silné zůstává v Rakousku zastoupení high-tech sektorů (ICT, počítačové technologie, elektronika, biotechnologie, zdravotnické technologie). Největšími investory tradičně byly rakouské banky (65 %), následované penzijními fondy a holdingovými fondy.<sup>27</sup> Struktura investorů se ale dramaticky změnila, bankovní sektor z trhu následkem finanční krize prakticky vymizel a v současnosti jsou nejdůležitější kategorií investorů veřejné instituce. Vzhledem k nedostatečně konkurenceschopnému právnímu prostředí je velmi obtížné přilákat zahraniční institucionální investory na rakouský trh. Jejich podíl v roce 2010 dosáhl 13 %, což nechává rakouský trh závislý převážně na domácích subjektech. Celkový objem závazků a investic je na vzestupu, ale v porovnání s vyspělými evropskými trhy zůstává stále malý. Totéž platí pro průměrnou velikost fond, která je v Rakousku hluboce pod 100 mil. Eur. Podle údajů AVCO dosahuje v Rakousku dostupný kapitál objemu 4 mld. Eur.<sup>28</sup>

Mezi silné stránky rakouského PE/VC trhu patří kvalita projektů a potenciální portfolio společností. To samé platí pro profesionalitu hlavních aktérů. Investice PE/VC jsou podnikateli a institucionálními investory chápány jako vhodný nástroj financování podnikových aktivit. Hlavním problémem Rakouska je neexistence dostatečně flexibilního a mezinárodně konkurenceschopného právního rámce. Ten procházel v Rakousku v minulých letech změnami. Zdaleka nejdůležitější organizační formou byly od roku 1994 tzv. MFAG (viz dále). Ty byly při splnění určitých podmínek osvobozeny od daně z příjmu, což ale Evropská komise později označila za nedovolenou státní podporu. V říjnu 2007 byl proto vládou schválen zákon vycházející z evropské normy upravující veřejnou podporu rizikového kapitálu.<sup>29</sup> Tento zákon zpřisňuje restriktce, proto množství z dříve úspěšných projektů není možné za nových podmínek opakovat.

V Rakousku existuje speciální daňové zvýhodnění PE/VC společností. Fondy mohou využít daňové výjimky, pokud se strukturují jako Společnost financující MSP (Mittelstandsförderungsgesellschaft – MFG) a vyhoví následujícím investičním pravidlům:

- jednotlivá investice může odpovídat max. 20 % kapitálu MFG;
- jednotlivé tranše nesmí překročit 1,5 mil. Eur do jednoho podniku během 12 měsíců;

---

<sup>26</sup>Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen. AVCO, 2006  
[<http://www.bmwfj.gv.at/ForschungUndInnovation/Foerderungen/Documents/PEVC%20Langfassung.pdf>]

<sup>27</sup> Viz Private Equity & Venture Capital in Österreich. Corporate Finance Österreich, 6/2007  
[[http://www.avco.at/upload/medialibrary/Seiten\\_aus\\_Druck\\_CFO\\_6-200781014.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/Seiten_aus_Druck_CFO_6-200781014.pdf)]

<sup>28</sup>Private Equity Market in Austria. Private Equity Russia & CIS Journal, 5/2011  
[[http://www.avco.at/upload/medialibrary/11-04\\_ARTICLE-PERCIS5-Private\\_Equity\\_Market\\_in\\_Austria.pdf](http://www.avco.at/upload/medialibrary/11-04_ARTICLE-PERCIS5-Private_Equity_Market_in_Austria.pdf)]

<sup>29</sup>Community guidelines on State aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises. Official Journal of the European Union, 2006/C, 194/02 [<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:194:0002:0021:EN:PDF>]

- nejméně 70 % prostředků musí být ve formě majetkových (equity) investic;
- investice do cílové společnosti nesmí přesáhnout 49 % jejího kapitálu;
- investice nesmí směřovat do podniků v potížích (ve smyslu směrnice Evropské komise) a do vybraných sektorů (stavba lodí, těžba uhlí, zpracování oceli);
- investice naopak musí směřovat do nekótovaných MSP se sídlem v EU nebo Evropském hospodářském prostoru.

Pro získání statusu MFG dále musí být splněny následující podmínky:

- MFG musí být zřízena jako společnost s ručením omezeným (s.r.o.) nebo jako akciová společnost s minimálním kapitálem 7,3 mil. Eur;
- operace MFG jsou omezeny na investice, nesmí provozovat vlastní obchodní činnost;
- pouze 50 % podílu MFG může být v rukou veřejných institucí;
- MFG musí investovat nejméně 70 % prostředků do společností, zbylých 30 % může být drženo jako hotovost, bankovní vklady nebo ve formě dluhopisů.

MFG je obvykle vedena jako hlavní partner (general partner), investoři jako komandanti (limited partner) a řízení je svěřeno samostatné manažerské společnosti. Před uvedením MFG v lednu 2008 (začátek platnosti účelově připraveného zákona) byla nejoblíbenější formou fondu akciová společnost (MFAG). Její zisky byly zcela osvobozeny od daně z příjmu právnických osob v prvních pěti kalendářních letech následujících rok registrace. V novém režimu jsou od daně osvobozeny pouze zisky MFG plynoucí z investic do společností, zatímco zisky z bankovních vkladů a dluhopisů osvobozeny nejsou. Podle zástupců rakouského PE/VC odvětví vyvíjí tento právní rámec tlak na finanční společnosti, aby investovaly do MSP, zejm. ve startovní fázi rozvoje. Společnosti tak přesouvají své sídlo do zemí, kde jsou právní podmínky více atraktivní a odpovídající mezinárodním standardům.

Mezi klíčové subjekty na rakouském VC trhu patří Rakouský podnikatelský servis (Austria Wirtschaftsservice – AWS). AWS je státem vlastněná organizace zřízená Ministerstvem hospodářství a Ministerstvem dopravy, inovací a technologií. Jako specializovaná banka pro vládní agentury má za úkol podporovat rozvoj MSP prostřednictvím finančních služeb, poskytováním informací a know-how. Skrze ručení, zvýhodněné úvěry, granty a kapitálové financování podporuje AWS konkurenceschopnost rakouských podniků, ekonomický růst a zaměstnanost. Mimoto poskytuje podnikům a veřejným institucím konzultantské služby. Objem projektů AWS dosáhl v roce 2009 celkem 3117 mil. Eur, v rámci finančních služeb bylo poskytnuto 983 mil. Eur.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> Viz Faktenblatt AWS [[http://www.awsg.at/Content.Node/files/sonstige/Faktenblatt\\_aws.pdf](http://www.awsg.at/Content.Node/files/sonstige/Faktenblatt_aws.pdf)].

### 7.3.2 Podpůrná opatření

#### PreSeed

Iniciativa PreSeed slouží od roku 2007 k financování budoucích high-tech podniků, resp. jejich předstartovní fáze. Nevratným grantem do výše 200 tis. Eur jsou podporovány projekty z oblasti ICT, fyzikálních a přírodních věd, typicky v délce trvání do dvou let. Příspěvek je poskytován přímo AWS bez dalších nároků (podílu na zisku apod.). Cílem je zvýšit počet nových inovačních podniků (start-ups) v high-tech odvětví. Uznatelné náklady zahrnují prostředky spojené s komercializací výsledků vědecké práce, která tvoří součást předstartovní fáze podniku. Iniciativa PreSeed je otevřena pro všechny high-tech sektory se zvláštním zřetelem na výše jmenované obory. Financovány nejsou náklady, které přímo nesouvisí se vznikem firmy stejně jako prostředky na nákup hmotného majetku nebo na investice do fixního kapitálu. Kritéria zahrnují požadavky na vysokou technologickou intenzitu a mezinárodní novost produktu, vysokou šanci na komercializaci, vysoké nasazení budoucího zakladatele a ochotu vzít na sebe riziko a vysoký tržní potenciál.<sup>31</sup>

#### Seed financování

Seed financování je určeno podnikům ze všech high-tech sektorů (speciálně z oblasti ICT, fyzikálních a přírodních věd) na projekty zakládající nebo rozvíjející inovační high-tech společnost, univerzitní i jiné spin-off firmy. Ty jsou financovány formou podmíněně vratných grantů vázaných na výkonnost firmy, kdy ke splacení slouží podíl z výnosů nebo z prodeje podniku. Cílem je rozšíření možností pro financování vzniku a rozvoje high-tech podniků ve startovní fázi a překonání mezery na trhu rizikového kapitálu.

Uznatelné jsou náklady spojené se vznikem technologicky založeného podniku nebo s rozvojem high-tech podniku mladšího 6 let. Může se jednat o náklady při vstupu na nový trh, náklady na zaměstnance, studie a koncepty včetně honoráře pro externí konzultanty, náklady na vybavení provozovny nebo o poplatky spojené s uplatňováním práv průmyslového vlastnictví (patenty, ochranné známky). Uznatelné jsou i náklady vzniklé až po obdržení grantu. Financovány nejsou nespecifikované prostředky použité například na nákup nemovitosti, automobilu nebo na stavební práce. Podpora je uskutečněna skrze poskytnutí kapitálu, konzultace a podpůrné služby. Splátky jsou odvislé od výkonnosti společnosti. Splácení grantu probíhá po dobu několika let formou dohodnutého podílu na zisku (do 50 %), nebo jednorázově při prodeji podniku. Splácena je obvykle pouze část grantu. Záruky nejsou zapotřebí, musí být ale zapojen vlastní kapitál podnikatele. Maximální výše grantu je 1 mil. Eur.

Mezi hodnotící kritéria při výběru projektů patří technologická intenzita a novost, a to i v mezinárodním měřítku. Upřednostňovány jsou začínající podniky s vysokým růstovým potenciálem a vypracovaným podnikatelským plánem. Ve firmě nesmí mít podíl přesahující 25 % středně velká nebo velká společnost, firma musí patřit do kategorie malých podniků podle definice EU s aktivitami v high-tech sektoru.

---

<sup>31</sup> Blíže viz Programm zur Förderung von Gründung und Aufbau junger innovativer technologieorientierter Unternehmen, 2010 [<http://www.aws.at/Content.Node/media/files/JITU.pdf>]

### Fond pro financování MSP (AWS-Mittelstandfonds AWS-MSF)

AWS-MSF je největší rakouský fond pro podnikové investice. Byl založen koncem roku 2009 s dobou platnosti do roku 2025. Fond je aktuálně dotovaný 80 mil. Eur, zapojení dalších privátních a institucionálních investorů se plánuje. Fond nabízí flexibilní finančních řešení pro rakouské MSP za podmínek běžných na trhu. Poskytuje dlouhodobé spolufinancování růstových projektů a PE/VC kapitál ve výši 0,3 – 5 mil. Eur, obvykle na dobu 5 – 10 let. Podnik se v případě investice ze strany AWS-MSF zaváže odvést určitý podíl ze zisku či z případného prodeje při ukončení investic. Z podmínek vyplývá, že cílovým subjektem musí být rakouský MSP (max. 500 zaměstnanců, min. obrát 2 mil. Eur) v rozvojové fázi. AWS-MSF neinvestuje do start-up podniků, podniků procházejících restrukturalizací nebo v problémech, a do společností kótovaných na burze. Příkladem financovaných projektů může být vývoj nových produktů nebo procesů, stavba závodu nebo vstup na nový trh, investice do hmotného majetku nebo do lidských zdrojů, internacionalizace, akvizice nebo sloučení.<sup>32</sup>

### Iniciativa na podporu rizikového kapitálu (Venture-Capital-Initiative – VCI)

AWS se v roce 2010 pokusila dále přispět k uzavření mezery ve formách financování dostupných pro kategorii mladých inovačních firem a podpořit tak realizaci slibných podnikatelských nápadů. V rámci iniciativy VCI se AWS zapojuje do činnosti fondů poskytujícího kapitál pro investice do začínajících výzkumně a technologicky orientovaných firem v Rakousku. AWS investuje do fondů běžně přítomných na trhu formou navýšení jejich kapitálu (fundraising) s cílem stát se minoritním akcionářem s podílem 10 – 30 % na prostředcích fondu. Národní fond pro výzkum, technologie a vývoj poskytne na investice prostředky ve výši 15 mil. Eur. Očekává se, že zvýšení dostupnosti rizikového kapitálu zprostředkovaně přispěje k rozvoji inovačních podniků a vzniku nových pracovních míst.

Klíčová výběrová kritéria při posuzování žádostí hodnotí nezávislost a zkušenost managementu fondu, rozsah rakouských společností v investičním portfoliu, vnitřní strukturu fondu (právní status, historii, transparentnost, finanční strukturu). Upřednostňovány jsou fondy sídlící v Rakousku. Minimální kapitál fondu (se zahrnutím AWS příspěvku) musí dosáhnout 30 mil. Eur. Výběr vhodných kandidátů probíhal s asistencí expertní poradní rady. AWS pozvala zainteresované společnosti k předkládání žádostí o účast v programu. Povinné požadavky zahrnovaly návrh struktury budoucího fondu, potenciální velikost a podobu příspěvku AWS stejně jako další podklady pro hodnocení popsané dále. Podání návrhu bylo možné prostřednictvím existujících nebo nově vytvořených manažerských společností. Návrhy byly hodnoceny s ohledem na jejich kvalitu a podrobeny detailnímu rozboru, jehož součástí bylo i osobní představení projektu kandidáty. Rozhodnutí o účastnících programu bylo vydáno koncem roku 2010 na základě doporučení expertní komise.

---

<sup>32</sup> Blíže viz Kurzinformation – AWS-Mittelstandsfonds  
[<http://www.awsg.at/Content.Node/files/kurzinfo/Mittelstandsfonds.pdf>]

Při výběru byla uplatněna následující kritéria<sup>33</sup>:

- Management fondu – Fond musí být nezávislý. Management fondu musí mít dostatečné zkušenosti, zejména s ohledem na charakter investic do cílových společností. Hodnoceno je jak avizované investiční portfolio, tak schopnost dosáhnout běžné tržní návratnosti obdobných investic. Odměna managementu musí odpovídat mezinárodně běžným standardům. Manažerskou společností musí být zajištěny adekvátní lidské zdroje. Fond čtvrtletně vykazuje činnost podle standardů EVCA.
- Zaměření investic – Fondy, kterým je příspěvek určen, musí investovat do nových podniků v první růstové fázi. Maximální podíl investic musí směřovat do mladých, výzkumně a technologicky zaměřených podniků v Rakousku. Čím vyšší podíl investic v portfoliu fondu míří do Rakouska, tím lépe.
- Struktura fondu – Fond musí mít strukturu běžnou v tomto odvětví (nejlépe se sídlem v Rakousku) a omezenou dobu trvání, která zahrnuje investiční období od 10 do 15 let. Dále musí splňovat podmínky transparentnosti stanovené EVCA směrnicemi, mít přiměřené startovní a provozní náklady, stejně jako adekvátní uvažovaný zisk z investic.
- Objem investic AWS – Celkový vlastní kapitál fondu, tj. bez zahraničního financování, ale při započítání příspěvku AWS, musí činit nejméně 30 mil. Eur. Investice AWS se mohou pohybovat v rozmezí 10 – 30 % vlastního kapitálu fondu. Společně s dalšími veřejnými prostředky nesmí podíl veřejných investic překročit 50 %. Žadatelé musí předložit harmonogram kapitalizace fondu (fundraising). Poslední ukončení investice (final closing) nesmí přijít déle než 12 měsíců po ukončení první investice. Při prvním uzavření musí být dosažena hodnota alespoň 30 mil. Eur. Zapojení subjektů se řídí běžnými tržními podmínkami, tzn., že AWS se zapojuje pod stejnými podmínkami jako privátní investoři.

V Rakousku bylo v roce 2010 vloženo do dvou PE/VC fondů 15 mil. Eur. Ty byly doplněny o prostředky privátních subjektů a investovány do rakouských podniků. Pokud se iniciativa ukáže jako úspěšná, bude se uvažovat o jejím pokračování.<sup>34</sup>

#### Návrhy na vytvoření PE/VC fondu s veřejnou účastí

Studie AVCO z roku 2006 ukázala<sup>35</sup>, že potenciál přímých opatření na rozvoj PE/VC v Rakousku lze vidět zejména u holdingových fondů s veřejnou účastí, které navýší kapitál rakouským PE/VC fondům tak, jak to na evropské úrovni již provádí EIF. V závěru studie byl navrhnut charakter holdingového fondu s ohledem na rakouské podmínky. S ohledem na rakouské právní a daňové prostřední se navrhuje, aby byl holdingový fond ustaven se sídlem v Lucembursku.

---

<sup>33</sup> Viz Detail information Venture-Capital-Initiative [<http://www.awsg.at/Content.Node/files/sonstige/VCI-Detailinformation.pdf>].

<sup>34</sup> Viz Wirtschaftsministerium: "Österreich fehlt Risikokapital". DiePresse.com, 9.3.2011. [[http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/640418/Wirtschaftsministerium\\_Oesterreich-fehlt-Risikokapital-](http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/640418/Wirtschaftsministerium_Oesterreich-fehlt-Risikokapital-)]

<sup>35</sup> Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen. AVCO, 2006 [<http://www.bmwfj.gv.at/ForschungUndInnovation/Foerderungen/Documents/PEVC%20Langfassung.pdf>]

Holdingový fond převeze rozhodující roli při inovačním financování MSP. Pro holdingový fond budou stanoveny následující cíle: zvýšit příliv nových prostředků do rakouských PE/VC fondů; zvýšit transparentnost rizikového kapitálu jako způsobu financování; posílit odborné znalosti potenciálních investorů, hodnotit kvalitu projektů a dávat tak selekční signály PE/VC trhu. Při sledování těchto cílů musí být respektována specifika rakouského PE/VC trhu, který je relativně mladý a není o něm dostatečné množství informací. Přesto by ale investiční politika Fondu neměla být příliš restriktivní. Na rakouském PE/VC trhu převažují „nespecializované“ fondy investující do různých stádií životního cyklu firmy. Zaměření holdingového fondu výhradně na early-stage fondy proto nemá smysl, rakouský trh musí být dále rozvíjen jako celek. Kapitálové garance poskytované AWS tvoří důležité opatření s iniciačním efektem. Nabídka a know-how AWS by měla společně s Fondem přinést synergický efekt.

Holdingový fond ve skutečnosti představuje kolekci prostředků z veřejných a privátních zdrojů (institucionální investoři jako pojišťovací společnosti, penzijní fondy, banky apod.). Pro holdingový fond bude vyhrazeno 300 mil. Eur, dvě třetiny od privátních institucionálních investorů, jedna třetina z veřejných zdrojů. Prostředky holdingového fondu budou investovány v Rakousku a Evropě během čtyřleté investiční periody. V Rakousku bude investováno do 8 fondů rizikového kapitálu s průměrným objemem 35 mil. Eur a do 2 fondů zaměřených na akvizice s průměrným objemem 65 mil. Eur. Očekává se výnos ve výši 6,5 %. Diverzifikované celoevropské portfolio snižuje riziko selhání, přesto ale musí mít holdingový fond podstatné závazky v Rakousku. Veřejné zdroje budou především krýt případné ztráty, nesou tak největší riziko, ale také se z největší části budou podílet na případném výnosu. Institucionální investor investující do holdingového fondu se zavazuje paralelně investovat nejméně do dvou rakouských PE/VC fondů podle svého výběru, avšak v hodnotě nejméně 1,5 mil. Eur do každého. Manažeři holdingového fondu převzou vedení těchto paralelních investic, zajistí předání know-how a odbornou přípravu pracovníků.

## **7.4 FINSKO**

### **7.4.1 Informace o trhu**

Historie PE/VC trhu ve Finsku sahá do 60. let, kdy vznikly první investiční společnosti. Vládní intervence hrály v rozvoji finského PE/VC odvětví významnou roli. Finská národní banka byla majoritní akcionář první domácí PE/VC společnosti Sponsor vzniklé v roce 1967, konečná investiční rozhodování byla ale přenechána ostatním akcionářům. Sponsor byl důležitým „inkubátorem“ pro PE/VC aktivity ve Finsku, odstartoval kapitálové financování podniků rané fázi rozvoje, které bylo posléze přesunuto na fond Sitra (viz dále). Ten měl v následujících desetiletích rozhodující roli při prudkém růstu finského trhu rizikového kapitálu, přestože primárním cílem aktivit byl všeobecný rozvoj MSP a související socioekonomické otázky. Inovační prostředí ve Finsku je dnes při mezinárodním srovnání na velmi vysoké úrovni. Dokládá to i tempo vzniku inovačních podniků hledajících rizikový kapitál umožňující jim další růst.<sup>36</sup>

Ve Finsku aktuálně fungují tři hlavní podpůrné organizace – Sitra, Finnvera a Finnish Industry Investment. Každá z nich se orientuje na určité tržní selhání, které nemůže být

---

<sup>36</sup> Blíže k vývoji finského trhu rizikového kapitálu viz např. The Prospects for Successful Early-Stage VC in Finland. Sitra, 2006 [<http://www.sitra.fi/julkaisut/raportti70.pdf?download=Lataa+pdf>].

odstraněno jednorázově. Jsou proto spíše dlouhodobými iniciativami a ne (jako např. v případě izraelského programu Yozma) dočasnou intervencí ukončenou jakmile dosáhne svého cíle. Vzhledem k důležitosti tří zmíněných organizací může být finský systém popsán jako duální, kde protipól ke státem vlastněným institucím tvoří privátní PE/VC fondy, i když řada z nich byla původně zakládána v rámci veřejných iniciativ. Podnikatelská aktivita určující stranu poptávky je ve Finsku mírně pod průměrem zemí OECD. Mezi důvody patří sociální zabezpečení, které je pro podnikatele méně příhodné než pro zaměstnance, stejně jako relativně vysoká míra zdanění. Finská inovační politika byla po dlouhou dobu úspěšná v podpoře VaV aktivit a pomáhala tak vytvářet poptávku po rizikovém kapitálu ze strany inovačně založených podniků. Tekes (Národní technologická agentura) je hlavním subjektem poskytujícím přímou podporu a úvěry na VaV projekty. Přestože finský trh rizikového kapitálu nevykazuje zjevné nedostatky, stejně jako v jiných případech i zde existují některé faktory, které omezují dostupnost kapitálu pro segment začínajících podniků. Objem investice je ve Finsku menší než např. v USA, protože kapitálový trh je menší a s ním i očekávané výnosy. Množství malých investic s sebou nese zvýšené náklady na sledování a odborné vedení, které mohou překročit očekávané výnosy a odradit tak investory. Možnosti pro úspěšné ukončení investic rizikového kapitálu do začínajících podniků rovněž nejsou dostatečné, neboť objem obchodů na helsinské burze je malý, stejně jako likvidita investorů.

V roce 2010 bylo PE/VC odvětví ve Finsku tvořeno 44 manažerskými společnostmi, které měly pod kontrolou celkový kapitál ve výši 6,2 mld. Eur. V téže roce celkem 224 finských společností obdrželo prostředky v souhrnné hodnotě 587 mil. Eur, což odpovídá průměrné částce 2,5 mil. Eur na jednu firmu. Rizikový kapitál do začínajících podniků se na uvedené částce podílel zhruba 17 %, což je výrazně vyšší hodnota než u dříve popisovaných států, průměrná hodnota investice dosahovala 650 tis. Eur.<sup>37</sup> Dominantními subjekty na PE/VC trhu jsou manažerské společnosti organizované jako s.r.o., ty obvykle mají pod kontrolou několik fondů. Patří mezi ně i tři výše uvedené organizace, které jsou vlastněny státem a mají veřejně prospěšnou roli. Kromě nich působí ve Finsku několik malých regionálních fondů, které investují své prostředky výhradně přímo do podniků v zárodečné nebo startovní fázi.

#### **7.4.1 Významné subjekty a jejich role**

##### Sitra

Sitra, plným názvem Finský národní fond pro výzkum a vývoj, byla založena v roce 1967. Její funkce byly primárně svázané s financováním technologického VaV a sociálně prospěšných projektů. Od roku 1987 se jejím hlavním cílem stala podpora kapitalizace podniků prostřednictvím rizikového kapitálu a komercializace technologií. Sitra investovala přímo do podniků z vlastního portfolia i do finských a mezinárodních fondů rizikového kapitálu. Nicméně počet společností připadajících na jednoho manažera se ukazoval jako příliš vysoký pro poskytování plnohodnotných manažerských a poradenských služeb. Role Sitry v oblasti rizikového financování se proto změnila, dále investuje jen prostřednictvím aktuálně klíčových tematických programů.

---

<sup>37</sup> EVCA Yearbook 2011. European Private Equity and Venture Capital Association, 2011  
[[http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge\\_Center/EVCA\\_Research/Statistics/Yearbook/Evca\\_Yearbook\\_2011.pdf](http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/Yearbook/Evca_Yearbook_2011.pdf)]

Mezi tři strategické cíle Sitry patří provádění analýz a investování rizikového kapitálu do nově vznikajících podniků, zejména v oblasti služeb. Sektory, do nichž investice směřují, jsou vybírány v relaci na aktuální programy a jejich sociální dopady, samotné investiční aktivity probíhají však plně na tržním základě. Sitra vykonává tradičně významnou část svých rozvojových aktivit jako přímý vlastník individuálních podniků, patřících mezi portfolio kapitálových investic. Prostřednictvím domácích fondů přímo ovlivňuje finské společnosti, zahraniční fondy slouží k navázání mezinárodních obchodních kontaktů i k získání informací o nových trzích a technologiích. Sitra pomáhá identifikovat příležitosti, experimentovat v potenciálně růstových oblastech a přilákat privátní investory. Soustředí se na nové segmenty trhu, kde investice zahrnují největší riziko odrazující soukromý kapitál. PreSeed fond, který poskytoval služby firmám v zárodečné a startovní fázi, byl nově nahrazen nástroji další státem vlastněné společnosti Finnvera.

Sitra byla původně pod správou Finské národní banky, ale od roku 1991 se její status změnil na nezávislou veřejnou nadaci pod kontrolou parlamentu. Sitra financuje své aktivity převážně zisky z investovaného kapitálu ale také z dalších finančních aktivit. Iniciační kapitál pocházel od Finské národní banky. V roce 2010 uzavřela své investice v 11 společnostech, nové investice směřovaly do 5 podniků. Celkem je tak v portfoliu Sitry 44 společností (v roce 2004 to bylo 100 podniků). Tržní hodnota kapitálu Sitry dosahovala 697 mil. Eur ke konci roku 2010, investované prostředky přinesly roční zisk 9,3 %.<sup>38</sup> Zdaleka největší zastoupení mají firmy z oblasti medicínského průmyslu, následované biotechnologiemi a průmyslovými produkty a službami. Například v aktuálně běžícím programu Energy jsou uskutečňovány investice do vznikajících a rostoucích firem buď samostatně, nebo ve spolupráci s privátními partnery. Velikost počáteční investice je typicky 0,5 – 3 mil. Eur, Sitra má roli aktivního minoritního podílníka v portfoliu cílového podniku. Sitra má svá aktiva ve více než 40 finských a zahraničních PE/VC fondech, zaměřených zejména na začínající technologicky orientované podniky v Evropě a USA. Sitra tak může lépe hodnotit vývojové trendy, získat expertní zhodnocení potenciálu různých technologií a podnikatelských nápadů, popřípadě zprostředkovat kontakty na zahraniční investory.

### Finnvera

Finnvera je specializovaná finanční společnost plně vlastněná státem nabízející služby na podporu finských podniků a jejich internacionalizaci. Má tři hlavní úkoly: rozvoj prostředí pro fungování MSP; podporu exportní orientace a internacionalizace podniků; implementaci vládních obchodních a průmyslových opatření. Dále Finnvera plní roli prostředníka mezi finančními programy EU a finskými MSP. Finnvera posiluje operační potenciál a konkurenceschopnost finských podniků širokou nabídkou finančních mechanismů, poskytuje grantové půjčky, běžné a exportní úvěrové garance i rizikový kapitál. Od společnosti se očekává ekonomická soběstačnost, tzn., že v dlouhodobém horizontu musí Finnvera pokrýt vlastní operační výdaje a ztráty vzniklé při poskytování úvěrů a garancí příjmy z komerčních operací.

Finnvera poskytla v roce 2010 financování celkem pro 3611 začínajících podniků v celkové výši 215 mil. Eur. Téměř 80 % začínajících podniků, které obdržely podporu, patří do sektoru služeb. Zásadní součástí systému mikrofinancování je spolupráce s

---

<sup>38</sup> Blíže viz Sitra Board Report and Financial Statements 2010. Sitra, 2011  
[[http://www.sitra.fi/julkaisut/Toimintakertomus/2010/Sitra\\_Boardreport2010.pdf](http://www.sitra.fi/julkaisut/Toimintakertomus/2010/Sitra_Boardreport2010.pdf)]



regionálními podnikatelskými agenturami hodnotícími způsobilost firem pro financování. Dále bylo podpořeno 1037 podniků v růstové fázi (průměrný roční nárůst obrátu o 10 % během následujících třech let), a to částkou 209 mil. Eur. Finnvera přispěla v roce 2010 v průměru 43 % na financování 8730 domácích projektů, jejichž celkový rozpočet odpovídal 2,1 mld. Eur. Podařilo se tak vytvořit téměř 9 tis. pracovních míst (cílová hodnota byla 10 tis.).<sup>39</sup>

V roce 2003 založila Finnvera dceřinou společnost Veraventure, a to za účelem řízení a financování regionálních fondů rizikového kapitálu fungujících jako s.r.o. Od Veraventure se neočekává vysoká ziskovost, pouze zisky v míře udržující reálnou hodnotu jejího kapitálu. Má především zmírnit selhání trhu kapitálu pro MSP, proto jsou i její investice v průměru menší, než je obvyklé. Veraventure je fond fondů (jediný ve Finsku, který neposkytuje přímé investice). Fondy, do kterých Veraventure investuje, financují převážně podniky v rané fázi rozvoje. Veraventure obvykle vlastní třetinový podíl (vždy pod 50 %), další podíly vlastní municipality a lokální podniky. Všechny tři skupiny investorů mají velký zájem především na podpoře místních podniků.<sup>40</sup>

### Finnish Industry Investment (FII)

FII je státem vlastněná společnost pod správou Ministerstva obchodu a průmyslu. Funguje od roku 1995 a její hlavní funkcí je zlepšení podmínek zejména MSP prostřednictvím kapitálových investic do fondů rizikového kapitálu. Investuje rovněž přímo do cílových podniků (cca 10 % investic) zvláště do velmi rizikových projektů. Společnost musí být celkově zisková, ale v konkrétních případech je akceptovatelný i opačný výsledek. Její investice jsou cíleny tam, kam trh nepřináší dostatečné zdroje, primárně to platí pro zárodečné a startovní financování. U přímých investic FII nejsou poskytovány další služby, FII se ani nepodílí na jejich řízení. FII slouží také jako prostředník pro finance přicházející z EU.

Status společnost FII určuje speciální zákon, obecná investiční pravidla jsou upravena Státní radou na návrh ministra financí. FII je tvořena mateřskou společností plně vlastníci dva dceřiné fondy. FII realizuje podnikovou strategii a dává investiční návrhy řídicí radě. Ta schvaluje investiční rozhodnutí a dohlíží na investiční aktivity společnosti. Investiční rada funguje jako poradní orgán a podporuje vztahy společnosti s komunitou v oboru. Společnost investuje za stejných podmínek jako privátní subjekty, ti se podílí alespoň z poloviny na kapitalizaci cílového podniku. Podnik musí zapadat do investičního portfolia, jednotlivé investice jsou termínově fixované a zahrnují i plán pro jejich ukončení. Při investicích do fondů je hodnoceno jeho dosavadní fungování a schopnost poskytnout cílovému podniku expertní znalosti pro jeho rozvoj. Investice směřující do zahraničí musí přímo či nepřímo podporovat ekonomický rozvoj ve Finsku. Přímé investice mohou směřovat do nových projektů s rozvojovým potenciálem a významem pro obchodní a průmyslovou politiku. Projekty nejsou sektorově omezeny. FII má pod kontrolou kapitál ve výši 670 mil. Eur. Portfolio čítá (přímo nebo skrze fondy) 440 podniků. Konsolidovaný účetní výsledek v roce 2010 skončil ztrátou 6,3 mil. Eur. Portfolio FII soustředí jak

---

<sup>39</sup> Viz Finnvera – Venture Capital Investments [<http://www.finnvera.fi/eng/Venture-Capital-Investments>]

<sup>40</sup> Viz Luukkonen, T.: Venture Capital Industry in Finland – Country Report for the Venture Fun Project. The Research Institute of the Finnish economy, 2006 [[http://www.etla.fi/files/1472\\_Dp1003.pdf](http://www.etla.fi/files/1472_Dp1003.pdf)]

investice do PE/VC fondů (83 %, z toho 21 % do fondů rizikového kapitálu), tak přímé investice do podniků (17 %).<sup>41</sup>

#### **7.4.2 Podpůrná opatření**

Finsko zavedlo několik úspěšných opatření na podporu fondů a investic rizikového kapitálu, zejména těch soustředících se na MSP. Vládní intervence hrály významnou roli v rozvoji PE/VC odvětví jako takového. Již byly zmíněny tři zásadní organizace. FII a Sitra mimo podpory fondů rizikového kapitálu investují i přímo do podniků. Zde však plní úlohu pasivních investorů (hands-off) a neposkytují přidanou hodnotu ve formě podnikatelských znalostí na firemní úrovni. Privátní investoři je potřebují, aby soustředili dostatek kapitálu (fungují jako syndikát), ale považují jejich roli za obtížnou, neboť oni věnují značné úsilí při pomoci firmě růst, ve prospěch pasivního investora. Tato situace se stává ještě problematičtější v pozdějších stádiích, kdy držení svého podílu státní instituce omezují vstup dalším investorům.

Současná iniciativa na poskytování veřejné podpory rizikového kapitálu pro nové inovační nebo růstově orientované podniky byla zavedena v roce 2005. Navrhovaná strategie obsahuje opatření, jehož jádrem je vznik seed fondu řízeného Veraventure. Ten bude po iniciačním (tříletém) financování z veřejných zdrojů soběstačný, další kapitalizace se očekává pouze při budoucím rozšíření aktivit. Celkový plán počítá i s podporou podniků v pozdějších rozvojových fázích, aby se uzavřel cyklus pro působení rizikového kapitálu. K potlačení některých problémů na straně poptávky má přispět spolupráce veřejných aktérů jako regionální síť Finnvery, vědeckých parků, preseed programu Sitry a tzv. TE center. Tito aktéři by měli společně procházet a asistovat při vytváření portfolia firem, a tak vytvářet trvalý příliv potenciálních cílových společností pro financování rizikovým kapitálem. Iniciativa by měla propojovat zkušené business angels a mentory se slibnými mladými firmami. Tento návrh znamená překlenutí tradičního oddělení podnikatelského poradenství a odborného vedení (nefinanční přidané hodnoty) od financování.

#### Odůvodnění

Privátní investoři částečně ustoupili od financování počátečních fází podniků a přenechali tuto oblast veřejným institucím. Taková situace ale není vyhovující, neboť i kapitálové společnosti investující do pozdějších stádií potřebují pro své aktivity příliv nových podniků (deal flow), dostatečný co do množství i do kvality. Institucionální investoři budou mít zájem o investice do fondů rizikového kapitálu orientujících se na začínající firmy pouze tehdy, budou-li takové investice mezinárodně konkurenceschopné. Vzhledem ke vznikající mezeře na trhu a potřebě více stimulovat privátní rizikový kapitál směřující do začínajících podniků, Sitra nejprve hledala možnosti, jak povzbudit institucionální investory skrze modely asymetrického sdílení zisků (asymmetric profit sharing models), stejné jaké byly uplatněny ve Velké Británii nebo v Izraeli. Nicméně Sitra došla k závěru, že potenciální posílení výnosů dosažených pomocí modelů asymetrického sdílení zisků samo o sobě nebude dostatečné k ztraktivnění investic do raných fází rozvoje podniku. Hlavní role vlády spočívá v zajištění fungující infrastruktury a podnikatelského prostředí, které podporuje přijetí rizika a zodpovědnosti. Běžné je, že stejné organizace v rámci podpůrné struktury poskytují financování pro několik stádií od nejranějších fází přípravy studií proveditelnosti po úspěšnou komercializaci. Zároveň podpůrné mechanismy nesmí

---

<sup>41</sup>Finnish Industry Investment [[http://www.teollisuussijoitus.fi/in\\_english](http://www.teollisuussijoitus.fi/in_english)]

vytlačovat privátní investice do nově vznikajících podniků a vytvářet z tohoto segmentu státní monopol. Podpůrná opatření musí naopak soukromé aktivity katalyzovat, a to jasně stanovenými pravidly spolupráce veřejného a soukromého sektoru. Mezi důležité faktory patří rovněž dostatečně likvidní akciový trh, který vytváří podmínky a prostor pro efektivní ukončení investic. Nezbytnou součástí podpory rizikového kapitálu je nefinanční přidaná hodnota, tj. předávání know-how a vedení cílových technologicky založených podniků.

Na jaře 2004 společnost Finnvera převzala zodpovědnost nad financováním a rozvojem regionálních fondů ustanovených jako s.r.o. Vytvoření Seed fondu Vera bylo součástí strategie Ministerstva obchodu a průmyslu revidující zárodečné financování a systém služeb pro nově vznikající inovační podniky. Seed fond Vera začal fungovat na podzim 2005. Před zavedením tohoto nástroje byly privátní investice řízeny Sitrou. V únoru 2008 Finnvera zavedla službu zaměřenou na privátní investory a business angels. Ti se mohou registrovat v síti Investor Extra, která nabízí platformu, kde mohou investoři nalézt informace o jednotlivých společnostech žádajících o podporu v rámci projektů Finnvery. Podniky tak mohou prezentovat své projekty potenciálním investorům.

Finnvera vlastní v Seed fondu Vera 93% podíl, dalšími investory jsou převážně pojišťovací společnosti. Role Finnvery jako poskytovatele veřejných prostředků je založena zejména na tom, že stát kryje část ztrát z úvěrové a garanční činnosti, což fondu umožňuje vstupovat do více rizikových projektů.

### Investice

Finnvera přímo investuje do začínajících inovačních podniků skrze dceřiný Seed fond Vera (společnost s ručením omezeným). Seed fond Vera je obecný fond bez restrikcí týkajících se oboru cílových podniků. Finnvera také vyvíjí regionální aktivity v oblasti rizikového financování, nekonkuruje privátním investorům, naopak snaží se stávající finanční trh doplňovat. Finanční prostředky jsou poskytovány ve formě půjček s odloženou splatností nebo kapitálových investic. Investice jsou minoritní, s podílem v rozmezí 10 – 40 %. Počáteční investice nepřesahuje 500 tis. Eur. Fond investuje ve spolupráci (joint investments) s dalšími fondy a s privátními investory. Finnvera se aktivně podílí na rozvoji cílových subjektů. Reprezentanti společnosti (manažeři nebo členové spolupracujících sítí) přijímají místo v řídicím orgánu cílového podniku, díky čemuž do něj přináší jak kapitál, tak know-how. Finnvera zřídila fond pro začínající podniky v roce 2005. Dosud prostředky ve fondu pocházely od finské vlády a institucionálních investorů (nyní obdržel fond 17,5 mil. Eur ze strukturálních fondů). Prozatím bylo investováno celkem 68 mil. Eur do 165 podniků. Průměrná velikost investice se pohybovala okolo 360 tis. Eur.

Podniky jsou při rozhodování o realizaci investice hodnoceny pomocí následujících kritérií:

- Inovační přístup – Jak podnik inovuje? Na jaké potřeby zákazníků inovace odpovídá? Existují substituenty nebo konkurenční produkty? Může být inovace patentována?
- Přidaná hodnota pro spotřebitele – Obsahuje produkt/služba určitou nespornou přidanou hodnotu pro zákazníka? Jak může být benefit pro zákazníka ukázán?

- Vstup na trh – Kdy může být produkt/služba dodána zákazníkovi? Byla identifikována cílová spotřebitelská skupina? Dodávala již firma produkt/službu zákazníkům nebo jej exportovala?
- Tržní potenciál – Má produkt/služba ocenitelný tržní potenciál a předpoklady pro dlouhodobý růst?
- Internacionalizace – Chce se společnost dostat na mezinárodní trhy? Má nějaké mezinárodní partnery podílející se na vývoji produktu nebo na marketingu?
- Realnost – Jak realistický, konzistentní a ambiciózní má firma podnikatelský plán? Jaký způsob konkrétního rozvojového nebo akčního plánu má připravený?
- Podnikatel/é – Má podnikatel zkušenosti a schopnosti v daném sektoru? Je podnikatel připraven zaměstnat nové pracovníky? Jak oddaný je podnikatel vůči své firmě?

Aby společnost vyhovovala investičnímu profilu Finnvery, musí mít solidní a uskutečnitelný podnikatelský plán. Produkt nebo služba musí být jednoznačně definované, s potenciálem pro mezinárodní trhy a musí obsahovat významnou inovaci oproti konkurenci. Pokud je to možné, výsledek VaV, na jehož základě má být inovace zavedena, musí být patentován. Podnikatel se musí zajímat o růst firmy a mít různorodé technologické schopnosti. Společnost nemusí mít ustanovený pevný management, důležitá je vůle budovat ho. Společnost musí patřit mezi malé podniky registrované ve Finsku, se statutem s.r.o. a v procesu zakládání nebo v raném stádiu po něm.

Finnvera rovněž funguje na principu fondu fondů, kdy vkládá svůj kapitál do regionálních fondů rizikového kapitálu zakládaných jako s.r.o. Tyto investice jsou uskutečňovány prostřednictvím dceřiné společnosti Veraventure. Veraventure je spravována pětičlennou řídící radou, ve které jsou zastoupeny Finnvera, Sitra, Ministerstvo práce a hospodářství. Cílem je podpora regionálních průmyslových politik a zajištění prostředků pro podniky s růstovým potenciálem. Zástupci Veraventure jsou členy rady cílového fondu a přináší tak mimo prostředků i cenné know-how. Konkrétní podmínky jsou dojednávány jednotlivě.

Mezi investiční kritéria pro nové cílové fondy patří:

- fond musí mít status s.r.o.;
- fond se při svých aktivitách musí držet principů stanovených Finskou PE/VC asociací;
- investiční politika fondu musí podporovat podnikání v dané oblasti;
- fond musí mít jasnou a cílenou investiční strategii;
- geografická oblast, ve které fond investuje, musí být jasně vymezená a musí mít dostatečný potenciál, odpovídající investiční strategii fondu;
- cílové společnosti musí patřit mezi finské MSP nekótované na burze;
- kvůli dodržení evropských pravidel o státní pomoci, aspoň polovina z kapitálu fondu musí pocházet z privátních zdrojů;
- fond musí být profesionálně řízen;

- fond investuje formou PE/VC investic, kapitálových úvěrů a nemajetkových nástrojů;
- fond může investovat ve spolupráci (joint investments) s dalšími fondy;
- cílový zisk musí odpovídat hodnotám schváleným akcionáři;
- investiční politika fondu a manažerské kontrakty musí odpovídat praktikám běžným v sektoru kapitálových investic.