

**VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ**

**FAKULTA PODNIKATELSKÁ**

Ústav ekonomiky

**Ing. Mgr. Lada Vejmělková**

**ROZHODOVÁNÍ ANDĚLSKÉHO INVESTORA O EXITU  
V PODMÍNKÁCH TRHU RIZIKOVÉHO KAPITÁLU  
V ČESKÉ REPUBLICE**

**DECISION MAKING OF BUSINESS ANGELS ON EXITS IN  
CONTEXT OF THE CZECH VENTURE CAPITAL MARKET**

Zkrácená verze disertační práce

Obor: Řízení a ekonomika podniku  
Školitel: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

## **KLÍČOVÁ SLOVA**

soukromý kapitál; rizikový kapitál; neformální rizikový kapitál; obchodní andělé; exit; determinanty; Česká republika

## **KEYWORDS**

private equity; venture capital; informal venture capital; business angels; exit; determinants; Czech Republic

## **MÍSTO ULOŽENÍ PRÁCE**

Vysoké učení technické v Brně  
Fakulta podnikatelská  
Kolejní 2906/4  
612 00 Brno

Ústřední knihovna VUT v Brně

## **ABSTRAKT**

Tato disertační práce předkládá výzkumné výsledky v oblasti identifikace interních a externích faktorů ovlivňujících rozhodování andělských investorů o exitu na trhu rizikového kapitálu v podmínkách České republiky. Výzkum vychází z polostrukturovaných rozhovorů a dotazníkových šetření s 25 andělskými investory. Hlavním nástrojem zpracování získaných dat je obsahová analýza kvalitativních a kvantitativních dat. Data obsažená ve výsledné datové matici jsou podrobena statistické analýze s využitím softwaru IBM SPSS Statistics. Výsledky naznačují, že hlavní formou exitu andělských investorů je obchodní prodej, který je vzhledem k vývoji interních a externích faktorů načasován tak, aby maximalizoval výtěžnost investice. Navíc je exit zpravidla výsledkem oportunistického přístupu k plánování výstupu z cílového podniku. Z výsledků výzkumu dále vyplývá, že se mezi nejdůležitější interní faktory ovlivňující exit andělských investorů řadí důvěra, kvalitativní kritéria hodnocení investice ze strany andělského investora, úroveň technologické inovace a smluvní úprava exitu. V případě externích faktorů jsou pro andělského investora nejdůležitější změna a úroveň budoucí poptávky po cílovém podniku, geopolitický vývoj nebo daňový systém. Výzkumné výsledky jsou využity k formulaci vícekritériálního rozhodovacího modelu, který slouží jako nástroj podpory rozhodování andělských investorů o exitu.

## **ABSTRACT**

This dissertation presents research results on the identification of internal and external factors affecting angel investors' decision to exit the venture capital market in the Czech Republic. The research is based on semi-structured interviews and questionnaire surveys with 25 angel investors. Content analysis of qualitative and quantitative data serves as the main tool of data processing. The data contained in the resulting data matrix is subjected to statistical analysis using the IBM SPSS Statistics software. The results indicate that the main form of exit of angel investors includes business sales, which, given the evolution of internal and external factors, is timed to maximize the return on investment. Moreover, exit is usually the result of an opportunistic approach to exit planning. The research results further suggest that the most important internal factors affecting angel investors' exit include confidence, qualitative criteria for the evaluation of the investment by the angel investor, level of technological innovation, and contractual arrangements for the exit. In the case of external factors, the most important for an angel investor are the change and level of future demand for the target company, geopolitical developments, or the tax system. The research results are used to formulate a multi-criteria decision model that serves as a decision support tool for angel investors exit decision.

# OBSAH

<b>ÚVOD</b> .....	<b>5</b>
<b>1 SOUČASNÝ STAV VĚDECKÉHO POZNÁNÍ</b> .....	<b>6</b>
1.1 Základní pojmy .....	6
1.1.1 <i>Soukromý a rizikový kapitál</i> .....	6
1.1.2 <i>Investoři PE/VC</i> .....	6
1.1.3 <i>Business Angels a trh BAs</i> .....	7
1.2 Exit.....	7
1.2.1 <i>Exit strategie</i> .....	7
1.2.2 <i>Vliv externích faktorů</i> .....	8
1.2.3 <i>Vliv interních faktorů</i> .....	8
1.3 Výzkumná mezera.....	10
<b>2 VYMEZENÍ CÍLŮ A VÝZKUMNÝCH OTÁZEK DISERTAČNÍ PRÁCE</b> ...	<b>11</b>
2.1 Cíle disertační práce .....	11
2.1.1 <i>Výzkumné otázky</i> .....	11
<b>3 METODIKA VÝZKUMU</b> .....	<b>12</b>
3.1 Postup zpracování disertační práce.....	12
3.2 Výzkumný přístup, strategie, metody a techniky sběru dat.....	14
3.2.1 <i>Smíšený výzkumný přístup</i> .....	14
3.2.2 <i>Výběr výzkumného vzorku</i> .....	15
3.2.3 <i>Techniky sběru dat</i> .....	15
3.2.4 <i>Způsob vyhodnocení a interpretace</i> .....	16
<b>4 VÝZKUMNÉ VÝSLEDKY</b> .....	<b>17</b>
4.1 Sociodemografická data.....	17
4.2 Investice a investiční proces .....	17
4.3 Exit andělských investorů v ČR .....	18
4.4 Interní faktory a jejich vliv na exit .....	19
4.5 Externí faktory a jejich vliv na exit .....	21
<b>5 NÁVRH ROZHODOVACÍ MODELU BAS O EXITU</b> .....	<b>23</b>
5.1 Analýza a definování rozhodovacího problému .....	23
5.2 Strukturování hierarchického modelu .....	23

5.3	Dílčí hodnocení kritérií, agregace a normalizace .....	24
5.4	Hodnocení variant a rozhodnutí.....	26
5.5	Verifikace a validace rozhodnutí .....	27
<b>6</b>	<b>DISKUZE.....</b>	<b>28</b>
<b>7</b>	<b>PŘINOSY DISERTAČNÍ PRÁCE A DOPORUČENÍ PRO NAVAZUJÍCÍ VÝZKUM.....</b>	<b>32</b>
7.1	Vědecký přínos .....	32
7.2	Přínos pro praxi .....	32
7.3	Přínos pro pedagogiku.....	33
<b>8</b>	<b>LIMITY DISERTAČNÍ PRÁCE.....</b>	<b>34</b>
	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>35</b>
	<b>POUŽITÁ LITERATURA .....</b>	<b>37</b>
	<b>PŘÍLOHY .....</b>	<b>44</b>

## ÚVOD

Start-upové podnikání zaujímá významnou roli v rámci hospodářského růstu a technologického pokroku jednotlivých států. Pro začínající podniky je ovšem přístup ke kapitálu k rozvoji podnikání nesnadný (Cosh et al., 2009; Reverte a Badillo, 2019; Sonius et al., 2015). Z tohoto důvodu se start-upové podnikání neobejde bez specifického segmentu finančního trhu, který reprezentují obchodní andělé (*business angels*, ve zkratce též BAs). Ti vstupují do finančních kontraktů, ve kterých je zvýšená míra informační asymetrie a také rizika (Akerlof, 1970; Glücksman, 2020; Gompers a Lerner 2004; Joudi et al., 2019; Landström; 2017). Obchodní andělé působí na trhu rizikového kapitálu, jehož výzkum se v posledních desetiletích těší značné pozornosti. Na druhou stranu zůstávají výzkumné oblasti, které jsou prozkoumány nedostatečně či vůbec. Jednou z těchto oblastí je poslední fáze životního cyklu investice, kterou je exit, kdy investor dostává své peníze zpět a doufá, že objem finančních prostředků je vyšší, nežli prvotní vklad (Cowley, 2018).

Na základě výše uvedených skutečností se tato disertační práce zabývá poslední fází životního cyklu investice do nekotovaných podniků malého a středního podnikání z pohledu soukromých investorů. Cílem disertační práce je identifikace interních a externí faktorů ovlivňujících rozhodování obchodních andělů o exitu v podmínkách trhu rizikového kapitálu v České republice, zhodnocení jejich významu a na základě empirických výsledků formulace rozhodovacího modelu obchodních andělů v této otázce. V kontextu exitu obchodních andělů, respektive determinantů exitu naváže tato disertační práce zejména na výzkum následujících autorů: Azarmi (2016); Botelho et al. (2019); Félix et al. (2014); Rigamonti et al. (2016); White a Dumay (2020). Naplnění cíle disertační práce povede k rozšíření současného stavu poznání v oblasti exitu andělských investorů ze start-upu. V neposlední řadě dojde také k podpoře start-upového ekosystému v rámci vytvoření nástroje na podporu rozhodování investora neformálního rizikového kapitálu o exitu.

Za účelem naplnění cíle disertační práce je specifikována hlavní výzkumná otázka: „*Jak se andělstí investoři rozhodují o exitu z cílových společností ve specifických podmínkách českého trhu rizikového kapitálu?*“, která je následovně rozdělena na výzkumné otázky dílčí. Ke zodpovězení výzkumných otázek je využito smíšeného výzkumného přístupu. Výzkum se opírá o primární data, která jsou sbírána formou polostrukturovaných rozhovorů a dotazníků s 25 českými andělskými investory. Data z rozhovorů jsou následně zpracována metodou obsahové analýzy. Ke zpracování výsledků je také použit smíšený výzkumný přístup, kdy je část výsledků vyhodnocena kvalitativně, část pak kvantitativně – využití SPSS Statistics 29. Na obdobném principu je zpracováno také dotazníkové šetření, které je realizováno během rozhovorů s andělskými investory. Výsledky výzkumu této disertační práce jsou následně využity jako vstupní parametry pro návrh vícekritériálního rozhodovacího modelu obchodních andělů o exitu. Výstupem je doporučení investorovi, zdali vystoupit, částečně vystoupit nebo setrvat ve start-upu.

# 1 SOUČASNÝ STAV VĚDECKÉHO POZNÁNÍ

Kapitola současného stavu vědeckého poznání obsahuje vymezení základních pojmů problematiky rizikového kapitálu. Cílem této kapitoly je za pomoci extenzivní literární rešerše vytvořit teoretický rámec problematiky rizikového kapitálu, a to včetně zhodnocení současného stavu poznání na trhu VC se zaměřením se na oblast exitu *business angels* a identifikaci výzkumné mezery.

## 1.1 ZÁKLADNÍ POJMY

V první řadě je důležité „ukotvení“ základního teoretického rámce. *Business angels* se pohybují na trhu soukromého kapitálu (dále také *private equity/PE*), respektive rizikového kapitálu (dále také *venture capital/VC*).

### 1.1.1 Soukromý a rizikový kapitál

**Soukromý kapitál** (*private equity*) je profesionální investice, která zahrnuje převzetí vlastnického podílu ve společnosti a jeho držení. Jedná se zpravidla o střednědobou až dlouhodobou investici, kdy se investoři po mnoho let aktivně podílejí na řízení podniku, do kterého investovali (Invest Europe, 2021a). Zatímco **rizikový kapitál** (*venture capital*) je forma soukromého kapitálu, kdy jsou finanční prostředky investovány do mladých společností s vysokým růstovým potenciálem, a to obvykle z hlediska technologické inovace (Invest Europe, 2021b). Podniky za pomoci rizikového kapitálu získávají nejen potřebné finanční zdroje, ale také odborné znalosti, dovednosti, *know-how* a rozsáhlou síť kontaktů (Gompers a Lerner, 1999; Sudek, 2006). Dle Nývltové a Řežňákové (2007) a Invest Europe (2021) se rizikový kapitál dále dělí na *seed capital*, *start-up capital* a *later-stage venture*. Nutno podotknout, že mnozí z autorů označují financování inovativního podniků obecně jako „start-upové financování“ (např. Cardullo, 1999) a inovativní podnik jako „start-up“ (Pavlatos a Kostakis, 2021) či start-upový projekt (např. Skare et al., 2023). Z tohoto důvodu je za účelem sjednocení užíváno totožného označení.

### 1.1.2 Investoři PE/VC

Investory soukromého kapitálu, respektive rizikového kapitálu lze dle autorů Scheely et al. (2015) rozdělit do dvou základních oblastí, a to na formální, tj. institucionalizovaný *venture capital* a na neformální, tj. neinstitucionalizovaný *venture capital*. V případě formálního rizikového kapitálu jsou finanční zdroje kumulovány v rámci k tomu určené instituce, zpravidla se jedná o **fondy rizikového kapitálu** (Pierrakis a Saridakis, 2017). Druhou oblastí je neformální, respektive neinstitucionalizovaný *venture capital* (Scheela et al., 2015), kdy jsou v roli investorů soukromé osoby, tj. **obchodní andělé či andělští investoři** (*business angels*, BAs). Uvedené pojmy jsou v této disertační práci chápány jako synonyma. Jako synonymum je také ve vybraných případech chápáno obecné označení „investor“.

### 1.1.3 Business Angels a trh BAs

Obchodní andělé jsou soukromí investoři, kteří poskytují rizikový kapitál pro nové a rostoucí podniky, ve kterých nemají žádné rodinné spojení (Mason a Harrison, 1996). Vlastní finanční prostředky BAs investují primárně do začínajících podniků (Harrison et al., 2010; Pierrakis a Saridakis, 2017) nebo do fáze růstu již existujících podniků, ve kterých dotváří strukturu zdrojů financování, kam patří vlastní zdroje, rodina, přátelé (Sohl, 1999) a institucionální investoři (Grilli, 2019; Sohl, 1999; Zinecker et al., 2021a). Jedná se o „praktické“ investory, jež poskytují podnikům nejen finanční prostředky, ale také všeobecné odborné znalosti, dovednosti či konkrétní informace v rámci strategického a provozního řízení společnosti, tzv. *smart money* (Mason a Harrison, 1996; Politis, 2008).

Harrison et al. (2010) označují **trh BAs** jako trh neformálního rizikového kapitálu, kde poskytují soukromé osoby kapitálové investice a nekolaterální půjčky nekótovaným podnikům (Mason a Harrison, 2000; Mason, 2006). Na straně poptávky stojí především inovativní podniky, diverzifikované a konkurenceschopné firmy průmyslových odvětví a fungující instituce z oblasti tvorby znalostního kapitálu. Za podnik vystupují jeho zakladatelé, tzv. *founderi (founders)*. V této disertační práci jsou uvedené pojmy chápány jako synonyma.

## 1.2 EXIT

Ve své nejjednodušší podstatě je výstup (*exit*) ze společnosti situace, kdy investor dostává své peníze zpět a doufá, že objem těchto finančních prostředků je vyšší, nežli prvotní vklad (Cowley, 2018). Exit je v rámci investičního procesu, respektive životního cyklu investice poslední fází, ovšem nejkritičtější a umožňuje recyklaci rizikového kapitálu.

Botelho et al. (2019) v souvislosti s exitem hovoří o proaktivním a oportunistickém přístupu k **plánování** exitu BAs. V rámci **proaktivního přístupu** podnikatel i investor realizují takové kroky, aby dosáhli finálního prodeje za co nejlepších podmínek, hledí na signalizaci trhu, stanovují akviziční cíl, identifikují potenciálního kupce a rozvíjejí síť kontaktů a vztahů se zúčastněnými stranami. Na druhé straně stojí **přístup oportunistický**, kde lze identifikovat také soubor akcí, které podnikatel a investor realizují v průběhu životního cyklu investice. Jejich cílem je vytvořit podnik, který je co nejatraktivnější potenciálním kupcům, aniž by s nimi dopředu navazovali vztahy (Botelho et al., 2019).

### 1.2.1 Exit strategie

Strategií exitu se rozumí forma výstupu investora rizikového kapitálu ze start-upu (Wang a Sim, 2001) s cílem co nejvyššího zhodnocení investice (Sonius et al., 2015; Wonglimpiyarat, 2009). *Business angels* vystupují ze start-upu zpravidla za pomoci exit strategie obchodního prodeje, tj. **trade sale**, případně veřejné nabídky akcií, tj. **IPO**. V případě rizikové či ztrátové investice pak dochází k **likvidaci** (Carpentier



a Suret, 2015). Popis vybraných exit strategií obchodních andělů je následující:

- *Obchodní prodej (Trade sale)*. Jedná se o hlavní formu transakce vlastnických práv podniku Wenhuiho (2016). V případě, že podnik dospěje do požadované fáze, je nejčastěji prodán strategickému partnerovi (Režňáková, 2012). Carpentier a Suret (2015) uvádí, že právě formu exitu v podobě obchodního prodeje *business angels* jednoznačně preferují.
- *Initial Public Offering (IPO)*. Jak z názvu vyplývá, jedná se o veřejnou nabídku akcií, respektive způsob odchodu s nejvyšším výnosem (Dvořák a Procházka, 1998) a relativně krátkou dobou pro obnovení investice (Wenhui, 2016).
- *Likvidace (Liquidation)*. Exit ve formě likvidace není v literatuře příliš prozkoumán, jelikož se jeví dle výzkumů pro investory jako tabu (Wang a Sim, 2001). K výstupu ze společnosti ve formě likvidace dochází v případě, kdy je daná investice insolventní (Wang a Sim, 2001; Invest Europe, 2021b).

### 1.2.2 Vliv externích faktorů

Externí faktory ovlivňující volbu strategie exitu investora rizikového kapitálu se v odborné literatuře objevují méně často, navíc i objem výčtu jednotlivých faktorů je oproti interním mnohonásobně nižší. Co se týče konkrétního rozdělení na externí determinanty, Azarmi (2016), Félix et al. (2014), Giot a Schwienbacher (2007) a Wenhui (2016) uvádí především následující faktory:

- *Hospodářský cyklus a makroekonomické ukazatele*. Pokud je ekonomika na vzestupu, existuje více možností, jak prodat podíl v organizaci (Wenhui, 2016).
- *Změna a úroveň budoucí poptávky*. S hospodářským cyklem se pojí změny na trhu a fakt, zdali je o start-up ze strany dalších BAs zájem (Azarmi, 2016).
- *Rozvinutost trhu rizikového kapitálu a jeho lokace*. Dle Giot a Schwienbachera (2007) umístění v dobře rozvinuté lokaci z hlediska trhu rizikového kapitálu usnadňuje investorům nejen vstup, ale také výstup ze společnosti.
- *Legislativa, resp. politické a daňové prostředí*. Neexistuje dokonalý právní systém, tudíž BAs musí zvážit skutečnosti právního řádu státu, ve kterém hodlají investici realizovat (Wenhui, 2016).

### 1.2.3 Vliv interních faktorů

Výčet interních faktorů ovlivňujících exit BAs je oproti faktorům externím mnohokrát vyšší (Azarmi, 2016; Félix et al., 2014; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020). Interní faktory lze zařadit do tří okruhů, konkrétně se jedná o charakteristiku investora (Azarmi, 2016; Félix et al., 2014; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020), investice (Cossin et al., 2002; Félix et al., 2014; Schwienbacher, 2002), a podniku (Bergemann a Hege, 2002; Giot a Schwienbacher, 2007; Sincerre et al. 2019).

#### Charakteristika investora

Ve spojitosti se základní charakteristikou investora Félix et al. (2014) řadí mezi

interní determinanty věk investora, zkušenosti s investováním rizikového kapitálu, jeho vzdělání a přístup k plánování exitu. Azarmi (2016), Wenhui (2016) a White a Dumay (2020) doplňují výčet o investiční talent nebo atraktivitu alternativních investičních příležitostí, důvěru v investici a realistická očekávání.

- *Věk a zkušenosti s investováním rizikového kapitálu.* Buď zkušenost s investováním rizikového kapitálu povede k delší době trvání investice, anebo může docházet k předčasným odchodům, pokud investor vyhodnotí investici jako ztrátovou (Félix et al., 2014).
- *Vzdělání.* Vyšší vzdělání by mělo korespondovat s delším trváním investice, jelikož již investoři nebudou využívat předčasné výstupy k signalizaci jejich kvality Wenhui (2016).
- *Přístup k plánování exit strategie (proaktivní vs. oportunistický).* Předem plánované výstupy jsou kratší, nežli výstupy neplánované (Cumming a Johan, 2008; Gladstone a Gladstone, 2002).
- *Atraktivita alternativních investičních příležitostí pro investora.* S tímto faktorem se pojí důvěra investora, jelikož čím nižší důvěra v investici bude, tím vyšší je pravděpodobnost volby alternativní investiční příležitosti (White a Dumay, 2020).

### **Charakteristika investice**

V rámci charakteristiky investice autoři Azarmi (2016), Cossin et al. (2002), Félix et al. (2014) a Schwienbacher (2002) zařazují mezi interní faktory konvertibilní cenné papíry a oznamovací povinnosti, všeobecná finanční a investiční kritéria hodnocení investice a typologii investice rizikového kapitálu.

- *Konvertibilní půjčky.* Tj. dluhopisy s pevně stanoveným úrokem a právem na tento úrok, navíc s možností směny za akcie společnosti. Důvodem využití ze strany investora je získání kontrolních práv a práva rozhodnout se o exitu (Cossin et al., 2002; Félix et al., 2014).
- *Oznamovací povinnosti a přítomnost ve správní radě.* Tyto faktory slouží investorovi rizikového a rozvojového kapitálu k monitorování podniku. Lze konstatovat, že přítomnost investora v představenstvu a monitoring společnosti vede k rychlejšímu výstupu z podniku (Félix et al., 2014).
- *Kvantitativní a kvalitativní kritéria hodnocení investice BA.* Jedná se o vyhodnocení investice na základě kvalitativních a kvantitativních kritérií nebo posouzení finančního stavu na základě Altmanova Z-Score (Azarmi, 2016).
- *Typ investice rizikového kapitálu.* Výsledky naznačují, že v případě *early-stage venture* a *high-tech* investice dochází k urychlení exitu, naopak *later-stage venture* a *non-high-tech* investice predikuje oddálení exitu (Félix et al., 2014).

### **Charakteristika podniku**

Například autoři Azarmi (2016), Félix et al. (2014), mezi interní faktory v rámci charakteristiky podniku zařazují schopnost podniku zpětného odkupu a existenci kupní smlouvy, potenciál přilákat další finanční kapitál a jeho předchozí záznamy,

délku existence start-upu, technologie, fáze vývoje či obor/odvětví podnikání:

- *Schopnost zpětného odkupu podnikem.* Dohoda o zpětném odkupu může vycházet z předem podepsané smluvní dohody mezi BAs a *founders* (Azarmi, 2016).
- *Délka existence podniku.* V případě délky působení start-up v počátku urychluje exit s cílem signalizace kvality podniku. Následně se ve firmě s pověstí kvalitní investice uskutečňuje výstup méně často (Félix et al., 2014).
- *Technologie.* Společnost, která velmi rychle postupuje ve fázi vývoje dosahuje tzv. technologických milníků (Bergemann a Hege, 2002), což vede k urychlení a úspěšnosti exitu (Giot a Schwienbacher, 2007).
- *Fáze vývoje podniku.* V rámci rané fáze se vyskytuje nejistota budoucí úrovně výnosů a vysoká míra informační asymetrie a čím vyšší je, tím delší je doba, nežli dojde k výstupu (Gompers a Lerner, 1999).
- *Obor/odvětví podnikání.* Investice do *high-tech* koresponduje se strategickým záměrem BAs a výstup by měl být z tohoto důvodu urychlen (Félix et al., 2014).

### 1.3 VÝZKUMNÁ MEZERA

Výzkumná mezera, kterou chce tato disertační práce pokrýt, je výzkum exitu, respektive exit strategií *business angels* působících ve specifických podmínkách trhu neformálního rizikového kapitálu v ČR. Výzkumná data vztahující se k této poslední fázi životního cyklu podniku nejsou dosud k dispozici a lze tak předpokládat relevantnost nových výzkumných výsledků z hlediska rozvoje trhu. Na základě identifikované výzkumné mezery naváže tato disertační práce na výzkum strany nabídky na trhu neformálního rizikového kapitálu ve specifických podmínkách trhu rizikového kapitálu v ČR (např. Bortlová, 2015; Durda a Kljucnikov, 2019; Skalická Dušátková, 2015; Skalická et al., 2017; Skalická, 2018; World Bank Group, 2018; Zinecker et al. 2021a, 2021b). V mezinárodním kontextu disertační práce naváže především na studie zabývajícími se exitem (např. Azarmi, 2016; Botelho et al., 2019; Carpentier a Suret, 2013, 2015; Félix et al., 2014; Guo et al., 2015; Giot a Schwienbacher, 2007; Johan a Zhang, 2016; Rigamonti et al., 2016; Sincerre et al., 2019; Wenhui, 2016).

Konkrétně se výzkum této disertační práce orientuje v rámci exitu *business angels* v České republice primárně na následující oblasti: **(1) interní a externí faktory ovlivňující exit**, s čímž souvisí také model rozhodování BAs v této otázce (srov. např. Azarmi, 2016; Rigamonti et al., 2016; White a Dumay, 2020) a **(2) přístup k plánování exitu**, tj. posouzení, zdali exit *business angels* v podmínkách ČR vykazuje spíše prvky oportunistického nebo plánovaného chování (srov. např. Botelho et al., 2019; Carpentier a Suret, 2013; Carpentier a Suret, 2015; Félix et al., 2014).

## 2 VYMEZENÍ CÍLŮ A VÝZKUMNÝCH OTÁZEK DISERTAČNÍ PRÁCE

Tato kapitola se věnuje identifikaci cílů disertační práce, jež vzešly z výzkumné mezery. Dále jsou v textu vymezeny výzkumné otázky, které navazují na výzkumné cíle. Cílem této kapitoly je propojení literární rešerše a metodiky disertační práce.

### 2.1 CÍLE DISERTAČNÍ PRÁCE

**Hlavním cílem disertační práce je identifikovat interní a externí faktory ovlivňující rozhodování BAs o exitu v podmínkách trhu rizikového kapitálu v České republice.** Výsledky jsou následně východiskem pro formulaci modelu rozhodování o načasování exitu BAs z cílových společností.

Naplnění hlavního cíle podporují následující cíle dílčí (dále také DC):

- DC1 – *Vymezení sociodemografického profilu BAs, a to včetně charakteristiky investic a investičního procesu.*
- DC2 – *Zmapování rozhodovacího procesu BAs s ohledem na exit a jeho plánování.*
- DC3 – *Identifikace interních a externích faktorů, jež ovlivňují exit BAs.*
- DC4 – *Zhodnocení vlivu zjištěných interních a externích faktorů na exit BAs.*
- DC5 – *Návrh rozhodovacího modelu soukromých investorů o exitu.*

#### 2.1.1 Výzkumné otázky

Hlavní výzkumná otázka (dále také HVO) a dílčí výzkumné otázky (dále také DVO), vycházejí z cílů této disertační práce. Hlavní výzkumná otázka zní následovně:

- **HVO:** *„Jak se andělští investoři rozhodují o exitu z cílových společností ve specifických podmínkách českého trhu rizikového kapitálu?“*

Aby bylo možné HVO zodpovědět, jsou za tímto účelem vymezeny otázky dílčí (DVO1–DVO5), které stejně jako výzkumná otázka hlavní, vycházejí z literární rešerše disertační práce:

- DVO1: *„Jaký přístup volí při rozhodování o exitu BAs v ČR?“<sup>1</sup>*
- DVO2: *„Které interní faktory ovlivňují exit BAs?“*
- DVO3: *„Jakým způsobem ovlivňují zjištěné interní faktory exit?“*
- DVO4: *„Které externí faktory ovlivňují exit BAs?“*
- DVO5: *„Jakým způsobem ovlivňují zjištěné externí faktory exit?“*

Dílčí výzkumné otázky jsou v rámci empirického výzkumu dále operacionalizovány, a to na základě principu adekvátnosti operacionalizace. Tato problematika je v disertační práci ověřena pilotní studií, respektive předvýzkumem.

---

<sup>1</sup> *Je chování BAs ve spojitosti s exitem spíše proaktivní nebo oportunistické?*

### 3 METODIKA VÝZKUMU

Tato kapitola obsahuje popis postupu zpracování disertační práce a vymezení metodického rámce. Cílem této kapitoly je představit čtenáři souhrnným přehledem postupu zpracování disertační práce.

#### 3.1 POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

Mezi dílčí kroky této disertační práce patří následující:

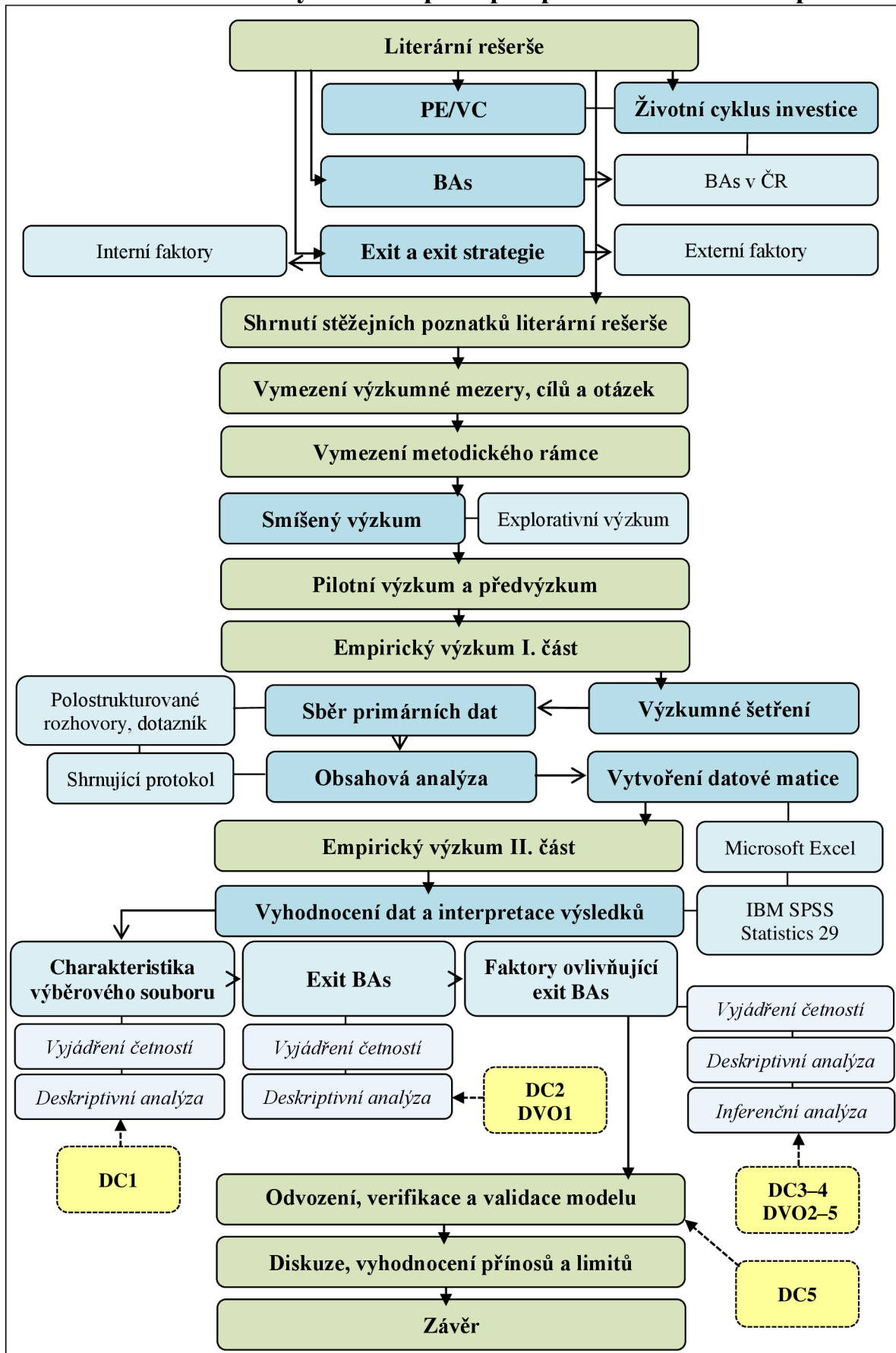
- 1) *Zpracování teoretického rámce a současného stavu poznání – literární rešerše*
- 2) *Vymezení výzkumné mezery a definování výzkumných cílů*
- 3) *Vymezení výzkumného vzorku*
- 4) *Vymezení metody sběru dat*
- 5) *Pilotní studie a předvýzkum – ověření metodického nástroje*
- 6) *Empirický výzkum – sběr a analýza dat*
- 7) *Vyhodnocení dat a interpretace výsledků*
- 8) *Odvození, verifikace a validace modelu*
- 9) *Závěrečné vyhodnocení – přínosy, limity, budoucí výzkum*

Konkrétně je postup zpracování vyobrazen v následujícím schématu č. 1. Jak schéma naznačuje, empirický výzkum vychází z extenzivní literární rešerše, na základě které byla identifikována výzkumná mezera. Z výzkumné mezery následně vychází cíle a výzkumné otázky disertační práce, na což navazuje metodický rámec a vymezení smíšeného výzkumného přístupu. S cíle ověření metodického nástroje je také realizován pilotní výzkum, respektive předvýzkum.

Empirický výzkum je rozdělen do dvou částí, kdy v první části dochází ke sběru primárních dat v podobě polostrukturovaných rozhovorů a dotazníků. Dotazníkové šetření je realizováno během rozhovorů s respondenty. Rozhovory jsou přepsány do formy shrnujícího protokolu a podrobeny obsahové analýze, stejně tak jsou vyhodnoceny četnosti odpovědí dotazníkového šetření, kdy výsledkem je přehledně zpracovaná datová matice obou uvedených technik sběru primárních dat.

V druhé části výzkumu je datová matice s využitím softwaru Microsoft (dále také MS) Excel a IBM SPSS analyzována, vyhodnocena a interpretována. V dílčích oblastech výzkumu dochází k vyjádření četností a deskriptivní, případně inferenční analýze. Nakonec je odvozen, verifikován a validován model a dochází k závěrečnému vyhodnocení disertační práce.

Schéma č. 1: Grafické vyobrazení postupu zpracování disertační práce



Zdroj: Vlastní zpracování

## 3.2 VÝZKUMNÝ PŘÍSTUP, STRATEGIE, METODY A TECHNIKY SBĚRU DAT

V této disertační práci je využit **smíšený výzkumný přístup** ve formě simultánního kombinování kvalitativního a kvantitativního zkoumání ve stejném okamžiku, konkrétně se jedná o **triangulaci *QUAL+quan*** a **model transformace dat**. K tomuto účelu je vybrána vhodně zvolená technika sběru dat – **polostrukturovaný rozhovor** a **dotazníkové šetření**, které je součástí rozhovoru s BAs. Získaná primární data jsou analyzována za pomoci **obsahové analýzy** kvalitativních a kvantitativních dat, **vyjádření četností, deskriptivní a inferenční statistické analýzy**. V závěrečné fázi jsou data interpretována v podobě **přehledových tabulek, grafů či schémat**.

### 3.2.1 Smíšený výzkumný přístup

Smíšený výzkumný přístup je založen na účelové kombinaci strategií, metod a technik sběru dat kvalitativního a kvantitativního výzkumu (Hendl, 2005). Smíšený výzkum je aplikován v podobě schématu *QUAL+quan*, respektive modelu transformace, který dle Creswella a Clarka (2017) poskytuje možnost separátního sběru dat za pomoci odlišných technik a následné transformace jednoho typu dat na typ opačný. V této disertační práci je realizována kvantifikace kvalitativních dat.

**Kvalitativní výzkum** je souborem různorodých postupů, na základě kterých se výzkumník snaží porozumět zkoumanému fenoménu (Reichel, 2009), a proto je nutné zvolení správné strategie kvalitativního výzkumu. Nicméně hranice mezi strategiemi je velmi nízká, např. Gehnam et al. (2018) popisují metodu Eisenhardt. Tato metoda je založena na kombinaci dvou strategií, konkrétně případové studii a zakotvené teorii, přičemž počet zkoumaných případů není touto metodou omezen. Konkrétní vybranou technikou sběru kvalitativních dat je polostrukturovaný rozhovor.

**Kvantitativní výzkum** je založen na předpokladu, že jsou zkoumané fenomény měřitelné (Reichel, 2009). V této disertační práci je využito orientačního výzkumu dle Ferjenčíka (2008), jelikož je cílem identifikace kvantitativního vyjádření míry významnosti faktorů exitu BAs. Konkrétně je zvolena technika sběru dat ve formě standardizovaného dotazníku, který má podobu formuláře (archu) a respondenti určují během polostrukturovaných rozhovorů kvantitativní hodnoty vybraných odpovědí. Cílem je kvantitativní hodnocení významnosti faktorů exitu BAs.

Následující tabulka č. 1 obsahuje přehled metodiky výzkumu této disertační práce. V případě DVO1, DVO2 a DVO4 je zvolen kvalitativní výzkum s využitím přístupů metody Eisenhardt, a to ve smyslu výzkumné metody založené na případové studii a zakotvené teorii. Konkrétně je využito polostrukturovaného rozhovoru, obsahové analýzy a kvantitativní transformace, s čímž se pojí možnost deskriptivní analýzy. Zatímco u DVO3 a DVO5 je zvolen kvalitativní i kvantitativní výzkum, kdy je uvedený postup doplněn orientačním výzkumem v rámci dotazníkového šetření a inferenční analýzou vycházející z propojení dat.

**Tabulka č. 1: Přehled zvolené metodiky výzkumu u dílčích výzkumných otázek**

Dílčí výzkumné otázky	Metodika – smíšený výzkum
DVO1 „ <i>Jaký přístup volí při rozhodování o exitu BAs v ČR?</i> “ DVO2 „ <i>Které interní faktory ovlivňují exit BAs?</i> “ DVO4 „ <i>Které externí faktory ovlivňují exit BAs?</i> “	přístup metody Eisenhardt
	<i>technika sběru kvalitativních dat</i>
	polostrukturovaný rozhovor
	<i>analýza kvalitativních dat</i>
	obsahová analýza kvalitativních dat
	<i>kvantitativní transformace</i>
DVO3 „ <i>Jakým způsobem ovlivňují zjištěné interní faktory exit?</i> “ DVO5 „ <i>Jakým způsobem ovlivňují zjištěné externí faktory exit?</i> “	četnosti, deskriptivní analýza
	přístup metody Eisenhardt a orientační šetření
	<i>technika sběru kvalitativních dat</i>
	polostrukturovaný rozhovor
	<i>technika sběru kvantitativních dat</i>
	dotazníkové šetření
	<i>analýza kvalitativních a kvantitativních dat</i>
	obsahová analýza kvalitativních a kvantitativních dat
<i>kvantitativní transformace a propojení dat</i>	
četnosti, deskriptivní a inferenční analýza	

Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.2.2 Výběr výzkumného vzorku

Respondenti jsou vybráni ze základní populace ve formě **základního, respektive výběrového souboru** na základě záměrného nepravděpodobnostního výběru. Základní soubor tvoří BAs působící v ČR. Objekty základního souboru jsou eliminovány o nedosažitelné případy, z nichž je následně vytvořen výběrový soubor reálně dotázaných. Část BAs v ČR působí skrytě a není vedena v žádných databázích, tudíž není možné identifikovat přesný počet. Například EBAN (2022) pracuje s otevřeným a skrytým trhem BAs, kdy se na otevřeném trhu pohybuje 300 BAs.

Oslovení probíhalo v rozmezí od 12. 7. 2022 do 28. 8. 2022. Konkrétně byly využity pro identifikaci respondentů následující zdroje: Pitchbook, Google, kluby andělských investorů, sociální sítě (LinkedIn, Facebook, Instagram) a osobní kontakty. Celkově bylo osloveno **113 BAs, 6 klubů andělských investorů a 2 akcelerátory**. Bylo domluveno 29 rozhovorů, z nichž 25 se uskutečnilo (R01–R25).

### 3.2.3 Techniky sběru dat

S ohledem na téma disertační práce a výzkumné otázky je zvolena technika sběru dat ve formě **polostrukturovaného rozhovoru**, která vychází z přístupu metody Eisenhardt. Během rozhovorů bylo realizováno **také dotazníkové šetření** pro účely hodnocení jednotlivých kritérií a následného zpracování rozhodovacího modelu.

V období od 17. 7. do 7. 10. 2022 bylo uskutečněno **25 polostrukturovaných rozhovorů** s českými andělskými investory, a to včetně realizace dotazníkového šetření během rozhovoru s respondentem. Snahou autora bylo provedení



polostrukturovaného rozhovoru „tváří v tvář“, ovšem s ohledem na koronavirovou krizi i vytiženost BAs došlo také k využití podpůrných technik internetových platforem jako je například Google Meet či Zoom nebo telefonického hovoru.

Při realizaci *interview* je využit soubor otázek. Mezi jednotlivé okruhy otázek je zařazena charakteristika exitu a exit strategie, plánování exitu, dále interní a externí faktory, charakteristika investic a investiční proces a sociodemografické údaje. Okruh interních a externích faktorů zahrnuje navíc **dotazníkové šetření**, kde respondent hodnotí na škále od 1 do 5 důležitost faktoru ve vztahu k načasování a volbě exitu ze start-upu, přičemž může také uvést, že faktor pro něj vůbec důležitý není.

### 3.2.4 Způsob vyhodnocení a interpretace

Podkladem pro vyhodnocení kvalitativního zkoumání se stala **transkripce získaných dat**, za pomoci níž došlo v období od 1. 12. 2022 do 31. 3. 2023 k úplnému přepisu 25 audio záznamů do podoby textové zprávy. Pro účely této disertační práce byla vybrána podoba **shrnujícího protokolu**, kde dochází k doslovnému přepisu pouze důležitých (Tahal et al., 2022). Výsledné shrnující protokoly byly následně vyhodnoceny v měsíci dubnu 2023 za pomoci **obsahové analýzy kvalitativních dat**. Obsahová analýza byla provedena v MS Excel, z čehož vznikla datová matice, jež byla následně převedena do IBM SPSS Statistics 29.

Konkrétně byla primární data:

1. **Segmentována/kategorizována** – rozřídění informací do analytických jednotek a vyhledání významných zjištění. Analytické jednotky 25 shrnujících protokolů odpovídají oblastem a okruhům *interview*.
2. **Otevřeně kódována a poznámkována** – segmentovaná data byla dále popsána příslušnými kódy. Výsledkem kódování se stala datová matice v MS Excel. Finální datová matice o 74 proměnných byla dále exportována do IBM SPSS pro vyjádření četností a statistické zpracování získaných dat.
3. **Identifikována, zobrazována a interpretována** – identifikace proběhla za pomoci vyjádření četností a deskriptivní a inferenční statistické analýzy v IBM SPSS Statistics 29. Výsledná data jsou zobrazována a interpretována za pomoci přehledových tabulek (případně grafů a schémat). Konečná interpretace byla provedena ve formě systematického zredukování dat. Výsledky jsou objektivně prezentovány s vlastními závěry a doporučeními (srov. Reichel, 2009).

V případě kvantitativního výzkumu, tj. dotazníkového šetření byl arch ihned **kódován**. Výsledné kódy byly zaznamenány v programu MS Excel a transformovány do IBM SPSS 29 s cílem **obsahové analýzy kvantitativních dat** zjišťující četnosti kódů (Hendl, 2012) a následné analýzy četností a deskriptivní statistické analýzy získaných dat. Data byla vyhodnocena za pomoci třídění 1. stupně v podobě vyjádření četností a modusu (srov. Reichel, 2009). Následně byla vyhodnocená data interpretována v podobě tabulkového a popisného vyjádření.

## 4 VÝZKUMNÉ VÝSLEDKY

Tato kapitola obsahuje výzkumné výsledky analýzy determinantů exitu BAs působících v ČR. Struktura kapitoly je následující: (1) Sociodemografická data. (2) Investice a investiční proces. (3) Exit andělských investorů. (4) Interní faktory ovlivňující exit. (5) Externí faktory ovlivňující exit. Cílem kapitoly je rozšíření současného stavu poznání na poli exitu BAs ze start-upu.

### 4.1 SOCIODEMOGRAFICKÁ DATA

V České republice působí jako obchodní andělé zpravidla muži středního věku (41–50 let). Naopak nejméně jsou v České republice andělští investoři zastoupeni ve věkové kategorii 60 a více let. Na druhou stranu 12 % z celkového počtu BAs zaujímají ženské andělské investorky, a to nejčastěji ve věkové kategorii 51–60 let. BAs se sdružují okolo velkých měst, konkrétně v Praze nebo v Brně a nejméně BAs lze lokalizovat v Ostravě a ostatních menších městech, jako je Benešov nad Černou nebo Kunovice. Typicky mají BAs vysokoškolské magisterské vzdělání v oboru ekonomika a management, naopak profesní tituly zpravidla absentují (např. MBA nebo LL.M.). Mezi další frekventované obory vzdělání respondentů patří ICT a strojní inženýrství. Naopak nejméně je zastoupeno vzdělání doktorské a obor právo, všeobecné vzdělání, francouzská jazykověda nebo elektrotechnika.

Spíše, nežli studium ovlivňují investory profilovat se jako BA současné a minulé pracovní zkušenosti. Nad rámec BA investování lze mezi další pracovní aktivity českých BAs zařadit například publikační a politickou činnost, členství v asociacích andělských investorů, obchodování na burze, působení ve VC fondech, investování do nemovitostí, vzdělávání studentů středních a vysokých škol, mentoring, coaching nebo advokacii. V neposlední řadě se jedná také o zakladatele či spoluzakladatele podniků, respektive start-upů. Jednotlivé pracovní činnosti vykonávají BAs v oboru finance a pojišťovnictví. Co se týče oboru předchozích pracovních pozic, nejčastěji BAs pracovali v ICT. Konkrétně v tomto oboru působili jako *founders* či v oblasti vrcholového managementu. Velká část BAs právě v oboru ICT exitovala v minulosti vlastní start-up a nabyté finanční prostředky investovala na trhu rizikového kapitálu jako *business angels*.

### 4.2 INVESTICE A INVESTIČNÍ PROCES

V České republice je stále investování neformálního rizikového kapitálu v rané fázi. Z tohoto důvodu není překvapivé, že nejčastěji působí investoři na pozici BAs asi 3–5 let, kdy zpravidla tito investoři participovali na 11–19 projektech. Do vybraných projektů BAs investují finanční prostředky v řádech stovek tisíc až několik desítek milionů korun českých. Ovšem dříve, nežli BAs do start-upového projektu investují, nachází se projekt v pre-investiční fázi, která trvá 3–6 měsíců. Naopak pouze zhruba v 5 % potřebuje investor k investici 6–12 měsíců. V České republice je nejčastější forma investování vstup přímo do *equity*, tzn. vlastního kapitálu podniku, kdy se

investor stává podílníkem dané firmy, s čímž souvisí i všechna práva a povinnosti. Druhým typem je poskytnutí finančních prostředků na základě konvertibilní půjčky. BAs vždy poskytují tzv. *smart money*, respektive finanční prostředky spolu s přidanou hodnotou. Forma přidané hodnoty se různí na základě zkušeností každého investora i jeho časové vytíženosti. Byť se *business angels* vždy snaží předat start-upu přidanou hodnotu, tak se výjimečně objevují situace, kdy k tomu nedojde. Nicméně tato situace nikdy nenastala záměrně a nejčastěji se jednalo o komunikační šum mezi *founders* a BAs.

Převážná většina investic BAs plyne do technologických oborů, jako jsou například saasové služby, *e-commerce*, digitalizaci odvětví obecně, *fintech*, *webchain*, *blockchain*, *proptech*, software pro realitní trh a developery, virtuální realita, digitální marketing nebo agrodata. Nutno podotknout, že nad rámec oborů, kterým BAs rozumí, tak investují i tzv. „*impact* investice“. Mezi *impact* investice lze zařadit například ekologii, udržitelnost, přírodní medicínu, zdravý životní styl, alternativní vzdělávání nebo *wellbeing*. Nicméně existují i tzv. „*no-go* zóny“, kde se investor okamžitě rozhoduje neinvestovat. Mezi *no-go* zóny patří osoba a chování *founders*, morální a etické aspekty, již existující konkurenční firmu v portfoliu BA, produkt bez přidané hodnoty nebo nezajímavý obor start-upového projektu pro BA. K hodnocení investice využívají BAs v ČR kvantitativní i kvalitativní kritéria hodnocení investice BA. Co se týče kvantitativních kritérií hodnocení investice BA, jsou využívána oproti kritériím kvalitativním podstatně méně. Mezi kvantitativní kritéria hodnocení investice BA lze zařadit návratnost investice (*return on investment* – ROI) nebo vnitřní míru návratnosti (*internal rate of return* – IRR), valuační metriky, násobky *equity*, cenu pořízení zákazníka (*customer acquisition cost* – CAC) nebo celoživotní cenu zákazníka (*customer lifetime value* – CLV), nákladovou efektivitu a predikční modely. Kvalitativní kritéria aplikuje více než 95 % všech BAs v ČR, patří mezi ně zejména *founders*, dále užitečnost a udržitelnost, nadchnutí nebo přidaná hodnota.

Vzhledem k aktuální situaci na světových trzích (působení dopadů koronavirové krize a válečného konfliktu) identifikují BAs investiční potenciál ve vybraných technologických oblastech. Konkrétně se jedná o energetiku, digitalizaci odvětví obecně, kyberbezpečnost, on-line služby nebo obranné technologie.

### 4.3 EXIT ANDĚLSKÝCH INVESTORŮ V ČR

Exit BAs přichází v 90 % dříve, nežli dojde k exitu zakladatelů, respektive start-upu (M&A). Nejčastěji k tomuto dochází ve fázi, kdy do start-upového projektu vstupují VC fondy, jež odkoupí podíly BAs, a to zpravidla nejpozději v investičním kole *Series A* nebo *B* (Czech Founders, 2023; R01–R25, 2022). Právní rámec výstupu BAs z podniku je obvykle sjednán v dohodě společníků a obsahuje zejména následující klauzule: likvidační preference, *drag allong* a *tag allong* (např. R01, 2022). Nicméně existují i jiné klauzule spojené s exitem, mezi které patří dle R07, R08, R15 a R19 (2022) další předkupní právo, záruky zakladatelů za stav společnosti a opční právo. Při exitu BA je stěžejní ohodnocení jeho podílu ve start-upu. Hodnotu

podniku, respektive podílu andělského investora stanovují nejčastěji zakladatelé spolu s kupcem. V menší míře zakladatelé a kupec spolupracují také s M&A konzultanty. V neposlední řadě si hodnotu svého podílu může stanovit BA sám, kdy k tomuto dochází v případě dřívější působnosti BA v oblasti akvizic a fúzí (R14, 2022).

Více než polovina BAs v ČR již realizovala vlastní exit. Počet exitů spadal řádově do kategorie 1–2 exity až 11–19 exitů. Nejvíce byla zastoupena kategorie 1–2 exity a 6–10 exitů. Naopak méně častěji se objevila kategorie 3–5 a 11–19 exitů. Uvedené exity byly uskutečněny ve formě obchodního prodeje. Nejkratší doba mezi prvotní investicí do start-upu a exitem BA činila 1–2 roky. V menší míře byl také zastoupen horizont 3–4 let roky a méně než jeden rok. V rámci nejdelší doby působení byla nejvíce zastoupena kategorie 5–7 let. Prodejní částky realizovaných exitů BAs se pohybují v řádech od desítek tisíc Kč až po více než miliardu Kč. Obecně se nejvíce frekventovanou nejvyšší prodejní částkou podílu BAs staly jednotky milionů Kč. V malé míře se objevilo zastoupení stovek milionů Kč a více než miliarda Kč, což je opravdovým unikátem a v českém prostředí k takto obrovskému zhodnocení zpravidla nedochází. Na českém trhu neformálního rizikového kapitálu se kupcem podílu BA ve start-upu nejčastěji stává institucionální investor v podobě strategického kupce nebo VC fondu (R01–R25, 2022).

Co se týče plánování exitu BAs, většina andělských investorů exit při vstupu do investice neplánuje, tzn., že BAs volí oportunistický přístup k plánování. Pouze 20 % BAs exit plánuje již v prvotní fázi realizace investičního projektu, tzn., že volí proaktivní přístup k plánování. Nicméně samotný plán nemá žádnou přesnou formu, a nejedná se ani o formální dokument. Hlavním důvodem volby proaktivního, ale i oportunistického přístupu je maximalizace valuace. V tomto případě BAs volící oportunistický přístup uvedli, že neplánované příležitosti jsou zpravidla ty zajímavé (např. R01; R09, 2022). Nakonec BAs s proaktivním přístupem uvedli, že v podnikání vždy přijdou určité nabídky, kdy je maximalizace valuace podmíněna připraveností BA i podniku, např. v oblasti *due dilligence* nebo stavu účetnictví (R07, 2022).

#### **4.4 INTERNÍ FAKTORY A JEJICH VLIV NA EXIT**

Nejdůležitější interní faktor ve vztahu k načasování exitu BAs je důvěra. Řazeno sestupně, mezi další interní faktory patří kvalitativní kritéria hodnocení investice BA, úroveň technologické inovace, smluvní úprava exitu, odvětví podniku, kvantitativní kritéria hodnocení investice BA, přístup k řízení investice, fáze životního cyklu podniku, lokace investice a schopnost zpětného odkupu zakladateli. Co se týče způsobu ovlivnění, interní faktory mají na exit BAs výrazný vliv. Nicméně v podmínkách ČR ovlivňují uvedené faktory zpravidla pouze jeho načasování. Konkrétně celková důvěra v zakladatele, produkt i trh ovlivňuje exit BAs následujícím způsobem. Čím nižší důvěra, tím rychlejší exit andělského investora ze start-upového projektu a naopak. Druhé místo dle důležitosti zaujímají

kvalitativní kritéria hodnocení investice BA. V tomto případě lze vyslovit závěr, že existuje přímá úměra mezi: nadchnutím BA pro start-up a dobou exitu BA; přidanou hodnotou pro společnost a dobou exitu.

Třetím nejdůležitějším faktorem je úroveň technologické inovace, konkrétně čím vyšší je úroveň technologické inovace, tím rychlejší je exit andělského investora ze start-upu a naopak. Na čtvrtém místě se umístila smluvní úprava exitu. Smluvní úprava exitu hraje roli v prvotní fázi realizace investice, protože je zásadní, aby byla práva a povinnosti obou stran správně nastavena. Pokud BA disponuje právem *drag allong*, může dojít k předčasnému ukončení investice v případě vynuceného prodeje podílu *founders* (nebo jeho části). Pokud BA disponuje právem *tag allong*, může dojít k předčasnému ukončení investice v případě exitu *founders*. Páté místo zaujímá odvětví podniku, kdy BAs v případě technologických podniků realizují BAs exit rychleji nežli u netechnologických start-upů. Dále ovlivňují exit kvantitativní investiční kritéria hodnocení investice BA. V případě nevyužití kvantitativních kritérií dochází k exitu BAs významně rychleji.

Co se týče přístupu BAs k řízení investice, lze konstatovat, že čím vyšší je zapojení BA do řízení start-upu, tím rychlejší je jeho exit z podniku. Osmým interním faktorem je fáze životního cyklu podniku, kdy výsledky ukazují, že čím starší podnik je, tím rychlejší je i exit BAs. Jako poslední se umístily lokace investice a schopnost zpětného odkupu zakladateli. V obou těchto případech faktory exit BAs neovlivňují.

V rámci sociodemografie lze dopad sumarizovat následovně. Ženy exitují oproti mužům častěji do jednoho roku od investice do start-upu. Po překonání prvního roku však zůstávají v podniku delší dobu. Čím mladší je andělský investor, tím rychlejší je jeho exit ze start-upového projektu. BAs, jejichž bydlištěm je Brno exitují ze start-upu oproti investorům z menších měst v delším časovém horizontu. Středoškolsky vzdělaní andělští investoři realizují exit rychleji nežli vysokoškolsky vzdělaní BAs. BAs vzdělaní v oboru ekonomika a management realizují exit v delším časovém horizontu. Současné působení andělského investora na pozici *foundera* vlastního start-upu nebo partnera VC fondu oddaluje exit BAs ze start-upu. Zatímco současné působení jako analytik VC fondu exit andělského investora z podniku urychluje. *Business angels*, kteří zaujímali v předchozím období pracovní pozici analytika VC fondu exitují oproti jiným pracovním pozicím výrazně rychleji.

V případě investičních charakteristik BAs lze jejich dopad sumarizovat do následujících dílčích tvrzení. Čím déle působí BA na pozici investora rizikového kapitálu, tím delší je doba, nežli dojde k exitu. Čím kratší je pre-investiční fáze, tím rychlejší je exit andělského investora ze start-upu. U *high-tech* start-upů dochází k exitu BA rychleji nežli u *non-high-tech*. Pokud je důvodem volby projektu zábava, dochází k exitu BAs z podniku rychleji. Naopak u důvodu přesycenosti technologiemi je exit BAs pomalejší. Čím méně finančních prostředků BAs do start-upu investuje, tím rychlejší je exit. Pokud BAs v ČR volí nadchnutí jako kvalitativní kritérium, dochází k exitu rychleji. Naopak u přidané hodnoty je exit BAs pomalejší.

Nakonec, plánování exitu ovlivňuje exit BAs následovně. Proaktivní přístup andělských investorů k plánování vede k oddálení exitu, zatímco oportunistický přístup vede k rychlejšímu exitu ze start-upu. K exitu BA dochází rychleji v případě, že v rámci plánování exitu nevytváří žádný dokument plánu a naopak. Pokud je důvodem volby přístupu k plánování andělských investorů flexibilita, dochází k oddálení exitu. V následující tabulce č. 1 jsou přehledně shrnuty stěžejní interní faktory a způsoby, jakým ovlivňují exit BAs v ČR ze start-upu.

**Tabulka č. 1: Přehled interních faktorů a způsobu ovlivnění exitu BAs**

Pořadí	Faktor	Způsob ovlivnění
1	Důvěra	<i>Čím nižší důvěra, tím rychlejší exit BA ze start-upu a naopak.</i>
2	Kvalitativní kritéria	<i>Čím nižší nadchnutí pro start-up, tím rychlejší exit BA a naopak.</i>
3	Technologická inovace	<i>Čím vyšší úroveň technologické inovace, tím rychlejší exit BAs ze start-upu a naopak.</i>
4	Smluvní úprava exitu	<i>Pokud BA disponuje právem drag allong nebo tag allong, může dojít k předčasnému ukončení investice.</i>
5	Odvětví podniku	<i>U technologických podniků je exit andělských investorů oproti podnikům netechnologickým významně rychlejší.</i>
6	Kvantitativní kritéria	<i>V případě nevyužití kvantitativních kritérií hodnocení investice dochází k exitu BA významně rychleji.</i>
7	Přístup k řízení investice BA	<i>Čím vyšší zapojení BA ve start-upu, tím rychlejší exit BA a naopak.</i>
8	Fáze životního cyklu start-upu	<i>Čím vyšší fáze životního cyklu start-upu, tím rychlejší exit BA a naopak.</i>
9	Lokace start-upu	<i>Nemá vliv.</i>
10	Zpětný odkup	<i>Nemá vliv.</i>

*Zdroj: Vlastní zpracování*

#### 4.5 EXTERNÍ FAKTORY A JEJICH VLIV NA EXIT

Externí faktory opět ovlivňují pouze načasování exitu BAs. Nicméně oproti interním faktorům výrazně méně. Výjimku tvoří pouze změna a budoucí úroveň poptávky po podniku, jež zastávají nejdůležitější roli. Mezi další externí faktory ovlivňující načasování exitu BAs patří: geopolitický vývoj, covid-19, daně, vymahatelnost práva, rozvinutost kapitálového trhu, úrokové sazby, energetická krize v ČR, růst cen primárních zdrojů nebo růst a pokles hrubého domácího produktu. Empirický výzkum ukázal, že nejdůležitějším faktorem ve vztahu k exitu je na prvním místě změna poptávky po podniku a na druhém místě úroveň budoucí poptávky po podniku. Konkrétně vyšší (budoucí) poptávka kupců po start-upu významně koreluje s rychlejším exitem andělského investora z podniku. Dále se na třetím a čtvrtém místě dle důležitosti pro exit BAs umístily faktory geopolitický vývoj a covid-19. Nepříznivý geopolitický vývoj, respektive světová pandemie z krátkodobého hlediska oddaluje exit BAs ze start-upu. Z dlouhodobého hlediska je exit BAs oddálen v případě, že je přímo zasaženo odvětví start-upu.

Dále lze konstatovat, že pokud BA nezohledňuje při rozhodování o exitu časový test, nemá legislativní, respektive daňové prostředí vliv. Na sedmém místě je pro BAs rozvinutost kapitálového trhu, kdy rozvinutější kapitálový trh pozitivně ovlivňuje rychlost exitu BAs ze start-upu. Dále andělské investory při exitu ovlivňují jednotlivé makroekonomické ukazatele, jako jsou úrokové sazby, růst a pokles HDP, nezaměstnanost či měnový kurz, byť některé nepřímo. Pokud je start-up přímo zasažen zvýšením úrokových sazeb, může dojít k rychlejšímu exitu BAs z podniku. Co se HDP, při ekonomickém růstu dochází k urychlení exitu, naopak při ekonomickém poklesu dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu. Na devátém a desátém místě se objevily faktory související s lokální a globální energetickou krizí, konkrétně energetická krize v ČR a růst cen primárních zdrojů na světových trzích. V případě, že je odvětví podnikání zasaženo energetickou krizí v ČR negativně, dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak. Pokud ovlivňuje růst cen primárních zdrojů podnikání negativně, dochází k nákladové krizi a oddálení exitu BAs ze start-upu. V případě, kdy není start-up schopen krizi ustát, dochází k jeho zániku a rychlejšímu exitu BAs z podniku.

V případě nezaměstnanosti a měnového kurzu nebyla vazba na exit identifikována. Stejně tak nemá vliv na exit BAs malý trh ČR, jazykové bariéry a nezavedení eura. V následující tabulce č. 2 jsou shrnuty faktory a způsoby ovlivnění exitu BAs.

**Tabulka č. 2: Přehled externích faktorů a způsobu ovlivnění exitu BAs**

Pořadí	Faktor	Způsob ovlivnění exitu
1, 2	Změna (budoucí) poptávky po podniku	Čím vyšší (budoucí) poptávka po podniku, tím rychlejší exit BAs a naopak.
3	Geopolitický vývoj	Nepříznivý geopolitický vývoj, respektive světová pandemie z krátkodobého hlediska oddaluje exit andělského investora ze start-upu. Z dlouhodobého hlediska je exit BAs oddálen v případě, že je přímo zasaženo odvětví podniku a naopak.
4	Covid-19	
5	Daně	Pokud BA nezohledňuje při rozhodování o exitu časový test, nemá legislativa vliv. V opačném případě je exit uskutečněn v minimálním časovém horizontu 3, respektive 5 let
6	Vymahatelnost práva	
7	Rozvinutost kapitálového trhu	Čím rozvinutější je kapitálový trh, tím rychlejší je exit BAs ze start-upu a naopak.
8	Úrokové sazby	Pokud je start-up přímo zasažen zvýšením úrokových sazeb, může dojít k rychlejšímu exitu BAs z podniku a naopak.
9	Energetická krize v ČR	V případě, že je odvětví podnikání zasaženo negativně, dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak.
10	Růst cen primárních zdrojů	V případě, že je odvětví podnikání zasaženo negativně, dochází k nákladové krizi a oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak. Pokud není start-up schopen krizi ustát, dochází k jeho zániku a rychlejšímu exitu andělského investora z podniku.
11	Růst a pokles HDP	Při ekonomickém růstu dochází k urychlení exitu, naopak při ekonomickém poklesu dochází k oddálení exitu BAs.
12–15: malý trh ČR, jazykové bariéry, nezaměstnanost, euro a měnový kurz nemají vliv.		

Zdroj: Vlastní zpracování

## 5 NÁVRH ROZHODOVACÍ MODELU BAS O EXITU

Tento kapitola se věnuje aplikaci teoretických konceptů v modelu vícekritériálního (dále také VKR) hodnocení. Model je sestaven za pomoci 14 expertů a 14 kritérií, respektive vstupů modelu. Konkrétně je při tvorbě VKR modelu využita metodika a doporučené postupy následujících autorů: Brunelli (2015), Fiala (2008), Keřkovský (2003), Ramík a Tošenovský (2013), Saaty (1990, 2008) a Staňková (2007). Cílem tohoto oddílu je vytvoření a dokumentace VKR modelu, na základě kterého se budou BAs schopni rozhodnout, zdali ze start-upu exitovat, částečně exitovat či neexitovat vůbec. K tomuto účelu budou mít *business angels* k dispozici model, který má podobu řešení v prostředí Microsoft Excel (viz příloha A).

### 5.1 ANALÝZA A DEFINOVÁNÍ ROZHODOVACÍHO PROBLÉMU

V první fázi tvorby modelu je analyzován **rozhodovací problém**, tj. **vhodné načasování** BAs ve vztahu k exitu ze start-upu. Pro účely modelu je rozhodovací problém transformován do podoby **cíle rozhodování**, kterým je **výběr nejlepšího rozhodnutí *business angels*** o načasování exitu ze start-upu. Mezi **komponenty rozhodovacího problému** a VKR modelu patří následující: (1) *Cíl* – výběr nejlepšího rozhodnutí BAs o načasování exitu ze start-upu. (2) *Subjekt rozhodování* – BAs na českém trhu neformálního rizikového kapitálu. (3) *Objekt rozhodování* – český trh start-upových projektů. (4) *Kritéria rozhodování* – determinanty exitu BAs ze start-upu. (5) *Subkritéria rozhodování* – důvěra, kvalitativní kritéria hodnocení investice BA, technologická inovace, smluvní úprava exitu, kvantitativní kritéria hodnocení investice BA, přístup k řízení investice, fáze životního cyklu podniku. (6) *Varianty rozhodování* – exitovat, částečně exitovat či neexitovat ze start-upu. (7) *Stavy světa* – rozhodnutí je jednoznačné, tzn. stavy světa se nemění.

### 5.2 STRUKTUROVÁNÍ HIERARCHICKÉHO MODELU

Ve druhé fázi je model hierarchicky strukturován. Struktura modelu je **4-úrovňová**. První stupeň v podobě hlavního cíle je výběr nejlepšího rozhodnutí BAs o načasování exitu ze start-upu. Druhým stupněm jsou dvě hlavní kritéria, třetí stupeň obsahuje 14 subkritérií. Nakonec čtvrtý stupeň obsahuje tři možné varianty rozhodnutí.

#### První stupeň

Prvním stupněm VKR modelu této disertační práce je *cíl*, tj. *výběr nejlepšího rozhodnutí BAs o načasování exitu ze start-upu*.

#### Druhý stupeň

Druhým stupněm jsou *kritéria rozhodování*, tj. *interní ( $K_1/INT$ ) a externí ( $K_2/EXT$ ) faktory rozhodování BAs o exitu ze start-upu*. Daná kritéria lze charakterizovat jako vstupy do modelu VKR hodnocení BAs o exitu, přičemž jsou kritéria dále rozdělena na 14 dílčích subkritérií. Množinu kritérií modelu lze zapsat následujícím způsobem:

$$K = \{f_1, f_2, f_3, f_4, f_5, f_6, f_7, f_8, f_9, f_{10}, f_{11}, f_{12}, f_{13}, f_{14}\}.$$



### Třetí stupeň

Třetím stupněm VKR modelu jsou *subkritéria rozhodování*, tj. *důvěra* ( $f_1/INT_1$ ), *kvalitativní kritéria hodnocení investice BA* ( $f_2/INT_2$ ), *technologická inovace* ( $f_3/INT_3$ ), *smluvní úprava exitu* ( $f_4/INT_4$ ), *kvantitativní kritéria hodnocení investice BA* ( $f_5/INT_5$ ), *přístup k řízení investice* ( $f_6/INT_6$ ), *fáze životního cyklu podniku* ( $f_7/INT_7$ ), *úroveň budoucí poptávky po start-upu* ( $f_8/EXT_1$ ), *geopolitický vývoj* ( $f_9/EXT_2$ ), *daně* ( $f_{10}/EXT_3$ ), *rozvinutost kapitálového trhu* ( $f_{11}/EXT_4$ ), *úrokové sazby* ( $f_{12}/EXT_5$ ), *růst cen primárních zdrojů* ( $f_{13}/EXT_6$ ) a *hospodářský cyklus* ( $f_{14}/EXT_7$ ). Stejně jako kritéria hlavní, vycházejí i subkritéria z literární rešerše a výsledků.

### Čtvrtý stupeň

Čtvrtým stupněm jsou *varianty rozhodování*, tj. *exitovat* ( $a_1$ ), *částečně exitovat* ( $a_2$ ) a *neexitovat* ( $a_3$ ). Varianta exitovat je hodnocena jako nejlepší. Zpravidla v rámci této varianty přichází velmi příznivá nabídka ze strany kupujícího, který odkoupí podíl BA. Na druhou stranu může dojít ke ztrátě důvěry, což je pro BA významné měřítko k tomu, aby z podniku exitoval. Co se týče varianty neexitovat, BA dále zůstává ve start-upu a podniká takové kroky, aby bylo možné ze start-upu úspěšně vystoupit. Nicméně z polostrukturovaných rozhovorů vyplynulo, že existuje i možnost, kdy andělský investor exituje částečně. Množinu variant modelu lze zapsat následovně:

$$A = \{a_1, a_2, a_3\}.$$

## 5.3 DÍLČÍ HODNOCENÍ KRITÉRIÍ, AGREGACE A NORMALIZACE

Ve třetí fázi tvorby modelu již dochází ke konkrétním výpočtům hodnocení. Aby bylo možné stanovit normalizované váhy jednotlivých kritérií vstupujících do modelu, je nutné v první řadě kritéria ohodnotit. Za tímto účelem byla vybrána bodovací metoda, kdy 14 expertů v podobě andělských investorů ohodnotilo vybraná kritéria, respektive subkritéria na stupnici 1–5. Bylo vybráno právě 14 hodnotitelů, jelikož tito hodnotitelé uvedli vždy určitou důležitost. Hodnocení probíhalo v rámci dotazníkového šetření v průběhu realizace 25 polostrukturovaných rozhovorů s BAs.

Druhým krokem směřujícím k normalizaci vybraného subkritéria je stanovení jeho dílčí váhy. Zde dochází k podílu bodového hodnocení dílčího subkritéria a součtu bodového hodnocení všech subkritérií, které udělil jeden hodnotitel. Například interní subkritérium  $f_1/INT_1$  – důvěra ohodnotil rozhodovatel R01 bodovým hodnocením číslo 5. Suma jeho bodových hodnocení pro všech 14 subkritérií byla 46, a proto je dílčí váha rozhodovatele R01 u subkritéria  $f_1$  stanovena na základě následujícího výpočtu:

$$v_{11} = \frac{5}{5 + 3 + 3 + 5 + 3 + 2 + 4 + 4 + 3 + 3 + 4 + 2 + 3 + 2} = 0,108696.$$

Stejně tak jsou stanoveny dílčí váhy externích subkritérií. Např.  $f_8/EXT_1$  – úroveň budoucí poptávky po start-upu ohodnotil rozhodovatel R01 4 body. Suma jeho bodových hodnocení pro všech 14 subkritérií byla 46, a proto je dílčí váha rozhodovatele R01 u subkritéria  $f_8$  stanovena na základě následujícího výpočtu:

$$v_{81} = \frac{4}{5 + 3 + 3 + 5 + 3 + 2 + 4 + 4 + 3 + 3 + 4 + 2 + 3 + 2} = \mathbf{0,086957},$$

přičemž jsou na totožném principu stanoveny dílčí váhy všech interních ( $f_1-f_7$ ) a externích ( $f_8-f_{14}$ ) subkritérií u všech hodnotitelů (R01; R02; R05; R06; R07; R09 R10; R11; R12; R13; R15; R17; R20; R21).

Třetí krok před finální normalizací váhy subkritéria je agregace dílčích subkritérií. Agregace subkritéria probíhá na základě součinu dílčích vah všech hodnotitelů. Například pro interní subkritérium  $f_1/INT_1$  je agregace stanovena následovně:

$$h_1 = 0,108696 * 0,094340 * 0,102041 * 0,102041 * 0,076923 * 0,116279 * 0,097561 \\ * 0,100000 ** 0,09434 ** 0,068182 * 0,046512 * 0,096154 * 0,102041 \\ * 0,095238 = \mathbf{2,605E-15},$$

případně pro externí subkritérium  $f_8/EXT_1$  je výpočet následující:

$$h_8 = 0,086957 * 0,094340 * 0,102041 * 0,102041 * 0,128205 * 0,116279 * 0,121951 * \\ 0,800000 * 0,056604 * 0,068182 * 0,093023 * 0,096154 * 0,081633 * 0,119048 = \\ \mathbf{4,1676E-15}.$$

Pro ostatní subkritéria je agregace vah stanovena na základě totožného principu. Konkrétně jsou výsledky agregovaných vah subkritérií následující:  $h_1 = 2,605E-15$ ;  $h_2 = 1,0242E-15$ ;  $h_3 = 8,5352E-16$ ;  $h_4 = 3,2007E-16$ ;  $h_5 = 4,6666E-17$ ;  $h_6 = 4,3209E-18$ ;  $h_7 = 1,5363E-17$ ;  $h_8 = 4,1676E-15$ ;  $h_9 = 1,0242E-15$ ;  $h_{10} = 8,5352E-16$ ;  $h_{11} = 2,0741E-17$ ;  $h_{12} = 4,6666E-17$ ;  $h_{13} = 4,3209E-18$ ;  $h_{14} = 1,5363E-17$ .

Nakonec je v rámci identifikace vah subkritérií provedena normalizace, která je vypočtena jako podíl agregované váhy vybraného subkritéria a součtu všech agregovaných vah všech subkritérií ( $f_1-f_{14}$ ). Například váha interního subkritéria  $f_1/INT_1$  je normalizována na základě podílu čísel  $2,605E-15$  a  $9,07E-15$  následovně:

$$H_1 = \frac{2,605E-15}{2,605E-15 + 1,0242E-15 + 8,5352E-16 + 3,2007E-16 + 4,6666E-17 \\ + 4,3209E-18 + 1,5363E-17 + 4,1676E-15 + 6,0013E-18 + 2,5926E-18 \\ + 2,0741E-17 + 7,2016E-19 + 1,9444E-18 + 1,0802E-18} \\ = \mathbf{0,287196},$$

přičemž například váha externího subkritéria  $f_8/EXT_1$  je normalizována na základě podílu čísel  $4,1676E-15$  a  $9,07E-15$  následovně:

$$H_8 = \frac{4,1676E-15}{2,605E-15 + 1,0242E-15 + 8,5352E-16 + 3,2007E-16 + 4,6666E-17 \\ + 4,3209E-18 + 1,5363E-17 + 4,1676E-15 + 6,0013E-18 + 2,5926E-18 \\ + 2,0741E-17 + 7,2016E-19 + 1,9444E-18 + 1,0802E-18} \\ = \mathbf{0,459513}.$$

Pro ostatní subkritéria je normalizace vah stanovena na základě totožného principu. Konkrétně jsou výsledky normalizovaných vah interních a externích subkritérií následující:  $H_1 = 0,287196$ ;  $H_2 = 0,112930$ ;  $H_3 = 0,094108$ ;  $H_4 = 0,035291$ ;  $H_5 = 0,005145$ ;  $H_6 = 0,000476$ ;  $H_7 = 0,001694$ ;  $H_8 = 0,459513$ ;  $H_9 = 0,000662$ ;  $H_{10} = 0,002287$ ;  $H_{11} = 0,002287$ ;  $H_{12} = 0,000079$ ;  $H_{13} = 0,000214$ ;  $H_{14} = 0,000119$ .

## 5.4 HODNOCENÍ VARIANT A ROZHODNUTÍ

Čtvrtá fáze tvorby modelu zahrnuje hodnocení variant a postup konečného rozhodnutí o variantě exitu BAs ze start-upu. K tomuto účelu bylo opětovně vybrána bodovací metoda. Subjekt, respektive uživatel modelu přiřadí každému ze 14 subkritérií bodové hodnocení důležitosti kritéria při modelaci konkrétní výstupní situace, a to na škále 0–5 bodů. Takto ohodnocená subkritéria jsou transformována do ordinální hodnotící stupnice o třech bodech následujícím způsobem:

- *Uživatel přiřadil kritériu 0–1 bod* – v případě maximalizačního subkritéria je hodnocení uživatele transformováno do ordinální stupnice: 1 bod, naopak pro minimalizační subkritéria je hodnocení uživatele transformováno do ordinální stupnice: 3 body.
- *Uživatel přiřadil kritériu 2–3 body* – hodnocení uživatele je v případě maximalizačních i minimalizačních kritérií transformováno do ordinální stupnice: 2 body.
- *Uživatel VKR modelu přiřadil kritériu 4–5 bodů* – v případě maximalizačního subkritéria je hodnocení uživatele transformováno do ordinální stupnice: 3 body, naopak pro minimalizační subkritéria je hodnocení uživatele transformováno do ordinální stupnice: 1 bod.

Takto transformovaná a ohodnocená subkritéria jsou dalším kroku přepočtena dle normalizovaných vah. Například pokud uživatel ohodnotí v rámci konkrétní modelace rozhodovacího problému důvěru 5 body, je tento počet transformován do ordinální stupnice o 3 bodech. Výsledné 3 body jsou násobeny normalizovanou vahou tohoto kritéria ( $H_1 = 0,287196$ ). Výpočet hodnocení interního subkritéria  $f_1/INT_1$  s využitím normalizovaných vah dílčích subkritérií je následující:

$$t_1 = 3 * 0,287196 = \mathbf{0,861588 \text{ bodů}},$$

případně pro výpočet externího subkritéria  $f_8/EXT_1$ , které uživatel ohodnotí 5 body (transformace na 1 bod) je výpočet následující:

$$t_8 = 1 * 0,459513 = \mathbf{0,459513 \text{ bodů}}.$$

Na na totožném principu jsou opět stanovena hodnocení všech interních ( $f_1-f_7$ ) a externích ( $f_8-f_{14}$ ) subkritérií rozhodovacího problému uživatele. Výsledné hodnocení je sumou všech transformovaných bodových hodnocení uživatelem modelu a je nutné jej v konečném důsledku standardizovat a normalizovat. Standardizace probíhá v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$ , kdy jsou škálové hodnoty transformovány do jednotkového intervalu za pomoci podílu mezi rozdílem transformované sumy bodového hodnocení uživatelem a minimálně možnou hodnotou dosažení a mezi rozdílem maximální a minimální možné dosažené bodové hranice. Pokud budou například všechna subkritéria ohodnocena transformovanými 3 body, výsledná suma hodnocení je 41, přičemž vážený součet bodových hodnocení uživatelem je roven 3. Následnou transformaci v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$  lze vypočítat následujícím způsobem:

$$\varphi(3) = \frac{3-1}{3-1} = \mathbf{1},$$

pokud budou subkritéria hodnocena 1 bodem, suma bodového hodnocení je 14, vážený součet bodového hodnocení je 1 a transformace je následující:

$$\varphi(1) = \frac{1-1}{3-1} = 0.$$

Výsledný výběr varianty ( $a_1$ – $a_3$ ) vychází ze standardizovaného hodnocení sumy všech subkritérií definovaných modelem a ohodnocených uživatelem při konkrétním rozhodovacím problému. Za tímto účelem byly varianty rozděleny rovnoměrně (hranice hodnoty je 0,333333) v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$ . Rovnoměrné rozdělení bylo zvoleno na základě abstraktivních hodnocení. Při zohlednění způsobu, jakým interní a externí faktory ovlivňují načasování exitu BAs ze start-upu a vah subkritérií byla rozhodnutí rozložena v intervalu zhruba rovnoměrně. Konkrétně při dosažení standardizovaných hodnot v intervalu  $\langle 0;0,333333 \rangle$  je uživateli doporučeno exitovat; v intervalu  $(0,333333;0,666666 \rangle$  je uživateli doporučeno částečně exitovat a v intervalu  $(0,666666;1 \rangle$  je uživateli modelu doporučeno neexitovat.

## 5.5 VERIFIKACE A VALIDACE ROZHODNUTÍ

### Verifikace rozhodnutí

V rámci verifikace je ověřeno, že je model **správně technicky nastaven**. Konkrétně je v excelovém souboru zkontrolováno, zdali skutečně obsahuje všech 14 subkritérií a zdali přidělené váhy odpovídají výsledkům matematických výpočtů a kvalitativním hodnocení expertů. Následně je ověřeno správné nastavení podmínek transformace bodového hodnocení uživatelem. Dále je zkontrolováno správné nastavení matematických vzorců a podmínka slovního doporučení rozhodnutí se o exitu na základě intervalů variant. Za pomoci výše uvedených kroků kontroly je model VKR hodnocení BAs o exitu vyhodnocen jako **technicky správně nastavený**.

Po kontrole technické správnosti je provedena **simulace**, kde jsou simulovány tři scénáře exitu BAs. Jedná se o následující simulace, respektive scénáře: (1) nejvyšší suma bodového hodnocení; (2) střední suma bodového hodnocení; (3) nejnižší suma bodového hodnocení. Za pomoci uvedených simulací jsou **doporučená rozhodnutí** modelu VKR hodnocení BAs o exitu vyhodnocena jako **správná**.

### Validace rozhodnutí

V rámci validace je ověřeno, že model funguje **správně v reálném prostředí**. Zde jsou využita reálná data hodnocení 14 subkritérií BA R15. Tento andělský investor měl za úkol vybrat si během polostrukturovaného rozhovoru realizovaného 10. srpna 2022 jeden ze svých projektů, který exitoval, a na základě této konkrétní situace ohodnotit úroveň 14 subkritérií. Celková suma hodnocení uživatelem R15 je 43 bodů, kdy transformované bodové hodnocení modelem je 24 bodů. Při zohlednění vah subkritérií vychází vážený součet 1,502247 bodů a transformace hodnot na interval  $\langle 0;1 \rangle$  je 0,251124, což skutečně odpovídá doporučení modelem „exitovat“ a intervalu  $(0;0,333333 \rangle$ . Za pomoci retrodikce je model VKR hodnocení BAs o exitu vyhodnocen jako **správně fungující v reálném prostředí**.

## 6 DISKUZE

Vědecká obec se shoduje, že výzkum neformálního rizikového kapitálu, tj. *business angels*, je nedostatečný (např. Botelho et al., 2019; Carpentier a Suret, 2015; Gregson et al., 2017; Harrison, 2017). Výsledky literární rešerše naznačují výzkumnou mezeru zejména v oblasti exitu a exit strategií BAs (Azarmi, 2016; Botelho et al., 2019; Félix et al., 2017; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020), konkrétně se jedná například o identifikaci externích a interních faktorů ovlivňujících exit *business angels*, přístup k plánování exitu andělských investorů z cílového podniku nebo konstrukci podpůrných nástrojů rozhodování BAs o exitu. Tento závěr potvrzuje také výzkum této disertační práce, kdy exit a exit strategie andělských investorů v České republice byly doposud neprobádanou oblastí.

Z předchozích studií vyplývá, že v případě investic *business angels* je globálně nejběžnější formou exitu obchodní prodej. V případě rizikové či ztrátové investice pak dochází zpravidla k likvidaci (Carpentier a Suret, 2015). To platí jak pro USA, tak i Velkou Británii (dále také VB) a západní Evropu. Exit formou IPO je běžnější v USA a VB vzhledem k rozvinutosti tamních kapitálových trhů (např. Carpentier a Suret, 2013; Carpentier a Suret, 2015; Pitchbook, 2021). V ČR je kapitálový trh nerozvinutý, čemuž odpovídají i výsledky z databáze Czech Founders (2023) nebo studie DEPO Ventures (2023), podle kterých dominuje obchodní prodej. Toto zjištění podporují i výsledky předkládané disertační práce.

Na druhou stranu je nutné vzít v potaz, zdali se jedná o exit úspěšný nebo neúspěšný. Z výzkumu této disertační práce vyplynulo, že za úspěšný exit BAs považují prodej podílu v podniku s alespoň minimální návratností, tzn. obdržené finanční prostředky z prodeje jsou vyšší nežli původní vklad (např. R01; R02; R08, 2022). Dle obecně platných závěrů okolo 90 % start-upů zkrachuje v prvních pěti letech (např. Aminova a Marchi, 2021; Kalyanasundaran, 2018), což potvrzují i výsledky této disertační práce. Exit je zpravidla analyzován v kontextu úspěšného prodeje (např. Botelho et al., 2016), přičemž analýza exit strategií formou likvidace zůstává dle Wanga a Sima (2001) na okraji výzkumného zájmu. Důvodem je skutečnost, že se problematika likvidace jeví pro investory jako tabu, jelikož k výstupu ze společnosti ve formě likvidace dochází zpravidla v případě, kdy je návratnost pro investora nulová či negativní (Wang a Sim, 2001). Z výzkumu této disertační práce vyplynulo, že likvidace může být signalizace nižší kvality investora na trhu neformálního rizikového kapitálu, což je pro *business angels* nežádoucím jevem, protože se jedná o zásadní reputační problém (např. R06; R20, 2022).

Významnou oblastí výzkumu exitu a exit strategií *business angels* je jejich přístup k plánování výstupu z cílového podniku. Ten může být definován jako proaktivní nebo oportunistický (např. Colleweart, 2015; Botelho et al., 2019). Oba přístupy jsou založeny na souboru akcí ze strany *business angels* i *founders* v průběhu celého životního cyklu investice BAs. Nicméně hlavním znakem oportunistického přístupu

je vytvoření podmínek, které budou co nejatraktivnější z pohledu potenciálních kupců, aniž by s nimi byly dopředu navazovány hlubší vztahy. Zatímco hlavním znakem proaktivního přístupu k plánování exitu BAs je komunikace s již konkrétními kupci a vytvoření zájmu potenciálního kupujícího o nabízenou investiční příležitost (Botelho et al., 2019). Dle Collewaerta (2015) obchodní andělé zpravidla nemají při vstupu do konkrétního investičního záměru představu, jakým způsobem a kdy budou ze

start-upu vystupovat, tzn., volí oportunistický přístup k plánování exitu z cílového podniku. Pozitivní dopad na exit má v tomto případě zvýšený zájem kupujících, který explicitně souvisí s vyšší valuací a rychlejším exitem, respektive návratností investice (Azarmi, 2016; Gregson et al., 2017). Naopak výzkum Botelha et al. (2019) oportunistický přístup nepotvrdil. Autoři dospěli k závěru, že volba způsobu výstupu ze společnosti vychází z proaktivního přístupu k plánování exitu BAs. Výsledky této disertační potvrzují předpoklad o oportunistickém přístupu BAs v podmínkách českého trhu neformálního rizikového kapitálu, kdy klíčovou příležitostí vedoucí k exitu BAs v ČR je zvýšená poptávka po cílových společnostech, respektive vyšší aktivita na trhu daná zvyšujícím se počtem investorů. Čím vyšší je počet potenciálních kupců podílu BAs, tím vyšší je valuace start-upu i rychlost exitu BAs z cílového podniku (např. R01; R11; R14; R18, 2022).

Autoři odborných publikací se shodují, že výběr jednotlivých forem exitu a exit strategií ovlivňuje celá řada interních a externích faktorů (např. Azarmi, 2016; Félix et al., 2014; Giot a Schwienbacher, 2007; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020). Shoda již nepanuje v přesném rozdělení a označení těchto faktorů, byť je jejich význam totožný. V tomto směru tato disertační práce přináší souhrnné rozdělení vycházející z obsahové analýzy a následné syntézy sekundárních dat v podobě vědeckých publikací. Konkrétně lze rozdělit determinanty exitu BAs na interní a externí faktory, přičemž interní faktory se dále dělí na charakteristiku investora (např. věk, vzdělání, přístup k plánování, důvěra), investice a podniku (např. konvertibilní půjčka, kvalitativní a kvantitativní kritéria hodnocení investice BA), či projektu/podniku (např. fáze vývoje podniku, technologie, odvětví).

Mezi externí faktory patří změna (budoucí) poptávky po cílovém podniku, ukazatele charakterizující hospodářský cyklus (zejména vývoj HDP), stupeň rozvinutosti kapitálového trhu nebo finanční, právní a daňový systém. Finanční systém přímo souvisí s rozvinutostí kapitálového trhu, jelikož v ekonomice hrají dominantní úlohu finančního zprostředkovatele banky (*bank-based financial system*), anebo kapitálový trh (*capital-base financial system*). Nicméně výzkumu externích faktorů je v odborné literatuře věnována významně menší pozornost (např. Giot a Schwienbacher, 2007; Wenhui, 2016), což se projevuje mj. tím, že seznamy uváděných externích faktorů jsou oproti interním významně kratší (např. Félix et al., 2014; White a Dumay, 2020). Rovněž z výzkumu obsaženém v této disertační práci vyplynulo, že externím faktorům věnují BAs výrazně menší pozornost. V tomto případě vyvstává otázka, zdali je vhodné, aby BAs věnovali externím faktorům výrazně menší pozornost,

jelikož například aktuální globální monetární restrikce výrazně snižují valuace start-upů, čímž dochází také k oddálení exitu.

Nejdůležitějším externím faktorem ovlivňujícím exit je změna (budoucí) poptávky po cílovém podniku. Se změnou poptávky se pojí také hospodářský cyklus, který je dle autorů Félix et al. (2014) a Wenhui (2016) důležitým determinantem exitu, nicméně výsledky této disertační práce ukazují, že pro andělské investory při rozhodování se o exitu nehraje hospodářský cyklus významnou roli. Toto zjištění je překvapivé, jelikož dle obecně platných závěrů ekonomické klima explicitně poptávku po podílu investora ve start-upu ovlivňuje. Důvodem je skutečnost, že je v rámci konjunktury předpokládán zvýšený zájem potenciálních kupců o investici a vyšší valuace. Naopak při recesi se předpokládá kontinuální podpora start-upu a vyčkávání investora na lepší ekonomickou situaci. Z výsledků této disertační práce ovšem vyplývá, že pokud si andělský investor není investicí jistý, tak prodává i během recese, aby se vyhnul likvidaci, respektive bankrotu. Dokonce se některé start-upy mohou chovat anticyklicky (např. R01; R03; R05; R07; R14; R19; R22, 2022).

Na čem se ovšem výsledky disertační práce a předchozích výzkumů shodují, je faktor stupně rozvinutosti kapitálového trhu, kdy investice na rozvinutém trhu usnadňuje BAs exit. Důvodem je fakt, že rozvinutý kapitálový trh zajišťuje vyšší likviditu investic, a je tak významným faktorem ovlivňujícím exit, primárně v podobě IPO (např. Giot a Schwienbacher, 2007; Rigamonti et al., 2016; Wenhui, 2016). Výsledky této disertační práce za Českou republiku ovšem ukazují, že v případě všech pozorování byla volena exit strategie ve formě obchodního prodeje. Nicméně rozvinutost kapitálového trhu dané země přináší BAs více možností například v podobě exit strategií z cílového podniku, čímž také signalizuje rozvinutost trhu s neformálním rizikovým kapitálem (např. R04; R22, 2022). Nutno podotknout, že většina BAs v ČR hodnotí český kapitálový trh jako méně rozvinutý, na druhou stranu tato skutečnost nebývá limitujícím prvkem například z důvodu internacionalizace (např. R08; R12, 2022) nebo již uvedené formy exit strategie v podobě obchodního prodeje podílu BAs.

Co se interních faktorů týče, v rámci charakteristiky investora, investice nebo podniku nebyly zjištěny výrazné odlišnosti. Míra významnosti interních faktorů ovlivňujících exit je ve srovnání s externími faktory výrazně vyšší. V tomto případě je překvapivé zjištění, že kvantifikace míry významnosti v literatuře absentuje, byť celá řada autorů doporučuje tuto problematiku analyzovat (např. Azarmi, 2016). Výzkumné výsledky obsažené v této disertační práci naznačují, že v podmínkách českého trhu *business angels* patří mezi interní faktory ovlivňující exit především důvěra, kvalitativní kritéria hodnocení investice BA, technologická inovace nebo smluvní úprava exitu. Na tomto faktu se shodují také závěry autorů mezinárodních studií (např. Cumming a Johan, 2008; White a Dumay, 2020). White a Dumay (2020). Ti navíc spojují důvěru s atraktivitou alternativních investičních příležitostí, kdy čím vyšší je důvěra v investici BAs, tím menší je pravděpodobnost volby

alternativních investičních příležitostí ze strany BAs. Z uvedeného výčtu je evidentní, že vyšší míru významnosti zaujímají právě interní faktory v oblasti charakteristiky investora.

V rámci typu investice, respektive odvětví start-upu panuje všeobecná shoda (např. Félix et al., 2014; Giot a Schwienbacher, 2007) o tom, že u technologických podniků dochází k rychlejšímu exitu BAs, jelikož předpokládaná vyšší míra inovací pozitivně ovlivňuje rychlost exitu. Z výsledků této disertační práce vyplynulo, že exit je akcelerován z důvodu zvýšené poptávky po unikátní technologii. Na druhou stranu vyvstává otázka, do jaké míry je exit akcelerován konkurenčním bojem mezi start-upy navzájem (např. R01; R10, 2022). S akcelerací exitu také souvisí přístup *business angels* k řízení investice. Aktivní zapojení investora vede k jeho rychlejšímu exitu ze start-upu na základě využití zkušeností a kontaktů (např. Botelho et al., 2019). Nicméně z výsledků této disertační práce vyplynulo, že k urychlení exitu BAs může docházet také z důvodu potenciálních konfliktů mezi *business angels* a *founders*, které s sebou aktivní zapojení investora do start-upu přináší (např. R18, 2022).



## **7 PŘÍNOSY DISERTAČNÍ PRÁCE A DOPORUČENÍ PRO NAVAZUJÍCÍ VÝZKUM**

Přínosy disertační práce lze identifikovat na úrovni (1) vědy, (2) praxe a (3) pedagogiky. Cílem této kapitoly je poskytnout čtenáři souhrnný přehled nejvýznamnějších přínosů plynoucích ze zpracování této disertační práce.

### **7.1 VĚDECKÝ PŘÍNOS**

Vědecký přínos spočívá v identifikaci základní charakteristiky exitu, respektive rozhodovacího procesu BAs o exitu v podmínkách českého neformálního trhu rizikového kapitálu. Dalším přínosem je identifikace externích a interních faktorů, které ovlivňují rozhodování andělských investorů o exitu a určení míry významnosti těchto faktorů z pohledu osloveného vzorku *business angels*. Výsledky empirické části výzkumu jsou následně východiskem pro formulaci rozhodovacího modelu BAs o exitu, jehož koncept vychází z teorie vícekritériálního hodnocení variant. Výstup je aplikovatelný i v podmínkách jiných trhů rizikového kapitálu.

Dalším bodem vědeckého přínosu je navázání na longitudinální výzkum osobnostních a investičních charakteristik *business angels* působících v České republice (např. Bortlová, 2015; Skalická, 2018; World Bank Group, 2018; Zinecker et al., 2021a; 2021b). Dále je přínosná také samotná extenzivní literární rešerše, která vytváří ucelený přehled tématu rizikového, respektive neformálního rizikového kapitálu se zaměřením na oblast exitu BAs, a to včetně výsledků empirických studií uvedené problematiky. V neposlední řadě je vědeckým přínosem aplikovaný výzkumný koncept vycházející z extenzivní literární rešerše, který lze replikovat při výzkumu rizikového, respektive neformálního rizikového kapitálu dalších rozvíjejících se trhů.

Nakonec poznatky přispívají k definování perspektivních výzkumných témat na úrovni trhu neformálního rizikového kapitálu. Mezi tyto témata lze zařadit zejména výzkum exit strategie IPO v segmentu START na Pražské burze cenných papírů, a. s. (dále také BCPP). V tomto případě je vhodné identifikovat kritéria investorů, respektive start-upů pro vstup na burzu, ale i konkrétní nástroje nákladové podpory a rozvoje tohoto segmentu s cílem zajištění atraktivity burzy a transparentnosti burzovních procesů. Dalším perspektivním výzkumným tématem je oblast legislativního nastavení zaměstnaneckých akciových plánů v ČR. Legislativní rámec ovlivňuje kapitálový trh tím, že v zemích, kde je dobrá legislativa umožňují zaměstnanecké akcie nejen efektivně ohodnotit zaměstnance, ale vytvářejí také zdroje pro budoucí investice, protože ze zaměstnanců se mohou stát investoři.

### **7.2 PŘÍNOS PRO PRAXI**

Přínosy této disertační práce lze identifikovat z pohledu BAs i start-upových podniků. Na základě poznání charakteristik exitu a interních a externích faktorů tento exit

ovlivňujících mohou BAs exit lépe načasovat a zvýšit tak výnos z realizace investice. Návrh vícekritériálního modelu hodnocení slouží investorům jako „vodítko“ při plánování výstupu z podniku. Co se týče start-upových podniků, pro *founders* je důležité orientovat se ve faktorech, které ovlivňují načasování exitu BAs, jelikož se s prodejem svého podílu častokrát k *business angels* připojují.

Poznatky rovněž mohou podpořit aplikaci opatření na úrovni institucí finančního trhu nebo státu či regionů, jež povedou k vyššímu zájmu o tento typ investování. V podmínkách rozvinutých kapitálových trhů je jednou z nejčastějších forem IPO. To je nicméně v podmínkách ČR okrajovou záležitostí. Konkrétně lze v tomto směru doporučit podporu jak start-upů, tak samotné BCPP, respektive segmentu START. V rámci podniků je vhodné zacílit podpůrné programy zaprvé do oblasti vzdělávání, respektive přípravy interních procesů start-upu ke vstupu na BCPP. Zadruhé, do oblasti snižování nákladů pro subjekty vstupující do segmentu START. Naopak u BCPP je nutné zajištění transparentnosti a kontroly burzovních procesů.

### **7.3 PŘÍNOS PRO PEDAGOGIKU**

Výsledky disertační práce mohou být aplikovány například ve výukových materiálech pro předměty podniková ekonomika a podnikové finance. Dále mohou být výsledky empirického výzkumu na Vysokém učení technickém v Brně rovněž východiskem pro tvorbu mezifakultního předmětu orientovaného na inovativní podnikání.

## 8 LIMITY DISERTAČNÍ PRÁCE

V rámci realizace disertační práce se objevilo několik limitů zkoumání. Cílem této kapitoly je transparentnost ohledně těchto limitací a uvedení opatření sloužících k jejich minimalizaci. Limity vychází z (1) výzkumu a (2) osoby výzkumníka.

### (1) Výzkum

- Mezi limitující prvky oblasti výzkumu lze zařadit v první řadě neznalost základního souboru zkoumané populace (velikost vzorku není známá, část zkoumané populace je skryta, působí anonymně). S touto skutečností explicitně souvisí i omezení generalizace, což se autor snažil ošetřit volbou různorodého zastoupení BAs.
- Zadruhé, samotný výběr výzkumného vzorku může způsobovat výběrové zkreslení výsledků, jelikož se primárním zdrojem respondentů stala sociální platforma LinkedIn. Tento problém byl minimalizován na základě využití dalších platforem ke sběru dat.
- Zatřetí, limitem je metoda sběru dat v podobě polostrukturovaného rozhovoru. Výhodou tohoto typu rozhovoru je jeho částečná volnost, která úzce souvisí s navázáním důvěrnějšího vztahu s dotazovaným. Na druhou stranu je nevýhodou částečné volnosti možné zkreslení výsledků (Reichel, 2009). V tomto případě proběhlo omezení rizika na základě dodržení předem stanovené základní struktury rozhovoru.
- V neposlední řadě je limitujícím prvkem volba metod zpracování dat, jelikož autor analyzuje malý vzorek respondentů, a to omezuje škálu metod zpracování dat. Konkrétně se jedná o využití deskriptivních a inferenčních statistických metod na malém rozsahu výběrového souboru, což může ovlivnit přesnost závěrů. Nicméně dle celé řady autorů není třeba se v rámci statistické analýzy vymezovat do „hranic“ kvantitativního přístupu a lze tyto metody využít v mnohem širším záběru (Molnár et al., 2012).
- Nakonec, limitující je také časový rámeček rozhovoru a využití Likertovy škály v rámci dotazníkového šetření. S ohledem na tuto problematiku byly limity minimalizovány za pomoci struktury rozhovoru, tzn. na nejdůležitější informace se autor ptal jako první a za pomoci liché Likertovy škály, která poskytuje respondentovi střední hodnotu odpovědi.

### (2) Výzkumník

- V případě osoby výzkumníka se limitem stala zaprvé omezená zkušenost s trhem neformálního rizikového kapitálu. Za účelem minimalizace dopadu tohoto limitu byla vytvořena extenzivní literární rešerše. Zadruhé je limitujícím prvkem subjektivní přístup autora k výzkumné činnosti a jeho komunikační dovednosti či navázání kontaktů s relevantními účastníky trhu neformálního rizikového kapitálu v ČR. Omezení dopadu proběhlo na základě standardizace a dodržení obecných doporučení a postupů vážících se k využití smíšeného výzkumného přístupu.

## ZÁVĚR

Hlavním cílem této disertační práce se stala identifikace interních a externích faktorů ovlivňujících rozhodování andělských investorů o exitu v podmínkách trhu rizikového kapitálu v České republice a zhodnocení jejich významu. Za účelem naplnění hlavního cíle byla definována hlavní výzkumná otázka, která zní: „*Jak se andělští investoři rozhodují o exitu z cílových společností ve specifických podmínkách českého trhu rizikového kapitálu?*“ Na základě empirických výsledků byl také formulován model podporující rozhodování soukromých investorů v otázce načasování výstupu z cílového podniku.

V rámci empirického výzkumu byl zvolen primární výzkum a smíšený výzkumný přístup v podobě využití kvalitativního i kvantitativního výzkumu. Respondenti byli osloveni zejména skrze sociální síť LinkedIn a osobní kontakty. Primární data byla sbírána za pomoci polostrukturovaných rozhovorů. Během rozhovorů bylo uskutečněno také dotazníkové šetření. Rozhovory i dotazníky byly realizovány s 25 českými andělskými investory v období od července do října roku 2022. Získaná data byla následně zpracována za pomoci obsahové analýzy, ze které vzešla datová matice pro účely následné deskriptivní a inferenční statistické analýzy s využitím softwaru IBM SPSS Statistics 29. V rámci uvedené statistické analýzy došlo k výpočtu absolutních, relativních, validních a kumulativních četností, dále byla charakterizována poloha a rozptyl zkoumaných proměnných. V neposlední řadě byla v rámci identifikace dopadu jednotlivých faktorů na exit BAs vypočtena adjustovaná standardizovaná rezidua, a to včetně znaménkového schématu.

Výsledky ukazují, že v České republice vystupují investoři neformálního rizikového kapitálu především ve formě obchodního prodeje, kdy interní a externí faktory působí primárně na načasování jejich exitu. Interní faktory ovlivňují exit andělských investorů v mnohem vyšším měřítku, nicméně způsob ovlivnění je v obou případech ve vztahu k načasování výstupu BA ze start-upu. Konkrétně dochází na základě vybraných faktorů k urychlení, respektive oddálení exitu. Z výsledků výzkumu dále vyplývá, že se mezi nejdůležitější interní faktory ovlivňující exit andělských investorů řadí důvěra, kvalitativní kritéria hodnocení investice BA, úroveň technologické inovace a smluvní úprava exitu. V případě externích faktorů jsou pro andělského investora nejdůležitější změna a úroveň budoucí poptávky po cílovém podniku, dále ukazatele charakterizující hospodářský cyklus, stupeň rozvinutosti kapitálového trhu nebo finanční, právní a daňový systém.

Na základě výsledků empirického výzkumu byl také vytvořen vícekritériální model hodnocení andělských investorů o exitu, který lze využít jako pomocný nástroj při úvaze investora vystoupit z podniku. Tento model se opírá o obecně platný rozhodovací postup a princip bodovací metody s využitím vah jednotlivých kritérií, a to včetně agregace dílčích vah rozhodovatelů. Konkrétně model pracuje s váhami důležitosti interních a externích faktorů a jeho výstupem je doporučení investorovi

vystoupit, částečně vystoupit nebo nevystoupit ze start-upu. Významnou přidanou hodnotou je stanovení vah kritérií v modelu a jeho normalizace.

Nutno podotknout, že se disertační práce nevyhnula limitům zkoumání. Mezi limity realizovaného empirického výzkumu lze zařadit především problematiku kvalitativního šetření, a s tím spojený výběr sběru dat a metod k jejich vyhodnocení. Tento přístup může zapříčinit zkreslení výsledků disertační práce, na druhou stranu byla přijata opatření k minimalizaci zkreslení v podobě částečné standardizace rozhovoru nebo využití metod inferenční statistiky založené na analýze skutečně naměřených a očekávaných četností.

Nakonec z výsledků výzkumu této disertační práce vyplývá, že budoucí zájem akademické obce je vhodné zaměřit zaprvé do oblasti exit strategií BAs v ČR. Konkrétně na veřejnou nabídku akcií, tj. IPO v segmentu START na Pražské burze cenných papírů, a. s. V rámci této oblasti je nutné identifikovat kritéria investorů, respektive start-upů pro vstup na burzu, ale i konkrétní nástroje nákladové podpory a rozvoje tohoto segmentu s cílem zajištění atraktivity burzy a transparentnosti burzovních procesů. Zadruhé je vhodná hlubší kvalitativní analýza způsobu ovlivnění exitu BAs sociodemografickými a investičními interními kritérii. V neposlední řadě jsou perspektivním výzkumným tématem zaměstnanecké akciové plány v ČR, protože ze zaměstnanců se mohou stát v budoucnosti investoři.

## POUŽITÁ LITERATURA

- AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. Online. *The Quarterly Journal of Economics*. 1970, roč. 84, č. 3, s. 488-500. ISSN 0033-5533. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/1879431>. [cit. 2024-02-02].
- AMINOVA, Munira a MARCHI, Edoardo. The Role of Innovation on Start-Up Failure vs. its Success. Online. *International Journal of Business Ethics and Governance*. 2021, roč. 4 č. 1, s. 41-72. ISSN 2717-9923. Dostupné z: <https://doi.org/10.51325/ijbeg.v4i1.60>. [cit. 2024-02-22].
- AZARMI, Davar. The most influential factors in venture capitals' exit decision: A qualitative study among Spanish venture capitalists. Online. *International Entrepreneurship Review*. 2016, roč. 2, č. 2, s. 257-268. Dostupné z: <https://ier.uek.krakow.pl/pm/article/view/1128>. [cit. 2024-02-02].
- BERGEMAN, Dirk a HEGE, Ulrich. The value of benchmarking. Online. In: *Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University*. 2002, s. 1-30. Dostupné z: [https://doi.org/Dirk Bergemann and Ulrich Hege](https://doi.org/Dirk%20Bergemann%20and%20Ulrich%20Hege). [cit. 2024-02-02].
- BORTLOVÁ, Hana. Business Angels Environment in the Czech Republic and the USA – Case Study. Online. *Trendy ekonomiky a managementu*. 2015, roč. 9, č. 23, s. 9-16. ISSN 1802-8527. Dostupné z: <https://www.proquest.com/docview/1726719975?pq-origsite=primo&sourcetype=Scholarly%20Journals>. [cit. 2024-02-02].
- BOTELHO, Tiago; HARRISON, Richard a MASON, Colin. Business angel exits: a theory of planned behaviour perspective. Online. *Small Business Economics*. 2019, roč. 57, č. 1, s. 583-602. ISSN 0921-898X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00292-0>. [cit. 2024-02-02].
- BRUNELLI, Mateo. Introduction to the analytic hierarchy process. SpringerBriefs, 2015. ISBN 978-3-319-12502-2.
- CARDULLO, Mario W. *Technological Entrepreneurism: Enterprise Formation, Financing and Growth*. 5. Research Studies Press, 1999. ISBN 978-08-8638-0223-2.
- CARPENTIER, Cécile a SURET, Jean-Marc. Canadian business angel perspectives on exit: A research note. Online. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*. 2015, roč. 33, č. 5, s. 582-593. ISSN 0266-2426. Dostupné z: <https://doi.org/10.1177/0266242613516140>. [cit. 2024-02-03].
- CARPENTIER, Cécile; L'HER, Jean-françois a SURET, Jean. Private investment in small public entities. Online. *Small business economics*. 2013, roč. 41, č. 1, s. 149-168. ISSN 0921-898X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9407-7>. [cit. 2024-02-03].
- COLLEWAERT, Veroniek. Angel Investors' and Entrepreneurs' Intentions to Exit Their Ventures: A Conflict Perspective. Online. *Entrepreneurship Theory and*

- Practice*. 2012, roč. 36, č. 4, s. 753-779. ISSN 1042-2587. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2011.00456.x>. [cit. 2024-02-03].
- COSH, Andy; CUMMING, Douglas a HUGHES, Alan. Outside Entrepreneurial Capital. Online. *The Economic Journal*. 2009, roč. 119, č. 540, s. 1494-1533. ISSN 0013-0133. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2009.02270.x>. [cit. 2024-02-03].
- COSSIN, Didier; LELEUX, Benoit a SALIASI, Entela. Understanding the Economic Value of Legal Covenants in Investment Contracts: A Real-Options Approach to Venture Equity Contracts. Online. *SSRN Electronic Journal*. 2002, roč. 62, č. 1, s. 1-47. ISSN 1556-5068. Dostupné z: <https://doi.org/10.2139/ssrn.375560>. [cit. 2024-02-03].
- COWLEY, Peter; KIRK, Kate a KERBER, Neil. *The Invested Investor: The new rules for start-ups, scale-ups and angel investing*. 1. Invested Investor Limited, 2018. ISBN 1916407927.
- CUMMING, Douglas a JOHAN, Sofia Atiqah Binti. Preplanned exit strategies in venture capital. Online. *European Economic Review*. 2008, roč. 52, č. 7, s. 1209-1241. ISSN 00142921. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2008.01.001>. [cit. 2024-02-03].
- CZECH FOUNDERS. *Funding, Failures and Exits of Czech Tech Startups*. Online. Czech Founders, 2023. Dostupné z: <https://docs.google.com/spreadsheets/d/1a3WYqCNA3PnQ9Gx2UbSigO-jipNxR0BmaGkHCdwHYXg/edit?pli=1#gid=0>. [cit. 2024-02-10].
- DEPO VENTURES. *Průzkum andělských investorů v České republice*. Online. DEPO Ventures, 2023. Dostupné z: <https://depovcs.notion.site/REPORT-cabdc7c768a8436a9acd86fe87d39940>. [cit. 2024-02-10].
- DURDA, Lukáš a KLJUČNIKOV, Aleksandr. Social network in entrepreneurial startups development. Online. *Economics & sociology*. 2019, roč. 12, č. 3, s. 192-208. ISSN 2071-789X. Dostupné z: <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2019/12-3/13>. [cit. 2024-02-09].
- EBAN. *EBAN Statistics compedium: European early-stage market statistics*. EBAN, 2022. Online. Dostupné z: <https://www.eban.org/statistics-compedium-2021-european-early-stage-market-statistics/>. [cit. 2024-02-10].
- FÉLIX, Elisabete Gomes Santana; PIRES, Cesaltina Pacheco a GULAMHUSSEN, Mohamed Azzim. The exit decision in the European venture capital market. Online. *Quantitative finance*. 2014, roč. 14, č. 6, s. 1115-1130. ISSN 1469-7688. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/14697688.2012.714903>. [cit. 2024-02-09].
- FERJENČÍK, Ján. *Úvod do metodologie psychologického výzkumu: jak zkoumat lidskou duši*. Vyd. 2. Praha: Portál, 2010. ISBN 978-807-3678-159.
- FIALA, Petr. *Modely a metody rozhodování*. Praha: Oeconomica, 2008. ISBN 978-

802-4513-454.

GEHMAN, Joel; GLASER, Vern L.; EISENHARDT, Kathleen M.; GIOIA, Denny; LANGLEY, Ann et al. Finding theory–method fit: a comparison of three qualitative approaches to theory building. Online. *Journal of Management Inquiry*. 2017, roč. 27, č. 3, s. 284-300. ISSN 1056-4926. Dostupné z: <https://doi.org/10.1177/1056492617706029>. [cit. 2024-02-09].

GIOT, Pierre a SCHWIENBACHER, Armin. IPOs, trade sales and liquidations: Modelling venture capital exits using survival analysis. Online. *Journal of banking & finance*. 2007, roč. 31, č. 3, s. 679-702. ISSN 0378-4266. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.06.010>. [cit. 2024-02-09].

GLÜCKSMAN, Sarah. Entrepreneurial experiences from venture capital funding: exploring two-sided information asymmetry. Online. *Venture capital (London)*. 2020, roč. 22, č. 4, s. 331-354. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2020.1827502>. [cit. 2024-02-09].

GOMPERS, Paul a Joshua LERNER. *The venture capital cycle*. Cambridge: MIT Press, 1999. ISBN 978-02-625-7158-6.

GOMPERS, Paul a Joshua LERNER. *The venture capital cycle*. Cambridge: MIT Press, 2004. ISBN 978-02-6207-255-7.

GREGSON, Geoff; BOCK, Adam J. a HARRISON, Richard T. A review and simulation of business angel investment returns. Online. *Venture capital (London)*. 2017, roč. 19, č. 4, s. 285-311. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1332546>. [cit. 2024-02-09].

GRILLI, Luca. There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative start-ups. Online. *Regional studies*. 2019, roč. 53, č. 5, s. 620-629. ISSN 0034-3404. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/00343404.2018.1479524>. [cit. 2024-02-09].

GUO, Bing; LOU, Yun a PÉREZ-CASTRILLO, David. Investment, Duration, and Exit Strategies for Corporate and Independent Venture Capital-Backed Start-Ups. Online. *Journal of economics & management strategy*. 2015, roč. 24, č. 2, s. 415-455. ISSN 1058-6407. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/jems.12097>. [cit. 2024-02-09].

HARRISON, Richard T. The internationalisation of business angel investment activity: a review and research agenda. Online. *Venture capital (London)*. 2017, roč. 19, č. 1-2, s. 119-127. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1260111>. [cit. 2024-02-09].

HARRISON, Richard; MASON, Colin a ROBSON, Paul. Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. Online. *Entrepreneurship and regional development*. 2010, roč. 22, č. 2, s. 113-137. ISSN 0898-5626. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/08985620802545928>. [cit. 2024-02-09].

HENDL, Jan. *Kvalitativní výzkum: základní metody a aplikace*. Praha: Portál, 2005.



ISBN 80-736-7040-2.

HENDL, Jan. *Přehled statistických metod: analýza a metaanalýza dat*. Praha: Portál, 2012. ISBN 978-80-262-0200-4.

INVEST EUROPE. *Investing in Europe: Private Equity activity 2020*. Online. Invest Europe, 2021a. Dostupné z: <https://www.investeurope.eu/news-opinion/publications/?keyword=Invest%20Europe%20-%20Investing%20in%20Europe:%20Private%20Equity%20activity%202020#search-filter-container>. [cit. 2024-02-09].

INVEST EUROPE. *About Private Equity*. Online. Invest Europe, 2021b. Dostupné z: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>. [cit. 2021-08-12].

JOHAN, Sofia a ZHANG, Minjie. Private equity exits in emerging markets. Online. *Emerging markets review*. 2016, roč. 29, č. 1, s. 133-153. ISSN 1566-0141. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.016>. [cit. 2024-02-09].

JOUDI, Samira; MANSOURFAR, Gholamreza a DIDAR, Hamzeh. The Effect of Deviation from Optimal Cash Level on Adverse Selection and Moral Hazard in Firms Listed on Tehran Stock Exchange. Online. *Iranian journal of management studies*. 2019, roč. 12, č. 1, s. 69-90. ISSN 2008-7055. Dostupné z: <https://doi.org/10.22059/ijms.2018.258468.673146>. [cit. 2024-02-09].

KALYANASUNDARAM, Ganesaraman. Why Do Startups Fail? A Case Study Based Empirical Analysis in Bangalore. Online. *Asian Journal of Innovation and Policy*. 2018, roč. 7, č. 1, s. 79-102. ISSN 2287-1616. Dostupné z: <https://doi.org/10.7545/ajip.2018.7.1.079>. [cit. 2024-02-22].

KEŘKOVSKÝ, Miloslav a DRDLA, Miloš. *Strategické řízení firemních informací: teorie pro praxi*. 1. C.H. Beck pro praxi. Praha: C.H. Beck, 2003. ISBN 80-717-9730-8.

LANDSTRÖM, Hans. *Advanced introduction to entrepreneurial finance*. Northampton, MA: Edward Elgar Publishing, 2017. ISBN 978-178-471-855-8.

MASON, Colin M a HARRISON, Richard T. Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. Online. *Entrepreneurship and regional development*. 1996, roč. 8, č. 2, s. 105-126. ISSN 0898-5626. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/08985629600000007>. [cit. 2024-02-11].

MASON, Colin M. Informal Sources of Venture Finance. *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures*. Boston, MA: Springer US, 2006, s. 259-299. International Handbook Series on Entrepreneurship. ISBN 978-0-387-32156-1. Dostupné z: [doi:10.1007/978-0-387-32156-1\\_10](https://doi.org/10.1007/978-0-387-32156-1_10). [cit. 2024-02-11].

NÝVLTOVÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-80-247-1922-1.

PAVLATOS Odysseas a KOSTAKIS Hara. Budgeting in Start-up Companies:

- European Survey-based Evidence. Online. *Advances in Management Accounting*. 2021, roč. 33, č. 1, s. 97-125. Dostupné z: <https://doi.org/10.1108/S1474-787120210000033004>. [cit. 2024-02-10].
- PIERRAKIS, Yannis a SARIDAKIS, George. The role of venture capitalists in the regional innovation ecosystem: a comparison of networking patterns between private and publicly backed venture capital funds. Online. *The Journal of technology transfer*. 2019, roč. 44, č. 3, s. 850-873. ISSN 0892-9912. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s10961-017-9622-8>. [cit. 2024-02-11].
- PITCHBOOK. Types of investors. *Pitchbook*, 2021. Online. Dostupné z: [https://my.pitchbook.com/search-results/s130034926/deal\\_pivot](https://my.pitchbook.com/search-results/s130034926/deal_pivot). [cit. 2021-12-22].
- POLITIS, Diamanto, 2008. Business angels and value added: what do we know and where do we go? Online. *Venture capital (London)*. Roč. 10, č. 2, s. 127-147. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691060801946147>. [cit. 2024-02-11].
- REICHEL, Jiří. *Kapitoly metodologie sociálních výzkumů*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-802-4730-066.
- RAMÍK, Jaroslav a TOŠENOVSKÝ, Filip. *Rozhodovací analýza pro manažery: moderní metody rozhodování*. Karviná: Slezská univerzita v Opavě, Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné, 2013. ISBN 978-807-2488-438.
- REVERTE, Carmelo a BADILLO, Rosa. Alternative equity financing instruments for entrepreneurial ventures. Online. *Current science (Bangalore)*. 2019, roč. 116, č. 6, s. 926-935. ISSN 0011-3891. Dostupné z: <https://doi.org/10.18520/cs/v116/i6/926-935>. [cit. 2024-02-11].
- REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-1835-4.
- RIGAMONTI, Damiana; CEFIS, Elena; MEOLI, Michele a VISMARA, Silvio. The Effects of the Specialization of Private Equity Firms on their Exit Strategy. Online. *Journal of business finance & accounting*. 2016, roč. 43, č. 9-10, s. 1420-1443. ISSN 0306-686X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12221>. [cit. 2024-02-11].
- SAATY, Thomas L. Decision making with the analytic hierarchy process. Online. *International journal of services sciences*. 2008, roč. 1, č. 1, s. 83-98. ISSN 1753-1446. Dostupné z: <https://doi.org/10.1504/IJSSCI.2008.017590> [cit. 2024-02-11].
- SAATY, Thomas L., 1990. How to make a decision: The analytic hierarchy process. Online. *European Journal of Operational Research*. Roč. 48, č. 1, s. 9-26. ISSN 0377-2217. Dostupné z: [https://doi.org/10.1016/0377-2217\(90\)90057-I](https://doi.org/10.1016/0377-2217(90)90057-I). [cit. 2024-02-14].
- SCHEELA, William; ISIDRO, Edmundo; JITTRAPANUN, Thawatchai a TRANG,

Nguyen Thi Thu. Formal and informal venture capital investing in emerging economies in Southeast Asia. Online. *Asia Pacific journal of management*. 2015, roč. 32, č. 3, s. 597-617. ISSN 0217-4561. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9420-5>. [cit. 2024-02-11].

SINCERRE, Bianca Piloto; SAMPAIO, Joelson; FAMÁ, Rubéns a FLORES, Eduardo S. The Impact of Private Equity and Venture Capital Funds on post-IPO Operational and Financial Performance in Brazilian invested companies. Online. *BBR Brazilian business review (Portuguese ed.)*. 2019, roč. 16, č. 1, s. 87-101. ISSN 1808-2386. Dostupné z: <https://doi.org/10.15728/bbr.2019.16.1.6>. [cit. 2024-02-11].

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, Martina. Macroeconomic Factors Influencing Business Angles Activity and Formation of Venture Capital in the Czech Republic. *Trendy Ekonomiky a Managementu*. 2015, roč. 9, č. 22, s. 47-58. Dostupné z: <https://www.proquest.com/openview/ae9016ea133d03d9fd458b5674b91eca/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2031818>. [cit. 2024-02-11].

SKALICKÁ, Martina. *Role neinstitucionalizovaného soukromého kapitálu v podmínkách nově zakládaných podniků a jejich rozvojových fází*. Disertační práce. Brno: VUT, Fakulta podnikatelská, 2018.

SKALICKÁ, Martina; ZINECKER, Marek a MELUZÍN, Tomáš. Institutional determinants of private equity market in Czech Republic. Online. *Economics & sociology*. 2017, roč. 10, č. 4, s. 83-98. ISSN 2071-789X. Dostupné z: <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2017/10-4/7>. [cit. 2024-02-11].

SKARE, Marinko; GAVUROVA, Beata a POLISHCHUK, Volodymyr. A decision-making support model for financing start-up projects by venture capital funds on a crowdfunding platform. Online. *Journal of business research*. 2023, roč. 158, s. 1-12. ISSN 0148-2963. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2023.113719>. [cit. 2024-02-10].

SOHL, Jeffrey E. The early-stage equity market in the USA. Online. *Venture capital (London)*. 1999, roč. 1, č. 2, s. 101-120. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/136910699295929>. [cit. 2024-02-11].

SONIUS, David; KEHREL, Uwe a YERKES, Rustin T. The Effects of Call Options on Exit Strategies in Private Equity Shareholder Agreements. Online. *The journal of private equity*. 2015, roč. 19, č. 1, s. 41-52. ISSN 1096-5572. Dostupné z: <https://doi.org/10.3905/jpe.2015.19.1.041>. [cit. 2024-02-11].

STAŇKOVÁ, Anna. *Podnikáme úspěšně s malou firmou*. 1. C.H. Beck pro praxi. V Praze: C.H. Beck, 2007. ISBN 978-807-1799-269.

TAHAL, Radek. *Marketingový výzkum: postupy, metody, trendy*. 2. vydání. Praha: Grada Publishing, 2022. ISBN 978-80-271-3535-6.

WANG, Clement K. a SIM, Valerie Y. L. Exit strategies of venture capital-backed companies in Singapore. Online. *Venture capital (London)*. 2001, roč. 3, č. 4, s. 337-

358. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691060110060664>. [cit. 2024-02-11].

WENHUI, Ding. Research on Venture Capital Exit for Science and Technology Innovation Enterprise. Online. *Proceedings of 2016 5th International Conference on Social Science, Education and Humanities Research*. Paris, France: Atlantis Press, 2016. ISBN 978-94-6252-207-7. Dostupné z: <https://doi.org/10.2991/ssehr-16.2016.160>. [cit. 2024-02-11].

WHITE, Brett A. a DUMAY, John. Business angels: a research review and new agenda. Online. *Venture capital (London)*. 2017, roč. 19, č. 3, s. 183-216. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1290889>. [cit. 2024-02-11].

WHITE, Brett Anthony a DUMAY, John. The angel investment decision: insights from Australian business angels. Online. *Accounting and finance (Parkville)*. 2020, roč. 60, č. 3, s. 3133-3162. ISSN 0810-5391. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/acfi.12427>. [cit. 2024-02-11].

WONGLIMPIYARAT, Jarunee. The influence of capital market laws and initial public offering (IPO) process on venture capital. Online. *European journal of operational research*. 2009, roč. 192, č. 1, s. 293-301. ISSN 0377-2217. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.ejor.2007.09.007>. [cit. 2024-02-11].

ZINECKER, Marek; SKALICKA, Martina; BALCERZAK, Adam P. a PIETRZAK, Michał Bernard. Business angels in the Czech Republic: characteristics and a classification with policy implications. Online. *Economic research - Ekonomska istraživanja*. 2021a, roč. 35, č. 1, s. 273-298. ISSN 1331-677X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1890179>. [cit. 2024-02-11].

ZINECKER, Marek; SKALICKA, Martina; BALCERZAK, Adam P. a PIETRZAK, Michał Bernard. Identifying the impact of external environment on business angel activity. Online. *Economic research - Ekonomska istraživanja*. 2021b, roč. 35, č. 1, s. 83-105. ISSN 1331-677X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1888140>

## PŘÍLOHA A – PODOBA VÍCEKRITERIÁLNÍHO ROZHODOVACÍHO MODELU

Rozhodování BAs o exitu					
<i>K1</i>	Interní kritéria/subkritéria	Normal. váhové hodnocení	Bodové hodnocení uživatelem	Transform. bodové hodnocení modelem	Váhové hodnocení modelem
<i>f1</i>	<i>Důvěra</i>	0,287196	2	2	0,574392
<i>f2</i>	<i>Kvalitativní hodnocení – nadchnutí</i>	0,112930	3	2	0,225860
<i>f3</i>	<i>Úroveň technologické inovace</i>	0,094108	3	2	0,188216
<i>f4</i>	<i>Smluvní úprava exitu</i>	0,035291	4	1	0,035291
<i>f5</i>	<i>Kvantitativní kritéria hodnocení</i>	0,005145	3	2	0,010290
<i>f6</i>	<i>Přístup k řízení investice</i>	0,000476	2	2	0,000952
<i>f7</i>	<i>Fáze životního cyklu podniku</i>	0,001694	2	2	0,003388
<i>K2</i>	Externí kritéria/subkritéria				
<i>f8</i>	<i>Úroveň budoucí poptávky</i>	0,459513	4	1	0,459513
<i>f9</i>	<i>Geopolitický vývoj</i>	0,000662	5	1	0,000662
<i>f10</i>	<i>Daně</i>	0,000286	2	2	0,000572
<i>f11</i>	<i>Rozvinutost kapitálového trhu</i>	0,002287	4	1	0,002287
<i>f12</i>	<i>Úrokové sazby</i>	0,000079	3	2	0,000158
<i>f13</i>	<i>Růst cen primárních zdrojů</i>	0,000214	3	2	0,000428
<i>f14</i>	<i>Hospodářský cyklus</i>	0,000119	3	2	0,000238
	<b>Suma</b>		<b>43</b>	<b>24</b>	<b>1,502247</b>
	<b>Vážený součet</b>		-	-	<b>1,502247</b>
<p><i>Ohodnoťte ve žlutém poli jednotlivá subkritéria na škále od 0 do 5. Jakou úroveň subkritériím přikládáte při Vaší konkrétní rozhodovací situaci o exitu v konkrétním start-upu. Přičemž 0 je nejnižší úroveň, naopak 5 je nejvyšší úroveň.</i></p>					

Doporučení rozhodnutí o exitu	
Transformace na interval	Doporučené rozhodnutí
0,251124	<b>Exitovat</b>

Varianta	Interval
Exitovat	<0;0,333333>
Částečně exitovat	(0,333333;0,666666>
Neexitovat	(0,666666;1>

# PŘÍLOHA B – ODBORNÝ ŽIVOTOPIS A PŘEHLED VYKONANÝCH AKTIVIT BĚHEM STUDIA

**Ing. Mgr. Lada Vejmělková**

 7. 7. 1993

 lada.vejmelkova@vutbr.cz

## Vzdělání

*od 10/2019*

**Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská**

Doktorské prezenční studium, Obor Řízení a ekonomika podniku

Název disertační práce – Rozhodování andělského investora o exitu v podmínkách trhu rizikového kapitálu v České republice

*2017–2020*

**Masarykova univerzita, Fakulta sociálních studií**

Magisterský navazující studijní program, Obor Veřejná politika a lidské zdroje – Personální management

Název diplomové práce – Analýza adaptačního procesu liniového manažera ve vybrané organizaci

*2016–2018*

**Masarykova univerzita, Ekonomicko-správní fakulta**

Magisterský navazující studijní program, Obor Podniková ekonomika a management

Název diplomové práce – Ziskávání a výběr zaměstnanců v České spořitelně, a. s.

*2012–2015*

**NEWTON College, a.s.**

Bakalářský studijní program, Obor Globální podnikání a management

Název bakalářské práce – Podnikatelský záměr – maloobchod se zdravou výživou

*2008–2012*

**Obchodní akademie, Střední odborná škola knihovnická a Vyšší odborná škola, Brno**

Obor Ekonomické lyceum

## Praxe

*od 11/2023*

**Vysoká škola Sting, o. p. s.**

Odborný časopis ACTA Sting – Recenzent

*od 01/2023*

### **Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Děkanát**

Administrativní pracovník – zpracování podkladů k žádosti o mezinárodní akreditaci EQUIS/EFMD, tvorba datasheetu, komunikace se zaměstnanci Fakulty podnikatelské a poskytovatelem akreditace

*2018–2024*

### **Autodoprava Martin Drštka**

Administrativní pracovník – účetnictví a fakturace, zpracování přijatých dokumentů, vedení agendy zaměstnanců, nabídka a zpracování zakázek, komunikace se zákazníky

*2017*

### **5,5 HR, s.r.o.**

Lektor dalšího vzdělávání – zjišťování vzdělávacích potřeb cílové skupiny, příprava obsahové náplně kurzu, vedení přednášek, zpětná vazba účastníkům vzdělávání, evaluace výsledků kurzu, vedení agendy lektora, transkripce audio nahrávek

*2015–2017*

### **Česká spořitelna, a.s.**

Administrativní pracovník – obsluha recepce, komunikace s klienty, vedení pošty, správa dokumentů

## **Jazykové znalosti**



**Český jazyk** – rodilý mluvčí

**Anglický jazyk** – C1 – vysoce pokročilý

**Francouzský jazyk** – A2 – mírně pokročilý

## **Technické znalosti**



Apple macOS – Pages, Numbers, Keynote, MS Word, MS Excel, MS PowerPoint, Google Docs, POHODA, SPSS Statistics, Statistica, R, MAXQDA, psaní všemi deseti, řídičský průkaz skupiny B

## **Osobní schopnosti a zájmy**



Organizační a plánovací schopnosti, spolehlivost, pečlivost, komunikativnost  
Rodina, sport, vzdělávání, knihy, vědecká a publikační činnost, cestování

## Výzkumné aktivity a vedení výuky

### Publikační výstupy



#### *Jimp*

##### **2024**

VEJMĚLKOVÁ, L. Start-up Exits: Evidence from the Czech Republic. *Economic Thought and Practice*. 2024, stav: přijato k publikování, online first. ISSN: 1848-963X.

##### **2023**

VEJMĚLKOVÁ, L. Characteristics of Informal Venture Capital in the Czech Republic: Quantitative Approach. *Economic Thought and Practice*. 2023, roč. 32, č. 1, s. 19-52. ISSN: 1848-963X.

#### *Jost*

##### **2022**

VEJMĚLKOVÁ, L. Externí a interní faktory rozhodování investora neformálního rizikového kapitálu. *ACTA STING*. 2022, roč. 2022, č. 1, s. 38-72. ISSN: 1805-6873.

#### *D*

##### **2021**

VEJMĚLKOVÁ, L. a M., ZINECKER. Business Angels: The Current State of Research in the Czech Republic and Poland. In *Contemporary Issues in Economy*. *Contemporary Issues in Economy*. 2021, s. 135-155. ISBN: 978-83-65605-42-9. ISSN: 2544-2384.

VEJMĚLKOVÁ, L. Venture Capital: Business Angels and Covid-19: What Do We Know and Where Are We Going? A Qualitative Literature Review. In *International Business Information Management Conference*. *U.S.A. Library of Congress*. 2021, s. 369-376. ISBN: 978-0-9998551-6-4. ISSN: 2767-9640.

### *Recenzované sborníky*

##### **2022**

VEJMĚLKOVÁ, L. Characteristics of Business Angels Investment in the Czech Republic: The Current Stage of Development. *European Forum of Entrepreneurship*. 2022, s. 254-264. ISBN: 978-80-87325-58-2.

VEJMĚLKOVÁ, L. Development of Investment and Sectoral Classification of Venture Capital in the Czech Republic over The Last Twenty Years. *Workshop specifického výzkumu 2021*. 2022, s. 173-184. ISBN: 978-80-214-6069-0.

##### **2020**

VEJMĚLKOVÁ, L. Business Angels: Determinants of the Gender Gap. *Mezinárodní Masarykova konference*. 2020. ISBN: 978-80-87952-33-7.



**2020**

VEJMĚLKOVÁ, L. Crowdfunding: Teoretická východiska. *Workshop specifického výzkumu 2019*. 2020. ISBN: 978-80-214-5933-5.

**2019**

VEJMĚLKOVÁ, L. Financování inovativních start-upů: teoretická východiska. *Workshop specifického výzkumu 2018*. 2019. s. 248-258. ISBN: 978-80-214-5835-2.

### ***Projekty specifického výzkumu***

**2024–2025**

Výzkum female angel investorů v ČR, *spoluřešitel, juniorský grantový projekt*

**2023–2024**

Výzkum aktuálních trendů při řízení malých a středních podniků, *hlavní řešitel, juniorský grantový projekt*

**2022–2025**

Digitální transformace v období pandemie Covid-19 a její vliv na ekonomické řízení podniku, *spoluřešitel, standardní grantový projekt*

**2021–2022**

Vybrané aspekty ekonomického řízení rozvojových podnikatelských projektů, *hlavní řešitel, juniorský grantový projekt*

**2020–2022**

Ekonomické řízení podniku v období digitální transformace, *spoluřešitel, standardní grantový projekt*

**2020–2021**

Vybrané aspekty ekonomického řízení malých a středních podniků v podmínkách ČR, *spoluřešitel, juniorský grantový projekt*

### ***Vedení výuky***

**2023–2024**

Mezinárodní ekonomie, *magisterský studijní program*

**2020–2023**

Makroekonomie, *bakalářský studijní program*

### ***Zahraníční výjezdy***

**2024**

Erasmus+ krátkodobý pracovní pobyt. 6. května až 19. května 2024. University of Applied Sciences Upper Austria School of Management. Steyr Campus.

**2023**

Erasmus+ krátkodobý pracovní pobyt. 28. srpna až 10. září 2023. University of Applied Sciences Upper Austria School of Management. Steyr Campus.