

Oponentský posudek na disertační práci

Ing. Jaroslavy Rajchlové, BA

VYBRANÉ ASPEKTY FINANCOVÁNÍ PODNIKŮ RIZIKOVÝM KAPITÁLEM V PODMÍNKÁCH ČESKÉ REPUBLIKY

Disertační práce Ing. Rajchlové BA sestává celkem z osmi kapitol a obsahuje (bez příloh) celkem 158 stran textu, který je již v samém úvodu velice špatně strukturován. V úvodní kapitole se totiž čtenář na straně 1 dozví, že „*Globálním cílem disertační práce je především rozšířit úroveň poznání z oboru ekonomika a management*“, a teprve posléze na straně 5 je toto nesmyslné úvodní tvrzení vyvráceno řádným definováním jak hlavního (neboli globálního) cíle práce, tak dílčích (parciálních) cílů, které jsou již podle mého názoru (pominu-li jejich poněkud komplikovanou stylistiku) v pořádku.

Disertace se zabývá problematikou malého a středního podnikání, resp. řešením nedostatku kapitálu na financování podnikatelských záměrů firem, a to, jak uvádí autorka na straně 5, pomocí rizikového kapitálu. Konkrétně se zabývá financováním podnikatelských subjektů prostřednictvím *Private Equity Venture Capital*, což autorka považuje za alternativu vůči běžným formám podnikového financování. Toto zaměření práce považuji za přínosné, smysluplné a aktuální. A pokud jde o dílčí cíle práce, jeví se mi rovněž jako vcelku správné, i když příliš ambiciózní a (zejména se to týká parciálního cíle 2), v rámci povoleného rozsahu disertace prakticky nesplnitelné.

Určité nedostatky spatřuji rovněž v metodologii (neboli v kapitole 2.2.). Nejde zde ani tak o to, že bych s některými použitými metodami nesouhlasil. Nicméně se domnívám, že uvádění jednotlivých metod (včetně způsobů sběru dat a jejich následného vyhodnocování) by mělo ve vědeckých pracích této úrovně vázat na postupné řešení jednotlivých parciálních cílů.

K teoretickým východiskům disertační práce (kapitola 3) nemám připomínky. Autorka zde publikovala řadu přínosných informací, přičemž prokázala, že se v dané oblasti dobře orientuje a že pracovala i se zahraniční literaturou. Nicméně se domnívám, že zdůraznila především pozitivní aspekty financování podniků formou *Private Equity Venture Capital*, přičemž problémy, které vstupy externích investorů do firem často přinášejí, nekomentuje.

Pokud se týče mého hodnocení obsahového plnění jednotlivých parciálních cílů, je moje stanovisko následující:

- První parciální cíl, který si autorka vymezila na straně 5 slovy: „*identifikovat kritéria hodnocení investičních projektů ze strany společností investujících rizikový kapitál v ČR a zároveň posoudit míru významnosti těchto kritérií v závislosti na vývojové fázi*

podnikatelského subjektu“ považuji za vcelku splněný a žádné významné připomínky k této části práce nevznáším.

- Ke druhému parciálnímu cíli vymezenému rovněž na straně 5, jenž je definován jako: *„Navržení možných změn legislativních a institucionálních podmínek, které mohou vést ke zlepšení situace na trhu rizikovým kapitálem v České republice a tím odstranění identifikovaných bariér rozvoje financování podniků rizikovým kapitálem, a to na základě komparativní studie“* však již připomínky vznáším. Mimo to, že samotná jeho stylizace je poněkud zmatená, tak se mi tento cíl jeví značně ambiciózní (podle mne by si jeho komplexní plnění vyžadovalo rozsah nejen celé disertační, ale dokonce habilitační práce). V daném případě totiž nemohu souhlasit s tím, že jej lze řešit bez toho, aniž by byla provedena zevrubná analýza současného stavu legislativních a institucionálních podmínek financování podniků formou *Private Equity Venture Capital*. A dále se domnívám, že aby jej bylo možno hodnotit jako za bezesbytku splněný, tak by autorka musela rovněž přesně vymezit, jak si představuje „optimální“ vztahy mezi všemi druhy účastníků „trhu rizikového kapitálu“ a které konkrétní instrumenty se na něm budou obchodovat. S tím pochopitelně souvisí celá řada dalších aspektů, jako např. velice složitá problematika kolektivního investování (včetně stávající platné legislativy v ČR a v jiných ekonomicky vyspělých zemích), dále problematika používání investičních pobídek, problematika znalostní úrovně (resp. odborné vyspělosti) účastníků obchodování na tomto poněkud specifickém trhu a v neposlední řadě i technická stránka obchodování. Tyto oblasti jsou v předložené disertační práci řešeny pouze okrajově a už vůbec ne komplexně, přičemž některá doporučení autorky, jako např. povolit penzijním fondům a pojišťovnám investovat do rizikového kapitálu považuji (na rozdíl od autorky) naopak za „zcela nesmyslné“ a pro občany kteréhokoli státu za „velice nebezpečné, resp. přímo škodlivé“.
- Pokud se týče třetího vytyčeného parciálního cíle, kterým (jak je autorkou uvedeno na straně 5) *„zjistit, zda je ze strany investorů rizikového kapitálu poskytována nefinanční přidaná hodnota podnikům financovaným rizikovým kapitálem a o jaké konkrétní podpory se jedná“*, uvádím následující: Na jedné straně konstatuji, že autorka v této části práce uvádí celou řadu zajímavých informací získaných jak z tuzemských, tak i ze zahraničních informačních zdrojů. Na druhé straně jsem však nucen konstatovat, že způsob jejich uvedení je velice nesystémový, což značně snižuje jejich vypovídatelnost a tím i přínosnost jak pro rozvoj teorie, tak i pro hospodářskou praxi.

Co se týče celkového hodnocení disertace, tak konstatuji, že práce sice na jedné straně obsahuje celou řadu zajímavých informací, které jsou ovšem následně značně znehodnoceny jejich nesystémovým uspořádáním. Tím, že autorka nerespektovala ustálené zvyklosti a použila vlastní způsob nesystémového uspořádání totiž způsobila, že disertace získala velice problematickou strukturu neodpovídající standardům. A pokud se týká jazykové stránky, ani ta se mi nejeví jako dobrá, a to jak co se týče způsobu vyjadřování, tak i mnohdy velice komplikované stylistiky. A pokud mám hodnotit dosažené výsledky, některé jsou z mého

pohledu ne zcela prokazatelné a mnohé poněkud nejasné. Z tohoto důvodu jsem nucen formulovat následující odborné dotazy:

- 1) Jaká je soudobá legislativní úprava trhu rizikového a rozvojového kapitálu v České republice? Které české právní normy řeší činnosti jeho jednotlivých účastníků?
- 2) V kapitole 5.1 uvádíte, že jste identifikovala v legislativě České republiky bariéry pro rozvoj financování formou rizikového kapitálu. Kde máte uveden výčet těchto bariér a o jaké informační zdroje se opíráte?
- 3) Jedním z Vašich doporučení je implementace Směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/41/ES ze dne 3. června 2003 o činnostech institucí zaměstnaneckého penzijního pojištění a dohledu nad nimi. Co je obsahem této směrnice a jakým způsobem by měla být podle Vás zavedena do českého právního systému? Jak její zpracování ovlivní český trh rizikového kapitálu? Jsou s implementací této směrnice do českého právního řádu spojena i nějaká rizika?
- 4) Ve své disertační práci doporučujete založit „*seed fond*“, který by měl být nástrojem podpory rozvoje trhu rizikového kapitálu ze strany státu. Jak by měl tento fond v praxi fungovat? Jaké by mělo být jeho legislativní ukotvení a institucionální zabezpečení?

Přes veškeré moje výhrady a připomínky závěrem konstatuji, že cíle disertace považuji za splněné až na parciální cíl 2, který považuji za splněný pouze částečně. Práci proto doporučuji k obhajobě. Nicméně důrazně požaduji, aby v rámci obhajoby byly autorkou podrobně zodpovězeny všechny mnou formulované otázky.

V Brně dne 7. června 2012

prof. Ing. Oldřich REJNUŠ, CSc.