



# VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

## FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

## ÚSTAV EKONOMIKY

INSTITUTE OF ECONOMICS

# ROZHODOVÁNÍ ANDĚLSKÉHO INVESTORA O EXITU V PODMÍNKÁCH TRHU RIZIKOVÉHO KAPITÁLU V ČESKÉ REPUBLICCE

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

## DIZERTAČNÍ PRÁCE

DOCTORAL THESIS

## AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Ing. Mgr. Lada Vejmělková

## ŠKOLITEL

SUPERVISOR

doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

BRNO 2024



# Zadání dizertační práce

Ústav:	Ústav ekonomiky
Studentka:	<b>Ing. Mgr. Lada Vejmělková</b>
Vedoucí práce:	<b>doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.</b>
Akademický rok:	2023/24
Studijní program:	Ekonomika a management
Studijní obor:	Řízení a ekonomika podniku

## **Rozhodování andělského investora o exitu v podmínkách trhu rizikového kapitálu v České republice**

### **Charakteristika problematiky úkolu:**

- [1] Úvod
- [2] Současný stav vědeckého poznání
- [3] Vymezení cílů dizertační práce
- [4] Postup zpracování
- [5] Řešení a výsledky dizertační práce
- [6] Diskuse výsledků
- [7] Přínosy dizertační práce a doporučení pro navazující výzkum
- [8] Závěr
- [9] Literatura
- [10] Přílohy

### **Cíle, kterých má být dosaženo:**

Hlavním cílem dizertační práce je identifikovat interní a externí faktory ovlivňující rozhodování business angels (BAs) o exitu v podmínkách trhu rizikového kapitálu v České republice.

Díličí cíle dizertační práce:

- [1] Vymezení sociodemografického profilu BAs, a to včetně charakteristiky investic a investičního procesu.
- [2] Zmapování rozhodovacího procesu BAs s ohledem na exit a jeho plánování.
- [3] Identifikace interních a externích faktorů, jež ovlivňují exit BAs.
- [4] Zhodnocení vlivu zjištěných interních a externích faktorů na exit BAs.
- [5] Návrh rozhodovacího modelu o exitu.

### **Základní literární prameny:**

[1]AZARMI, Davar. The most influential factors in venture capitals' exit decision: A qualitative study among Spanish venture capitalists. International Entrepreneurship Review. 2016, roč. 2, č. 2, s. 257-268. ISSN 2658-1841.

[2]BOTELHO, Tiago; HARRISON, Richard a MASON, Colin. Business angel exits: a theory of planned behavior perspective. Small Business Economics. 2019, roč. 57, č. 1, s. 583-602. ISSN 0921-898X.

[3]CARPENTIER, Cécile a SURET, Jean-Marc. Canadian business angel perspectives on exit: A research note. International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship. 2015, roč. 33, č. 5, s. 582-593. ISSN 0266-2426.

[4]COLLEWAERT, Veroniek. Angel Investors and Entrepreneurs Intentions to Exit Their Ventures: A Conflict Perspective. Entrepreneurship Theory and Practice. 2012, roč. 36, č. 4, s. 753-779. ISSN 1042-2587.

[5]MASON, Colin; BOTELHO, Tiago a HARRISON, Richard. The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications. Venture capital. 2016, roč. 18, č. 4, s. 321-344. ISSN 1369-1066.

Termín odevzdání dizertační práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2023/24.

V Brně, dne 11. 5. 2022



prof. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.  
předseda oborové rady



doc. Ing. Vojtěch Bartoš, Ph.D.  
děkan

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

Název práce v angličtině: Decision Making of Business Angels on Exits in Context of the Czech Venture Capital Market

Ústav: Ústav ekonomiky

Školitel: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Datum předložení: 2024

### **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 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.

### **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

### **Bibliografické údaje**

VEJMĚLKOVÁ, Lada. *Rozhodování andělského investora o exitu v podmínkách trhu rizikového kapitálu v České republice* [online]. Brno, 2024 [cit. 2024-03-28]. Dostupné z: <https://www.vutbr.cz/studenti/zav-prace/detail/160678>. Disertační práce. Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, Ústav ekonomiky. Vedoucí práce doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

## **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená disertační práce je původní a zpracovala jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušila autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 28. 3. 2024

---

Ing. Mgr. Lada Vejmělková  
autor

## **Poděkování**

Na tomto místě bych ráda poděkovala doc. Ing. Marku Zineckerovi, Ph.D. za cenné připomínky a odborné rady, kterými přispěl k vypracování této disertační práce a samozřejmě děkuji všem respondentům empirického výzkumu za jejich čas a své rodině za podporu při studiu.



## Obsah

<b>Úvod</b> .....	<b>11</b>
<b>1 Současný stav vědeckého poznání</b> .....	<b>13</b>
1.1 Vymezení základních pojmů .....	13
1.1.1 <i>Soukromý a rizikový kapitál</i> .....	13
1.1.2 <i>Formy PE/VC</i> .....	15
1.1.3 <i>Investoři PE/VC</i> .....	16
1.1.4 <i>Business Angels</i> .....	17
1.1.5 <i>Trh Business Angels</i> .....	19
1.1.6 <i>Trh BAs, informační asymetrie a morální hazard</i> .....	20
1.1.7 <i>Životní cyklus investice</i> .....	21
1.2 Výsledky empirických studií v podmínkách ČR – obchodní andělé.....	24
1.3 Exit.....	27
1.3.1 <i>Exit strategie</i> .....	28
1.3.2 <i>Vliv externích a interních faktorů</i> .....	32
1.3.3 <i>Výsledky empirických studií – exit</i> .....	40
1.4 Výzkumná mezera .....	42
1.5 Shrnutí .....	43
<b>2 Vymezení cílů a výzkumných otázek disertační práce</b> .....	<b>46</b>
2.1 Cíle disertační práce .....	46
2.2 Výzkumné otázky .....	46
<b>3 Metodika výzkumu</b> .....	<b>48</b>
3.1 Postup zpracování disertační práce.....	48
3.2 Zpracování teoretického rámce .....	50
3.3 Výzkumný přístup, strategie, metody a techniky sběru dat.....	51
3.3.1 <i>Smišený výzkumný přístup</i> .....	52
3.3.2 <i>Logické metody</i> .....	54
3.3.3 <i>Výběr výzkumného vzorku</i> .....	55
3.3.4 <i>Techniky sběru dat</i> .....	56
3.4 Způsob vyhodnocení a interpretace.....	59
3.4.1 <i>Deskriptivní a inferenční analýza dat</i> .....	61
3.5 Etické otázky .....	65
<b>4 Pilotní studie a předvýzkum</b> .....	<b>66</b>
<b>5 Výzkumné výsledky</b> .....	<b>70</b>
5.1 Charakteristika výběrového souboru – sociodemografická data.....	71
5.1.1 <i>Vyjádření absolutních a relativních četností</i> .....	71
5.1.2 <i>Deskriptivní statistická analýza</i> .....	75

5.1.3	<i>Dílčí shrnutí</i> .....	76
5.2	Charakteristika výběrového souboru – investice a investiční proces .....	77
5.2.1	<i>Vyjádření absolutních a relativních četností</i> .....	77
5.2.2	<i>Deskriptivní statistická analýza</i> .....	83
5.2.3	<i>Dílčí shrnutí</i> .....	85
5.3	Exit andělských investorů v ČR .....	86
5.3.1	<i>Otázky vztahující se k datové základně</i> .....	87
5.3.2	<i>Interpretační aspekty exitu</i> .....	88
5.3.3	<i>Základní charakteristika exitu</i> .....	88
5.3.4	<i>Plánování exitu</i> .....	98
5.3.5	<i>Dílčí shrnutí</i> .....	102
5.4	Interní faktory a jejich vliv na exit .....	102
5.4.1	<i>Vyjádření absolutních a relativních četností</i> .....	104
5.4.2	<i>Deskriptivní statistická analýza</i> .....	113
5.4.3	<i>Vliv sociodemografických dat na načasování – další statistická analýza</i> .....	114
5.4.4	<i>Vliv investičních charakteristik na načasování – další statistická analýza</i> ...	116
5.4.5	<i>Vliv plánování na načasování – další statistická analýza</i> .....	118
5.4.6	<i>Dílčí shrnutí</i> .....	120
5.5	Externí faktory a jejich vliv na exit .....	121
5.5.1	<i>Vyjádření absolutních a relativních četností</i> .....	123
5.5.2	<i>Deskriptivní statistická analýza</i> .....	134
5.5.3	<i>Dílčí shrnutí</i> .....	135
<b>6</b>	<b>Návrhová část – model vícekriteriálního hodnocení BAs o exitu .....</b>	<b>137</b>
6.1	Teoretická východiska .....	137
6.1.1	<i>Model a modelování</i> .....	137
6.1.2	<i>Modely vícekriteriálního rozhodování</i> .....	138
6.1.3	<i>Kritéria</i> .....	140
6.1.4	<i>Varianta</i> .....	141
6.2	Zpracování modelu vícekriteriálního hodnocení BAs o exitu.....	143
6.2.1	<i>Analýza a definování rozhodovacího problému</i> .....	144
6.2.2	<i>Strukturování hierarchického modelu</i> .....	145
6.2.3	<i>Dílčí hodnocení kritérií, jejich agregace a normalizace</i> .....	148
6.2.4	<i>Hodnocení variant a rozhodnutí</i> .....	151
6.2.5	<i>Verifikace a validace rozhodnutí</i> .....	154
6.2.6	<i>Přínosy a limity vícekriteriálního modelu hodnocení</i> .....	156
<b>7</b>	<b>Diskuze .....</b>	<b>158</b>
<b>8</b>	<b>Přínosy disertační práce a doporučení pro navazující výzkum .....</b>	<b>161</b>

8.1	Vědecký přínos .....	161
8.2	Přínos pro praxi .....	162
8.3	Přínos pro pedagogiku .....	163
<b>9</b>	<b>Limity disertační práce .....</b>	<b>164</b>
	<b>Závěr .....</b>	<b>165</b>
	<b>Seznam použitých zdrojů .....</b>	<b>167</b>
	<b>Seznam schémat .....</b>	<b>182</b>
	<b>Seznam tabulek .....</b>	<b>183</b>
	<b>Seznam použitých zkratk .....</b>	<b>186</b>
	<b>Seznam příloh .....</b>	<b>188</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 představuje poslední fáze životního cyklu investice, kterou je exit, tedy prodej podílu, kdy investor dostává své peníze zpět a doufá, že objem těchto finančních prostředků je vyšší, nežli prvotní vklad (Cowley, 2018).

Aktuálnost výzkumu neformálního rizikového kapitálu, respektive BAs, vyplývá ve světovém kontextu mj. z následujících výzkumů a klíčových výzkumných témat: Botelho et al. (2019) – přístup obchodních andělů k plánování exitu; Harrison (2016) – internacionalizace neformálního rizikového kapitálu; Harrison a Mason (2019) – změny a budoucí směřování trhu rizikového kapitálu; Grilli (2019) – efektivní financování začínajících podniků neformálním rizikovým kapitálem; Grilli et al. (2018) – institucionální determinanty rizikového kapitálu; Johan a Zhang (2016) – exit rizikového kapitálu na rozvíjejících se trzích; Mason a Harrison (2015) – změny investičních aktivit obchodních andělů při finanční krizi; Mason et al. (2016) – transformace trhu obchodních andělů; Pisoni a Onetti (2018) – exit start-upových podniků ve Spojených státech amerických a Evropě; Reverte a Badillo (2019) – alternativní finanční instrumenty; White a Dumay (2017, 2020) – budoucí směřování trhu obchodních andělů a investiční rozhodování obchodních andělů.

V podmínkách České republiky (dále také ČR) jsou nejvýznamnějšími příspěvky ke studiu BAs zejména studie DEPO Ventures (2023) – charakteristika obchodních andělů v ČR a jejich investičního chování; Skalické (2018) – výběr investičního projektu na trhu neformálního rizikového kapitálu v ČR; World Bank Group (2018) – hodnocení investičního chování obchodních andělů a start-upového ekosystému v ČR; Zineckera et al. (2021a, 2021b) – sociodemografická a investiční charakteristika obchodních andělů v ČR. Je evidentní, že jsou tyto studie tematicky zaměřeny na identifikování osobnostních či profesních charakteristik BAs, charakter financovaných projektů a proces investičního rozhodování. V současném diskursu však absentují studie, které by se zabývaly fází exitu investora ze společnosti ve specifických podmínkách ČR.

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 výstupu, respektive setrvání v podniku.

Za účelem naplnění cíle disertační práce je specifikována hlavní výzkumná otázka: „*Jak se andělští 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 vícekriteriálního rozhodovacího modelu obchodních andělů o exitu. Výstupem je doporučení investorovi, zdali vystoupit, částečně vystoupit nebo setrvat ve start-upu.

Struktura této disertační práce je následující. V první řadě je zpracována kritická literární rešerše, jež mapuje současný stav vědeckého poznání za pomoci sekundární analýzy zdrojů vedených zejména v databázi Web of Science či Google Scholar nebo databázích profesních asociací jako je například Czech Founders nebo Pitchbook. Na literární rešerši navazuje identifikace výzkumné mezery, vymezení cílů a výzkumných otázek disertační práce. Dále disertační práce obsahuje metodologii, respektive metodický rámec, a to včetně postupu zpracování. Před realizací empirického výzkumu je zpracována pilotní studie a předvýzkum. Samotný empirický výzkum obsahuje vymezení sociodemografického profilu zúčastněných respondentů, charakteristiku investic a investičního procesu, popis exitu andělských investorů, plánování exitu, identifikaci interních a externích faktorů ovlivňujících exit a definici způsobu ovlivnění výstupu investora ze start-upu těmito faktory. V neposlední řadě je v disertační práci uveden návrh vícekriteriálního rozhodovacího modelu o exitu andělských investorů z cílového podniku. Nakonec disertační práce obsahuje diskuzi, přínosy, limity a závěr.

# 1 Současný stav vědeckého poznání

Esenciálním prvkem každého výzkumu je literární rešerše, respektive sekundární analýza dat v podobě analýzy především vědeckých publikací, která autorovi poskytne ucelený přehled aktuálního poznání dané problematiky. Autor je následně schopen vyvodit z literární rešerše relevantní výzkumné otázky, jež budou zodpovězeny v následném empirickém výzkumu práce.

Z tohoto důvodu obsahuje tato kapitola zhodnocení současného stavu poznání jednak rizikového kapitálu, *business angels* nebo exitu a exit strategií obecně, jednak se zaměřením na jejich konkrétní typy, druhy investorů nebo demografickou specifikaci v rámci České republiky. Konkrétně následující oddíly obsahují uvedení problematiky disertační práce. Zejména se jedná o vymezení základních pojmů, charakteristiku forem rizikového kapitálu a životního cyklu investice, charakteristiku exitu a exit strategií v podmínkách neinstitucionalizovaného trhu VC a popis interních a externích faktorů ovlivňujících exit *business angels*.

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 Vymezení základních pojmů

V první řadě je důležité „ukotvení“ základního teoretického rámce probíhajícího výzkumu BAs. *Business angels* se pohybují na trhu soukromého kapitálu (dále také *private equity/PE*), respektive rizikového kapitálu (dále také *venture capital/VC*). Autoři odborných publikací se v zařazení obchodních andělů do oblasti PE/VC různí, jelikož chápou i tyto pojmy mírně odlišně, a to v rovině faktu, že je rizikový kapitál podmnožinou kapitálu soukromého (např. Invest Europe, 2021; Nývltová a Režňáková, 2007; Sincerre et al., 2019). V druhém případě pak vymezují VC jako samostatnou jednotku (např. BVCA, 2021; Wonglimpiyarat, 2009).

Dále je také důležité podotknout, že někteří autoři označují tento druh finančních zdrojů jako rizikový kapitál (např. Rajchlová, 2016), venture kapitál (např. Srpová et al., 2010), jiní jako rizikový a rozvojový kapitál (např. Dvořák a Procházka, 1998; Nývltová a Režňáková, 2007) či používají anglický výraz *venture capital*, ve zkratce VC (např. Gadiesh a MacArthur, 2016). Tato disertační práce bude používat jako ekvivalenty termíny rizikový a rozvojový, respektive rizikový kapitál a *venture kapitál*, jehož podmnožinou je neinstitucionalizovaný rizikový kapitál, resp. kapitál poskytovaný soukromými investory, též *business angels* (BAs).

### 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, 2021b). 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) Z uvedeného vyplývá, že je soukromý kapitál investován do společností, jež jsou na trhu zavedené a potřebují externí financování k dalšímu růstu, oproti tomu rizikový

kapitál investoři vkládají do podniků nově vznikajících (BVCA, 2021). Z tohoto pohledu je VC pro investory rizikovější, ovšem toto zvýšené riziko je kompenzováno vysokým potenciálem růstu a vyšší výnosností investice, což je pro investory stěžejní prvek při výběru podnikatelského záměru (Wonglimpiyarat, 2009).

Podstata investování rizikového kapitálu tkví v poskytování finančních zdrojů inovativním společnostem, respektive začínajícím podnikům, které nemají jinou možnost financování (Iyer, 2020), investor pak získává podíl v daném podniku (Akhmejanova et al., 2015). Začínající podniky mají růstový potenciál (Sincerre et al., 2019) a jejich zaměření je zpravidla technologického směru, ovšem přístup k finančním zdrojům na rozjezd i následný rozvoj podnikatelské činnosti je obtížný. Velmi zřídka se tyto společnosti dostanou k bankovním úvěrům či dluhovému financování (Invest Europe, 2019; Sonius et al., 2015; Wonglimpiyarat, 2009), což vyplývá z vyšší rizikovosti investice. Z tohoto důvodu vstupují do hry investoři rizikového kapitálu, jež tuto zvýšenou úroveň rizika do jisté míry tolerují (Sonius et al., 2015).

Dle výzkumu autorů Grilliho et al. (2018), jsou to právě Spojené státy americké (dále také USA), kde je nejvyšší koncentrace investování rizikovým kapitálem, s čímž explicitně související i zaměření vědeckých výzkumů. V ostatních koutech světa sice rizikový kapitál pozvolna vzrůstá, ovšem oproti USA velmi skromně (Grilli et al., 2018). Jak uvádí Mason a Harrison (2019), za posledních 20 let došlo k postupnému vývoji a zásadním změnám v oblasti jednotlivých VC investorů, kdy jsou stále častější nejrůznější formy spoluinvestování. Výzkum rizikového kapitálu se také přesunul z USA do ostatní zemí světa (White a Dumay, 2017). Dále se oblast zájmu výzkumu zaměřuje na crowdfundingové platformy, blockchainové technologie a neustále jsou vyhodnocovány příležitosti investování jak ze strany investorů, tak ze strany vládních programů na podporu daného podnikání (Harrison a Mason, 2019).

Podniky za pomoci rizikového kapitálu získávají nejen potřebné finanční zdroje, ale také odborné znalosti, dovednosti, *know-how* a rozsáhlou síť kontaktů investora či přímo jeho participaci na řízení společnosti (Gompers a Lerner, 1999; Sudek, 2006). Navíc *venture capital* umožňuje začínajícím podnikatelům rychleji proniknout na nové trhy, což je v dnešním globalizovaném světě klíčové. Takto financované podniky explicitně získávají konkurenční výhodu (Schwienbacher, 2002), a to nad rámec talentu a jedinečné vize, jimiž tyto podnikatelé disponují (Liu et al., 2007). Na druhou stranu investor mimo zhodnocení vložených finančních prostředků získává také benefity, například v oblasti vývoje produktů a služeb a následného rozšíření podnikatelské činnosti, kdy se do popředí dostává oblast *high-tech* (BVCA, 2019; Wonglimpiyarat, 2009).

I přes převažující výhody pro podnikatele i investora se objevují některé nevýhody, například ředění vlastnického podílu (Iyer, 2020) či střet zájmu mezi investorem a podnikatelem. Nicméně tato problematika je zpravidla ošetřena vhodným právním rámcem dané země, respektive smlouvou mezi investorem a podnikatelem (Tykvová, 2017). Nevýhody se mohou promítnout do výkonu podniku, konkrétně do nízké výkonnosti VC, a to obzvláště v případě podniků založených na výzkumu a vývoji (Milosevic, 2018). Nad rámec zmíněných nevýhod je však rizikový kapitál důležitým prvkem ekonomik jednotlivých států, jelikož se jedná o jeden z determinantů ekonomického růstu (Pisoni a Onetti, 2018). Z tohoto důvodu je důležitý neustálý výzkum problematiky jak obecně, tak v rámci jejich jednotlivých částí.

### 1.1.2 Formy PE/VC

Obdobně problematické je i vymezení konkrétních typů VC, a to konkrétně v návaznosti na pojetí PE/VC daným autorem. Například asociace Invest Europe (2021a), Sincerre et al. (2019) a Nývltová a Režňáková (2007) zařazují rizikový kapitál do podmnožiny kapitálu soukromého a samotný *venture capital* je dále dělen na *seed*, *start-up* a *later-stage venture* (Invest Europe, 2021a), což graficky vyobrazuje následující tabulka č. 1.

**Tabulka č. 1: Typy dělení PE/VC**

<i>Private Equity</i>			
<i>Venture Capital</i>	<i>Growth/Buyout</i>	<i>Replacement</i>	<i>Rescue/Turnaround</i>
<i>seed</i>			
<i>start-up</i>			
<i>later-stage venture</i>			

Zdroj: Vlastní zpracování dle Invest Europe (2021)

Konkrétní rozdělení typů rizikového kapitálu dle Invest Europe (2021a) je následující:

- **Seed capital** – předstartovní financování neboli *seed capital* zahrnuje financování primárně technologických podniků v počátečních fázích podnikatelské činnosti, čímž poskytuje zásadní finanční prostředky nezbytné k podnikání (Herber et al., 2017). Zpravidla je přístup k finančním zdrojům například v podobě bankovních úvěrů pro tyto společnosti nesnadný (Reverte a Badillo, 2019; Sonius et al., 2015). Za tímto účelem se zapojují jednak institucionální investoři v podobě státu, kdy využívají investování do rizikového kapitálu k rozvoji vlastní ekonomiky (Lang a Wirtz, 2021), jelikož přináší *seed capital* výrazné zhodnocení investice. Na druhou stranu je zhodnocení samozřejmě vykoupeno vysokou rizikovostí. V tomto směru jsou vytvářeny speciální programy na podporu předstartovního financování, které jsou vytvořeny tak, aby snižovaly dopady selhání tržního mechanismu v důsledku informační asymetrie v raných fázích rozvoje podnikání (Navarro, 2018).
- **Start-up capital** – snad nejznámějším typem rizikového kapitálu, a to nejen v České republice, je *start-up capital*, kdy investoři poskytují finanční prostředky buď nově vzniklým nebo již zaběhlým podnikům za účelem jejich dalšího vývoje či expanze do zahraničí. Tyto zdroje využívají společnosti primárně ke kapitálovému pokrytí či k výdajům na zaměstnance (Invest Europe, 2019). Jak ukázal výzkum autorů Cola a Sokolyka (2018), úspěšný start-up pozitivně koreluje s dalším úvěrovým financováním dané společnosti ze strany bank. Primárně jsou těmto podnikům poskytnuty obchodní úvěry, na druhou stranu v případě méně úspěšných start-upů jsou bankou poskytovány úvěry osobní, což opět explicitně souvisí s nesnadným přístupem ke zdrojům financování (Cosh et al., 2009). Nicméně vztah mezi typem dluhového financování ve formě obchodního či osobního úvěru v souvislosti s predikcí budoucí výkonnosti podniku nebyl identifikován (Cole a Sokolyk, 2018).
- **Later-stage venture** – posledním typem financování rizikovým kapitálem, respektive *venture* kapitálem je *later-stage venture*, kdy je rizikovým kapitálem zajišťován operativní chod podniku, který může, ale nemusí generovat zisk (Invest Europe, 2019).



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 v disertační práci za účelem sjednocení užíváno totožného označení.

### 1.1.3 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**, které je sdružují od jednotlivých investorů a následně posouvají dále k potřebným podnikům (Pierrakis a Saridakis, 2017). Pavlát (2003) doplňuje a specifikuje výčet formálních investorů tímto způsobem: banky, pojišťovny, penzijní fondy, fondy fondů či státní agentury. Fondy rizikového kapitálu lze dále rozdělit na soukromé kapitálové fondy (Roggi et al., 2019) a veřejné kapitálové fondy (Pierrakis a Saridakis, 2019). Co se týče soukromých kapitálových fondů, jedná se o investiční fondy, které nejsou veřejně obchodovány, jejichž cílem je shromažďování finančních prostředků, plynoucích do specifických projektů (Roggi et al., 2019).

Fondy jsou významným zdrojem kapitálového financování a dle výzkumu, který provedli Pierrakis a Saridakis (2019) se do popředí dostávají veřejné kapitálové fondy. Důvodem je vyšší míra interakce mezi zainteresovanými osobami, z čehož následně vyplývá rozpoznání lepší investiční příležitosti. Tyto fondy také podporují členy v získávání tacitních znalostí a vytváření sítě kontaktů potřebných k budoucímu působení na trhu rizikového kapitálu. V dnešní době je stále více stírána hranice mezi investorem typu fondu a soukromou osobou ve formě *business angels*, jelikož právě obchodní andělé vytváří rozsáhlé skupiny či sítě BAs, které ve své podstatě fungují jako samotné fondy rizikového kapitálu (Mason et al., 2016). Právě obchodní andělé hrají významnou roli v investování rizikového a rozvojového kapitálu, a to nejen v České republice.

Tímto se dostáváme k vymezení druhé oblasti investorů PE/VC. Konkrétně se jedná o neformální, tj. 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“.

Co se týče rozdílů mezi formálním a neformálním rizikovým kapitálem, jde především o načasování investice, kdy obchodní andělé investují primárně, ne však výhradně, do nově vznikajících podniků. Zatímco obecně *venture* kapitalisté v podobě institucionalizovaného rizikového kapitálu poskytují finanční prostředky již zaběhlým společnostem k dalšímu růstu (Sudek, 2006). V tomto případě je nutné podotknout, že uvedená kategorizace je pouze rámcová a jak BA, tak *venture* kapitalista obecně investují do všech fází vývoje podniku, tj. *seed*, *start-up* a *later-stage venture*. Dále lze rozdíl identifikovat například v rámci služeb investora společností, do kterých investor rizikového kapitálu investuje. *Venture* kapitalista poskytuje pouze finanční prostředky, BAs se podílí na řízení podniku, přináší do něj své know-how a síť potřebných kontaktů. Za poskytnutí finančních prostředků získává investor

neformálního rizikového kapitálu samozřejmě podíl v daném podniku (Akhmejanova et al., 2015). Konkrétně obchodním andělům je věnován následující pododíl, jelikož je oblast zájmu této práce směřována právě na BAs.

#### 1.1.4 Business Angels

Pojem *business angels* se do podoby dnešní definice vyvíjel bezmála čtyřicet let, kdy nejčastěji citovanými jsou dle databáze Web of Science autoři Mason a Harrison. Obchodní andělé jsou soukromí investoři, kteří poskytují rizikový kapitál pro nové a rostoucí podniky, ve kterých nemají žádné rodinné spojení (Mason a Harrison, 1996). BAs investují buďto samostatně, anebo neformálně s dalšími investory, respektive přáteli či obchodními partnery (Mason et al., 2016). 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 obchodní andělé dotváří strukturu možných zdrojů financování, kam patří vlastní zdroje, rodina a přátelé (Sohl, 1999), respektive „3F“ (*founder, friends, family*) 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).

Na druhou stranu se definice obchodního anděla neustále vyvíjí a dle provedených výzkumů dochází k přerodu standardní osoby andělského investora, tj. muže středního věku s vysokým čistým jměním, do podoby institucionální. Konkrétně *business angels* stále více a více působí ve skupinách a sítích obchodních andělů, které ve své podstatě fungují jako fondy rizikového kapitálu (Mason et al., 2019).

V následující tabulce č. 2 je uveden přehled vybraných formulací tohoto pojmu jednotlivými autory. Přehled je vytvořen na základě vyhledaných vědeckých článků v databázi Web of Science (dále také WOS) a Google Scholar dle klíčových slov *business angels*, *angel investor*, *informal venture capital* a seřazen sestupně dle nalezeného celkového počtu citací daného zdroje dne 23. prosince 2023. K seřazení posloužila databáze Google Scholar, kde bylo možné veškeré vybrané články dohledat. Konkrétně bylo na základě vyhledávacího příkazu s využitím logických operátorů dle filtrace „*topic*“ – *business angels* OR *angel investor* OR *informal venture capital* vyhledáno 956 odborných zdrojů v databázi WOS. Na stejném principu bylo v databázi Google Scholar nalezeno 142.000 zdrojů.

Autorem vybrané publikace byly podrobeny obsahové analýze s cílem nezezení prvotní definice pojmu *business angels*. Je evidentní, že pojem procházel postupnou transformací asi čtyřicet let, přičemž základní obsahový kámen vychází z popisu obchodního anděla autory Masonem a Harrisonem, jež definují BAs jako soukromé osoby, které poskytují rizikový kapitál novým a rostoucím podnikům, v nichž nemají žádná rodinná spojení (srov. Mason a Harrison, 1995). Z vývoje definice je evidentní, že počáteční vymezení BAs bylo strohého charakteru a postupným vývojem se definice rozšiřovala o zaměření na personu investora, jeho další aktivity, schopnosti a dovednosti či poskytovanou přidanou hodnotu.

Značná transformace do dnešní podoby je patrná například z formulace, kterou uvedl Prowse (1998), že obchodní andělé jsou jakousi „skrytou populací“, která není uvedena v žádných

databázích a jako celek trh funguje ve značné nejasnosti. Dnes je trh *business angels* mj. předmětem zájmu vybraných databází, viz např. Pitchbok. Nicméně i přes tuto skutečnost je záznam o investičním chování obchodních andělů tristní, zejména pak v oblasti exitu a exit strategií, což potvrdila například studie Světové banky v roce 2018, která uvádí, že obchodní andělé investují zpravidla skrytě, respektive anonymně a neprojevují zájem o záznam v databázích, a to například z důvodu ochrany vlastní investiční strategie (World Bank Group, 2018).

**Tabulka č. 2: Definice Business Angels**

Autoři	Definice <i>Business Angels</i>	Počet citací dle WOS
<b>Becker-Blease a Sohl (2007)</b>	Investoři v podobě BAs jsou obvykle podnikatelé, kteří úspěšně prodali své firmy nebo vedoucí pracovníci, jež poskytují začínajícím podnikatelům financování v rané fázi, a to výměnou za podíl na základním kapitálu.	467
<b>Freear et al. (1994)</b>	Obchodní andělé jsou jednotlivci s vysokým čistým jměním, kteří investují část svých aktiv do vysoce rizikových podnikatelských záměrů u podniků s očekávanou vysokou návratností investice.	393
<b>Prowse (1998)</b>	Obchodní andělé jsou neviditelná populace investorů, která není uvedena v žádných adresářích a trh jako celek „funguje téměř v naprosté nejasnosti“.	375
<b>Mason a Harrison (1996)</b>	Obchodní andělé jsou soukromí investoři, kteří poskytují rizikový kapitál pro nové a rostoucí podniky, ve kterých nemají žádné rodinné spojení.	367
<b>Sohl (1999)</b>	BAs jsou obvykle již dříve úspěšní podnikatelé, kteří využili své vlastní podnikatelské aktivity k prodeji svých podniků, s čímž se pojí následné nabytí finančních prostředků, které <i>business angels</i> využívají k dalším investicím. Obchodní andělé často přinášejí do podniku finanční prostředky, odborné dovednosti, znalosti a zkušenosti, čímž vytváří přidanou hodnotu.	361
<b>Politis (2008)</b>	BAs jsou jedni ze stěžejních stakeholders v podobě externích investorů, kteří predikují potenciální vysoký růst začínajícího podniku. Do podniků BAs přinášejí přidanou hodnotu ve formě finančních prostředků, vlastních dovedností, zkušeností a <i>know-how</i> .	322
<b>Wetzel (1981)</b>	BAs jsou finančně samostatní a sofistikovaní investoři, často s předchozí investiční nebo manažerskou zkušeností s podnikatelskými subjekty.	265
<b>Mason a Harrison (2008)</b>	BAs jsou jedinci s vysokým čistým jměním, jednající samostatně formálně či neformálně. BAs investují své vlastní peníze přímo do nekótovaného podniku, ve kterém nemají žádné rodinné spojení a po uskutečnění investice se obecně aktivně zapojují do podnikání.	230
<b>Aernoudt (1999)</b>	BAs mají podnikatelské a manažerské zkušenosti. Jsou ve věku od 35 do 65 let. Zpravidla BAs prodali svůj vlastní podnik, a to většinou za velmi výhodných podmínek. Zajímají se hlavně o menšinové podíly a poskytují částku přesahující 25 % celkových aktiv neformálního rizikového kapitálu.	187
<b>Chahine et al. (2007)</b>	Obchodní andělé jsou jednotlivci, jež investovali do podnikání jako soukromé osoby, které nejsou v rodinném spojení se zakladateli, jinými členy představenstva, vyššími manažery a investory rizikového kapitálu.	168
<b>Harrison et al. (2010)</b>	Business angels jsou „praktičtí“ investoři, kteří svými zkušenostmi, odbornými znalostmi a dovednostmi přispívají ke strategickému a operačnímu rozvoji začínajícího podniku.	160

Zdroj: Vlastní zpracování

### 1.1.5 Trh Business Angels

Harrison et al. (2010) označují trh BAs jako trh neformálního rizikového kapitálu, kde poskytují soukromé osoby kapitálové investice a nekolaterální půjčky nekótovaným podnikům. Navíc v těchto podnicích BAs nemají žádné rodinné spojení a primárně je takto investováno do nově vznikajících podniků s vysokým růstovým potenciálem (Mason a Harrison, 2000; Mason, 2006). Na straně poptávky po rizikovém kapitálu stojí především inovativní podniky, diverzifikované a konkurenceschopné firmy průmyslových odvětví a fungující instituce z oblasti tvorby znalostního kapitálu. Za podnik vystupují jeho zakladatelé, tzv. *founder* či anglicky *founders*. V této disertační práci jsou uvedené pojmy chápány jako synonyma.

Primárně se jedná o podniky ve formě start-upových společností, respektive projektů, kdy jsou podnikatelé ochotni zvážit kapitálové financování, schopni předložit investorům své nápady a záměry. S uvedeným také explicitně souvisí následná týmová práce a vysoká úroveň manažerských dovedností a v neposlední řadě musí být podnikatelé schopni definovat, jak může jejich podnik dále růst a jakým způsobem lze následně trh opustit (Invest Europe, 2019; World Bank Group, 2018).

Co se týče nabídky investic obecně, jejich typ závisí na pozici společnosti v rámci jejího životního cyklu. Financování může přijít v rané fázi trojím způsobem, a to zaprvé ve formě veřejných grantů, zadruhé za pomoci rizikového kapitálu, zatřetí lze financovat inovativní podniky bankovními produkty (World Bank Group, 2018). Stěžejní strana nabídky rizikového kapitálu pro potřeby disertační práce je zastoupena právě *business angels*, respektive investory neformálního rizikového kapitálu a potažmo lze také do nabídkové strany zařadit sítě obchodních andělů (*angel networks*) a andělské skupiny (*angel groups*) (Harrison et al., 2010; World Bank Group, 2018).

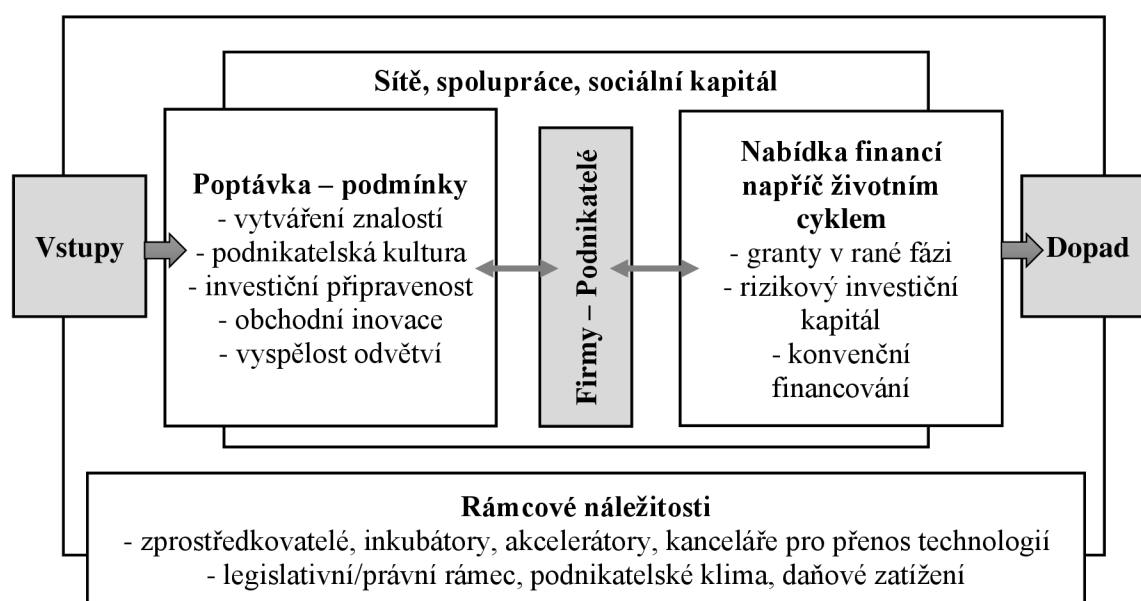
Pro andělské investory je klíčovým prvkem demografické umístění dané investice, konkrétně preferují lokální trh. To do jisté míry vysvětluje zapojení se do místních skupin obchodních andělů (*angel groups*) a následnou minimalizaci rizika investiční příležitosti za pomoci identifikace a vyhodnocení investice skrze *angel groups* (Harrison et al., 2010). Andělské skupiny jsou ve své podstatě neformální „kluby“ obchodních andělů, jež investují společně do pečlivě vybraných investičních příležitostí (World Bank Group, 2018). Obdobně tomu je i v případě andělských sítí, které ovšem nerozhodují o volbě konkrétní investice, ale slouží jako pomyslný „most“ mezi podnikatelem a investorem s cílem zprostředkování kontaktu. Většina andělských sítí funguje jako nezisková organizace, na druhou stranu se objevují i komerční andělské sítě, například Keiretsu Forum, jejichž cílem je vydělat na zprostředkování investičního procesu (Harrison et al., 2010; World Bank Group, 2018).

Trh *business angels* je významným zdrojem financování pro podniky malého a středního podnikání, jelikož přístup k financování externím kapitálem je pro ně z velké části nesnadný (Glücksman, 2020). S tímto souvisí ekosystém financování, který se soustředí na propojení firem, tj. podnikatelů a investorů. Zralý ekosystém uvádí do chodu jednotlivé vstupy soukromého sektoru, mezi které lze zařadit například výzkum a vývoj firem, investice do infrastruktury, kvalifikovaný personál nebo podporu technologií a inovaci zařízení firem. Následně vytváří interakce mezi zainteresovanými stranami, čímž dochází k působení toku investic a při dlouhodobém působení na regionální i mezinárodní úrovni roste inovativnost

i konkurenceschopnost jednotlivých podniků. Ovšem aby mohlo k interakcím vůbec dojít, je zapotřebí podpůrné prostředí v podobě nejrůznějších institucí a zprostředkovatelů.

Konečným výsledkem investování do kvalifikované pracovní síly, technologií či nehmotného majetku je růst produktivity i celkového ekonomického růstu (World Bank Group, 2018). Obecně lze tedy dle World Bank Group (2018) mezi účastníky trhu BAs a stranu nabídky zařadit investory, zprostředkovatele a vládní agentury, v rámci strany poptávky pak zakladatele firem, přičemž se ekosystém BAs soustřeďuje na podniky i podnikatele a je znázorněn na níže uvedeném schématu č. 1.

**Schéma č. 1: Rozvinutý finanční ekosystém BAs**



Zdroj: World Bank Group (2018)

### 1.1.6 Trh BAs, informační asymetrie a morální hazard

Nabídkovou i poptávkovou stranu trhu, respektive vztah investora a podnikatele ovlivňuje celá řada proměnných, které ovlivňují budoucí vývoj investice. Stěžejní je problematika informací, které jsou nerovnoměrně rozloženy mezi BAs a podnikatelem. BAs disponují vysokou znalostí procesu financování, naopak podnikatelé mají přehled o veškerých skutečnostech ve svém podniku, což vysvětluje právě teorie informační asymetrie (Glücksman, 2020). Z této teorie je dále odvozena také teorie nepříznivého výběru a morálního hazardu (Akerlof, 1970; Gompers a Lerner 2004). Problematika je implikována v případě začínajících malých firem s nedostatkem zkušeností v oboru. BAs ovšem mohou na základě různých signalizací snižovat nejistotu z finanční asymetrie (Glücksman, 2020).

Co se týče teorie informační asymetrie, ve své nejjednodušší podstatě se jedná o stav, kdy má jedna strana lepší informace nežli druhá (Akerlof, 1970). Informační asymetrie se pojí především s „agenturními“ problémy, které vznikají z důvodu skrytých informací a činností mezi jednotlivými stranami. Skrytými informacemi je myšlena situace, kdy je jedna strana obeznámena s relevantními informacemi a druhá strana nikoliv (Glücksman, 2020). Oboustrannost informační asymetrie pramení z faktu, že podnikatelé nerozumí investičnímu procesu financování rizikovým kapitálem a investoři navíc určitá fakta před podnikateli

zamlčují (Landström; 2017). Informační asymetrie se dle Joudiho et al. (2019) pojí také s držbou peněz, jelikož rovnováha mezi dostupnými finančními prostředky a zamýšlenými výdaji je základem pro úspěch podniku (Saghafi a Hashemi, 2004). Ovšem díky finanční asymetrii drží firmy více finančních prostředků, nežli je potřeba (Scott, 2006), což vede ke ztrátě zájmu akcionářů o podnik, a to v případě jak vyšší, tak nižší držby finančních prostředků (Joudi et al., 2019)

Nepříznivý výběr vychází z informační asymetrie v podobě skrytých informací (Glücksman, 2020) a definuje situaci, kdy členové managementu disponují větším objemem informací, co se podniku a jeho budoucího vývoje týče. Z uvedeného vyplývá predikce nepříznivých výsledků s ohledem na špatný výběr produktů a zákazníků (Joudi et al., 2019). Autoři Gompers a Lerner (2004) identifikovali nepříznivý výběr v rámci procesu volby mezi různými alternativami financování, jako jsou například *business angels*. Začínající podnikatelé nemají znalosti a zkušenosti z oblasti investičního procesu, ale také z něj plynoucích výhod a nevýhod. S tímto tvrzením se shodují i závěry Joudiho et al. (2019), jež uvádí, že podnikatelé musejí v rámci nepříznivého výběru zhodnotit různé alternativy financování a typy investorů.

Morální hazard opět vychází z informační asymetrie, a to konkrétně ze skrytých činností jednotlivých stran (Glücksman, 2020) a vyplývá z vlastnického oddělení jednotek podniku od jeho řízení. Důvodem je skutečnost, že investoři nemohou kontrolovat všechny finanční, informační, lidské a materiální toky ve společnosti, a navíc i funkce vrcholových manažerů a kvalitu jejich práce. Manažeři pak mohou jednat v rozporu se zájmy podniku, což přináší negativní důsledky pro investici samotnou i pro efektivní fungování celého ekonomického systému (Akerlof, 1970; Glücksman, 2020; Gompers a Lerner 2004; Joudi et al., 2019; Landström; 2017). Potenciální problém morálního hazardu vyplývá pro podnikatele také ze vztahu s investorem, jelikož právě investor disponuje větším portfoliem firem, tudíž může podnikatele vést k více rizikovému chování, nežli je pro podnikatele běžné. Navíc musí investor rozdělit své omezené zdroje napříč celým svým portfoliem, což se nemusí shodovat s očekávanou výší poskytnutých finančních prostředků pro podnikatele. S tím souvisí také časové ohraničení investice, kdy může dojít k předčasnému ukončení investice. Je tedy zapotřebí rozlišovat mezi očekávaným a skutečným jednáním investora, které v sobě skrývá jak skryté informace, tak skryté jednání (Gifford 1997; Glücksman, 2020).

### 1.1.7 Životní cyklus investice

Rizikový kapitál prochází svým vlastním životním cyklem. V první řadě je nutné identifikovat společný cíl jednotlivých aktérů procesu financování *venture* kapitálem, kterým je zvýšení tržní hodnoty podniku. Z tohoto společného cíle se následně odvíjí celkový životní cyklus investice. Primárním cílem BAs kapitálu je dle Harrisona et al. (2020) dosažení maximálního zhodnocení počáteční investice (srov. Bortlová, 2015), jež se realizuje skrze úspěšný exit z podniku. Úspěšnost exitu ovlivňuje do jisté míry posloupnost životního cyklu investice, kdy si investor musí projít jednotlivými fázemi, protože špatně zvolené vynaložení finančních prostředků může mít fatální následky (Nývltová a Režňáková, 2007). Dle Nývltové a Režňákové (2007) jsou do životního cyklu investice rizikového kapitálu zahrnuty čtyři níže uvedené kroky:

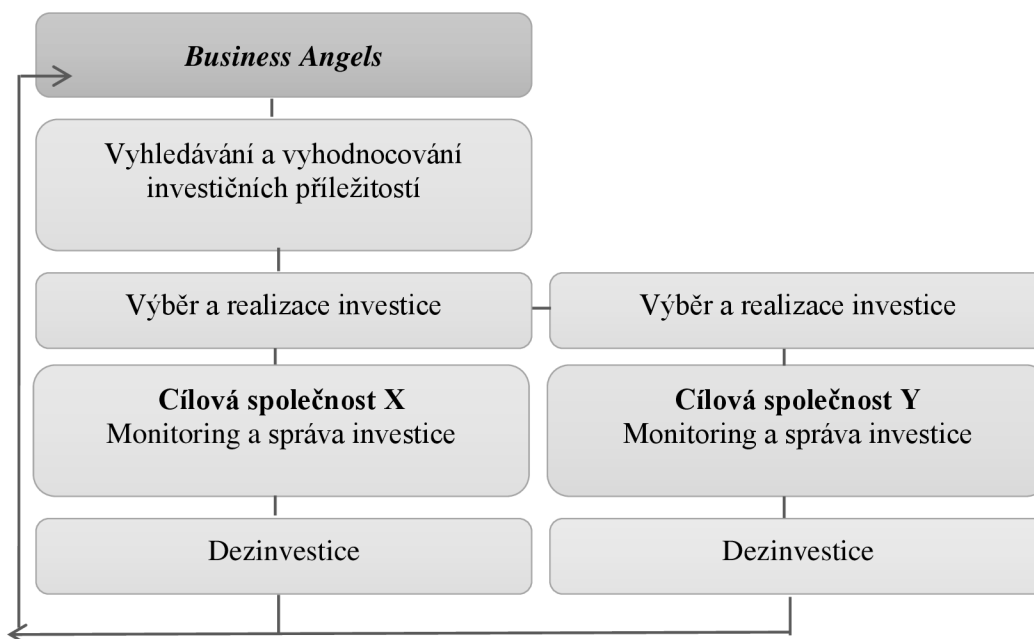
1. **Vyhledávání investičních příležitostí** – v první řadě se jedná o vyhledávání vhodných investičních příležitostech z běžné databáze a postupnou selekcí jsou investoři schopni

vytipovat vhodnou investici. Mezi parametry selekce lze zařadit zaměření investora, velikosti investice, obor podnikání, strukturu vlastníků nebo ekonomické výsledky. Volba manažerské společnosti je v tomto případě na místě, jelikož trh je živý a pohyblivý organismus, kdy vznikají přechodné či různě rizikové příležitosti, které by investor sám mohl přehlédnout (Gladiš, 2015).

2. **Výběr a realizace investice** – na základě seznámení se s podnikatelským plánem, společností provedou BAs interní audit, kdy na jeho základě mohou od investice odstoupit, případně upravit její výši. Poté se stanoví podíl investora za pomoci ocenění společnosti, které může být provedeno například majetkovým oceněním, metodou tržního porovnání či výnosovou metodou (Mason a Stark, 2004). Dále dochází k tvorbě právního rámce a dohody mezi investorem a společností, do níž je investováno, tj. start-upem. Tato dohoda upravuje délku investice či finanční toky mezi investorem a podnikem i formy odměňování manažerů a vlastníků (Nývtová a Režňáková, 2007).
3. **Monitorování investice a řešení krizových situací** – v tomto kroku dochází k monitorování běžné činnosti podniku na základě pravidelně podávaných zpráv skrze systémy ukazatelů se zabudovanými doporučenými hodnotami. Systémy vycházejí z finanční analýzy a průběžně jsou doplňovány informacemi o fluktuaci, reklamaciích (srov. Kislingerová et al., 2008) apod. Při zjištěných odchylkách zapříčiněných vnějšími vlivy může dojít k přehodnocení investice a může dojít až k jejímu ukončení. V případě vnitřní odchylky může být řízení společnosti přebráno investorem. Nad rámec monitorování BAs působí jako finanční, investiční a obchodní poradci společnosti (Nývtová a Režňáková, 2007). Kislingerová et al. (2008) doplňují tuto fázi o informaci, že se jedná o nejdelší část celého investičního procesu.
4. **Dezinvestice (*Exit*)** – poslední fáze investice v procesu investování rizikového kapitálu je dezinvestice, tj. exit. V tomto případě dochází ke změně vlastnické struktury, kdy investor odprodá vlastněný podíl na základě určení tržní hodnoty podniku a odchází z organizace (Nývtová a Režňáková, 2007). V následujícím textu je tato fáze i s jednotlivými způsoby odchodu rizikového kapitálu ze společnosti podrobněji rozepsána v rámci pododdílu věnujícímu se exit strategiím.

Následující schéma č. 2 přehledně vyobrazuje výše popsany životní cyklus investice od bodu 1 do bodu 4, a to exitu BAs z cílového podniku. V případě neformálního investora se BAs sami nebo se svým týmem dostávají do cyklu vyhledávání a vyhodnocování investiční příležitosti, výběru a realizace investice, správy investice a výsledného exitu.

## Schéma č. 2: Proces postupu investice rizikového kapitálu BAs



Zdroj: Vlastní zpracování dle Nývltová a Režňáková (2007, s. 112)

Nicméně Kislingerová et al. (2008) uvádí fázi investičního cyklu sedm, konkrétně přijetí podnikatelského záměru, posouzení podnikatelského plánu, vypracování nabídky ze strany investora, *due diligence*, vstup investora do společnosti, monitorování investice a výstup z investice. Toto rozdělení je shodné s obsahem čtyř fází autorek Nývltové a Režňákové (2007), ovšem je více strukturované a zaměřené na BAs.

Obdobně jako Kislingerová et al. (2008) přichází se strukturovanějším výčtem jednotlivých fází životního cyklu investice *business angels* také World Bank Group (2018). Konkrétně se jedná o hledání investiční příležitosti, počáteční *screening*, na sebe navazující podrobný *screening*, ocenění společnosti, tvorbu *term sheets* a *due diligence*, dále právní náležitosti, post investiční *monitoring* a *mentoring* a jako poslední fáze je zahrnut exit z podniku. Nad rámec popisu výše uvedených fází životního cyklu investice *business angels* dle Nývltové a Režňákové (2007) je vhodné podrobněji rozvést následující fáze dle World Bank Group (2018), které autorky nezmiňují:

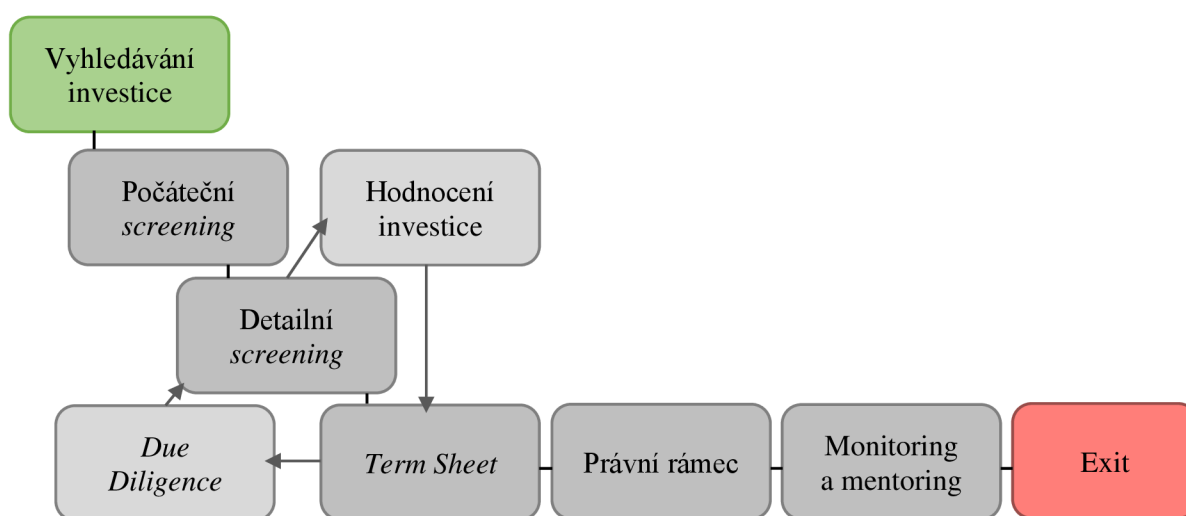
- **Term Sheets** – investor v tomto případě vytváří *term sheet*, což je soubor hlavních podmínek, za kterých je ochoten do společnosti investovat. Pro investora *term sheet* poskytuje příležitost, jak jasně stanovit podmínky potřebné k tomu, aby spolupráce fungovala. *Term sheets* mohou nabývat mnoho podob a závisí pouze na podniku a investorovi, jak k jeho tvorbě přistoupí (Altman, 2003), na druhou stranu existuje celá řada vzorů této dohody mezi podnikem a investorem (Park a Vermeulen, 2016). Nejčastěji je *term sheet* zpracován podrobně, a to z toho důvodu, aby obě strany jasně porozuměly transakci. Nicméně *term sheet* by neměl být příliš podrobný, jelikož jeho tvorba zabere mnoho času a transakce se tak neposune dále (Altman, 2003).
- **Due Diligence** – tato fáze investičního procesu je stěžejní pro rozhodování investora, zdali investiční příležitost realizovat či nikoliv. Jedná se o komplexní „prověrku“ podniku



z hlediska finanční, technické, ekonomické i právní stránky a je důležitým mechanismem pro rozvoj ekonomiky s ohledem na úspěšnost investice. S tímto souvisí i vyhodnocení „závislosti“ podniku na finančních institucích, posouzení zajištění společnosti potřebnými zaměstnanci pro běžný provoz, ověření úvěrové historie, přítomnosti soudních sporů či porušení právních předpisů a následné vyhodnocení z nich plynoucích negativních důsledků pro podnik (Novikov et al. 2018). I přes svoji důležitost ovšem dle výzkumu World Bank Group (2018) existuje pouze hrstka *business angels*, jež v této oblasti mají náležité školení.

Následující schéma č. 3 graficky vyobrazuje fáze životního cyklu investice *business angels* dle strukturovaného rozdělení World Bank Group (2018).

### Schéma č. 3: Fáze životního cyklu investice BAs



Zdroj: World Bank Group (2018)

## 1.2 Výsledky empirických studií v podmínkách ČR – obchodní andělé

Následující text je zaměřen na vymezení současného stavu poznání na základě empirických výsledků s důrazem na současný stav poznání trhu BAs v ČR. Jak uvádí například Zinecker et al. (2021a, 2021b), Bortlová (2015), Skalická Dušátková (2015) či World Bank Group (2018), výzkumu trhu BAs je v ČR věnována dosud malá pozornost. O nedostatečném výzkumu může vypovídat například počet nalezených zdrojů v databázi Google Scholar při zadání vyhledávacího výrazu *business angels AND Czech Republic* (filtrace výstupů = pouze odborné články), kdy je výsledek k 27. prosinci 2023 celkem 782 článků.

Pokud bychom tyto výsledky měli porovnat s obdobně velkou ekonomikou nabízí se vzhledem k počtu uskutečněných transakcí BAs v rámci trhu neformálního rizikového kapitálu např. Portugalsko (Pitchbook, 2021). Google Scholar na základě totožného vyhledávání zaměřeného na Portugalsko (vyhledávací výraz *business angels AND Portugal*) dle zvoleného tématu a při vyřazení autocitací vykazuje 1.910 nalezených článků, což je více než dvojnásobek oproti vyhledávání za Českou republiku. Mezi další země ke srovnání lze dále zařadit například Finsko a Dánsko (Pitchbook, 2021), kdy počet odborných článků dle shodných filtrací v databázi Google Scholar je celkem 1.760, pro Dánsko pak 1.650. V následující tabulce č. 3 jsou výše uvedené údaje souhrnně vyobrazeny. Konkrétně celkový počet výsledných

výzkumných zdrojů, respektive odborných článků nalezených v databázi Google Scholar pro každou z vybraných krajin.

**Tabulka č. 3: Srovnání vybraných zemí dle počtu publikovaných odborných článků**

	Česká republika	Portugalsko	Finsko	Dánsko
<b>Počet článků*</b>	782	1.910	1.760	1.650

\*dle Google Scholar, vyhledávací výraz *business angels AND Czech republic/Portugal/Finland/Denmark*

Zdroj: *Vlastní zpracování dle Google Scholar*

Na základě obsahové analýzy autorem vybraných vědeckých zdrojů z databáze WOS a Google Scholar lze identifikovat oblasti výzkumného zájmu BAs v České republice i možnost dalšího směřování výzkumu. Například Zinecker et al. (2021a, 2021b) se ve své práci zaměřili na vymezení profilu obchodního anděla v České republice a charakteristiku institucionálního prostředí a to na základě polostrukturovaných face-to-face rozhovorů se zástupci skupiny investorů BAs. Jako potenciál dalšího směřování výzkumu vidí autoři ve studiu BAs v dlouhodobější perspektivě či zaměření se na tržní selhání neformálního rizikového kapitálu, tj. *business angels*. Budoucí výzkum je též možno zaměřit na vztah sociálních sítí a úspěšnost start-upu (Durda a Kljucnikov, 2019).

Dále je důležité zmínit studii World Bank Group z roku 2018, která přinesla systematické vyhodnocení dosavadních aktivit BAs v České republice. Data pro účely této studie byla získávána jednak skrze sekundární prameny, zahrnující Invest Europe, Evropskou komisi, OECD a data samotné světové banky, jednak skrze primární zdroje, mezi které World Bank Group (2018) zařadila rozhovory se *stakeholders*, konkrétně BAs *networks*, inkubátory a akcelerátory. Výsledky ukazují, že trh BAs v ČR je malý, a to jak z hlediska počtu investorů, tak i z objemu realizovaných investic, ovšem s velkým růstovým potenciálem. Na závěr je poskytnuto doporučení ve formě systematizace sběru informací a zdokumentování nabídky a poptávky po investicích BAs (World Bank Group, 2018).

V neposlední řadě stojí za zmínku autorka Skalická Dušátková (2015), jež analýzou sekundárních dat Invest Europe a Českého statistického úřadu formulovala doporučení k úpravě institucionálního rámce pro podporu investování kapitálem. Dále Bortlová (2015), která zmapovala rozdíly mezi BAs v České republice a Spojených státech amerických za pomoci rozhovorů a dotazníkových šetření, jež následně vyhodnotila za pomoci deskriptivní statistické analýzy. Výsledky ukazují, že obchodní andělé ve Spojených státech amerických jsou oproti BAs v ČR starší, dosahují vyššího vzdělání a jsou zkušenější v oblasti investování rizikovým a rozvojovým kapitálem.

Pokud jde o konkrétní výsledky, Bortlová (2015) uvádí, že BA v České republice je muž ve věku 33–52 let. V 70 % mají tyto osoby úroveň magisterského vzdělání, 20 % MBA a 10 % postgraduální stupeň vzdělání v oblasti ekonomie. Nejméně je pak zastoupena úroveň středoškolská. Typický český andělský investor investuje jak v rámci ČR, Evropské Unie (dále také EU), tak i za hranicemi těchto zemí v poměru cca devět lokálních investic na území ČR a EU a jedna zahraniční mimo tyto lokality. V průměru má investor ve svém portfoliu dvě společnosti a 20 % z nich se věnuje investování na plný úvazek. Motivace být investorem pro

české *business angels* byla v jedné třetině identifikována v oblastech uplatnění v praxi, osobní výzvy a přenosu znalostí do mladých inovativních podniků. Zbylé dvě třetiny uvádějí jako hlavní motivaci zisk.

BAs v České republice zpravidla investují do mladých inovativních podniků, ovšem s podmínkou jasného vymezení produktu i zákazníků (World Bank Group, 2018). Problém vidí obchodní andělé v nejasném podnikatelském záměru, se kterým před ně podnikatelé formou start-upů předstupují. Jedná se především o skutečnosti, že mladí podnikatelé nevědí, jakým způsobem přistupovat k zákazníkům, respektive co zákazníci chtějí a očekávají a jaká sorta lidí vůbec bude jejich výrobek poptávat. Dále mladým podnikatelům chybí zkušenosti s marketingem a financemi. Jako výsledek uvedených základních nedostatků bývá neúspěšná investice, která je navíc do jisté míry podpořena neefektivní spoluprací BA a podnikatele (Bortlová, 2015).

Tento výzkum aktualizovaly poznatky Zineckera et al. (2021a), jež na základě polostrukturovaných rozhovorů *face-to-face* s BAs v letech 2018 a 2019 vypovídá o aktuální podobě profilu andělských investorů. Typický český obchodní anděl je dle autorů muž (97 %), průměrného věku 51 let. Konkrétně je nejvíce zastoupena věková skupina 50–60 let (39 %) a následně 40–50 a 60 a více let. Investoři mají zpravidla profesionální background v podobě pozic na úrovni vrcholového managementu, ať už jako vlastníci nebo zaměstnanci v odvětví výrobků a služeb či telekomunikací. Nejvyšší podíl respondentů lze zařadit do kategorie řídicích pracovníků ve věku nad 40 let. Co se týče také hojně obsazené věkové kategorie 60 a více let, tak tito BAs jsou zpravidla bývalí podnikatelé nebo investoři na plný úvazek. Ve skupině 40–50 let se nejčastěji vyskytují provozní manažeři se zkušenostmi v odvětví informačních a komunikačních technologií (dále také ICT) či výzkumu a vývoje. S rostoucím věkem roste i míra uspokojení investora s jeho finančním zabezpečením. Čím větší část svého portfolia pak BAs do podniku investují, tím aktivněji se o podnik jako celek zajímají.

Profil z oblasti vzdělání BAs v ČR je následující: dvě třetiny z nich ukončili vysokoškolské vzdělání, zatímco asi třetina má další kurzy manažerského vzdělání (například MBA) a 6 % z nich dosáhlo vědeckého titulu Ph.D. nebo jeho ekvivalentu. Zkušenost s investováním má více než jedna třetina BAs v rozmezí tři až pět let, což může svědčit o atraktivitě rizikového kapitálu pro investory. Pro obchodní anděly v České republice je velice důležitá spolupráce mezi sebou navzájem, v některých případech si dokonce podmiňují vstup dalších BAs do projektu, jelikož dochází k diverzifikaci rizika a sdílení většího objemu odborných znalostí, dovedností a kontaktů (srov. World Bank Group, 2018). Navíc obchodní andělé v České republice mají velmi často zkušenosti z oblasti prodeje, marketingu i financí (Zinecker et al., 2021a).

Nejnovější studii mapující základní charakteristiky *business angels* v ČR publikovala asociace DEPO Ventures, která realizovala na počátku roku 2023 dotazníkové šetření s českými andělskými investory (DEPO Ventures, 2023). Dle této studie jsou v bezmála 90 % andělští investoři muži ve věku 25–54 let, jež podnikají a investují na území České republiky. Průměrně se český andělský investor věnuje tomuto typu investování 5 let, kdy jeho portfolio čítá 8 start-upových projektů. Hlavní motivací k investování rizikového kapitálu je finanční zisk, dále potkávání se se zajímavými lidmi, podpora inovace, učení se novým věcem či zábava.

Přidanou hodnotu přinášejí čeští *business angels* především v oblasti získávání finančních zdrojů, obchodního rozvoje nebo provozu start-upu. Zajímavé je v tomto případě zjištění, že 15 % respondentů přidanou hodnotu, tzv. *smart money* do podniku nepřináší a záměry jsou čistě kapitálové. BAs se v roce 2022 nejčastěji zaměřovali na investice do umělé inteligence a *fintechu*. S ohledem na diverzifikaci rizika portfolia investují BAs jak do základního kapitálu, tak i ve formě konvertibilní půjčky. Oba uvedené způsoby investování dále uskutečňují buďto samostatně nebo ve formě skupiny *business angels*. BAs investují zpravidla v ČR (31 %), kdy v roce 2022 uskutečnili zhruba tři investice na osobu (DEPO Ventures, 2023).

Co se týče konkrétně trhu *business angels* v České republice, dle nejnovějších poznatků tvoří stranu nabídky zhruba 300 andělských investorů (EBAN, 2022). Na straně poptávky stojí podniky, respektive start-upy, kterých v roce 2022 vzniklo celkem 407. V roce 2021 vzniklo dokonce 629 českých start-upů. Nejvíce bylo v tomto roce zastoupeno odvětví technologií, dále vývoj vlastních produktů, *e-commerce*, saasové služby (*software and services*), služby, digitální agentury, vývoj produktů na zakázku, *fintech* nebo *e-shop*. Uvedené skutečnosti jsou souhrnně vyobrazeny v následující tabulce č. 4.

**Tabulka č. 4: Strana nabídky a poptávky – základní charakteristiky trhu BAs v ČR**

Strana nabídky – BAs (EBAN, 2022)										
Počet investorů	300 osob									
Průměrná investice na start-up	25.000 – 50.000 euro									
Strana poptávky – start-up (Czech Founders, 2023)										
Počet nových start-upů celkem	629 start-upů									
Odvětví	technologie	vývoj produktů	<i>e-commerce</i>	SaaS	služby	digitální agentury	vývoj na zakázku	fintech	<i>e-shop</i>	ostatní
Počet start-upů v odvětví (ks)	89	60	45	39	38	37	29	27	24	241

Vysvětlivky: SaaS – *software and service*.

Zdroj: Vlastní zpracování dle Czech Founders (2023) a EBAN (2022)

### 1.3 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 (viz schéma č. 3), ovšem nejkritičtější a umožňuje recyklaci rizikového kapitálu. Konkrétně BAs dosahují finančních výnosů prostřednictvím exitu ze společnosti, do které investovali v raných fázích její existence.

Collewaert (2015) uvádí, že výstup andělských investorů je častokrát neplánovaný a celá řada BAs nemá představu o možnostech exitu, jelikož mezi těmito investory panuje názor, že si každá investice najde svůj optimální okamžik (Mason et al., 2016). Uvedené tvrzení do značné míry koresponduje s hypotézou oportunistického chování nežli dlouhodobou strategií. V tomto případě jsou na exit zaměřeny skupiny obchodních andělů, protože je jejich

cílem jednak co nejrychleji poskytnout oběma zainteresovaným stranám likviditu pro další kola investování, jednak na základě úspěšnosti exitů z podniku přilákat další BAs (Botelho et al., 2019).

Samotný výstup ze společnosti lze uskutečnit několika způsoby, které například Wang a Sim (2001) označují jako strategie exitu a řadí mezi ně veřejnou nabídku akcií (IPO), zpětný odkup, obchodní prodej (*trade sale*) a odpis, tj. likvidaci. Výběr jednotlivých forem exitu ovlivňuje celá řada interních a externích faktorů, například typ investora či skutečnost, zdali se jedná o počáteční financování nebo jde o financování v dalších částech životního cyklu podniku (Carpentier a Suret, 2015). Vybrané strategie exitu jsou podrobněji rozepsány v samostatném pododdílu viz níže. V neposlední řadě jsou také uvedeny interní a externí faktory, které ovlivňují rozhodování investora při volbě strategie exitu a výsledky empirických studií se zaměřením na exit, exit strategii a identifikaci mezer vědeckého výzkumu v této oblasti.

### 1.3.1 Exit strategie

Jak již bylo uvedeno, 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). Dle Valacha (2010) je stěžejní závislá proměnná výnosnosti zvolená exit strategie, což potvrzuje také Hoffman (2001), který dále uvádí, že pokud chce investor nejvyšší zhodnocení realizované investice, musí již v počáteční fázi životního cyklu investice vědět, jakým způsobem chce v konečné fázi „vystupovat“. Tudíž je možné konstatovat, že plánování zahájení investičního podnikání je stejně důležité jako plánování konečného výstupu ze společnosti (Guo et al., 2015). Výběr strategie exitu se samozřejmě liší v závislosti na typu investora i financování (Carpentier a Suret, 2015). Z tohoto důvodu jsou v následujícím textu charakterizovány strategie exitu v obecné rovině výstupu investora PE/VC a v návaznosti na to jsou rozebrány ve spojitosti s *business angels*.

Dle Collewaerta (2015) obchodní andělé ve většině případech nemají při vstupu do konkrétního investičního záměru představu, jakým způsobem bude zvolena exit strategie, což s sebou přináší riziko neúspěchu, případně nižšího zhodnocení dané investice. Na druhou stranu je nutné podotknout, že i přes tuto skutečnost je celá řada BAs úspěšných, a to vede k recyklaci investičního kapitálu, kdy jsou uvolněné finanční prostředky opětovně využity v nových kolech financování rizikovým kapitálem (Wang a Sim, 2011). Paul et al. (2007) spojuje rozhodnutí o exit strategii s preferencemi investorů a v návaznosti na Collewaerta (2015) dochází k totožnému závěru, že BAs nemají jasné preference o konečné fázi investice, tj. dezinvestici. Autor dále uvádí, že jejich rozhodnutí také záleží na vyspělosti zvoleného trhu rizikového kapitálu. Tímto se dostáváme také k problematice očekávání BAs a *founders*, kdy může docházet dle Carpentiera a Sureta (2015) ke konfliktu s plánovaným exitem (Collewaert, 2015; Harrison et al., 2010).

Botelho et al. (2019) v souvislosti s exit strategií hovoří o **proaktivním a oportunistickém přístupu**. Odborná literatura naznačuje, že brzké plánování výstupu ze společnosti zvyšuje pravděpodobnost vyššího zhodnocení investice, ovšem neuvádí, do jaké míry a jakým způsobem proaktivní exit strategie směřuje k výhodám pro *business angels*. Na základě výzkumu, který autoři realizovali u sedmnácti obchodních andělů mělo právě deset proaktivní přístup, což je soubor akcí určených k přípravě podniku na exit. Proaktivní či oportunistický

přístup investora k exit strategii ve spolupráci s podnikem samotným také ovlivňuje touhu špičkových manažerů pracovat pro daný podnik, přičemž proaktivní přístup je pro tyto manažery určující (Mason a Stark, 2004).

V rámci **proaktivního přístupu** k exit strategii 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. Právě vytváření partnerství je stěžejním faktorem proaktivního přístupu, kdy podnikatel a investor společně vytvoří v potenciálním kupci zájem koupit právě jimi nabízenou investiční příležitost, respektive prezentují mu důvod, proč koupit právě je (Botelho et al., 2019). Jednání souvisí i s proaktivním právem investora, jenž může na základě nich měnit směřování podniku (Cumming a Johan, 2008). Stručně řečeno, proaktivní přístup k volbě strategie výstupu investora obsahuje kombinaci strategických akcí k identifikaci a přilákání kupujících. Nicméně BAs i *founders* jsou poháněni myšlenkou zhodnocení podniku, nikoliv dosažení exitu. K čemuž směřují za pomoci souboru akcí, jejichž cílem je jednak růst podniku, jednak vytvoření co nejatraktivnější „*image*“ pro potenciální kupce (Botelho et al., 2019).

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 v tomto případě vytvořit podnik, který je co nejatraktivnější potenciálním kupcům, aniž by s nimi dopředu navazovali hlubší vztahy. Investor i podnikatel je motivován myšlenkou exitu (Botelho et al., 2019). Oportunistické chování souvisí s teorií informační asymetrie, respektive morálního hazardu, kdy BAs slibuje start-upu poskytnutí celé řady nefinančních prostředků, jež vytváří tzv. *smart money*. Ovšem z časových důvodů, které souvisejí s velikostí portfolia BA, k naplnění těchto slibů častokrát nedochází. Oportunistické chování se může samozřejmě objevit i ze strany start-upu, konkrétně v rámci manažerské funkce, kdy mohou manažeři jednat nedostatečně se zájmy organizace. Stěžejní pro eliminaci takového jednání je budování důvěry na obou zmíněných stranách, což je ovšem i spojujícím faktorem obou zmíněných přístupů, jakožto i snaha vytvořit podnik s vysokým potenciálem růstu (Glücksman, 2020).

S proaktivním přístupem k exit strategii souvisí také jednotlivé fáze exitu, které jsou přímo ovlivněny postojem k riziku BA, povahou a složením portfolia, snahou vyhnout se konfliktům s *founders*, touhou zapojení se do řízení start-upu či plánování daňového zatížení apod. V případě obchodních andělů se mezi jednotlivé fáze životního cyklu investice, a tedy i exitu řadí již fáze předinvestiční, dále období držení a monitoring investice, vč. plánování a přípravy exitu a jeho realizace. Podle kvalitativního výzkumu Mahapatra (2014) stačilo BAs v první fázi pouze vyjádření podnikatele o výstupním potenciálu podniku. Období držení investice je okolo pěti let a závisí na osobní motivaci andělského investora, schopnosti vytvořit přidanou hodnotu, daňových výhodách či míře návratnosti investice. S tím souvisí plánování a příprava výstupu ze společnosti. Investor hodnotí výnosnost investice na základě vnitřního výnosového procenta, roční míry návratnosti investice nebo násobků kapitálového zisku. Samotné vyhodnocení je ovlivněno způsobem exitu, výnosností portfolia nebo úspěchem jiných investic. Realizace a výsledný režim, tj. exit strategie závisí dle BAs „společnost od společnosti“, zpravidla pak jde o obchodní prodej (Mahapatra, 2014).

Stejně jako rizikový kapitál prošly postupným vývojem i jednotlivé formy exit strategií, kdy jako základní rozdělení lze uvést dle Schwienbachera (2008) **veřejnou nabídku akcií (IPO), trade sale, tj. obchodní prodej a likvidaci**. Guo et al. (2015) poskytují totožné dělení s rozdílem zařazení obchodního prodeje do „balíčku“ akvizice, konkrétně se jedná o IPO, akvizici a likvidaci. Wenhui (2016) rozšiřuje výčet a mezi typy exit strategií řadí IPO, akvizice a fúze, zpětný odkup firmou a likvidace. Akvizice a fúze je chápána z kapitálového hlediska jako nákup akcií či podílů na řízení podniku, a to jak investorem v podobě neformálního investora rizikového kapitálu, tak i investorem v podobě podniku s cílem vytvoření synergického efektu podnikání. Rozdíl pramení ze skutečnosti, že v případě akvizice odchází původní majitelé, zatímco při fúzi se pouze mění struktura vztahů (Sedláček, 2014; Vomáčková, 2005). Félix et al. (2014) pracuje ve svém výzkumu s rozdělením Schwienbachera (2008) a dále specificky s typologií IPO, *write-off*, tj. likvidací a obchodním prodejem, což autoři Félix et al. (2014) identifikovali jako nejčastěji realizované formy výstupu v Evropě. S obdobným dělením pracuje také Soloma (2014), konkrétně dělí exit strategii na IPO, akvizice ve formě *trade sale*, *secondary sale*, tj. sekundární prodej, *buy-back* (zpětný odkup) a *write-off*. Podle autorů Wanga a Sima (2001) je typů exit strategií právě šest, respektive IPO, nedobrovolné vystoupení, zpětný odkup podnikem, obchodní prodej, sekundární prodej a v neposlední řadě reorganizace společnosti.

Následující schéma č. 4 vyobrazuje výše uvedené exit strategie investora neformálního rizikového kapitálu. Exit strategie jsou řazeny od nejpravděpodobnější varianty výstupu neformálního investora VC ze start-upu (např. Pitchbook, 2021). Nutno podotknout, že strategie odepsání či likvidace je nejčastěji využívanou exit strategií v případě ztrátové investice (Wang a Sim, 2001). U jednotlivých exit strategií jsou uvedeni také přední autoři dělení daných forem exitu.

**Schéma č. 4: Přehled exit strategií BAs**

Obchodní prodej	IPO	Sekundární prodej	Zpětný odkup	Odepsání a likvidace
<ul style="list-style-type: none"> <li>•Félix et al. (2014)</li> <li>•Guo et al. (2015)</li> <li>•Schwienbacher (2008)</li> <li>•Soloma (2014)</li> <li>•Wang a Sim (2001)</li> <li>•Wenhui (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Félix et al. (2014)</li> <li>•Guo et al. (2015)</li> <li>•Schwienbacher (2008)</li> <li>•Soloma (2014)</li> <li>•Wang a Sim (2001)</li> <li>•Wenhui (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Soloma (2014)</li> <li>•Wang a Sim (2001)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Carpentier a Suret (2015)</li> <li>•Soloma (2014)</li> <li>•Wenhui (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Félix et al. (2014)</li> <li>•Guo et al. (2015)</li> <li>•Soloma (2014)</li> <li>•Schwienbacher (2008)</li> <li>•Wang a Sim (2001)</li> </ul>

Zdroj: Vlastní zpracování

Je evidentní, že investor má poměrně širokou škálu možností, jakým způsobem ukončit investici rizikového kapitálu, na druhou stranu vzhledem k objemu investovaných finančních prostředků volí obchodní andělé pouze některé z nich. *Business angels* vystupují ze start-upu zpravidla za pomoci exit strategie obchodního prodeje, tj. **trade sale, případně IPO**. V případě rizikové či ztrátové investice pak dochází k **likvidaci** (Carpentier a Suret, 2015). Podrobný popis vybraných exit strategií obchodních andělů je následující:

- *Obchodní prodej (Trade sale)*. Obchodní prodej je dle dělení Wenhuiho (2016) zařazen mezi fúze a akvizice a jedná se o hlavní formu transakce vlastnických práv podniku. V případě, že podnik dospěje do požadované fáze, je nejčastěji prodán strategickému partnerovi, který tímto způsobem získává profit ze synergického efektu spojení vlastních společností (Režňáková, 2012). Z čehož je evidentní, že se nabyvatelem stává dodavatel, zákazník či konkurence s cílem integrace produktů nebo služeb (Rigamonti et al., 2016). Podle Dvořáka a Procházky (1998) byl v minulosti obchodní prodej velmi častým způsobem exitu ze společnosti, jelikož poskytuje vysoké zhodnocení a potenciálnímu kupci přináší rozšíření podílu na trhu, případně získání trhu zcela nového. Dle Invest Europe (2021a) volí investoři obchodní prodej v situaci, kdy potřebují rychlejší prodej podílu, nežli nabízí IPO. Ve spojitosti s obchodním prodejem je vhodné zmínit také sekundární prodej, což je principiálně totožné obchodnímu prodeji, ovšem zahrnuje prodej podílů zakladatelů, tj. *founders*. Tato forma exitu je však využívána sporadicky (Wang a Sim, 2001). Carpentier a Suret (2015) uvádí, že právě formu exitu v podobě obchodního prodeje *business angels* jednoznačně preferují. Dle výzkumu autorů volí BAs obchodní prodej z důvodu výsledného vyššího zhodnocení v kratším čase, protože lze obchodní prodej poměrně snadno a rychle uzavřít. Navíc i poptávka po tomto způsobu ukončení bývá mnohdy vyšší ve srovnání s IPO. V rámci exit strategie obchodního prodeje lze také uvažovat zpětný odkup, který je realizován na obdobném principu, ovšem kupujícím se stává příjemce finančního kapitálu. Výsledky výzkumu Carpentiera a Sureta (2015) také ukázaly, že obchodní prodej preferují zkušenější obchodní andělé. V České republice vystupují *business angels* dle asociace Czech Founders (2023) pouze ve formě obchodního prodeje. DEPO Ventures (2023) uvádí, že v roce 2022 byl uskutečněn jeden exit v podobě obchodního prodeje.
- *Initial Public Offering (IPO)*. Wenhui (2016) uvádí, že veřejná nabídka akcií je způsob odchodu s nejvyšším výnosem (Dvořák a Procházka, 1998) a relativně krátkou dobou pro obnovení investice (Wenhui, 2016). Z tohoto důvodu je provedení IPO prospěšné jak pro podnikatele, tak pro investora (Wang a Sim, 2001), na druhou stranu je zapotřebí úzká kooperace investora a nejvyššího vedení podniku (Rigamonti et al., 2016). O oblíbenosti tohoto typu výstupní strategie svědčí i poznatky a frekvence vědeckých výzkumů, kdy IPO zaujímá první místo v počtu vědeckých článků z oblasti exit strategií (Reverte a Badillo, 2019). Co se týče přímo obchodních andělů, tak dle Wiltbanka (2009) se strategie IPO účastní méně *business angels* nežli venture kapitalistů v podobě fondů rizikového kapitálu. Pozitivní efekt na uskutečnění IPO má sídlo společnosti v regionech, kde je kapitálový trh na vysoké úrovni. Ukončení investice za pomoci veřejné nabídky bylo identifikováno jako nejlepší volba výstupu soukromého kapitálu s ohledem na návratnost investice i pověst investora a podniku (Gompers a Lerner, 1996). Nehledě na fakt, že IPO explicitně souvisí s vyšší konkurenceschopností a ziskovostí podniku jako takového (Rigamonti et al., 2016).
- *Likvidace (Liquidation)*. Exit ve formě likvidace není v literatuře příliš prozkoumán, a to z toho důvodu, že se problematika likvidace jeví dle výzkumů pro investory jako tabu (Wang a Sim, 2001). K výstupu ze společnosti ve formě likvidace dochází zpravidla v případě, kdy je daná investice insolventní, tudíž je návratnost pro investora nulová či negativní. Navíc lze konstatovat, že je likvidace volena jako nejzazší varianta exitu (Wang a Sim, 2001; EVCA, 2021). V případě, že dochází k likvidaci investice, je její



existence podstatně kratší nežli u jiných forem exit strategie (Félix et al., 2014). Giot a Schwienbacher (2007) zdůrazňují technologický pokrok, který explicitně působí na délku investice, jelikož napomáhá investorovi mimo jiné rozlišit insolventnost realizovaných investičních příležitostí.

**Volba mezi strategií obchodního prodeje a IPO závisí primárně na třech ovlivňujících faktorech, a to strategickém záměru investora, regulaci organizovaného kapitálového trhu s cennými papíry a tržních podmínkách** (Carpentier a Suret, 2015; Wenhui, 2016). Zásadní překážkou volby veřejné nabídky akcií pro *business angels* je regulace trhu cenných papírů, kdy vznikají pro malé emitenty značné náklady, které se dle investorů v posledních deseti letech v důsledku vyšší míry regulace akciových trhů výrazně zvýšily. Navíc dochází ke zpoždění nebo je regulace příliš podrobná a složitá. Obchodní prodej lze dle BAs více „konkretizovat“ a zkušenosti obchodní anděle uvádějí, že tržby z obchodního prodeje poskytují nejrychlejší návratnost investice (Carpentier a Suret, 2015).

Jak již bylo zmíněno, obchodní anděle volí primárně obchodní prodej nebo IPO a v případě „neúspěšnosti“ investice likvidaci. Konkrétní data z databáze Pitchbook za rok 2021 jsou vyobrazena v tabulce č. 5 a potvrzují výše uvedená tvrzení. Tabulka obsahuje data o top 10 BAs na území Spojených států amerických a Evropy dle počtu uskutečněných exit strategií za rok 2021. Nejčastěji realizovaná strategie výstupu z podniku pro *business angels individual* je tedy dle databáze Pitchbook (2021) obchodní prodej, tj. *trade sale*.

**Tabulka č. 5: Exit strategie top 10 BAs dle počtu exitů za rok 2021**

	Exit strategie top 10 BAs v roce 2021 (počet transakcí)			
	<i>Trade Sale</i>	IPO	Likvidace	Σ
<b>USA</b>	37	10	0	47
<b>Evropa</b>	13	7	3	23
<b>Celkem</b>	50	17	3	<b>70</b>

*Zdroj: Vlastní zpracování dle Pitchbook (2021)*

### 1.3.2 Vliv externích a interních faktorů

V rámci jednotlivých fází modelu investování rizikového kapitálu se vědecká obec zaměřuje ve spojitosti s exitem na investiční kritéria ovlivňující rozhodovací proces investora rizikového kapitálu. Konkrétně dochází k identifikaci a analýze jednotlivých interních a externích faktorů, jež ovlivňují rozhodování investora rizikového kapitálu. Zpravidla jsou analyzována investiční kritéria ve vztahu k investorům rizikového kapitálu jako celku (např. Azarmi, 2016; Félix et al., 2014; Giot a Schwienbacher, 2007; Wenhui, 2016), kdy nedochází k rozdělení na investora formálního a neformálního rizikového kapitálu. Je nutné vzít v potaz, že určení ovlivňujících faktorů nezávisí pouze na jednotlivcích z řad BAs či *founders*, ale jedná se o výsledek vzájemného působení obou zúčastněných stran (Félix et al., 2014).

Právě kategorii neformálního rizikového kapitálu v podobě *business angels* se věnuje pouze hrstka studií (např. Carpentier a Suret, 2013, 2015; White a Dumay, 2020). Nicméně i přes tuto skutečnost autoři White a Dumay (2020) uvádí, že lze jak obecné, tak specifické závěry směřující do oblasti obchodních andělů analyzovat jako celek, jelikož elementární podstata investování rizikového kapitálu zůstává stejná, tj. maximalizace tržní hodnoty investice (Sonius

et al., 2015; Reverte a Badillo, 2019). Přičemž lze konstatovat, že z obecného pohledu se mezi rozhodovací faktory řadí kritéria spojená s hodnocením investice, podniku a základní charakteristika investora (např. Azarmi, 2016; Félix et al., 2014) a v rámci obchodních andělů vstupuje do výčtu interních faktorů například role důvěry (např. White a Dumay, 2020).

Konkrétně vztahem interních faktorů a exitem investora rizikového kapitálu, se zabývali např. autoři Azarmi (2016), Giot a Schwienbacher (2007), Félix et al. (2014), Wenhui (2016) nebo White a Dumay (2020) aj., kdy se do oblasti jejich zájmu řadí primárně základní charakteristiky jak investora a investice, tak start-upu. Co se týče externích faktorů, patří mezi přední autory analyzující tuto problematiku zejména Azarmi (2016), Carpentier a Suret (2013, 2015) nebo Wenhui (2016), kteří se ve svých publikacích zaměřili zejména na hospodářský cyklus, právní systém či specifikace trhu rizikového kapitálu v jednotlivých státech. V následujícím textu jsou externí a interní faktory podrobně rozepsány s cílem zpracování uceleného přehledu dané problematiky.

## 1. Externí faktory

Externí faktory ovlivňující volbu strategie exitu investora rizikového a rozvojového kapitálu se v odborné literatuře objevují méně často, navíc i objem výčtu jednotlivých faktorů je oproti interním mnohonásobně nižší. Spojujícím prvkem autorů je určení determinantu v podobě nastavení trhu rizikového a rozvojového kapitálu v jednotlivých státech. 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.* Hospodářský cyklus zahrnuje fázi deprese, konjunktury, vrcholu a následné recese, kdy jsou jednotlivé fáze měřeny hrubým domácím produktem. V případě, že je ekonomika na vzestupu, existuje více možností, jakým způsobem prodat podíl v organizaci, zvyšuje se také možnost veřejné nabídky akcií. Pokud je ekonomika ve fázi recese, dochází častěji k likvidaci (Wenhui, 2016). Félix et al. (2014) doplňuje determinant o skutečnost, že právě hrubý domácí produkt slouží investorům k zachycení rozdílu mezi zeměmi a následnému vyhodnocení nejlepší investiční příležitosti.
- *Změny a úroveň budoucí poptávky.* S hospodářským cyklem se také pojí změny na trhu, kde působí podnik, do kterého investor vložil své finanční prostředky a skutečnost, zdali je o něj ze strany dalších investorů budoucí zájem (Azarmi, 2016).
- *Rozvinutost kapitálového trhu, rizikového kapitálu a jeho lokace.* Jedná se o stupeň rozvinutosti kapitálového trhu v dané zemi, stupeň rozvinutosti segmentu PE/VC a jeho lokaci (Azarmi, 2016; Wenhui, 2016). Dle Giota a Schwienbachera (2007) umístění v dobře rozvinuté lokaci z hlediska trhu rizikového kapitálu usnadňuje investorům nejen vstup, ale také výstup ze společnosti. Významný podíl na této skutečnosti má fakt, že v oblastech, kde je trh rizikového kapitálu na vysoké úrovni (například na území USA – Route 128 nebo Silicon Valley), je snazší najít potřebné zdroje a obchodní kontakty (Giot a Schwienbacher, 2007). Výsledný efekt pozitivně koreluje s vyšší likvidností investice, což umožňuje v rámci daného clusteru usnadnění exitu. Tento efekt je navíc posílen shlukováním firem s obdobnými cíli, což snižuje například informační náklady investorů

(Michelacci a Suarez, 2004), zvyšuje pravděpodobnost ukončení investice v podobě IPO, a navíc snižuje pravděpodobnost likvidace.

- *Legislativa*, resp. politické prostředí. Investování rizikovým kapitálem je velmi složitý proces, který zahrnuje celou řadu úkonů, které jsou regulovány legislativně na národní úrovni. Navíc neexistuje žádný dokonalý právní systém, tudíž BAs musí zvážit skutečnosti právního řádu státu, ve kterém hodlají investici realizovat. Stejně jako vstup do investiční příležitosti musí být zohledněn i výstup ve spojitosti se všemi legislativními nároky (Wenhui, 2016). Azarmi (2016) hovoří o finančním, právním a daňovém systému dané země. Konkrétně Wenhui (2016) doporučuje pro podporu rozvoje trhu rizikového kapitálu zejména aplikaci nástrojů stimulující rozvoj technologických společností, snížení daňového zatížení, respektive sazby daně z příjmu podniků. Dále autor vládám doporučuje realizaci vládních nákupů inovačních produktů či kompenzaci ztrátových investic. Přísné podmínky pro IPO snižují pravděpodobnost volby této strategie výstupu ve prospěch obchodního prodeje.

## 2. Interní faktory

Interní determinanty jsou v odborné literatuře analyzovány častěji, důkladněji a jejich výčet je oproti faktorům externím mnohokrát vyšší (Azarmi, 2016; Félix et al., 2014; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020). Na základě obsahové analýzy a následné syntézy relevantních odborných zdrojů dané problematiky lze vyslovit závěr, že oblast zájmu interních faktorů lze zařadit do tří okruhů, konkrétně se jedná o interní faktory ovlivňující rozhodování o exitu investora rizikového kapitálu, respektive *business angels* spojené zaprvé s charakteristikou investora (Azarmi, 2016; Félix et al., 2014; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020), zadruhé investice (Cossin et al., 2002; Félix et al., 2014; Schwienbacher, 2002), a nakonec podniku (např. Bergemann a Hege, 2002; Giot a Schwienbacher, 2007; Sincerre et al. 2019). Uvedené rozdělení koresponduje se závěry výzkumů autorů Azarmiho (2016) či Félix et al. (2014).

### Charakteristika investora

Ve spojitosti se základní charakteristikou investora Félix et al. (2014) řadí mezi interní determinanty volby exit strategie 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 oblasti charakteristiky investora o komplexní investiční talent, respektive schopnosti a dovednosti investora, atraktivitu alternativních investičních příležitostí, důvěru v investici a realistická očekávání.

- *Věk a zkušenosti s investováním rizikového kapitálu*. Determinant věku investora lze chápat ve dvou rovinách, a to věk jako základní demografický údaj investora a věk jako délku působení investora na trhu rizikového a rozvojového kapitálu, což koresponduje se závěry Gompere (1996) a efektem učení se zkušeností. Na jedné straně delší zkušenost s investováním rizikového kapitálu povede k delší době trvání investice, jelikož za pomoci lepších rad společnosti investor docílí nižších mezních nákladů a vyšší přidané hodnoty. Na druhou stranu zkušenosti investora vedou také k lepšímu vyhodnocení investice jako celku, kdy může docházet k předčasným odchodům, pokud investor vyhodnotí investici jako ztrátovou či neperspektivní. Se zvyšováním zkušeností se zvyšuje pravděpodobnost jak exit strategie obchodního prodeje, tak IPO (Félix et al., 2014). White a Dumay (2020)

uvádí, že zkušenost s konkrétní exit strategií zvyšuje do budoucna její opětovné využití, kdy výsledky výzkumů jednoznačně dokazují preferenci obchodního prodeje, což také koresponduje s realistickým očekáváním investora o exit strategii. V rovině základních sociodemografických údajů například autoři Félix et al. (2014) a Gompers (1996) vychází z předpokladu, že s rostoucím věkem investora roste i délka působení na trhu VC. Giot a Schwienbacher (2007) dodávají, že zkušený investor dokáže podniku zprostředkovat přidanou hodnotu, a tím také urychlit exit z podniku. Zkušenosti mimo jiné snižují pravděpodobnost likvidace, naopak zvyšují možnost výstupu skrze obchodní prodej a veřejnou nabídku akcií. Wenhui (2016) a Félix et al. (2014) dodávají, že komplexní investiční talent a zkušenosti investora vedou k rozvoji rizikového kapitálu na základě zkušeností s investičním, marketingovým a strategickým řízením či řízením technologií. V tomto případě však může docházet ke dvojímu efektu, kdy dochází buďto k urychlenému výstupu ve spojitosti s identifikací nad míru rizikového informace nebo naopak je exit oddálen s ohledem na tvorbu vyšší přidané hodnoty. Výsledným efektem může být jak strategie exitu ve formě likvidace, tak i obchodní prodej (Félix et al., 2014; Wenhui, 2016).

- *Vzdělání.* Úroveň vzdělání investora působí dle Félix et al. (2014) na výstup z podniku podobně jako je tomu v případě základní charakteristiky věku. Vzdělání lze interpretovat jako signalizaci kvality investora. Vyšší vzdělání by mělo korespondovat s delším trváním investice, jelikož již investoři nebudou využívat předčasné výstupy k signalizaci jejich kvality, tzn. vzdělanější investor = vyšší kvalita investora = delší doba trvání investice. Na druhou stranu determinant vzdělanosti investora zvyšuje pravděpodobnost ukončení za pomoci likvidace, protože vzdělanější investor disponuje lepším risk managementem, který v případě vysoké rizikovitosti záměru nasměruje investici k rychlé likvidaci.
- *Přístup k plánování exit strategie (proaktivní vs. oportunistický).* Předem plánovaný exit, respektive exit strategie má vliv na dobu trvání investice. Exit strategie by měla být dle celé řady autorů plánovaná již při počáteční fázi realizace investice (Cumming a Johan, 2008; Gladstone a Gladstone, 2002). Konkrétně jsou předem plánované výstupy kratší nežli výstupy neplánované, tj. již zmiňovaná oportunistická nebo plánovaná strategie exitu. Z uvedeného vyplývá, že plánování exitu ovlivňuje jeho načasování, ovšem je důležité podotknout, že výsledky vychází pouze z úspěšných exitů (Botelho et al., 2019).
- *Atraktivita alternativních investičních příležitostí pro investora a důvěra.* V rámci základní charakteristiky investora lze zařadit také atraktivitu alternativních investičních příležitostí, a to ve spojitosti s mírou aktivního vyhledávání dalších investic, s čímž souvisí také změna portfolia a zvýšení pravděpodobnosti urychlení exitu ze společnosti s výběrem „nejrychlejší“ možnosti exit strategie (Azarmi, 2016). S tímto faktorem se také pojí důvěra investora v investici, jelikož čím nižší důvěra v investici bude, tím vyšší je pravděpodobnost volby alternativní investiční příležitosti (White a Dumay, 2020).

### **Charakteristika investice**

Mezi interní faktory volby strategie exitu investora rizikového kapitálu zařazují například autoři Azarmi (2016), Cossin et al. (2002), Félix et al. (2014) a Schwienbacher (2002) smluvní proměnné v návaznosti na 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. Za předem stanovených podmínek lze využít konvertibilní půjčky k ošetření potenciálního střetu zájmu mezi investorem a podnikem, a to zejména v případě výstupu ze společnosti. Důvodem využití ze strany investora je získání kontrolních práv a práva rozhodnout se o exitu (Cossin et al., 2002; Félix et al., 2014). Výsledný efekt využití konvertibilních cenných papírů zvyšuje pravděpodobnost exit strategie IPO a snižuje pravděpodobnost likvidace (Schwienbacher, 2002).
- *Oznamovací povinnosti a přítomnost ve správní radě.* Tyto faktory slouží investorovi rizikového a rozvojového kapitálu k monitorování podniku. Přidanou hodnotou vyšší míry informovanosti investora je možnost poskytnutí vhodnějších a lepších rad i pokynů dalšího konání pro společnost. Na druhou stranu, pokud investor vidí „pod pokličku“ může dojít ke zrychlenému exitu v podobě strategie likvidace, a to v případě, že se investici nedaří tak, jak si investor představoval na prvopočátku. Lze tedy 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.* Azarmi (2016) ve svém výzkumu pouze identifikoval jednotlivé faktory a neposkytl další vysvětlení s ohledem na výslednou strategii exitu, což doporučuje jako budoucí oblast zájmu výzkumu rizikového kapitálu a exitu investora. V rámci tohoto faktoru autor identifikoval jako determinant výstupu čistou současnou hodnotu, jež určuje budoucí výnosnost investice. Jako další investiční faktor autor uvádí fázi životního cyklu investice. V neposlední řadě se jedná o vyhodnocení investice BA na základě kvalitativních a kvantitativních kritérií nebo posouzení finančního stavu na základě Altmanova Z-Score s cílem posouzení možného budoucího bankrotu.
- *Typ investice rizikového kapitálu.* Konkrétně se jedná o dělení investice rizikového kapitálu na *early-stage venture* a *later-stage venture* či *high-tech* a *non-high-tech*. Výsledky naznačují, že v případě *later-stage venture* a *high-tech* investice dochází k urychlení exitu BAs, naopak *early-stage venture* a *non-high-tech* investice predikuje oddálení exitu (Félix et al., 2014). Nicméně faktor typologie investice rizikového kapitálu se úzce pojí s charakteristikou podniku a v rámci empirického výzkumu je zařazen do zmíněné kategorie.

### **Charakteristika podniku**

Jednotlivé interní faktory se do jisté míry prolínají, což také koresponduje se závěry Félix et al. (2014), jež uvádí, že determinace volby exit strategie vychází z vzájemného působení všech zúčastněných stran. Tudiž není překvapivé, že jsou některé z faktorů totožné, pouze zahrnují oblast příjemce kapitálu, tj. start-up. 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.* Podnikatelské determinanty exit strategie investora rizikového kapitálu vychází ze schopnosti zpětného odkupu *founders* a jejich potenciálem získat další finanční prostředky a síť kontaktů k prodeji start-upu. Schopnost, respektive

dohoda o zpětném odkupu může vycházet například 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 a strategie exitu zpravidla směřuje k obchodnímu prodeji. Navíc čím je firma na trhu déle, tím vyšší je pravděpodobnost strategie exitu veřejné nabídky akcií (Félix et al., 2014).
- *Technologie.* Mezi interní faktory zařadili autoři úroveň technologické inovace společnosti. Firmy, do kterých investoři vkládají své finanční prostředky, se velmi často vyznačují vysokou mírou asymetrických informací, a to zejména pokud se jedná o kvalitu inovací. Explicitně lze konstatovat, že technologický pokrok lze považovat za znak kvality podniku. Společnost, která velmi rychle postupuje ve fázi vývoje, prochází postupně jednotlivými koly pokroku, respektive dosahuje tzv. technologických milníků (Bergemann a Hege, 2002), což opět vede k urychlení a úspěšnosti exitu. Z uvedeného vyplývá, že obor podnikání a schopnost dosáhnout technologických milníků ovlivňuje rychlost, s jakou je možné realizovat exit. Navíc v tomto případě dochází ke kladné korelaci mezi technologií a IPO, naopak k záporné korelaci v souvislosti s likvidací. Pokrok není ovšem omezen pouze na kategorii technologií, ale zahrnuje také pokrok například v rámci budování týmu, průzkumu trhu či zlepšení dostupných informací o produktu či službě. Vyšší míra inovací v těchto oblastech pozitivně ovlivňuje rychlost uskutečnění exitu (Giot a Schwienbacher, 2007).
- *Fáze vývoje podniku.* Výstup z podniku ovlivňuje také fáze vývoje firmy, do níž investor vkládá své finanční prostředky. Raná fáze zahrnuje založení a prvotní rozvoj start-upu, zatímco investice pozdní fáze směřuje k operativnímu zajištění chodu podniku, vývoji, expanzi či refinancování (Félix et al., 2014; Invest Europe, 2019). 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). Na druhou stranu díky nejisté úrovni výnosů může docházet k urychlenému výstupu investora, pokud vyhodnotí investici jako nad míru rizikovou pro zařazení do vlastního portfolia. Dopad působení rané fáze závisí od toho, zdali je vyšší míra informační asymetrie či rizikovost investice. V případě předčasného exitu bude pravděpodobněji volena exit strategie likvidace, naopak v druhém případě dochází častěji k obchodnímu prodeji a IPO (Félix et al., 2014). Wenhui (2016) identifikuje vliv životní fáze podniku na formu exitu, tzn. podniky v různých fázích vývoje firmy mají i různé potřeby, respektive odlišnou poptávku po rizikovém kapitálu, s čímž se také pojí odlišná volba výběru exit strategie. V začínající fázi vývoje podniku tak může docházet častěji k likvidaci, naopak v případě pozdního financování společnosti dochází zpravidla k obchodnímu prodeji či veřejné nabídce akcií.
- *Obor/odvětví podnikání.* Například autoři Félix et al. (2014) rozdělují působení determinantů pro technologické (*high-tech*) a netechnologické podniky (*non-high-tech*). Technologické podniky se vyznačují vyšší mírou informační asymetrie, jelikož disponují specializovanými a nehmotnými aktivy. Na druhou stranu se očekává vyšší míra zhodnocení investice, ale také zvýšené náklady na monitorování investice a uzavření samotných smluv. Investice do *high-tech* firem koresponduje se strategickým záměrem BAs a výstup by měl být z tohoto důvodu urychlen formou obchodního prodeje. Při

srovnání s netechnologickými firmami by ovšem mělo docházet k exitu později a délka se bude také odvíjet od odvětví podniku. Například investice do informačních a komunikačních technologií bude trvat kratší dobu nežli do medicíny. Z uvedených informací explicitně vyplývá, že načasování a formu exitu a výnosnost investice ovlivňuje obor, respektive odvětví podnikání.

Z oblasti kategorizace interních faktorů vyvstává otázka, zdali zařadit jako jeden z faktorů typologii osobnosti *business angels* ve spojitosti s rozhodováním se o exitu a exit strategií. Zde by bylo možné uvažovat základní rozdělení Hippokrata na sangvinik, cholerik, melancholik či flegmatik, dále Carla G. Junga na introvert a extrovert (Bělohlávek, 2016) či dělení Hanse Eysencka na neuroticismus, extroverzi a psychoticismus. Komplexně lze uvedené charakteristiky osobnosti vyhodnotit za pomoci osobnostních testů jako je například Eysenckův test, Big Five či Myers-Briggs Type Indicator (Bělohlávek, 2016; Osterlind et al., 2004; Pittenger, 1993). Výzkum obchodních andělů ve spojitosti s osobnostními rysy investora je zaměřen zejména do obecné roviny, a to do oblasti identifikace potřeby dosahování cílů, autonomie, dominance, vnitřní motivace a pracovního zapojení (Duxbury et al., 1996; Murnieks et al., 2015).

Nicméně nejnovější studie Blocka et al. (2019), která hodnotila za pomoci regresní analýzy vztah mezi typologií osobnosti *business angels* dle testu Big Five (otevřenost vůči zkušenostem, svědomitost, extroverze, přívětivost, neuroticismus) a výběrem exit strategie uvádí, že typologie osobnosti BAs neovlivňuje volbu exit strategie. Z tohoto důvodu není typologie osobnosti do interních faktorů zařazena, navíc odborníci uvádějí přirovnávají testování osobnosti od „neodborníka“ k věštění z tarotových karet (Bělohlávek, 2016).

Zde stojí za zmínku také firemní kultura, která představuje pro danou společnost základní hodnoty, přesvědčení, názory, vzorce chování a symboly, které vytvářejí „vyšší“ spojení mezi členy dané organizace (Denison, 1996). Klíčovým principem je v tomto případě nastavení a komunikace strategických cílů organizace ve spojitosti s financováním podniku, které explicitně působí na zaměstnance, respektive manažery společnosti, a vede k vytvoření prostředí pro snazší přijetí rizikového. Příznivé nastavení firemní kultury sice pozitivně ovlivňuje přijetí rizikového kapitálu, nicméně s výběrem exit strategie investora nebyla souvislost potvrzena (Sincerre et al., 2019), a právě proto není ani firemní kultura do interních faktorů volby strategie exitu BAs v této disertační práci zařazena.

V tabulce č. 6 jsou shrnuty výše uvedené informace, jež jsou členěny dle jednotlivých interních a externích faktorů a blíže specifikovány s ohledem na exit strategii obchodních andělů na trhu rizikového kapitálu. Nicméně působení jednotlivých faktorů na volbu strategie exitu obchodních andělů autoři specifikovali pouze v některých případech. Například Azarmi (2016) dopad identifikovaných faktorů doporučuje analyzovat v budoucím výzkumu, jelikož faktory pouze identifikoval a sestupně seřadil dle metody Delphi.

**Tabulka č. 6: Externí a interní faktory ovlivňující exit strategii**

Autoři	Externí faktory	Specifikace
Azarmi (2016) Félix et al. (2014) Giot a Schwienbacher (2007) Wenhui (2016)	Hospodářský cyklus a makroekonomické ukazatele	Fáze růstu ekonomiky = zvýšení pravděpodobnosti IPO. Recese = zvýšení pravděpodobnosti likvidace.
	Stupeň rozvinutosti, kapitálového trhu, trhu rizikového a rozvojového kapitálu a jeho lokace	Vysoký stupeň = vyšší likvidnost investice = usnadnění exitu.
	Legislativa	Přísné podmínky = snížení pravděpodobnosti IPO, zvýšení pravděpodobnosti obchodního prodeje.
	Finanční, právní a daňový systém	Specifikaci dopadu autor Azarmi (2016) doporučuje upřesnit v budoucím výzkumu.
	Změny na trhu, kde podnik působí	
Autoři	Interní faktory	Specifikace
Azarmi (2016) Botelho et al. (2019) Félix et al. (2014) Wenhui (2016) White a Dumay (2020)	<i>Základní charakteristika investora – sociodemografická data</i>	
	věk a zkušenosti	Delší doba = vyšší pravděpodobnost obchodního prodeje a IPO.
	vzdělání	Vyšší úroveň vzdělání = vyšší pravděpodobnost obchodního prodeje a IPO.
	přístup k plánování	Plánovaný exit = kratší doba investice.
	důvěra	Čím nižší důvěra, tím vyšší pravděpodobnost urychlení exitu a výběru nejrychlejší exit strategie.
	<i>Charakteristika investice</i>	
	konvertibilní cenné papíry	Využití = zvýšení pravděpodobnosti IPO, snížení pravděpodobnosti likvidace.
	účast investora v představenstvu	Přítomnost investora v představenstvu = efektivnější monitoring = rychlejší exit.
	kvantitativní a kvalitativní investiční kritéria	Specifikaci dopadu autor Azarmi (2016) doporučuje upřesnit v budoucím výzkumu.
	<i>Charakteristika financovaného projektu/podniku</i>	
	schopnost zpětného odkupu podnikem	Specifikaci dopadu autor Azarmi (2016) doporučuje upřesnit v budoucím výzkumu.
	délka existence podniku	Čím je na trhu firma déle, tím vyšší je pravděpodobnost IPO.
	technologie	Vyšší úroveň technologické inovace podniku = vyšší pravděpodobnost IPO a nižší pravděpodobnost likvidace.
fáze vývoje podniku	Raná fáze = zvýšení možné likvidace. Pozdější fáze = zvýšení volby obchodního prodeje a IPO.	
obor/odvětví podnikání	<i>High-tech</i> = urychlení exitu. <i>Non-high-tech</i> = oddálení exitu.	

Zdroj: Vlastní zpracování



### 1.3.3 Výsledky empirických studií – exit

I přes svoji důležitost výzkum v oblasti exitu a exit strategií zaostává (Pisoni a Onetti, 2018). Dle autorů výsledek pramení ze skutečnosti, že je výstup, respektive „deinvestice“ vnímána jako konečná fáze investice. Pointa tkví v tom, že právě deinvestici je možno chápat jako startovní pozici dalšího kola investování, kdy dochází k recyklaci vynaložených finančních prostředků (Wang a Sim, 2001). Výzkum exitu je zpravidla zaměřen dle Botelha et al. (2019) na podnikatele a podnik jako takový (DeTienne a Cardon, 2012; Wennberg et al., 2010) a oblast exitu ve spojitosti s *business angels* je do značné míry ignorována jak akademickou, tak odbornou literaturou. Na druhou stranu bylo provedeno několik studií forem ukončení investice z pohledu investora, přičemž se tyto studie do značné míry zaměřily primárně na návratnost investic (Gregson et al., 2017; Mason a Harrison, 2002; Wiltbank et al., 2009).

Tento pododdíl poskytuje základní přehled stěžejních výzkumů vědecké obce z oblasti ukončení investice BAs, a to včetně vymezení datové základny, forem vyhodnocení i doporučení budoucího výzkumu.

Botelho et al. (2019) potvrdili nedostatečný zájem o výzkum v oblasti exit strategií obchodních andělů, ovšem dospěli k závěru, že volba způsobu výstupu ze společnosti vychází z teorie plánovaného chování. Výsledky případových studií poukazují na fakt, že většina likvidních událostí je výsledkem plánovaného chování andělských investorů, které vychází z proaktivního přístupu k exit strategii, na druhou stranu může být plán změněn chováním podnikatele či situací na trhu a obchodní andělé mohou od exitu zcela odstoupit. Výsledkem jsou „*zombie companies*“, které jsou natolik výkonné, aby si BAs investiční záměr ponechali, ovšem tyto společnosti nejsou schopny přilákat odpovídajícího kupce. Podle autorů Botelho et al. (2019) se jedná o první výzkum, který se věnoval andělskému investorovi ve spojitosti s plánováním exit strategie a závěry dále korespondují s autory Kautonen et al. (2013), jejichž výzkum potvrdil, že plánované chování investora predikuje toto chování i do budoucna, což je významné zjištění pro nastavení politického i legislativního rámce investování v daném státu (Munari a Toschi, 2014).

Výzkumu v oblasti exit strategií a *business angels* se věnovali již dříve také autoři Carpentier a Suret (2013, 2015). Svůj výzkum založili na kvalitativním šetření, kdy zaslali dotazník BAs v průběhu října a listopadu 2012 elektronickou formou. Autoři zaslali dotazníkové šetření 110 *business angels* (s 35% návratností), kteří jsou také aktivní ve skupině obchodních andělů. Většina z těchto andělských investorů nikdy neukončila investici za pomoci exit strategie veřejné nabídky akcií. Carpentier a Suret (2015) dospěli na základě dotazníkového šetření k závěru, že mezi hlavní překážky výstupu *business angel* skrze veřejnou nabídku akcií jsou sestupně: obrovské náklady na IPO, nelikvidita, regulace cenných papírů, velikost firem, vstupujících na trh, nízká poptávka po akciích a příliš zdlouhavý proces.

Johan a Zhang (2016) hodnotili pravděpodobnost a efektivnost úspěšného výstupu na rozvíjejících se trzích. Autoři uskutečnili statistickou analýzu kvantitativních dat z databáze Pitchbook, Světové federace burz a Světové banky týkajících se údajů o 2733 exitech rizikového kapitálu napříč 35 zeměmi z celého světa v období 1992–2012. Autoři dospěli k závěru, že míru i pravděpodobnost úspěchu exitu na rozvíjejících se trzích významně určuje obchodní i právní nastavení dané země, tj. legislativa, rozvinutost kapitálového trhu apod.

Navíc zapojení investora do podnikání snižuje náklady spojené s potenciální mírou korupce a zvyšuje pravděpodobnost uskutečnění IPO. Výsledný efekt však neplatí v případě globální krize, kdy se snižuje na rozvíjejících se trzích pravděpodobnost IPO.

V oblasti interních a externích faktorů ovlivňujících exit rizikového kapitálu je významným empirickým zjištěním studie Azarmiho (2016), který na základě literární rešerše identifikoval zmíněné determinanty. Faktory ovlivňující exit následně 14 španělských soukromých investorů rizikového kapitálu seřadilo za pomoci metody Delphi od nejdůležitějších po nejméně důležité. Výsledky autor rozdělil do čtyř kategorií, a to faktory investiční, rizikového kapitálu, podnikatelské a vnější. Jako nejdůležitější uvádí odborníci zhodnocení čisté současné hodnoty, atraktivitu alternativních investičních příležitostí, schopnost podniku zpětného odkupu a priority či preference trhu rizikového kapitálu. S ohledem na další významný faktor, a to působení geografické lokace samotné investice Giot a Schvienbacher (2007) uvádí, že blízkost subjektu od BA hraje významnou roli, jelikož může investor snadněji sledovat start-up. Tímto se také zvýší šance na úspěch v podobě rychlého výstupu ze společnosti a generace vyššího zhodnocení investované částky. Uvedené tvrzení ovšem nebylo dále empiricky prozkoumáno.

Výsledky empirických studií předních autorů z oblasti rizikového kapitálu poskytují i doporučení pro další výzkum, jež doposud v rámci vědecké obce nebyl realizován. Například Botelho et al. (2019) doporučují triangulovat náhled na exit ze strany BAs a *founders*, případně i z hlediska kupujícího podílu BAs. Konkrétně autoři doporučují realizovat kvalitativní a kvantitativní výzkumu s cílem nalezení možných konfliktů a sladění cílů, které jsou důležité pro porozumění vztahu mezi těmito aktéry. Navíc výzkum byl v minulosti zaměřen primárně na již uskutečněný exit *business angels*, nikoliv na strategickou přípravu exitu a tzv. „*zombie companies*“, což autoři identifikovali jako další možnou oblast zájmu budoucího výzkumu. Z tohoto doporučení vyplývá, že se autoři věnují výhradně výsledku, tj. exitu, nikoliv procesu jako celku.

Botelho et al. (2019) i Carpentier a Suret (2013, 2015) potvrdili podhodnocenost výzkumu exitu *business angels* a budoucí výzkum doporučují zaměřit na analýzu strategické úrovně exitu BAs a dopad volby exit strategie investora, jakožto i na faktory působící na tuto volbu. V neposlední řadě je vhodné podrobit další analýze zkušenosti andělských investorů ve spojitosti s rozhodováním se o investici, a to v rámci celého životního cyklu investice (Carpentier a Suret, 2013). Oblast exitu obchodních andělů doporučují podrobněji analyzovat také Johan a Zhang (2016), konkrétně v oblasti výsledků exit strategie u různých typů investorů rizikového kapitálu.

Co se týče doporučení dalšího výzkumu v rámci interních a externích faktorů, například Azarmi (2016) doporučuje navrhnutí obecného modelu determinace interních a externích faktorů ovlivňujících rozhodování o exitu. Tato skutečnost odráží zaměření disertační práce, kdy dle Azarmiho (2016) představují právě zvolené výsledky mezeru ve výzkumu. Rigamonti et al. (2016) neuvádí budoucí výzkum v rámci obecného modelu, ale navrhuje zaměření vědecké práce do oblasti specializace firem rizikového kapitálu a následné působení dané specializace na volbu strategie exitu investora. Stejně tak navrhují autoři důkladný průzkum působení právního rámce daných států na exit investora. Další studie by také měly vysvětlit dopad volby

exit strategie jako základního determinantu pro další kola financování, tj. výběr nové investiční příležitosti (Carpentier a Suret, 2015).

V neposlední řadě je vhodné zmínit datové základny a metody vyhodnocení výše zmíněných empirických studií. Empirické výzkumy analyzovaných studií využívaly jak kvalitativní, tak kvantitativní zdroje dat. Mezi zdroje kvantitativních dat lze zařadit například databáze Pitchbook, Světovou federaci burz, Světovou banku (např. Johan a Zhang, 2016), Zephyr, data zveřejňována samotnými podniky a investory (např. Rigamonti et al., 2016), Invest Europe (např. Félix et al., 2014), Thomson ONE, NBER Patent, Morgan Stanley Capital International (např. Guo et al., 2015), Thomson VentureXpert (např. Giot a Schwienbacher, 2007). A samozřejmě dotazníková šetření (např. Carpentier a Suret, 2015). Co se týče kvalitativní datové základny, tak byly využívány primárně polostrukturované rozhovory (např. Félix et al., 2014; Carpentier a Suret, 2015).

Je evidentní, že výzkum v oblasti exit strategií BAs probíhal primárně na úrovni kvantitativního šetření. Samotné vyhodnocení získaných dat bylo uskutečněno za pomoci deskriptivní (např. Carpentier a Suret, 2015; Rigamonti et al., 2016; Félix et al., 2014; Giot a Schwienbacher, 2007; Guo et al., 2015) a statistické analýzy dat. K vyhodnocení došlo za pomoci regresní (Félix et al., 2014) nebo korelační analýzy (Guo et al., 2015), respektive risk modelu (Giot a Schwienbacher, 2007; Rigamonti et al., 2016). Azarmi (2016) také využil k vyhodnocení metodu Delphi, která byla založena na konsenzu vybraných investorů rizikového kapitálu, a to v rámci kvalitativního výzkumu.

#### **1.4 Výzkumná mezera**

Výzkum investování *business angels* se koncentruje na počáteční fáze životního cyklu investování, zatímco strategie exitu jsou opomíjenou oblastí. To je poněkud překvapivé vzhledem k tomu, že primárním cílem investora je uzavřít investiční záměry jako ziskové, což mj. souvisí se správným nastavením strategie exitu (Botelho et al., 2019). Tezi o relevantnosti výzkumu exitu podporují např. Carpentier a Suret (2013, 2015). Výzkum Botelha et al. (2019) dále ukázal, že chování obchodních andělů je povětšinou plánované, tudíž je možné určit za pomoci identifikace interních a externích faktorů ovlivňujících exit i plánovanou exit strategii. V tomto směru Azarmi (2016) doporučuje provést jednak determinaci obecného modelu rozhodování investora rizikového kapitálu o exitu, jednak přímo vysvětlit vliv interních a externích faktorů na exit BAs z cílového podniku.

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 vztahujících 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).

## 1.5 Shrnutí

Za posledních 20 let došlo ke změnám zejména v oblasti investorů rizikového kapitálu. Konkrétně jsou stále častější různé formy spoluinvestování, rozvíjí se crowdfundingové platformy, blockchainové technologie a jsou vyhodnocovány příležitosti investování jak ze strany BAs a *founders*, tak ze strany vládních programů na podporu daného podnikání (Harrison a Mason, 2019). Vědecká obec ovšem identifikovala celou řadu oblastí, které jsou nedostatečně prozkoumány. Jedná se o neformálního investora rizikového kapitálu (Zinecker et al., 2021b) a výstup z podniku spojený s *business angels*, respektive výběr vhodné exit strategie (Azarmi, 2016; Carpentier a Suret, 2015; Rigamonti et al., 2016). Na základě těchto skutečností se níže uvedený text věnuje shrnutí stěžejních poznatků výstupu BAs z podniku, a to včetně identifikace „bílých“ míst potenciálního výzkumu.

Rizikový kapitál nezůstává v podniku trvale. Cílem investora je na základě volby určité exit strategie dosáhnout co nejvyšší výnosnosti investice, respektive zisku (Sonius et al., 2015; Wonglimpiyarat, 2009). Zisk je generován v důsledku synergického důsledku působení spojení jedinečnosti podnikatelského záměru podnikatele a volných finančních prostředků investora, jeho odborných znalostí, dovedností a kontaktů (Nývtová a Režňáková, 2007). Plánování zahájení investičního podnikání je stejně důležité jako plánování konečného výstupu ze společnosti (Guo et al., 2015). Je zřejmé, že exit strategie je plán investora, jakým způsobem hodlá v budoucnu vystoupit ze společnosti. I přes tuto důležitost však výzkum exit strategie právě ve spojitosti s *business angels* a obecně s rizikovým kapitálem zaostává (Pisoni a Onetti, 2018).

Konkrétně obchodní andělé volí zpravidla jednu ze tří exit strategií, mezi které patří veřejná nabídka akcií (IPO), obchodní prodej a likvidace (Carpentier a Suret, 2015). Při IPO jsou akcie firem uvedeny na burzu cenných papírů, kdy bylo dle Gomperse a Lerner (1996) ukončení investice za pomoci veřejné nabídky identifikováno jako nejlepší volba výstupu s ohledem na návratnost investice a pověst investora, nehledě na výslednou vyšší konkurenceschopnost (Rigamonti et al., 2016). Účast obchodních andělů na IPO se od roku 2000 snižuje v návaznosti na regulaci trhu cenných papírů (Carpentier a Suret, 2015). Z tohoto důvodu je to právě obchodní prodej, který *business angels* preferují. Výstup ve formě obchodního prodeje představuje základní typ transakce vlastnických práv (Režňáková, 2012), kdy je podnik prodán například strategickému partnerovi. Důvodem volby obchodního prodeje BAs je výsledné vyšší zhodnocení v kratším čase, protože lze obchodní prodej poměrně snadno a rychle uzavřít, navíc

i poptávka po tomto způsobu ukončení bývá vyšší ve srovnání s IPO (Carpentier a Suret, 2015). V případě rizikové či ztrátové investice samozřejmě dochází ze strany obchodních andělů k volbě strategie likvidace či odepsání investice.

Finální výběr exit strategie BAs je ovlivněn celou řadou rozličných faktorů, které jsou zkoumány převážně na úrovni interních faktorů. Externí faktory jsou analyzovány zřídka (srov. Zinecker et al., 2021b). Mezi interní faktory patří např. zdroj financování (Guo et al., 2015), základní charakteristiky investora, typ investice VC, smluvní proměnné, plánování exitu, geografická lokace (Félix et al., 2014), specializace firmy (Rigamonti et al., 2016), fáze vývoje společnosti, investiční talent investora (Wenhui, 2016), faktory VC či podnikatelské faktory (Azarmi, 2016). Jako externí faktory exit strategie byly vědeckou obcí identifikovány především priority a preference trhu VC, finanční a právní systém, změny na trhu výrobků a služeb (Azarmi, 2016), legislativa či hospodářský cyklus (Wenhui, 2016).

Autoři Giot a Schwienbacher (2007) dospěli k závěru, že zkušenosti investora snižují pravděpodobnost likvidace, naopak zvyšují možnost výstupu skrze obchodní prodej a IPO, což souvisí i s délkou působení investora na trhu VC a jeho vzděláním v dané oblasti. Čím delší doba působení na trhu VC a čím vyšší úroveň vzdělání investor má, tím více se zvyšuje pravděpodobnost exit strategie obchodního prodeje či IPO před likvidací investice. Na obdobném principu pracuje i faktor – přítomnost investora v představenstvu podniku, jež zvyšuje pravděpodobnost úspěšnosti investice a volby výstupu skrze IPO (Félix et al., 2014). Zvýšení pravděpodobnosti veřejné nabídky akcií a snížení doby výstupu investora ze společnosti mimo jiné determinuje specializace podniku, tj. obor podnikání (Sincerre et al., 2019).

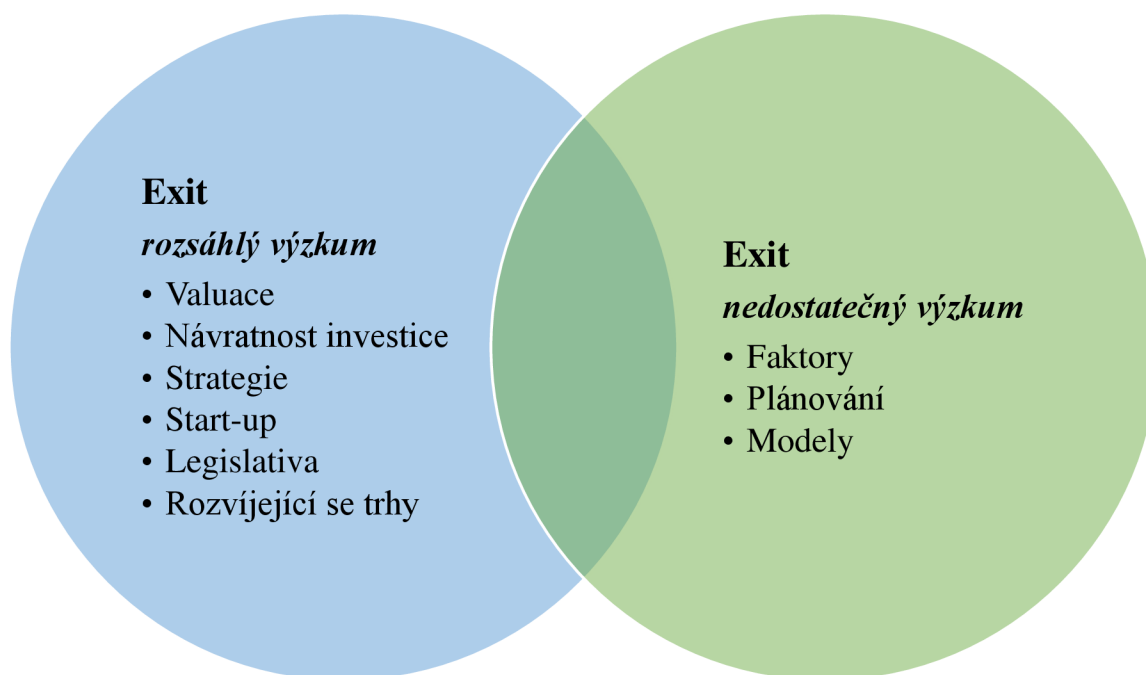
Jak již bylo uvedeno, výzkum externích faktorů je oproti interním determinantům nedostatečný a většina autorů, zabývajících se touto problematikou (např. Azarmi, 2016; Carpentier a Suret, 2015; Félix et al., 2014; Wenhui, 2016), uvádí totožné. V prvé řadě je zmiňován například hospodářský cyklus. Pokud je ekonomika na vzestupu, existuje více možností, jakým způsobem prodat podíl v organizaci a zvyšuje se také možnost veřejné nabídky akcií. Naopak, pokud je ekonomika ve fázi recese, dochází častěji k likvidaci (Wenhui, 2016). Zadruhé se jedná o náležitosti trhu rizikového kapitálu, kdy stupeň obtížnosti výstupu ze společnosti přímo ovlivňuje samotnou volbu strategie exitu. Nakonec lze uvést legislativní rámec, tj. politické zázemí, vydávané zákony, případně předpisy, jež explicitně souvisí také s nastavením trhu rizikového kapitálu a taktéž ovlivňují přímo úroveň obtížnosti exitu BAs (Azarmi, 2016; Wenhui, 2016).

Dle vědecké obce je vhodné zaměřit další výzkum do oblasti vlivu interních a externích faktorů na volbu exit *business angels* v podmínkách trhu rizikového kapitálu, kdy se tomuto tématu věnuje pouze hrstka studií (např. Azarmi, 2016; Carpentier a Suret, 2013 a 2015; Félix et al., 2014). Navíc je Česká republika identifikována jako nedostatečně analyzovaná, a to ve spojitosti s exitem a exit strategií BAs (Zinecker et al., 2021b). Co se týče doporučení dalšího výzkumu, Azarmi (2016) uvádí navrnutí obecného modelu determinace interních a externích faktorů ovlivňujících rozhodování o exitu investora rizikového kapitálu. Mimo jiné autor identifikoval „bílé místo“ v konkrétním vysvětlení působení jím zjištěných determinantů na výslednou strategii exitu. Mezi determinanty vztahující se přímo k investorovi zařadil autor

investiční faktory, tj. čistou současnou hodnotu, srovnání očekávané a skutečné výnosnosti či Altmanovo Z-Score. A faktory VC, tj. atraktivitu alternativních investičních příležitostí pro investory, přístup podniku k rizikovému kapitálu, smluvní úpravu rizikového kapitálu a úroveň budoucí poptávky po koupi investice (Azarmi, 2016). Dále Rigamonti et al. (2016) navrhuje analyzovat specializaci VC firem a následné působení dané specializace na volbu strategie exitu investora a rozsáhlejší výzkum ve spojitosti legislativního rámce a exit strategií. V neposlední řadě by také měly být vysvětleny dopady volby exit strategie jako základního determinantu pro výběr nové investiční příležitosti (Carpentier a Suret, 2015).

Následující schéma č. 5 vyobrazuje souhrnný přehled hlavních výzkumných oblastí v souvislosti s exitem BAs. Jedná se především o valuace, návratnost investice (např. Gregson et al., 2017; Mason a Harrison, 2002; Wiltbank et al., 2009), exit strategie (např. Guo et al., 2015; Schvienbacher, 2008; Soloma, 2014; Wang a Sim, 2001), start-up (např. DeTienne a Cardon, 2012; Wennberg et al., 2010), rozvíjející se trhy (např. Johan a Zhang, 2016) nebo legislativu (např. Munari a Toschi, 2014). Na druhou stranu jsou modře označeny oblasti prozkoumané nedostatečně, tj. oblasti výzkumné mezery. Mezi tyto oblasti patří faktory ovlivňující exit BAs (např. Carpentier a Suret, 2013 a 2015; Félix et al., 2014), plánování exitu BAs (např. Botelho et al., 2019) a rozhodovací model BAs o exitu (např. Azarmi, 2016).

#### Schéma č. 5: Oblasti zájmu výzkumu BAs



Zdroj: Vlastní zpracování

## 2 Vymezení cílů a výzkumných otázek disertační práce

Tato kapitola se zabývá identifikací cílů disertační práce, jež vzešly z výše uvedené výzkumné mezery. Dále jsou v následujícím textu vymezeny výzkumné otázky, které navazují na výzkumné cíle. Cílem této kapitoly je propojení literární rešerše spolu s metodickou částí 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 (dále také HC) 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.*

Důvodem zařazení DC1 je charakterizovat výzkumný vzorek a navázat tak mj. na přechozí studie zaměřené na vymezení sociodemografického a investičního profilu BAs působících v České republice (např. Skalická (2018), Zinecker et al. (2021a, 2021b)). Dále je výzkum exitů *business angels* nedostatečný, a to jak v kontextu celosvětovém (např. Botelho et al., 2019; Carpentier a Suret, 2015), tak i v kontextu České republiky (např. Zinecker et al., 2021a). Navíc Azarmi (2016) navrhuje vysvětlit vliv interních a externích faktorů na formu a načasování exitu investora rizikového kapitálu z cílového podniku. Z tohoto důvodu jsou v disertační práci zařazeny DC2–4 a jejich naplnění je stěžejní částí této disertační práce. DC5 vychází také ze závěrů Azarmiho (2016), který doporučuje na základě výzkumných výsledků z oblasti interních a externích faktorů ovlivňujících exit investora rizikového kapitálu formulovat model podporující rozhodování BAs o exitu.

### 2.2 Výzkumné otázky

Jednotlivé výzkumné otázky, tj. 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?*“

---

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

- DVO3: „*Jakým způsobem ovlivňují zjištěné interní faktory exit?*“
- DVO4: „*Které externí faktory ovlivňují exit BAs?*“
- DVO5: „*Jakým způsobem ovlivňují zjištěné externí faktory exit?*“

Díličí výzkumné otázky jsou v rámci empirického výzkumu dále operacionalizovány. Znamená to, že jsou přeloženy z jazyka teoretického do jazyka empirického (Disman, 2002), a to na základě principu adekvátnosti operacionalizace. Tato problematika je v disertační práci ověřena pilotní studií, respektive předvýzkumem.



### 3 Metodika výzkumu

*V kontextu této disertační práce je metodologie výzkumu chápána jako vědecká disciplína, která teoreticky popisuje jednotlivé vědecké metody (Hendl, 2012; Zháněl et al. 2014). Zatímco metodika výzkumu již popisuje praktické využití vědeckých metod, čímž poskytuje konkrétní návod k realizaci výzkumu a naplnění výzkumných cílů (Zháněl et al. 2014). V následujícím textu jsou stanovena jednak teoretická východiska, jednak praktické postupy. Z tohoto důvodu je v následující kapitole využíván pojem „metodika výzkumu“.*

Oddíly, respektive pododdíly této kapitoly obsahují popis postupu zpracování disertační práce a vymezení tvorby teoretického rámce, na který navazuje samotný metodický rámec, tj. přehled konkrétních zvolených postupů. Cílem této kapitoly je představit čtenáři souhrnným přehledem postupu zpracování disertační práce.

#### 3.1 Postup zpracování disertační práce

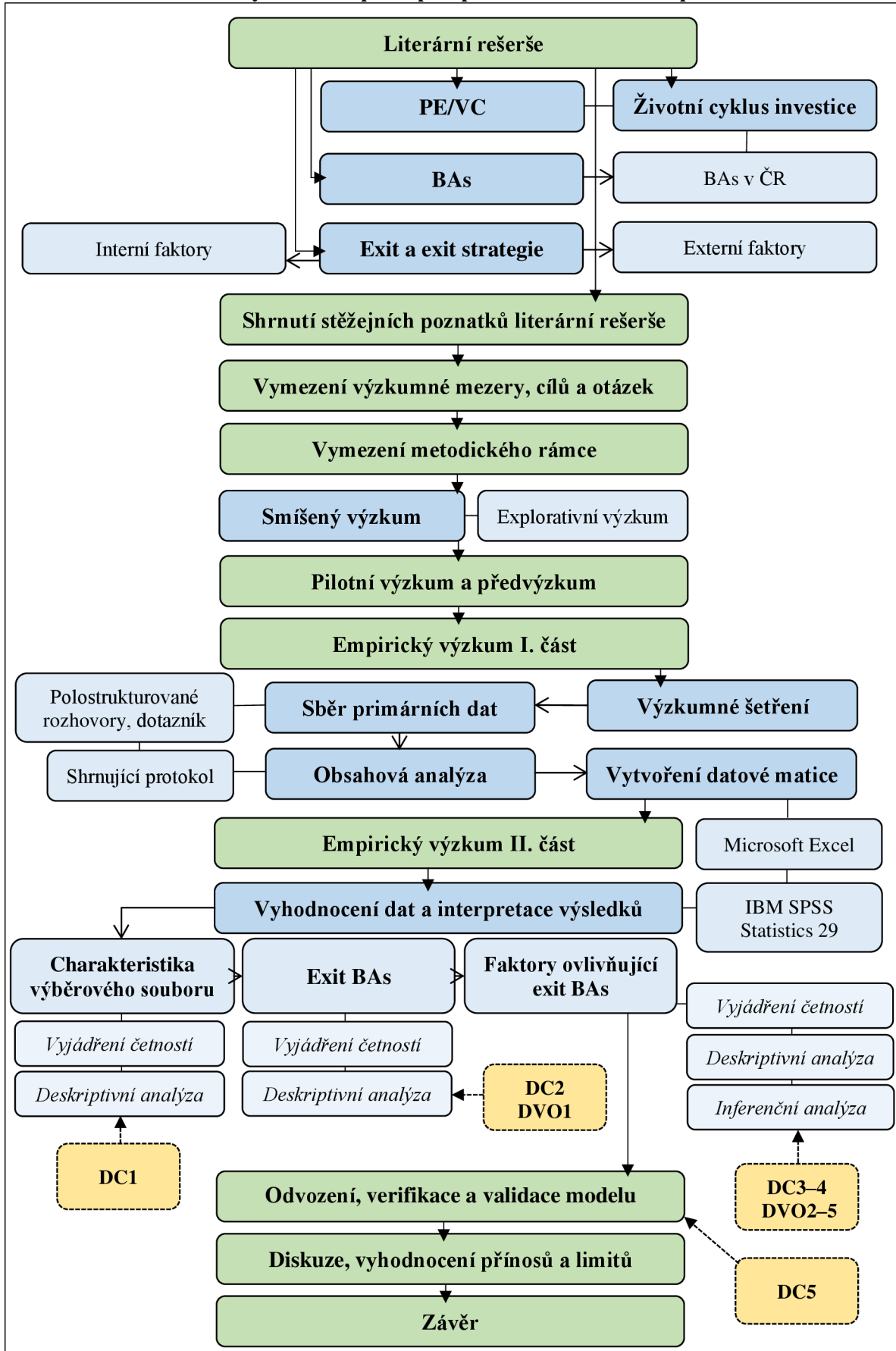
Disertační práce je rozsáhlé dílo, tudíž je vhodné držet se ověřených postupů tvorby s cílem dosažení co nejvyšší „kvality“ práce, a to vzhledem k rozsáhlému počtu na sebe navazujících činností (Hendl, 2005; 2012). Mezi dílčí kroky této disertační práce patří následující:

- 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. 6. Ke schématu náleží i rámcový harmonogram postupu zpracování disertační práce v příloze A. 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 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. 6: Grafické vyobrazení postupu zpracování disertační práce



Vysvětlivky: BAs – business angels; ČR – Česká republika; DC – dílčí cíl; DVO – dílčí výzkumná otázka; PE – private equity; VC – venture capital. Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.2 Zpracování teoretického rámce

Mezi zdroje literární rešerše jsou zařazeny zejména databáze **Web of Science** (dále také WOS), **Google Scholar**, Google Books a Primo. Nad rámec těchto databází jsou také využity knižní databáze Moravské zemské knihovny v Brně (dále také MZK) či fyzicky dostupné odborné zdroje MZK a Ústřední knihovny Vysokého učení technického v Brně. V rámci uvedených databází byly za využití Booleovských logických operátorů AND a OR a zkrácených symbolů klíčových slov vyhledány odborné zdroje, knihy a vědecké články. Relevantnost odborných zdrojů byla posuzována v rámci databáze WOS skrze průměrný počet citací za rok (CPY), kdy z podstaty zařazení článku vyplývá, že byl publikován v impaktovaném časopise. U vyhledávače Primo byly vyhledávány informace, zdali se jedná o recenzovaný článek v neimpaktovaném časopise a za pomoci SCImago Journal & Country Rank byl hodnocen H-index a zařazení vědeckého časopisu do jednoho ze čtyř kvartilů, kdy prvním dvěma kvartilům je přikládán vyšší význam. Obdobně byly vyhodnoceny nalezené zdroje v databázi Google Scholar, ovšem v tomto případě bylo do větší míry zapojeno rozhodnutí autora.

Vědecké články byly podrobeny obsahové analýze a následné syntéze s cílem popisu současného stavu poznání problematiky rizikového a rozvojového kapitálu se zaměřením se na *business angels* v České republice a jejich exit. **Obsahová analýza** je v tomto případě chápána jako metoda sběru dat, jež se opírá o vědeckou základnu, standardy, objektivitu, zobecnitelnost a replikovatelnost (Devi Prasad, 2019; Neuendorf, 2004). Neuendorf (2004) dále dodává, že obsahová analýza měří zvolené proměnné tak, jak se přirozeně vyskytují. Také je oproštěna od manipulace s nezávislými proměnnými, jelikož se zaměřuje na jednotlivé komponenty zkoumaného problému v podobě sběru a analýzy dat.

Ve vztahu k disertační práci byly na základě analýzy klíčových slov vyhledány vhodné odborné zdroje a následně byla provedena obsahová analýza textů. Konkrétně se jedná o důkladné čtení dat, detekování zvolených vzorců a výsledná interpretace získaných informací s cílem odhalení opakujících se vzorců (srov. Devi Prasad, 2019; Schrein, 2014). Následující tabulka č. 7 vyobrazuje ucelený přehled popsání způsobu vyhledávání a výběru vhodných zdrojů tvorby extenzivní literární rešerše této disertační práce, a to včetně vybraných klíčových slov.

**Tabulka č. 7: Identifikace způsobu vyhledávání relevantních zdrojů literární rešerše**

Zdroj	WOS, Primo, Google Scholar		WOS	Zařazení	Primo	Zařazení	SCImago	Zařazení
Technika	Logické operátory	Zkrácené symboly klíčových slov	CPY	odborné rozhodnutí autora	recenzované	ano	H-index	odborné rozhodnutí
	AND	*			nerecenzované	ne	kvartil I–II	ano
	OR						kvartil III–IV	odborné rozhodnutí
<b>Klíčová slova</b>								
<i>Venture capital, private equity, informal venture capital, business angel, angel investor, angel capital, exit, exit strategy, type of exit strategy, factors of exit strategy, determinants of exit strategy a jejich české ekvivalenty.</i>								

Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.3 Výzkumný přístup, strategie, metody a techniky sběru dat

Adekvátně k výzkumným otázkám je zvolen i výzkumný přístup. V rámci této disertační práce 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**. Výzkumný přístup je jako celek podpořen párovými logickými, respektive teoretickými metodami, tj. například analýzou a syntézou, deskriptivní a inferenční statistikou, respektive modelováním. Důvodem využití je snaha zachytit rozhodování o exitu BAs v České republice ve spojitosti s externími a interními faktory, které toto rozhodování ovlivňují. Výzkum v této oblasti je minimální, tudíž je cílem empirického výzkumu, který pracuje s reálnými daty, do hloubky prozkoumat zvolený fenomén. K tomuto účelu je vybrána vhodně zvolená technika sběru dat – **polostrukturovaný rozhovor a dotazníkové šetření**, které je součástí rozhovoru s BAs.

Následující tabulka č. 8 obsahuje základní přehled využitých metodik výzkumu této disertační práce, který je založen na modelu transformace dat QUAL+quan (viz schéma č. 7). V případě DVO1, DVO2 a DVO4 je zvolen kvalitativní výzkum s využitím přístupů metody Eisenhardt, a to ve smyslu využití výzkumné metody založené na případové studii a zakotvené teorii. Konkrétně je využito polostrukturovaného rozhovoru a následné kvalitativní obsahové analýzy a kvantitativní transformace kvalitativních dat, s čímž se pojí možnost následné deskriptivní analýzy. Zatímco u DVO3 a DVO5 je zvolen jak kvalitativní, tak kvantitativní výzkum, kdy je opět využit přístup metody Eisenhardt a polostrukturované rozhovory, kvalitativní obsahová analýza, kvantitativní transformace kvalitativních dat a deskriptivní analýza. Uvedený postup je doplněn orientačním výzkumem v rámci dotazníkového šetření a inferenční analýzou vycházející z propojení kvalitativních a kvantitativních dat a jejich interpretace.

**Tabulka č. 8: Přehled zvolené metodiky výzkumu u dílčích výzkumných otázek**

<b>HVO „Jak se andělští investoři rozhodují o exitu z cílových společností ve specifických podmínkách českého trhu rizikového kapitálu?“</b>	
<b>Dílčí výzkumné otázky</b>	<b>Metodika – smíšený výzkum</b>
DVO1 „Jaký přístup volí při rozhodování o exitu BAs v ČR? DVO2 „Které interní faktory ovlivňují exit BAs?“ DVO4 „Které externí faktory ovlivňují exit BAs?“	metoda Eisenhardt
	<i>technika sběru kvalitativních dat</i>
	polostrukturovaný rozhovor
	<i>analýza kvalitativních dat</i>
DVO3 „Jakým způsobem ovlivňují zjištěné interní faktory exit?“ DVO5 „Jakým způsobem ovlivňují zjištěné externí faktory exit?“	obsahová analýza kvalitativních dat
	<i>kvantitativní transformace</i>
	četnosti, deskriptivní analýza
	metoda Eisenhardt a orientační šetření
	<i>technika sběru kvalitativních dat</i>
	polostrukturovaný rozhovor
<i>technika sběru kvantitativních dat</i>	
DVO3 „Jakým způsobem ovlivňují zjištěné interní faktory exit?“ DVO5 „Jakým způsobem ovlivňují zjištěné externí faktory exit?“	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

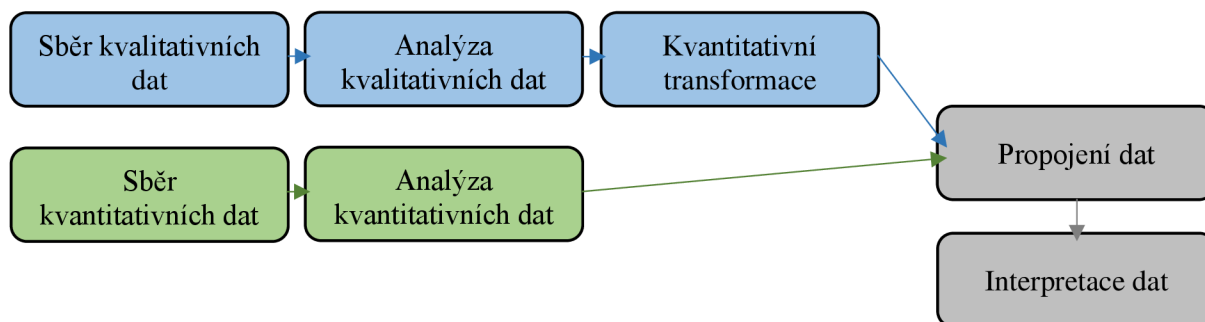
Specifiky o zvoleném výzkumném přístupu, výzkumných metodách a technice sběru primárních dat pojednává níže uvedený text.

### 3.3.1 Smíšený výzkumný přístup

V rámci disertační práce je využit při realizaci neexperimentálního empirického výzkumu smíšený výzkumný přístup. Smíšený výzkumný přístup této disertační práce využívá kvalitativní i kvantitativní výzkum, respektive jejich vybrané strategie, výzkumné metody a techniky za pomoci triangulace *QUAL+quan* a modelu transformace dat. Důvodem je podpora silných stránek, a naopak eliminace slabých stránek jednotlivých výzkumů. Na druhou stranu je nevýhodou smíšeného výzkumného přístupu zvládnutí jak kvalitativních, tak kvantitativních postupů. Kvalitativní výzkum je využit primárně kvůli indukci a zkoumání exitu BAs v ČR do hloubky za pomoci rozhovorů a kvantitativní výzkum je zapojen s cílem využití dedukce a dotazníkového šetření (srov. Hendl, 2005). Důvodem volby smíšeného výzkumu je zajištění metodologické triangulace, která za pomoci obměny konkrétních technik sběru dat zajistí jejich validitu (Reichel, 2009).

Model transformace dat poskytuje dle Creswella a Clarka (2017) možnost separátního sběru dat za pomoci odlišných technik. Po sběru dat výzkumník využívá postupy k transformaci dat jednoho typu na typ opačný, tzn. kvantifikace kvalitativních dat nebo kvalifikace kvantitativních dat. V této disertační práci je realizována kvantifikace kvalitativních dat za pomoci obsahové analýzy, a to včetně jejich kódování. Cílem kvantifikace je následné vyhodnocení dat za pomoci deskriptivní a inferenční analýzy a propojení výsledků kvalitativního i kvantitativního výzkumného šetření. Uvedenou strategii vyobrazuje následující schéma č. 7.

**Schéma č. 7: Model transformace dat QUAL+quan**



*Zdroj: Vlastní zpracování dle Creswell a Clark (2017)*

#### **Kvalitativní výzkum**

Reichel (2009) charakterizuje kvalitativní výzkum jako soubor různorodých postupů, za pomoci kterých se výzkumník snaží porozumět zkoumanému fenoménu. Mezi základní faktory kvalitativního výzkumu patří: intenzivní šetření zkoumané skutečnosti, indukce – nejprve sběr primárních dat, poté formulace a identifikace vztahů, zkoumání mnoha aspektů u mála objektů, postup flexibilně reaguje na zjištěné informace, získávání údajů je do jisté míry nestandardizované, sběr a analýza údajů jsou většinou časově náročné, výpovědi respondentů jsou jedinečné, zobecnění výsledků je problematické, výsledky mohou být ovlivněny výzkumníkem, porozumění zkoumanému problému nebo identifikace konkrétních podmínek a situací. Vybraný přístup k tvorbě empirického výzkumu této disertační práce má své výhody

i nevýhody. Hendl (2005) mezi výhody kvalitativního výzkumu řadí získání podrobného vhledu do zkoumaného fenoménu, zkoumání fenoménu v přirozeném prostředí, umožnění studia procesů, navrzení teorie či exploraci nových fenoménů. Co se týče nevýhod kvalitativního výzkumu, lze uvést například fakt, že je těžké zobecnit výsledky nebo provést kvantitativní predikce. Navíc je častokrát časově náročnější samotný sběr dat a existuje zde možnost subjektivního ovlivnění výsledků autorem.

Mezi konkrétní strategie kvalitativního výzkumu patří případová studie, etnometodologický a etnografický výzkum, fenomenologické zkoumání, zakotvená teorie nebo historický a narativní výzkum (O'Dwyer a Bernauer, 2013). Přičemž hranice mezi jednotlivými strategiemi je velmi nízká. Z tohoto důvodu Gehnam et al. (2018) popisují na základě praktických výzkumů předních autorů tři strategie kvalitativního výzkumu. Konkrétně se jedná o metodu Eisenhardt, Goia a Langley. Metoda Eisenhardt (budování teorie z případových studií) je založena na kombinaci dvou strategií, konkrétně případové studii a zakotvené teorii, přičemž počet zkoumaných případů není touto metodou omezen. Jedná se o tzv. *multicase* výzkum, kdy lze počet případů navyšovat až do teoretického nasycení. Jednotlivé zkoumané případy jsou analyzovány v prvé řadě jednotlivě a následně celkově s cílem tvorby obecných teoretických návrhů. Cílem této metody je interpretace obecné reality, nikoliv reality jednotlivých případů a vysvětlení jak a proč věci fungují (Langley a Abdallah, 2011)

V rámci případové studie vychází metoda Eisenhardt z přístupu Yina (1994). Případová studie je induktivní přístup k výzkumnému šetření, který dokáže podrobně popsat typické případy a identifikovat jevy, jež kvantitativní šetření nezachycuje. Případová studie analyzuje do hloubky menší počet dat, nicméně obsahem mnohem bohatší nežli kvantitativní výzkum, což je ovšem na úkor jejich zobecnitelnosti (Hendl a Remr, 2017). Dle Yina (2018) existují tři předpoklady použití případové studie ve výzkumu. Jedná se o jedinečnost případu, ověření dříve vytvořené teorie a možnost analýzy dříve nepřístupnému jevu. V tomto ohledu splňuje disertační práce všechny předpoklady užití. Případová studie využívá předem poznaného teoretického konceptu a snaží se o studium vyšších vztahů a příčin dění zvolených fenoménů. Zatímco zakotvená teorie zpravidla nevychází ze základních teoretických konceptů, kdy výzkumníci dopředu nemají představu o struktuře zkoumaných vztahů. Cílem zakotvené teorie je interpretace výsledků výzkumu na základě jednotlivců a jejich představě o tom, jak věci fungují. Navíc se v případě této strategie může výzkum vychýlit do doposud neprobádané roviny zkoumání (Gehman et al., 2018; Hricová et al., 2023; Langley a Abdallah, 2011).

V rámci kvalitativního výzkumu lze využít obecně ke sběru dat dle Hendla (2005) následující metody: (1) pozorování, (2) studium textů a dokumentů, (3) *interview* – rozhovor nebo (4) audio a video záznamy. Kategorii *interview* lze dále dělit na jednotlivé typy rozhovorů, konkrétně strukturovaný, rozhovor pomocí návodu (polostrukturovaný), neformální, narativní či rozhovor fenomenologický (Hendl, 2005). Pro tuto disertační práci je vybráno *interview* v podobě polostrukturovaného rozhovoru. S ohledem na výběr sběru kvalitativních dat doporučuje metoda Eisenhard využití podpůrných kvantitativních technik pro zajištění větší komplexnosti získaných dat a také kvantitativní vyhodnocení dat (Gehnam et al., 2018).

## **Kvantitativní výzkum**

Kvantitativní výzkum je založen na předpokladu, že jsou zkoumané fenomény měřitelné. Jedná se o extenzivní přístup, kdy výzkumník využívá dedukci. Kvantitativní výzkum je vysoce standardizovaný, z čehož vyplývá poměrně rychlý sběr dat i jejich vyhodnocení. Výsledky kvantitativního výzkumu jsou zobecnitelné a relativně nezávislé na osobě výzkumníka (Reichel, 2009). Výhodou tohoto přístupu je právě zobecnitelnost výsledků na vybranou populaci a rychlý sběr dat. Na druhou stranu je výzkumník omezen formou získávání dat, která mohou být příliš obecná a nemusí tak dojít k přesnému poznání zkoumaného fenoménu (Hendl, 2005). Mezi konkrétní strategie kvantitativního výzkumu lze zařadit výzkum experimentální, kvaziexperimentální, korelační a pozorovací studii (Walker, 2013). Ferjenčík (2008) v tomto ohledu uvádí výzkum orientační, jehož cílem je pouze deskriptivní charakter a určení kvantitativních hodnot určitého zkoumaného jevu. V této disertační práci je využito orientačního výzkumu dle Ferjenčíka (2008), jelikož cílem zařazení daného typu zkoumání je identifikace kvantitativního vyjádření míry významnosti interních a externích faktorů působících na exit BAs v ČR.

Ke sběru primárních dat v kvantitativním výzkumu lze využít několik technik. Například Reichel (2009) mezi tyto techniky zařazuje: (1) standardizovaný rozhovor, (2) standardizované pozorování, (3) dotazníkové šetření a (4) experiment. V případě této disertační práce je zvolena technika sběru dat ve formě standardizovaného dotazníku, který má podobu formuláře a respondenti pouze určují během realizovaných polostrukturovaných rozhovorů kvantitativní hodnoty vybraných odpovědí. Cílem techniky sběru dat je opět kvantitativní ohodnocení významnosti interních a externích faktorů exitu BAs. Konkrétně o sběru kvalitativních a kvantitativních primárních dat během realizovaných polostrukturovaných rozhovorů pojednává níže uvedený text (viz pododíl 3.3.4).

### **3.3.2 Logické metody**

Dle Molnára et al. (2012) obsahují logické metody tři párové postupy zkoumání, konkrétně analýzu a syntézu, indukci a dedukci a abstrakci a konkretizaci. A protože je disertační práce rozsáhlé dílo, jsou logické metody využívány v rámci konkrétních pasáží nezávisle na sobě.

- 1. Analýza a syntéza** – analýza je proces rozčlenění celku na jednotlivé části, zatímco syntéza je označována jako logický systém od části k celku (Molnár et al., 2012; Reichel, 2009). Oba systémy jsou v rámci disertační práce využity při vyhodnocování a interpretaci polostrukturovaných rozhovorů, dotazníkového šetření a vytváření modelu rozhodování.
- 2. Indukce a dedukce** – indukce je procesem formulace obecných výsledků na základě zkoumání jednotlivých jevů. Zpravidla zodpovídá otázky „proč?“ a „jak?“ a pracuje s kvalitativními daty. Na základě induktivního přístupu jsou zodpovídány jednotlivé dílčí otázky. Zatímco dedukce je přístup vytváření směřující od obecných závěrů k dílčím, tento přístup využívá primárně kvantitativní data a je využit v rámci dotazníkového šetření.
- 3. Abstrakce a konkretizace** – myšlenkový proces abstrakce je využit k vydělení podstatných charakteristik a znaků, které zodpovídají výzkumné otázky. Naopak konkretizace umožňuje identifikovat konkrétní výskyt určitého objektu (Molnár et al., 2012; Reichel, 2009), což opět přispívá jednak ke zodpovězení výzkumných otázek, jednak k tvorbě modelu rozhodování BAs o exitu.

### 3.3.3 Výběr výzkumného vzorku

Respondenti výzkumu jsou vybráni ze základní populace, tj. množiny teoreticky možných objektů výzkumu (Hendl, 2012) ve formě **základního**, respektive **výběrového souboru**. Základní soubor, který tvoří obchodní andělé působící v České republice, zahrnuje všechny objekty potřebné pro výzkum, které jsou eliminovány o nedosažitelné případy, z nichž je následně vytvořen výběrový soubor reálně dotázaných. Důvodem je skutečnost, že část andělských investorů působí skrytě a není vedena v žádných databázích, tudíž není možné identifikovat přesný počet BAs v ČR. Například EBAN (2022) pracuje s otevřeným a skrytým trhem BAs, kdy se na otevřeném trhu pohybuje zhruba 300 andělských investorů. Objekty základního souboru jsou vybrány na základě **záměrného nepravděpodobnostního výběru** výzkumníkem, což znamená, že každý z prvků nemá stejnou pravděpodobnost zařazení a výběr musí být podložen například znalostí problematiky výzkumu autorem (Reichel, 2009).

Ze základního, respektive výběrového souboru byli osloveni konkrétní obchodní andělé k realizaci rozhovoru na základě principu dostupnosti a dobrovolnosti, kdy je pro zajištění reprezentativnosti vzorku namátkový **výběr strukturovaný**. Nutno podotknout, že autor disertační práce nebyl s andělskými investory do té doby nikterak v kontaktu. Potenciální účastníci výzkumu, tj. respondenti byli kontaktováni elektronickou formou, konkrétně e-mailem či osobní zprávou v rámci vybraných sociálních sítí, případně telefonicky s žádostí o uskutečnění krátkého polostrukturovaného rozhovoru. Zpočátku byla žádost formální a obsáhlá, ovšem jak bylo zjištěno, BAs preferují krátké zprávy. Z tohoto důvodu došlo k úpravě formy sdělení a komunikace probíhala stručně, na přátelské úrovni. Oslovení probíhalo z účelově vybraných zdrojů v rozmezí od **12. července 2022 do 28. srpna 2022**, přičemž mnozí z potenciálních respondentů byly v případě nulové reakce kontaktování na několika z nich. Delší doba oslovování by nedávala smysl, jelikož během zhruba měsíce a půl byly všechny možné zdroje kontaktů vyčerpány.

Celkově bylo **osloveno 113 andělských investorů**, 6 klubů andělských investorů a 2 akcelerátory. Na základě kontaktování bylo domluveno 29 rozhovorů, z nichž **25 se reálně uskutečnilo**. Konkrétně byly využity pro identifikaci respondentů empirického výzkumu této disertační práce zejména následující zdroje:

1. **Pitchbook** – V první řadě se zdrojem staly e-mailové kontakty z databáze Pitchbook vyhledané dle filtrace *business angels individual AND headquarters Czech republic AND Czech nationality*. V tomto případě bylo kontaktováno 34 andělských investorů. Za pomoci databáze Pitchbook byla reálně do výzkumného vzorku zařazena jedna osoba.
2. **Google** – Zadruhé byl využit vyhledávač Google a kombinace klíčových slov *business angels, angel investor, obchodní anděl, andělský investor a Česká republika*. Vyhledání BAs se povětšinou shodovali s kontakty databáze Pitchbook, nicméně tři nové kontakty z tohoto typu zdroje také vzešly. Konkrétně byli respondenti osloveni na základě uvedeného e-mailového kontaktu na jejich webových stránkách, respektive blogu. Všechny tři kontakty byly ve výsledku zařazeny do výzkumného vzorku disertační práce.
3. **Kluby andělských investorů** – Zatřetí byli za pomoci e-mailové komunikace osloveni ke spolupráci následující kluby a asociace: Top-In Business Angels Club, Czech Business Angels Association, Business Angels Club, Venture Club, Garage Angels a Business Angels Club Brno, Impact Hub či Start It, jejichž kontakty vzešly z druhého kroku, tj.



obecného využití vyhledávače Google. Za pomoci tohoto zdroje bylo osloveno 6 klubů a 2 akcelerátory. Nicméně další kontakty z této fáze nevypluly, jelikož kluby střeží anonymitu svých členů.

4. **Sociální síť** – Začtvrté došlo k oslovení investorů na vybraných sociálních sítích, konkrétně Facebook, Instagram, LinkedIn a Twitter, kde byli potenciální respondenti opětovně vyhledávání za pomoci kombinace klíčových slov *business angels*, *angel investor*, obchodní anděl, andělský investor a byla zde využita filtrace pro identifikaci osob z České republiky. Na Facebooku i Instagramu byl osloven jeden potenciální respondent, zatímco na Twitteru dva. Největší potenciál oslovení a procento zpětné reakce získal ovšem LinkedIn, kde je komunita českých andělských investorů velice aktivní, a proto byli BAs vyhledávání také přes vzájemné sdílené „kruhy“ přátel. Do výzkumného vzorku bylo z 80 oslovených zařazeno na základě této sítě 16 respondentů.
5. **Osobní kontakty** – Nakonec byl využit a zařazen do výzkumného vzorku jeden osobní kontakt autora této disertační práce.

Snahou bylo i využití metody sněhové koule, kdy dochází ke sběru dalších kontaktů výběrového souboru skrze původního informátora, jenž odkazuje na další členy souboru (Disman, 2002). V praxi to může vypadat například tak, že je ze základního souboru vybráno pár respondentů, kteří jsou požádáni, aby uvedli 3–5 dalších osob, které je vhodné do výzkumu zařadit, tyto osoby jsou následně dotázány na totéž a výběrový soubor exponenciálně narůstá (Reichel, 2009). Nicméně, jak bylo v průběhu prvotních komunikací s BAs zjištěno, jen velmi zřídka jsou ochotni poskytovat osobní kontakty dalších investorů, jelikož stejně jako vztah mezi BAs a *founders*, je i vztah mezi investory navzájem postaven na vzájemné důvěře. Z tohoto důvodu bylo od prosby poskytnutí dalších kontaktů po několika rozhovorech ustoupeno. Na druhou stranu zpětná reakce přímo oslovených investorů byla dostačující, tudíž nebylo nutné je uvádět do rozpaků plynoucích z odmítnutí poskytnutí dalšího kontaktu. Z osmi doporučených kontaktů byli do výzkumného vzorku zařazeni tři respondenti.

### 3.3.4 Techniky sběru dat

Technika sběru dat musí samozřejmě odpovídat výzkumnému přístupu, tj. vybranému smíšenému výzkumnému přístupu disertační práce. Jak již bylo zmíněno, kvalitativní výzkum nabízí několik technik pro sběr dat, mezi které patří pozorování, studium textů a dokumentů, *interview* nebo audio a video záznamy. Zatímco u kvantitativního výzkumu patří mezi stěžejní techniky sběru primárních dat dotazníkové šetření (Hendl, 2005). 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 těchto rozhovorů bylo realizováno s respondenty také dotazníkové šetření pro účely hodnocení jednotlivých kritérií a následného zpracování rozhodovacího modelu.

V období **od 17. července 2022 do 7. října 2022** bylo uskutečněno **25 polostrukturovaných rozhovorů** s českými andělskými investory, a to včetně realizace dotazníkového šetření během rozhovoru s respondentem. Nejkratší hovor měl délku 23 minut, naopak nejdelší měl délku 1 hodinu 41 minut. V případě všech rozhovorů bylo ze strany respondenta povoleno provést audiozáznam. Po úvodním kontaktu a odsouhlasení zařazení respondenta do výzkumu zodpověděli investoři otázky polostrukturovaného rozhovoru a dotazníkového šetření.

Respondentům byla nabídnuta možnost zaslání otázek dopředu, nicméně nebyla zřejmě z časových důvodů BAs využita.

Snahou autora bylo provedení polostrukturovaného rozhovoru „tváří v tvář“, ovšem s ohledem na koronavirovou krizi i vyčípanost obchodních andělů došlo také k využití podpůrných technik internetových platform spojení se s respondentem jako je například **Google Meet** či **Zoom** nebo **telefonického hovoru**. Osobní schůzka byla nakonec uskutečněna ve třech případech, 10 rozhovorů proběhlo na platformě Google Meet, dva rozhovory přes Zoom a 10 rozhovorů bylo realizováno telefonicky. S cílem zajištění metodologické triangulace uvnitř metody, kdy dochází ke kombinaci více technik sběru dat za účelem zvýšení validity výsledných poznatků, bylo využito i studium sekundárních zdrojů dat. Konkrétně se jedná o údaje BAs z databáze Pitchbook či veřejně dostupné informace (Hendl, 2005).

Sumarizace výše uvedených informací z oblasti specifikace výzkumného vzorku a technik sběru dat je uvedena v následující tabulce č. 9. Zajímavostí je, že reakce a uskutečnění polostrukturovaného rozhovoru s andělskými investory proběhlo opravdu velice rychle od prvotního oslovení respondenta.

**Tabulka č. 9: Základní charakteristika realizace polostrukturovaných rozhovorů – 2022**

#ID	Zdroj	Forma oslovení	Datum oslovení	Datum realizace	Délka hovoru	Médium	Audio záznam
R01	Osobní	Telefon	15. 07.	17. 07.	1:01 hod.	Telefon	✓
R02	Google	E-mail	16. 07.	23. 07.	1:30 hod.	Meet	✓
R03	Snowball	Zprávy*	16. 07.	26. 07.	1:05 hod.	Meet	✓
R04	LinkedIn	Zprávy	20. 07.	26. 07.	0:23 hod.	Telefon	✓
R05	LinkedIn	Zprávy	20. 07.	27. 07.	0:32 hod.	Zoom	✓
R06	LinkedIn	Zprávy	20. 07.	28. 07.	0:54 hod.	Meet	✓
R07	LinkedIn	Zprávy	16. 07.	29. 07.	0:58 hod.	Telefon	✓
R08	LinkedIn	Zprávy	12. 07.	01. 08.	1:41 hod.	Telefon	✓
R09	Google	E-mail	20. 07.	01. 08.	0:53 hod.	Schůzka	✓
R10	Snowball	E-mail	23. 07.	02. 08.	0:34 hod.	Telefon	✓
R11	LinkedIn	Zprávy	27. 07.	03. 08.	1:06 hod.	Telefon	✓
R12	Google	E-mail	12. 07.	04. 08.	0:55 hod.	Meet	✓
R13	LinkedIn	Zprávy	03. 08.	05. 08.	1:10 hod.	Telefon	✓
R14	LinkedIn	Zprávy	02. 08.	08. 08.	0:34 hod.	Meet	✓
R15	LinkedIn	Zprávy	26. 07.	10. 08.	0:34 hod.	Meet	✓
R16	LinkedIn	Zprávy	09. 08.	10. 08.	0:31 hod.	Telefon	✓
R17	Snowball	Zprávy*	01. 08.	17. 08.	1:20 hod.	Schůzka	✓
R18	LinkedIn	Zprávy	08. 08.	18. 08.	1:21 hod.	Meet	✓
R19	Pitchbook	E-mail	12. 07.	22. 08.	0:31 hod.	Zoom	✓
R20	LinkedIn	Zprávy	03. 08.	24. 08.	1:10 hod.	Meet	✓
R21	Google	E-mail	19. 08.	01. 09.	0:36 hod.	Meet	✓
R22	LinkedIn	Zprávy	26. 08.	01. 09.	0:44 hod.	Telefon	✓
R23	LinkedIn	Zprávy	28. 08.	08. 09.	0:47 hod.	Schůzka	✓
R24	LinkedIn	Zprávy	30. 08.	12. 09.	1:13 hod.	Telefon	✓
R25	LinkedIn	Zprávy	28. 08.	07. 10.	0:40 hod.	Meet	✓

\*Oslovení přes LinkedIn zprávy na základě propojení přes jiného andělského investora.

Zdroj: *Vlastní zpracování*

## **Polostrukturovaný rozhovor**

*Interview* ve formě polostrukturovaného rozhovoru je zvoleno z důvodu snížení standardizace, jež není v případě kvalitativního šetření žádoucí (Hendl, 2005). Principem polostrukturovaného rozhovoru je soubor předpřipravených otázek, které výzkumník v průběhu *interview* modifikuje tematicky i v návaznosti na pochopení dotazu respondentem. Částečná volnost vede k navázání důvěrnějšího vztahu mezi tazatelem a dotazovaným, na druhou stranu může způsobit špatné třídění získaných informací (Reichel, 2009). Rozhovoru samozřejmě předchází pilotní studie, jejímž cílem je zjistit, zdali jsou vůbec požadované informace dosažitelné a předvýzkum, jež se provádí na malém vzorku cílové skupiny a testuje nástroje, které jsou ve výzkumu využity (Disman, 2002).

V samotném úvodu práce došlo k analýze sekundárních dat odborných článků v rámci vytvoření extenzivní literární rešerše. Na tomto teoretickém základě jsou realizovány i polostrukturované rozhovory, sloužící ke sběru dat primárních, kdy je datová základna tvořena výsledky těchto rozhovorů. K získání potřebných dat pro empirický výzkum disertační práce je tedy využito primární výzkum, respektive primární zdroje dat z polostrukturovaných rozhovorů s 25 českými obchodními anděly. Při realizaci *interview* je využito soubor otázek/okruhů k vedení osobního polostrukturovaného rozhovoru. Mezi jednotlivé okruhy otázek je zařazena charakteristika exitu a exit strategie, včetně jejich plánování, dále jsou zařazeny interní a externí faktory, charakteristika investic a investiční proces a sociodemografické údaje. Souhrnně vypadá struktura a okruhy dotazovaných oblastí polostrukturovaného rozhovoru následovně:

- 1. Charakteristika exitu a exit strategie a plánování exitu** – doba působení, počet exitů, typy exit strategií, IPO, kupující investice, ohodnocení podílu při exitu, ohodnocení exit strategií, smluvní úprava exitu, rychlost exitu, předčasné ukončení investice, nejvyšší prodejní částka, nejnižší prodejní částka, fáze životního cyklu investice, plán exitu, přístup k volbě exit strategie, důvody využití jednotlivých přístupů, spolupráce s *founders*.
- 2. Externí a interní faktory** – hospodářský cyklus, ekonomické ukazatele, změny na trhu a úroveň budoucí poptávky, rozvinutost kapitálového trhu, legislativa, další externí faktory, účast v podniku, důvěra, technologické inovace, fáze vývoje podniku, další interní faktory.
- 3. Charakteristika investic a investiční proces** – pre-investiční fáze, odvětví podniku, no-go zóny, přidaná hodnota *business angels*, objem investic, investiční kritéria I, investiční kritéria II, investiční kritéria III, investiční kritéria IV.
- 4. Sociodemografická charakteristika** – věk, bydliště, vzdělání, současná pracovní pozice, předchozí pracovní pozice.

Soupis výše uvedených okruhů polostrukturovaného rozhovoru, a to včetně konkrétních otázek *interview* je obsažen v příloze B. Struktura rozhovoru je sestavena na základě pilotního výzkumu, respektive předvýzkumu, kdy nejvíce důležité otázky jsou kladeny prvotně, jelikož v několika případech byla časová dotace rozhovoru pouze okolo 30–40 minut a například sociodemografické údaje lze dohledat skrze internetové vyhledávače nebo sociální sítě.

### Dotazníkové šetření

Okruh interních a externích faktorů zahrnuje navíc dotazník, respektive formulář či arch k vyplnění, 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<sup>2</sup>. Tento dotazník se stal součástí polostrukturovaných rozhovorů s cílem posouzení důležitosti faktorů ovlivňujících exit BAs, přičemž dané faktory vycházejí z literatury.

Větší část vědecké obce přistupuje k využití liché Likertovy škály, jelikož poskytuje respondentovi neutrální odpověď a nenutí jej záměrně k výběru (Revilla et al., 2014). Z tohoto důvodu je v rámci hodnocení důležitosti jednotlivých faktorů ovlivňujících exit BAs využita právě pětistupňová Likertova škála. Arch dotazníkového šetření je rovněž obsažen v příloze B. V následující tabulce č. 10 jsou vyobrazeny jednotlivé interní a externí faktory ovlivňující exit BAs v ČR, které během realizovaných polostrukturovaných rozhovorů respondenti hodnotili.

**Tabulka č. 10: Hodnocení determinantů exitu BAs v ČR – dotazníkové šetření**

Faktory ovlivňující exit	
<i>interní</i>	<i>externí</i>
přístup k řízení investice BA (aktivní/pasivní účast), smluvní úprava exitu, důvěra, kvantitativní kritéria hodnocení investice BA, kvalitativní kritéria hodnocení investice BA, schopnost zpětného odkupu podnikem ( <i>founders</i> ), fáze životního cyklu podniku ( <i>seed, start-up, later-stage venture</i> ), úroveň technologické inovace, lokace investice, odvětví podniku	růst a pokles HDP, úrokové sazby, měnový kurz a jeho vývoj, nezaměstnanost, růst cen primárních zdrojů, energetická krize, covid-19, geopolitický vývoj, změny poptávky po podniku, budoucí úroveň poptávky po podniku, rozvinutost kapitálového trhu, fungující trh s IPO, legislativa, daně, vymahatelnost práva, malý trh ČR, nezavedení eura, jazykové bariéry

Zdroj: Vlastní zpracování

### 3.4 Způsob vyhodnocení a interpretace

Primárním zdrojem pro vyhodnocení kvalitativního výzkumu je **textová zpráva**, která je následně zpracována za pomoci obsahové analýzy s cílem vyvození závěrů a nových teorií (Tahal et al., 2022). Podkladem pro vyhodnocení kvalitativního zkoumání, konkrétně polostrukturovaných rozhovorů této disertační práce se stala **transkripce získaných dat**, za pomoci níž došlo v období od 1. prosince 2022 (respektive 1. srpna 2022 pro předvýzkum) do 31. března 2023 k úplnému přepisu 25 audio záznamů do podoby textové zprávy, respektive transkriptu. Transkripce slouží k uchování i organizaci dat a jedná se o převod původních dat do lépe zpracovatelné formy (Hendl, 2005).

Transkripty mohou nabývat několika podob – doslovná transkripce, komentovaná transkripce, redigovaná transkripce, shrnující protokol a selektivní protokol, kdy volba konkrétního typu vychází z účelu výzkumu, složitosti odpovědí nebo odborné zkušenosti autora. Pro účely této disertační práce byla vybrána podoba **shrnujícího protokolu**, kde dochází k doslovnému přepisu pouze důležitých pasáží a zestručněny jsou ty části, které nejsou pro výzkum podstatné nebo tvoří tzv. „vatu“ (Tahal et al., 2022). Ve vztahu k transkripci audio záznamů byla uvažována také doslovná transkripce a využití podpůrných softwarových nástrojů jako je

<sup>2</sup> 0 = nedůležité; 1 = nejméně důležité; 2 = méně důležité; 3 = důležité; 4 = více důležité; 5 = nejdůležitější

Transkriptor, Beey či Diktuj od Microsoft (dále také MS) Word, nicméně v tomto případě by byla nutná rozsáhlejší korektura textu. Z tohoto důvodu došlo k osobnímu přepisu audio záznamu autorem do MS Word ve formě již uvedeného shrnujícího protokolu.

Jak již bylo uvedeno, získaná data jsou kvantifikována za pomoci modelu transformace dat. Výsledné shrnující protokoly byly následně vyhodnoceny v měsíci dubnu 2023 za pomoci **obsahové analýzy** kvalitativních dat. Obsahová analýza je vnitřní analýza textového dokumentu, jejímž cílem je vyhledávání znaků, prvků, vztahů či aspektů. Dle Reichela (2009) se jedná o přístup, kdy jsou vyhledávány, identifikovány a formulovány prvky a fenomény, které je poté možno kvantifikovat. Reichel (2009) a Hendl (2005) dále dodávají, že obsahová analýza obsahuje několik na sebe navazujících kroků, konkrétně jsou primární data v případě kvalitativního výzkumu segmentována a kategorizována, otevřeně kódována a poznámkována, identifikována, zobrazována a interpretována.

V tomto směru bylo opětovně možné využít některé ze softwarových nástrojů, jako je například software MAXQDA, což je program určený k podpoře a vyhodnocení kvalitativního nebo smíšeného výzkumného šetření. Výhodou tohoto programu je propojení kódování dat spolu s dalšími analýzami. Navíc MAXQDA dokáže generovat schémata otázek a odpovědí respondentů. Na druhou stranu je nevýhodou slabší uživatelské rozhraní nebo statistické zpracování dat či náročnost práce v programu, navíc je software placený (Godau, 2004; MAXQDA, 2023). Z tohoto důvodu byla obsahová analýza provedena v MS Excel. Shodné kategorie byly řádně kódovány a tyto kódy následně převedeny do IBM SPSS Statistics 29. Výhodou tohoto softwaru je obsáhlejší možnost statistického zpracování dat i na malém vzorku, na druhou stranu program neposkytuje generování schémat kategorií otázek a jejich odpovědí. Tato nevýhoda ovšem nezasahuje do zpracování disertační práce, tudíž byl zvolen právě software IBM SPSS Statistics 29 (IBM, 2023)

Autoři Hendl (2005) a Reichel (2009) vymezují několik na sebe navazujících kroků zpracování obsahové analýzy. Konkrétně byla primární data této disertační práce:

- 1. Segmentována/kategorizována** – v této části vyhodnocení polostrukturovaných rozhovorů došlo k rozřídění informací do analytických jednotek, kde byla vyhledávána významná zjištění v návaznosti na výzkumné otázky práce. Analytické jednotky segmentace a kategorizace 25 shrnujících protokolů odpovídají jednotlivým oblastem a okruhům realizovaných polostrukturovaných rozhovorů – charakteristika exitu a exit strategie a plánování exitu, interní a externí faktory, charakteristika investic a investiční proces a sociodemografická charakteristika.
- 2. Otevřeně kódována a poznámkována** – segmentovaná data byla dále popsána příslušnými kódy a poznámkami dle typu zjištění. Význam poznámek kódovaných dat tkví v tom, že mohla být již rozříděná data dále propojována. Kódování bylo rozděleno do dvou úrovní, přičemž v první řadě došlo k přiřazení kódu k textu, v druhé pak ke shlukování výsledků první úrovně do shodných skupin. Výsledkem kódování se stala datová matice, zaznamenaná v MS Excel. Finální datová matice byla dále exportována do IBM SPSS pro následné statistické zpracování získaných dat. Konkrétně datová matice obsahuje 74 proměnných.
- 3. Identifikována, zobrazována a interpretována** – identifikace jednotlivých proměnných, vztahů a vazeb mezi proměnnými datové matice proběhla za pomoci

vyjádření četností a deskriptivní a inferenční statistické analýzy. Za tímto účelem je opět využit software IBM SPSS Statistics 29. Výsledná data jsou zobrazována a interpretována za pomoci přehledových tabulek (případně grafů nebo schémat). Konečná interpretace byla provedena ve formě systematického zredukování dat s cílem identifikace a popisu či grafického vyobrazení opakujících se vzorců, respektive vztahů či témat (srov. Hendl, 2005). Finální výsledky této disertační práce jsou objektivně prezentovány a byly k nim přiřazeny vlastní závěry, názory, domněnky či doporučení (srov. Reichel, 2009).

V případě kvantitativního výzkumu v podobě dotazníkového šetření byl arch ihned kódován (0 = nedůležité; 1 = nejméně důležité; 2 = méně důležité; 3 = důležité; 4 = více důležité; 5 = nejdůležitější). Výsledné kódy byly zaznamenány v programu Microsoft Excel a následně transformovány do IBM SPSS 29 s cílem obsahové analýzy kvantitativních dat zjišťující četností kódů (Hendl, 2012) a následné deskriptivní statistické analýzy získaných dat. Konkrétně byla data 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.

### **3.4.1 Deskriptivní a inferenční analýza dat**

Mezi základní typy statistických vyhodnocovacích metod patří deskriptivní a inferenční statistická analýza dat, respektive třídění prvního a druhého stupně. Třídění prvního stupně znamená jednorozměrnou analýzu pouze jedné proměnné, zatímco v případě třídění druhého stupně je do analýzy zařazeno proměnných více. Deskriptivní statistická analýza je základní technikou pro vyhodnocení analyzovaných dat za pomoci explorační jednotlivých proměnných (Rabušič et al., 2019). Dle Hendla (2012) popisuje data na přímo, a to za pomoci charakteristiky polohy (modus, medián, průměr – tj. lokace hodnot), rozptylu, respektive míry variability (rozptyl/variance, směrodatná odchylka, průměrná odchylka – tj. odlišení hodnot) či tvaru (šikmost, špičatost – tj. tvar hodnot). V rámci deskriptivní analýzy dochází k vyjádření absolutních, relativních, validních či kumulativních četností, kdy cílem této statistiky je data sumarizovat, respektive popsat (Rabušič et al., 2019). Zatímco inferenční statistická analýza využívá k vyhodnocení dat strategii výběru a výsledná data popisuje nepřímou. Inferenční statistika je souborem statistických metod o parametrech základního souboru na základě zjištění ze souboru výběrového a sestává ze dvou na sebe navazujících kroků, tj. odhadu parametrů a následného testování daných parametrů. Cílem této statistiky je tedy zobecnění výsledků výběrového souboru (Hendl, 2012; Rabušič et al., 2019; Rachad, 2003).

Nad využitím statistických metod v rámci kvalitativního výzkumu, jehož podstatou je do hloubky prozkoumat malý počet respondentů, by se dalo polemizovat. Konkrétně ve vztahu k reprezentativnosti vzorku (srov. Reichel, 2009), který je v této disertační práci tvořen údaji o 25 andělských investorech z ČR. Na druhou stranu Molnár et al. (2012) uvádí, že není třeba se v rámci statistické analýzy vymezovat do „hranic“ kvantitativního přístupu a lze tyto metody využít v mnohem širším záběru. Nutno podotknout, že samozřejmě platí: čím větší je rozsah souboru, tím vyšší je výsledná přesnost závěrů. Autorem vybrané statistické metody této disertační práce jsou popsány v níže uvedeném textu.

## Deskriptivní statistická analýza

V první řadě je k exploraci výzkumného vzorku kvalitativních kategorizovaných proměnných této disertační práce využito tabulkového zápisu vyjádření **absolutních, relativních a kumulativních četností a platných procent**. Absolutní četnosti udávají číselné vyjádření počtu případů u jednotlivých kategorií proměnných, přičemž součet absolutních četností ve všech kategoriích včetně chybějících hodnot vyjadřuje celkový rozsah vzorku (Rabušič et al., 2019; Tahal et al., 2022). Relativní četnosti ukazují, jaký podíl zaujímají v celém souboru případy stejných kategorií z celkového počtu jednotek v souboru. Ve vztahu k vyjádření relativních četností se jedná o platná procenta, jejichž princip je totožný, nicméně v tomto případě jsou chybějící data vyloučena z výpočtu. Nakonec kumulativní četnosti, jež představují podíl v souboru připadá na určité kategorie mající vlastnosti stejné nebo nižší hodnoty. Z uvedeného vyplývá, že pro účely této disertační práce je vhodné využití kumulativních četností pouze v případě ordinálních proměnných, jelikož rozdělení nominálních proměnných je arbitrární, tudíž nemá smysl je kumulovat (Rabušič et al., 2019).

Jak již bylo uvedeno, parametry výzkumného vzorku 25 andělských investorů byly v rámci obsahové analýzy kategorizovány, kódovány a zaznamenány do IBM SPSS Statistics 29. Kategorizovaná data v této souvislosti nabývají dvou forem, zaprvé vzorek zahrnuje nominální proměnné, kdy hodnoty vytvářejí arbitrárně přiřazené číselné kódy. Byť je označení číselné, jedná se pouze o označení daných kategorií, tudíž není možné objekty uspořádat do pořadí. Zadruhé se ve výzkumu této disertační práce objevují proměnné ordinální. Ordinální proměnná je opět tvořena čísly přiřazených kategorií, nicméně v případě této proměnné lze vyslovit závěry o pořadí. Adekvátně tomuto rozdělení musela být vybrána i metoda deskriptivní statistiky. Jelikož jsou data kategorizovaná, lze v rámci deskriptivní statistické analýzy využít pouze charakteristiku polohy a míry variability, nikoliv tvaru. Na druhou stranu tímto odpadá nutnost testování normálního a standardizovaného normálního rozdělení (Chrástka, 2007; Rabušič et al., 2019).

U nominálních proměnných lze určit pouze jednu charakteristiku polohy, a to **modus** ( $\hat{x}$ ), tj. hodnotu, která se v celkovém rozsahu vzorku vyskytuje nejčastěji (Neubauer et al., 2012). Zatímco u ordinálních proměnných lze stanovit mimo modus také medián. Nicméně z podstaty kvalitativního výzkumu by stanovení mediánu nominálních proměnných v této disertační práci nedávalo další přidanou hodnotu. Z tohoto důvodu je s cílem zachování konzistentnosti vyhodnocovacích technik zvolen u nominálních proměnných v rámci charakteristiky polohy právě modus.

V případě míry variability pro nominální i ordinální proměnné je v této disertační práci vypočítán **variační poměr, nominální rozptyl a normalizovaný nominální rozptyl** s využitím skriptu SPSS ČR – Míry variability pro kategorizované proměnné. Důvodem využití variance v této disertační práci je skutečnost, že na základě vyjádření míry variability výzkumného vzorku lze vyslovit závěry o koncentraci jednotlivých kategorií, tzn. do jaké míry data varíují. V případě, že jsou výsledné hodnoty rovny nule, jsou kategorie proměnné nulově rozptýleny, data jsou koncentrována a plně homogenní. Naopak čím vyšší jsou výsledné hodnoty, tím jsou data méně koncentrována, čímž se zvyšuje heterogenita souboru. Vyhodnocení míry rozptýlenosti probíhá zpravidla na základě standardizace hodnot v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$ , kdy nad úroveň výsledné hodnoty 0,5 lze vyslovit závěr, že jsou kategorie proměnné

méně koncentrované. Této standardizace dosáhneme za pomoci podílu nominálního, respektive ordinálního rozptylu a počtu kategorií sledované proměnné (Rabušič et al., 2019).

Vzorce potřebné pro výpočet míry variability pro nominální a ordinální proměnné a následné zhodnocení koncentrace proměnných jsou následující:

- (1) **Variační poměr ( $v$ )** – kde  $n_{Mo}$  je četnost modální kategorie (tj. nejčastěji se vyskytující kategorie zvolené proměnné) a  $n$  je celková četnost všech odpovědí, respektive velikost souboru:

$$v = \frac{1 - n_{Mo}}{n} \quad (3.1)$$

- (2) **Nominální rozptyl ( $nomvar$ )** – variance též zvaná jako Giniho odchylka, kde  $p_i$  jsou relativní četnosti jednotlivých kategorií a řecký symbol Sigma udává součet všech jednotlivých výpočtů:

$$nomvar = \sum(p_i \times (1 - p_i)) \quad (3.2)$$

- (3) **Normalizovaný nominální rozptyl ( $norm.nomvar$ )** – kde  $K$  je počet kategorií nominální proměnné:

$$norm.nomvar = \frac{K \times nomvar}{(K-1)} \quad (3.3)$$

- (4) **Ordinální rozptyl ( $dorvar$ )** – kde  $p_i$  jsou relativní kumulativní četnosti jednotlivých kategorií a řecký symbol Sigma udává součet všech jednotlivých výpočtů:

$$dorvar = 2 \times \sum(p_i \times (1 - p_i)) \quad (3.4)$$

- (5) **Normalizovaný ordinální rozptyl ( $norm.dorvar$ )** – kde  $K$  je počet kategorií ordinální proměnné:

$$norm.dorvar = \frac{2 \times dorvar}{(K-1)} \quad (3.5)$$

(Chrástka, 2007; Rabušič et al., 2019).

V rámci získaných kvantitativních dat došlo pouze k určení četností a modusů, jelikož cílem doplňkového dotazníku bylo zjištění míry významnosti zkoumaných interních a externích faktorů na exit BAs v ČR. Co se týče níže uvedené inferenční statistické analýzy, byla aplikována pouze u kvantifikovaných proměnných kvalitativního šetření na základě modelu transformace.

### **Inferenční statistická analýza**

Cílem kvalitativního výzkumu je identifikace a popis složitých vztahů, procesů a jevů zkoumaného fenoménu, jejich pochopení a následné zařazením do širšího kontextu (Hendl, 2005). Za tímto účelem je v této disertační práci využita také inferenční statistická analýza výzkumného vzorku, respektive analýza definované datové matice v IBM SPSS Statistics 29. V tomto ohledu je uvažována vícerozměrná statistika, respektive dvourozměrná (bivariační) analýza vztahů dvou proměnných. Důvodem využití je identifikace vlivu sociodemografických dat, investičních charakteristik a plánování výstupu z cílového podniku na načasování exitu *business angels*, jelikož tyto vztahy přímo nevyplývaly z polostrukturovaných rozhovorů.



Neparametrické metody vyhodnocení vlivu na načasování exitu jsou velice omezené, jelikož se jedná o vzorek o počtu 25 respondentů. Samotné testování nezávislosti by na tomto vzorku neidentifikovalo statisticky významné vazby. Navíc se v tomto případě nejedná o prvoplánové testování hypotéz, ale pouze identifikaci, kde přesně se ve vzorku vztahy nachází. Z tohoto důvodu jsou využita adjustovaná standardizovaná rezidua (dále také ASR), která také využívají srovnání empirických a očekávaných četností a přesně identifikují, kde se nachází vztahy v kontingenční tabulce, protože vyhodnocují její dílčí části (Meier et al., 2009; Rabušic et al., 2019). Ve spojitosti se znaménkovým schématem dokáže tento postup, obdobně jako znaménkové testy, identifikovat významné vztahy i na vzorku o velikosti  $\geq 20$  (Budíková et al., 2010; Rabušic et al., 2019).

Samotná rezidua (dále také  $R$ ) se vypočítají jako rozdíl mezi skutečně naměřenou ( $f_{ij}$ ) a očekávanou četností ( $E_{ij}$ ) proměnných  $i, j$  ( $R = f_{ij} - E_{ij}$ ). Přičemž důvodem jejich standardizace je eliminace chyby vyplývající z velikosti vzorku (Rabušic et al., 2019). Vzorec pro výpočet adjustovaných standardizovaných reziduí, (kdy  $r_i$  je součet řádků pro  $i$ ;  $c_j$  je součet sloupců pro  $j$  a  $W$  je součet  $r_i$  a  $c_j$ ), je následující:

$$ASR_{ij} = \frac{R_{ij}}{\sqrt{E_{ij} \left(1 - \frac{r_i}{W}\right) \times \left(1 - \frac{c_j}{W}\right)}} \quad (3.6)$$

(IBM, 2017; Rabušic et al., 2019).

Co se týče znaménkového schématu, jednotlivá znaménka (+; -) ve schématu vypovídají o chybě prvního druhu a jsou přidělována na základě výsledků ASR. Jedno znaménko udává riziko chyby maximálně 5 %. Dvě znaménka vypovídají o rizice chyby maximálně 1 % a tři znaménka značí chybu maximálně v 0,01 %, přičemž znaménko plus vypovídá o stavu, kdy se pozorovaný jev objevuje významně častěji nežli náhodně. Výsledné znaménko mínus pak označuje opačný jev. Jednotlivá znaménka jsou přidělována na základě přesažení úrovně prahové hodnoty (viz tabulka č. 10), kdy při nižší prahové hodnotě se významný vztah mezi proměnnými nevyskytuje. Souhrnný popis a označení výsledků dle znaménkového schématu je vyobrazen v následující tabulce č. 11.

**Tabulka č. 11: Znaménkové schéma (skript IBM SPSS)**

Znaménko	Prahová hodnota	Alfa ( $\alpha$ )	Hladina významnosti	Riziko chyby	Signifikance
+	1,96	0,05	5%	max. 5 %	95 %
++	2,58	0,01	1%	max. 1 %	99 %
+++	3,59	0,001	0,1%	max. 0,1 %	99,9 %
<i>Napozorované četnosti jsou vyšší než očekávané. K testovanému vztahu dochází významně častěji.</i>					
-	-1,96	0,05	5%	max. 5 %	95 %
---	-2,58	0,01	1%	max. 1 %	99 %
----	-3,59	0,001	0,1%	max. 0,1 %	99,9 %
<i>Napozorované četnosti jsou nižší než očekávané. K testovanému vztahu dochází významně méně.</i>					

Zdroj: Vlastní zpracování dle Hebák (2013) a Rabušic et al. (2019)

## Modelování

Modelování je jednou z nejpokročilejších technik vědeckého výzkumu, jehož výsledkem je zachycení aspektů zkoumaného fenoménu, které na něj mají vliv. Za tímto účelem jsou využity

modely představující účelové zjednodušení reality s cílem zachycení podstatných detailů a opomenutí těch méně důležitých (Hendl, 2012). V rámci této disertační práce je využit vícekritériální rozhodovací mode, a to včetně stanovení a agregace vah vstupujících faktorů do modelu. Návrh tohoto modelu je spolu s teoretickými a metodickými východisky podrobně zpracován v kapitole 6.

### **3.5 Etické otázky**

Zohlednění etických otázek nebylo vždy zcela běžné a odborné publikace tuto problematiku ve větší míře zohledňují až koncem 20. století (Reichel, 2009), kdy došlo také k vytvoření etických standardů APA (The American Psychological Association's). Etika zkoumání nemusí striktně znamenat pouze objektivní výběr výzkumného vzorku, kde se autor nesnaží svým výběrem ovlivnit výsledky zkoumání (Saunders et al., 2009), ale může nabývat i dalších forem. Například Reichel (2009) uvádí dva základní okruhy, konkrétně etiku výzkumné práce jako vědecké činnosti a etiku z pohledu zásad práce s respondenty.

Z výše uvedeného pro tuto disertační vyplývá, že je v rámci prvního okruhu dodržena objektivitu výzkumu, práce je odvedena dle nejlepších schopností a možností, není zpochybněna vlastní důvěryhodnost a výsledky nejsou záměrně zkresleny. Dále jsou po celou dobu výzkumu chráněny citlivé a důvěryhodné informace, v případě vstupu do terénu k tomu dochází vždy legálním způsobem s ohledem na zdraví a svobodu všech zúčastněných. Zdraví je v tomto případě chápáno jak v rovině tělesné, tak psychické (srov. Hendl, 2005; Reichel, 2009).

Co se týče druhého okruhu etických otázek, nejsou zkoumány osoby, které s tím výslovně nesouhlasí, tzn., že jsou respondenti do výzkumu zařazeni pouze na základě informovaného souhlasu a dobrovolné účasti. Dále je respektována anonymita zkoumaných, jejich důstojnost a v případě využití nahrávacího zařízení, případně dalších pomůcek, je vždy respondent o této skutečnosti informován. V neposlední řadě nejsou zatajeny důležité skutečnosti a pokud respondenti projeví zájem, budou informováni o výsledcích výzkumu (Reichel, 2009).

## 4 Pilotní studie a předvýzkum

V literatuře nepanuje všeobecná shoda o tom, co jednotlivé části výzkumu znamenají, tj. samotná definice tří stupňů realizace výzkumného šetření (pilotáž, předvýzkum, vlastní výzkum) je neurčitá (Chrátka, 2007). Mnozí z autorů pojmy pilotáž a předvýzkum považují za synonyma nebo je častokrát mylně zaměňují (Reichel, 2009), jiní je vydělují do samostatných celků (např. Disman, 2002; Chrátka, 2007). Ve vztahu k ověření dostupnosti respondentů, respektive výsledných dat ke zodpovězení výzkumných otázek a následné tvorbě rozhodovacího modelu byla v této disertační práci realizována jednak pilotáž, respektive pilotní studie, jednak předvýzkum. Tyto pojmy jsou v disertační práci chápány jako odlišené.

Účelem pilotáže (pilotní studie) je zjistit, zdali jsou vůbec požadované informace dosažitelné. Technika pilotáže se výrazně liší od techniky, kterou autor plánuje využít v rámci vlastního výzkumu. Zpravidla je při pilotáži využíváno kvalitativních postupů v podobě nestandardizovaných rozhovorů s jednotkami respondentů (Disman, 2002; Reichel, 2009). Zatímco u předvýzkumu se na malém vzorku cílové skupiny testují nástroje, které budou ve vlastním empirickém výzkumu využity. Předvýzkum je zmenšeným modelem vlastního výzkumu kdy by mělo dojít k verifikaci veškerých nástrojů ve všech fázích šetření, tzn. i k vyhodnocení, zdali sestavená metodika výzkumu zodpovídá výzkumné otázky a také, že lze výsledky zpracovat a interpretovat. Data získaná předvýzkumem jsou následně součástí vlastního výzkumu (Disman, 2002; Chrátka, 2007). Implementace výsledných zjištění z předvýzkumu výrazně přispívá ke zkvalitnění vlastního výzkumu odborné práce (Kutnohorská, 2009). Samotná pilotní studie započala již 12. července 2022, kdy došlo k úvodnímu oslovení potenciálních respondentů na účelově vybraných platformách. Z realizace vyplynulo, že stěžejní platformou, kde se čeští BAs sdružují je sociální síť LinkedIn. Na této sociální síti byla s respondenty největší interakce, jelikož poměrně rychle odpovídali na prosbu o rozhovor, ať už pozitivně či negativně. Z tohoto důvodu se primárním nástrojem k oslovení cílové skupiny respondentů stala právě sociální síť LinkedIn.

Co se týče obsahové dosažitelnosti definovaných otázek rozhovoru, byla pilotáž uskutečněna 17. července 2022 s jedním respondentem z dostupných osobních kontaktů ve formě nestandardizovaného telefonického rozhovoru. Výstupem z rozhovoru se stala nahrávka, která byla následně zařazena do empirického výzkumu této disertační práce. Počet respondentů pilotáže byl vzhledem k velikosti výzkumného vzorku vyhodnocen jako adekvátní (srov. Chrátka, 2007). Při pilotním rozhovoru byla verifikována správnost položených dotazů ve vztahu k trhu BAs v ČR. Z rozhovoru vyplynulo, že zvolené otázky polostrukturovaného rozhovoru jsou opravdu relevantní a budoucí respondent bude schopen je zodpovědět. Tzn., že po uskutečnění rozhovorů bude autor schopen zodpovědět výzkumné otázky této disertační práce. Po ověření dosažitelnosti potřebných informačních zdrojů autor pokračoval k realizaci předvýzkumu.

Paralelně s ověřením obsahové dosažitelnosti v rámci pilotní studie započal 17. července 2022 také předvýzkum, na základě kterého byly verifikovány nástroje: (1) sběru dat, (2) vyhodnocení i (3) interpretace. Předvýzkum byl ukončen 1. srpna 2022, kdy veškeré žádoucí změny, identifikované v druhém stupni realizace výzkumného šetření, byly implementovány s cílem zkvalitnění výzkumu jako celku (srov. Kutnohorská, 2009). Finálně bylo do předvýzkumu

zařazeno pět respondentů. Výsledky rozhovorů z předvýzkumu realizovaného 17. až 27. července 2022 (ID01: 17. 07.; ID02: 23. 07.; ID03: 26. 07.; ID04: 26. 07.; ID05: 27. 07.) byly následně zařazeny do samotného empirického výzkumu této disertační práce. K volbě počtu respondentů došlo na základě saturace změn, kdy po pátém rozhovoru nebylo nutné otázky polostrukturovaného rozhovoru ve vztahu ke kvalitě, srozumitelnosti a logické návaznosti dále upravovat (srov. Hendl, 2005). Veškeré změny vyplynuly z průběhu rozhovorů a doporučení respondentů.

(1) V rámci sběru dat došlo ke změnám jednak struktury polostrukturovaného rozhovoru, jednak formulace jednotlivých otázek. Zaprvé byly přeskupeny kategorie rozhovoru. Dotazy kategorie sociodemografických dat byly zařazeny na konec rozhovoru, jelikož hodinová diskuse byla pro respondenta vyčerpávající, tudíž rozhovor začínal stěžejní částí. Konkrétně exitem a exit strategiemi českých BAs, včetně jejich plánování. Finální struktura okruhů otázek polostrukturovaných rozhovorů je následující: (I.A) Charakteristika exitu a exit strategie. (I.B) Plánování exitu. (II.A) Externí faktory. (II.B) Interní faktory. (III) Charakteristika investic a investiční proces. (IV) Sociodemografická charakteristika. Následně byly dílčí otázky přeskupeny, respektive přeformulovány či odstraněny.

Ze sekce I.A byly přesunuty otázky týkající se investičních kritérií do sekce III, konkrétně: „*Jaká kvantitativní kritéria hodnocení investice zpravidla volíte? IRR, ČSH, doba návratnosti – nebo jiná?*“; „*Jaké jsou očekávané hodnoty těchto ukazatelů?*“; „*Jaké je přibližně procento investic, u kterých je očekávané hodnoty dosaženo?*“; „*Aplikujete nějaká kvalitativní kritéria pro zhodnocení úspěchu/neúspěchu investice?*“ *Pokud ano, jaká?*“; „*Jsou kritéria odlišná ve vztahu k objemu investovaných finančních prostředků? Pokud ano, jaká je tam odlišnost?*“ Ze sekce I.A byly dále odstraněny otázky: „*Které faktory podle Vás ovlivňují načasování exitu?*“; „*Jakým způsobem?*“; „*Ohodnoťte jako ve škole následující exit strategie z hlediska jejich praktického využití v českém podnikatelském prostředí.*“ Tato otázka byla nahrazena následujícími dotazy: „*Jakým způsobem byste zhodnotil přívětivost českého podnikatelského prostředí pro exit BAs z podniku?*“; „*A u jednotlivých exit strategií?*“ Mezi další doplněné otázky této sekce patří: „*Jak dlouho působil jako business angel?*“; „*Na kolika projektech jste jako BA participoval?*“; „*Volíte zpravidla stejnou exit strategii nebo se vyvíjí volba v čase?*“; „*Pokud ano, které faktory to ovlivňují?*“; „*Komu, v případě obchodního prodeje, investici prodáváte?*“; „*Jak metodicky určujete hodnotu podílu v podniku při exitu?*“; „*Jakým způsobem máte exit právně ošetřen?*“; „*Jaká je průměrná doba, kdy nesmí dojít k exitu?*“

V sekci I.B byla pouze přesunuta otázka: „*Stalo se Vám, že jste podniku neposkytl přislíbené know-how, znalosti, dovednosti, aktivní zapojení do podniku či kontakty?*“; „*Z jakého důvodu?*“ do sekce II.B a přeformulován dotaz na fázi životního cyklu, jemuž investoři plně nerozuměli: „*Ve které fázi životního cyklu investice plánujete exit strategii?*“ Důvodem uvedených změn byla zpětná vazba ze strany respondentů, kdy jim nesesedla logická návaznost otázek nebo skutečnost, že některé položené dotazy byly příliš „akademické“. Mimo jiné se také objevil ze strany respondentů pocit, že se určité otázky duplikují.

V rámci okruhu II došlo pouze k drobným změnám, především byl k otázkám přiřazen dovětek na způsob ovlivnění externích a interních faktorů vzhledem k načasování exitu BAs. Navíc byla doplněna otázka v sekci II.B: „*Jaké byste řekl/a, že má dopady aktivní zapojení BAs v podniku*

*na exit a jeho načasování?*“ Celý okruh externích a interních faktorů byl respondentům srozumitelný, tudíž byl pouze doplněn dovětek o načasování exitu BAs, a to z důvodu nutnosti těchto zjištění pro zodpovězení výzkumných otázek.

Okruh III opětovně prošel drobnými úpravami, a to z důvodu srozumitelnosti otázek pro respondenty. Konkrétně byly přeformulovány otázky vztahující se k oblasti pre-investiční fáze a časového horizontu na: „*Jaká je průměrná doba od prvního kontaktu s founderem do uzavření kontraktu?*“ Dále došlo k odstranění nepříjemných otázek, mezi které patřil dotaz: „*Mohl byste stručně přiblížit například 5 investičních kritérií, která jsou pro Vás při rozhodování o investicích rozhodující?*“ Cílem bylo v tomto případě zachování pozitivní atmosféry rozhovoru, jelikož různé výčty nebo kategorie nebyly pro respondenty komfortní. Nakonec z důvodu irelevantních otázek došlo k odstranění dotazů: „*Je z Vašeho pohledu důležité být zapojen do financovaného podniku nad rámec toho, že jste oficiálně společníkem?*“; „*Jakou formu zapojení preferujete?*“; „*Býváte členem představenstva v podniku, do kterého investujete?*“; „*Pokud ano, jaké v tom spatřujete výhody?*“; „*Jaké dopady má tento „monitoring“ na exit strategii?*“; „*Jaké byste řekl/a, že má dopady aktivní zapojení BAs v podniku na exit a jeho načasování?*“

Z okruhu IV došlo k odstranění otázek, na které respondenti nechtěli odpovídat, tzn. dotazy výsledně navozovaly nepříznivé podmínky pro hloubkový rozhovor. Mezi odstraněné otázky byly zařazeny primárně dotazy směřující na bohatství respondenta, konkrétně: „*Cítíte se jako osoba finančně zabezpečená?*“; „*Jaká je hodnota Vašeho čistého jmění (majetku), tj. suma cen nemovitostí, movitých věcí, investic a úspor po odečtení závazků (půjčky, hypotéky apod.)?*“; „*Studie, zejména ze Spojených států amerických či Velké Británie, definují investora rizikového kapitálu jako velmi dobře finančně zabezpečeného jedince. Identifikujete se s touto skupinou investorů?*“ V neposlední řadě byla upravena otázka týkající se věku z kategorického vymezení na: „*Kolik je Vám let?*“, jelikož respondenti s údajem o jejich věku neměli žádný problém.

V rámci dotazníkového šetření, respektive archu sloužícího k hodnocení důležitosti jednotlivých interních a externích faktorů volby exit strategie BAs byla na základě doporučení respondentů vybraná kritéria buď spojena, doplněna, anebo vyřazena. Důvodem těchto změn se stala skutečnost, že se respondentům uváděná kritéria zdála totožná či irelevantní ve vztahu k ovlivnění jejich exitu ze start-upu. Zaprvé, externí faktory měnový kurz a vývoj měnového kurzu byly spojeny, dále došlo k odstranění faktorů: fungující trh se sekundárními prodeji (neburzovního charakteru), existence vhodných právních forem vstupu BA do podniku, podmínky realizace IPO. Naopak doplněny byly externí faktory: malý trh ČR, euro a jazykové bariéry. Zadruhé, interní faktory prošly pouze menšími změnami, kdy byly doplněny faktory: přístup k řízení investice BA, kvantitativní kritéria hodnocení investice BA, a naopak odstraněn faktor: přítomnost v představenstvu.

(2) Verifikace vyhodnocení byla uskutečněna na základě doslovné transkripce rozhovoru s respondentem ID01 (realizace 17. 07. 2022). K vytvoření transkriptu došlo 1. srpna 2022. V tomto případě bylo zjištěno, že nejefektivnějším způsobem zpracování dat bude forma shrnujícího protokolu, tzn. doslovný přepis důležitých pasáží a odstranění tzv. „vaty“ v textu (srov. Tahal et al., 2022) a následně obsahové analýza transkriptu v předpřipravené datové matici v Microsoft Office Excel. Kódování transkriptu, jeho transport, popis proměnných

a zpracování statistických analýz v softwaru IBM SPSS Statistics 29 vykazalo nulovou potřebu změn. Stejně tak nebylo zapotřebí měnit způsob zpracování a interpretace dotazníkového šetření, ani (3) způsob interpretace dat.

## 5 Výzkumné výsledky

Tato kapitola vychází z realizovaných polostrukturovaných rozhovorů s 25 českými andělskými investory, během nichž bylo také realizováno dotazníkové šetření a poskytuje základní přehled o osobě andělského investora v České republice a jeho investičním chování. Dále obsahuje hlubší vhled do problematiky rozhodování BAs o exitu například v rámci přístupu k plánování výstupu z podniku nebo identifikaci a analýzu faktorů, které ovlivňují chování andělského investora ve spojitosti s exitem ze start-upu.

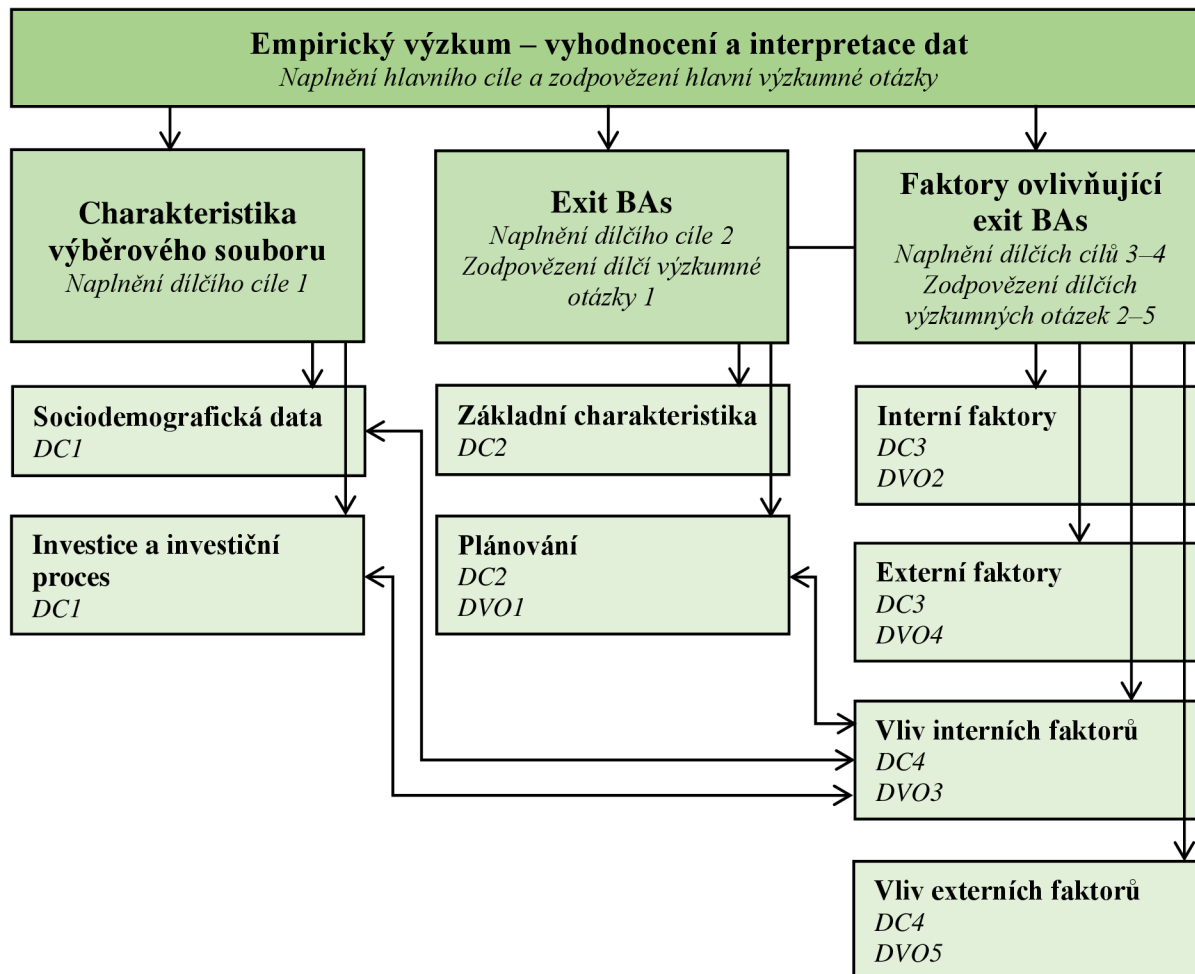
Struktura této kapitoly je tvořena jednotlivými oddíly a pododdíly, mezi které patří následující.

(1) Charakteristika výběrového souboru – sociodemografická data: vyjádření absolutních a relativních četností, deskriptivní statistická analýza, respektive charakteristika polohy a rozptylu. (2) Charakteristika výběrového souboru – investice a investiční proces: vyjádření absolutních a relativních četností, deskriptivní statistická analýza, tj. charakteristika polohy a rozptylu. (3) Exit andělských investorů: otázky vztahující se k datové základně, interpretační aspekty exitu, základní charakteristika exitu, plánování exitu. (4) Interní faktory ovlivňující exit. (5) Externí faktory ovlivňující exit. Interní a externí faktory obsahují taktéž vyjádření absolutních a relativních četností spolu s charakteristikou polohy a rozptylu. Součástí kapitoly jsou i dílčí shrnutí jednotlivých oddílů.

Cílem kapitoly je zaprvé pokračování longitudinálního výzkumu v rámci identifikace základního sociodemografického a investičního profilu andělských investorů v České republice, který probíhá na Fakultě podnikatelské Vysokého učení technického v Brně. Zadruhé rozšíření současného stavu poznání na poli exitu andělských investorů ze start-upových projektů. K dosažení těchto cílů povede deskripce dané problematiky, respektive naplnění hlavního cíle disertační práce za pomoci dílčích cílů (DC1–DC4) a zodpovězení jednotlivých výzkumných otázek (DVO1–DVO5).

Provázanost této kapitoly ve spojitosti s cíli a výzkumnými otázkami disertační práce vyobrazuje následující schéma č. 8. Je evidentní, že je empirický výzkum rozdělen do tří hlavních popisných oblastí, konkrétně se jedná o charakteristiku výběrového souboru, exit BAs a faktory ovlivňující exit BAs. Dále schéma vyobrazuje propojení daných témat, kdy je úzce propojen exit BAs s faktory, které jej ovlivňují. V neposlední řadě jsou také propojena sociodemografická data, investiční charakteristiky a plánování exitu spolu s interními faktory ovlivňujícími exit BAs, jelikož se jedná o samostatné interní faktory. Nicméně ze strany respondentů nebyla v rámci rozhovoru analyzována důležitost a způsob ovlivnění, což bylo následně v rámci disertační práce identifikováno za pomoci inferenční statistické analýzy.

**Schéma č. 8: Struktura empirického výzkumu disertační práce**



Zdroj: Vlastní zpracování

## 5.1 Charakteristika výběrového souboru – sociodemografická data

Oddíl věnující se vymezení základního sociodemografického profilu andělských investorů v České republice je uspořádán dle struktury uskutečněných rozhovorů. Mezi oblasti tohoto oddílu patří vyjádření absolutních a relativních četností a deskriptivní statistická analýza, respektive charakteristika polohy a rozptylu. Nad rámec závěrů deskriptivní statistické analýzy obsahuje tento oddíl také dílčí shrnutí dané problematiky. V rámci vyjádření absolutních a relativních četností je identifikováno zejména pohlaví, věk, bydliště, nejvyšší stupeň dosaženého vzdělání, obor vzdělání nebo současné a předchozí pracovní pozice spolu s oborem pracovního působení respondenta.

Cílem tohoto oddílu je základní deskripce sociodemografických dat andělských investorů v České republice. Tento cíl je naplněn skrze dílčí cíl disertační práce číslo 1.

### 5.1.1 Vyjádření absolutních a relativních četností

Z celkového počtu 25 andělských investorů bylo mužské pohlaví zastoupeno v 88 %, konkrétně se jednalo o 22 respondentů. V rámci věkového rozložení se nejvíce andělských investorů objevilo v kategorii 41–50 let ( $n_c = 8$ ). Zhruba ve stejném počtu byla zastoupena také kategorie 51–60 let ( $n_d = 7$ ). V této kategorii se také umístila většina žen. Naopak nejméně jsou v České republice andělské investory ve věku 60 a více let ( $n_e = 1$ ). Andělské investorky se vůbec



neobjevily v kategoriích: méně než 30 let, 30–40 let a 61 a více let. Kontingenční tabulka věkového rozložení výzkumného vzorku v souvislosti s jejich pohlavím je vyobrazena v následující tabulce č. 12.

**Tabulka č. 12: Věk BAs v souvislosti s jejich pohlavím (N = 25)**

Pohlaví		Věk (roky)										Celkem	
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		ID <sub>d</sub>		ID <sub>e</sub>			
		<30		30–40		41–50		51–60		61+			
		n	% n	n	% n	n	% n	n	% n	n	% n		
ID <sub>1</sub>	muž	4	16,0	5	20,0	7	28,0	5	20,0	1	4,0	22	88,0
ID <sub>2</sub>	žena	0	0,0	0	0,0	1	4,0	2	8,0	0	0,0	3	12,0
<b>Celkem</b>		4	16,0	5	20,0	8	32,0	7	28,0	1	4,0	25	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Bydliště andělských investorů je v 92 % ( $n_{1-3} = 23$ ) ve velkých městech (Praha, Brno, Ostrava). Nejvíce investorů bydlí v Praze (68 %;  $n_1 = 17$ ), dále v Brně (20 %;  $n_2 = 5$ ). Naopak nejméně *business angels* lze lokalizovat v Ostravě (4 %;  $n_3 = 1$ ) a ostatních menších městech (Benešov nad Černou, Kunovice). Přehled četností bydliště *business angels* v ČR vyobrazuje následující tabulka č. 13.

**Tabulka č. 13: Bydliště BAs (N = 25)**

Četnost	Bydliště				Celkem
	ID <sub>1</sub>	ID <sub>2</sub>	ID <sub>3</sub>	ID <sub>4</sub>	
	Praha	Brno	Ostrava	ostatní	
absolutní	17	5	1	2	25
relativní	68,0 %	20,0 %	4,0 %	8,0 %	100,0 %
kumulativní	68,0 %	88,0 %	92,0 %	100,0 %	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Stupeň vzdělání byl identifikován na úrovni středoškolského, bakalářského, magisterského i doktorského studia (N = 25), kdy profesní titul typu MBA, LL.M. apod. se vyskytl pouze u třech respondentů. Nejčastěji zastávají pozici BAs v ČR inženýři, respektive magistři (52 %;  $n_3 = 13$ ) v oboru ekonomika a management (24 %;  $n_{3a} = 6$ ). Následně bakaláři (20 %;  $n_2 = 5$ ), opět v oboru ekonomika a management (16 %;  $n_{2a} = 4$ ). Nejméně je zastoupeno vzdělání doktorské (12 %;  $n_4 = 3$ ). Mezi další frekventované obory vzdělání respondentů patří: informační a komunikační technologie (20 %;  $n_b = 5$ ) a strojní inženýrství (8 %;  $n_c = 2$ ).

Naopak nejméně zastoupené ostatní obory tvoří právo, francouzská jazykověda, elektrotechnika, finance a všeobecné vzdělání, kde se v každém oboru vyskytl pouze jeden respondent. Z výše uvedeného je evidentní, že drtivá většina BAs má vysokoškolské ekonomické vzdělání. Kontingenční tabulka znázorňující souvislosti mezi nejvyšší dosaženou úrovní vzdělání a oborem vzdělání BAs v ČR je vyobrazena v následující tabulce č. 14.

**Tabulka č. 14: Nejvyšší dosažená úroveň vzdělání a obor vzdělání BAs (N = 25)**

Stupeň vzdělání		Obor vzdělání									
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		ID <sub>d</sub>		Celkem	
		ekonomika, management		ICT		strojn <sup>í</sup> inženýrství		ostatní			
		n	% n	n	% n	n	% n	n	% n	n	% n
ID <sub>1</sub>	středoškolské	2	8,0	0	0,0	0	0,0	2	8,0	4	16,0
ID <sub>2</sub>	bakalářské	4	16,0	1	4,0	0	0,0	0	0,0	5	20,0
ID <sub>3</sub>	magisterské	6	24,0	3	12,0	2	8,0	2	8,0	13	52,0
ID <sub>4</sub>	doktorské	0	0,0	1	4,0	0	0,0	2	8,0	3	12,0
<b>Celkem</b>		12	48,0	5	20,0	2	8,0	6	24,0	25	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Výsledky ukazují, že 96 % (N = 25; n = 24) respondentů neovlivnilo studium stát se BAs. Pouze jeden investor (R02, 2022) odpověděl, že ano. Nicméně dodal, že: „*Všechno Vás ovlivňuje.*“ Zpravidla bylo pro BAs studium nástrojem nebo nutnou podmínkou. K profilování se jako BA přispěly až pracovní zkušenosti, vydělané peníze a setkání se správnými lidmi. Například R13 (2022) uvádí, že: „*...člověk se nenarodí, já chci být BA nebo nedokončí střední školu nebo vysokou školu a neřekne si, budu BA. Typicky bude třeba pracovat ve fondu nebo bude mít reálnou zkušenost v byznysu.*“ Jak již bylo řečeno, zpravidla ovlivnily respondenty profilovat se jako BA pracovní zkušenosti, a to jak současné, tak minulé. Tuto skutečnost potvrdilo opět 96 % andělských investorů (n = 24).

V rámci současných pracovních pozic všichni BAs v ČR (N = 25) působí i na dalších pracovních pozicích nebo vykonávají další podnikatelskou aktivitu. Mezi tyto aktivity patří například publikační a politická činnost, členství v asociacích andělských investorů (Česká asociace andělských investorů, Evropská asociace andělských investorů), obchodování na burze, investování do nemovitostí, vzdělávání studentů středních a vysokých škol, mentoring, coaching nebo advokacie. Navíc v 84 % (n<sub>2a</sub> = 21) se jedná o majitele nebo spolumajitele vlastních podniků a 48 % (n<sub>3a</sub> = 12) respondentů působí ve fondech rizikového kapitálu. Andělští investoři působící ve VC fondech (N = 12) zastávají pozici partnera (83 %; n<sub>1</sub> = 10) nebo investičního analytika (8,5 %; n<sub>2</sub> = 1) či konzultanta (8,5 %; n<sub>3</sub> = 1). Přehledné vyjádření absolutních a relativních četností oblasti pracovního zacílení BAs je vyobrazeno v následující tabulce č. 15.

**Tabulka č. 15: Současné pracovní oblast BAs (N = 25)**

Současné pracovní pozice		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>	
		Ano		Ne	
		n	n %	n	n %
ID <sub>1</sub>	působení i na dalších pracovních pozicích mimo BA	25	100,0	0	0,0
ID <sub>2</sub>	působení jako majitel nebo spolumajitel podniku	21	84,0	4	16,0
ID <sub>3</sub>	působení ve fondu rizikového kapitálu	12	48,0	13	52,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Současné pracovní obory, ve kterých nejčastěji působí BAs v ČR (N = 25) jsou finance a pojišťovnictví (68 %; n<sub>1A</sub> = 17). Konkrétně se jedná o oblast investování rizikového kapitálu, investování do realit, obchodování na burze nebo poradenství akvizic a fúzí. Tato zjištění nejsou

překvapivá, jelikož výsledky v tabulce výše vypovídají o hojném zastoupení BAs ve fondech rizikového kapitálu. Další významně zastoupenou kategorií je obor informačních a komunikačních technologií (16 %;  $n_{2a} = 4$ ), naopak v oboru jako je vzdělávání, spotřební zboží, služby či telekomunikace působí aktuálně vždy pouze jeden respondent (4 %).

Předchozí pracovní pozice vykonávali BAs nejčastěji v oboru informačních a komunikačních technologií (44 %;  $n_{2b} = 10$ ) a oboru finance a pojišťovnictví (40 %;  $n_{1b} = 10$ ). Zbylé kategorie jako služby, vzdělávání, spotřební zboží a právo jsou jednotlivě zastoupeny po 4 %. Rozdělení oboru primárního zájmu současných a předchozích pracovních pozic vychází ze skutečnosti, že velká část andělských investorů v minulosti v oboru ICT úspěšně vystoupila z vlastního start-upu. Nabyté finanční prostředky pak mohly být investovány na trhu rizikového kapitálu (např. R02; 2022). Vyjádření četností oboru současných a předchozích pracovních pozic je vyobrazeno v následující tabulce č. 16.

**Tabulka č. 16: Současný a předchozí obor pracovních pozic BAs (N = 25)**

Obor		ID <sub>a</sub>			ID <sub>b</sub>		
		Současný			Předchozí		
		absolutní četnost	relativní četnost	kumul. četnost	absolutní četnost	relativní četnost	kumul. četnost
ID1	finance a pojišťovnictví	17	68,0 %	68,0 %	10	40,0 %	44,0 %
ID2	ICT	4	16,0 %	84,0 %	11	44,0 %	84,0 %
ID3	služby	1	4,0 %	88,0 %	1	4,0 %	88,0 %
ID4	vzdělávání	1	4,0 %	92,0 %	1	4,0 %	92,0 %
ID5	spotřební zboží	1	4,0 %	96,0 %	1	4,0 %	96,0 %
ID6	právo	-	-	-	1	4,0 %	100,0 %
ID7	telekomunikace	1	4,0 %	100,0 %	-	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	25	100,0 %	-

Vysvětlivky: ICT – informační a komunikační technologie; Kumul. = kumulativní.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Obecně byli BAs v minulosti vždy zakladateli nebo spoluzakladateli vlastních podniků (dále také *founder* nebo *founders*), ať už start-upových nebo standardních. Nad rámec působení jako *founder* či *founders* vykonávali BAs i další pracovní aktivity. Největší podíl na dalších aktivitách tvořila pracovní pozice vrcholového manažera v oboru ICT (50 %;  $n_{1a} = 7$ ). Zbylá polovina byla rozdělena v oborech finance a pojišťovnictví (42,9 %;  $n_b = 6$ ) a právo (7,1 %;  $n_c = 1$ ). V rámci kategorie financí a pojišťovnictví byly rovnoměrně zastoupeny pracovní pozice: vrcholový manažer (14,3 %;  $n_{1b} = 2$ ), investiční analytik VC fondu (14,3 %;  $n_{2b} = 2$ ) a investiční konzultant v oblast akvizic a fúzí (14,3 %;  $n_{3b} = 2$ ). Vyjádření četností předchozích pracovních pozic v závislosti na oboru působení vyobrazuje následující tabulka č. 17.

**Tabulka č. 17: Předchozí pracovní pozice v souvislosti s oborem působení BAs**

Další předchozí pracovní pozice		Obor							
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		Celkem	
		ICT		finance, pojišťovnictví		právo			
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>
ID <sub>1</sub>	vrcholový manažer	7	50,0	2	14,3	0	0,0	9	16,0
ID <sub>2</sub>	investiční analytik (VC fond)	0	0,0	2	14,3	0	0,0	2	20,0
ID <sub>3</sub>	investiční konzultant (M&A)	0	0,0	2	14,3	0	0,0	2	52,0
ID <sub>4</sub>	právník	-	-	-	-	1	7,1	1	12,0
<b>Celkem</b>		7	50,0	6	42,9	1	7,1	14	100,0

Vysvětlivky: ICT – informační a komunikační technologie; M&A – *merger and acquisition*; VC – *venture capital*.  
Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.1.2 Deskriptivní statistická analýza

Výsledky charakteristiky polohy ( $\hat{x}$ ) ukazují, že ve výběrovém souboru převažuje mužské pohlaví ( $\hat{x}_1 = 1$ ). Nejfrekventovanější věková kategorie byla identifikována v rozmezí 41–50 let ( $\hat{x}_2 = 3$ ). Bydlištěm BAs v ČR je zpravidla Praha ( $\hat{x}_3 = 1$ ). U proměnné vzdělání se nejčastěji objevila kategorie magisterské vzdělání ( $\hat{x}_4 = 3$ ) a v případě oboru vzdělání je nejvíce zastoupen obor ekonomika a management ( $\hat{x}_5 = 1$ ). Zpravidla BAs nemají profesní titul ( $\hat{x}_6 = 2$ ), (např. MBA, LL.M). Navíc studium není důvodem ( $\hat{x}_7 = 2$ ), proč začali působit na trhu rizikového kapitálu jako *business angels*. Důvodem je minulá a současná pracovní zkušenost ( $\hat{x}_{15} = 1$ ). Většina BAs působí mimo andělské investování také na dalších pracovních pozicích, konkrétně na pozici *founder* ( $\hat{x}_8 = 1$ ). Menší část respondentů pracuje také ve fondech rizikového kapitálu ( $\hat{x}_9 = 2$ ), a to na pozici partnera ( $\hat{x}_{10} = 1$ ). V rámci primárního oboru současného pracovního působení je nejvíce zastoupena kategorie finance a pojišťovnictví ( $\hat{x}_{11} = 3$ ), naopak v případě minulého pracovního působení se jedná o obor ICT ( $\hat{x}_{14} = 1$ ). Mezi minulé pracovní pozice BAs v ČR patří zejména zakladatel nebo spoluzakladatel vlastního podniku ( $\hat{x}_{12} = 1$ ). Pokud nad rámec působení jako *founder* vykonával respondent i další pracovní aktivity, zpravidla šlo o vrcholového manažera ( $\hat{x}_{13} = 1$ ).

Pro nominální i ordinální proměnné byla dále vyhodnocena charakteristika rozptylu, respektive variační poměr, variance a normovaná variance, kdy byly výsledné hodnoty analyzovány v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$ . Výsledky normované nominální variance ukazují, že se hodnoty norm.nomvar vyskytují zpravidla v horní polovině daného intervalu, což naznačuje, že data nejsou koncentrovaná, ale naopak, jsou rovnoměrně rozložena do jednotlivých kategorií. Mezi tyto proměnné patří: bydliště (norm.nomvar = 0,653), vzdělání (norm.nomvar = 0,657), obor vzdělání (norm.nomvar = 0,887), působení jako *founder* (norm.nomvar = 0,538), působení ve VC fondu (norm.nomvar = 0,986), současný obor pracovních pozic (norm.nomvar = 0,607), předchozí pracovní pozice jako *founder* (norm.nomvar = 0,806), další předchozí pracovní pozice (norm.nomvar = 0,721), obor předchozích pracovních pozic (norm.nomvar = 0,768).

Výjimku tvoří pohlaví (norm.nomvar = 0,422), profesní titul (norm.nomvar = 0,422), vliv studia na rozhodnutí stát se BA (norm.nomvar = 0,154), současná pracovní pozice ve VC fondu (norm.nomvar = 0,437) a vliv pracovních zkušeností stát se BA (norm.nomvar = 0,154). V tomto případě se výsledné hodnoty norm.nomvar vyskytují v dolní polovině intervalu. Čím

blíže jsou hodnoty normované nominální variance dolní polovině intervalu, tím frekventovanější jsou i modusové kategorie.

Výsledné hodnoty normované variace pro ordinální proměnné (norm.dorvar = 0,621; 0,627), mezi které patří věk a stupeň vzdělání vypovídají o rovnoměrném rozložení jednotlivých kategorií. Výsledky všech výpočtů charakteristiky rozptylu, včetně slovního vyjádření modusových kategorií jsou vyobrazeny v následující tabulce č. 18.

**Tabulka č. 18: Deskriptivní statistická analýza sociodemografických dat**

Proměnná		druh	Modus	v	Nomvar /dorvar	Norm.nomvar /norm.dorvar
název	kategorie					
ID <sub>1</sub>	Pohlaví	N	muž	0,121	0,211	0,422
ID <sub>2</sub>	Věk	O	41–50 let	0,680	1,242	<b>0,621*</b>
ID <sub>3</sub>	Bydliště	N	Praha	0,320	0,490	<b>0,653*</b>
ID <sub>4</sub>	Vzdělání	O	magisterské	0,480	0,941	<b>0,627*</b>
ID <sub>5</sub>	Obor vzdělání	N	ekonomika a management	0,520	0,666	<b>0,887*</b>
ID <sub>6</sub>	Profesní titul (MBA, LL.M.)	N	ne	0,120	0,211	0,422
ID <sub>7</sub>	Vliv studia stát se BA	N	ne	0,040	0,077	0,154
ID <sub>8</sub>	Působení jako <i>founder</i>	N	ano	0,160	0,269	<b>0,538*</b>
ID <sub>9</sub>	Působení ve VC fondu	N	ne	0,440	0,493	<b>0,986*</b>
ID <sub>10</sub>	Pozice ve VC fondu	N	partner	0,167	0,292	0,437
ID <sub>11</sub>	Současný obor pracovních pozic	N	finance a pojišťovnictví	0,320	0,506	<b>0,607*</b>
ID <sub>12</sub>	Předchozí pozice jako <i>founder</i>	N	ano	0,280	0,403	<b>0,806*</b>
ID <sub>13</sub>	Další předchozí pracovní pozice	N	vrcholový manažer	0,357	0,541	<b>0,721*</b>
ID <sub>14</sub>	Předchozí obor pracovních pozic	N	ICT	0,560	0,640	<b>0,768*</b>
ID <sub>15</sub>	Vliv pracovních zkušeností na BA	N	ano	0,040	0,077	0,154

Vysvětlivky: BA = business angel, ICT = informační a komunikační technologie, N = nominální, normvar = nominální variance, dorvar = ordinální variance, norm.normvar = normovaná nominální variance, norm.dorvar = normovaná ordinální variance, O = ordinální, v = variační poměr, VC = venture capital. \* Hodnota normované ordinální a nominální variance nad úrovní hodnoty 0,50 v intervalu <0;1>.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.1.3 Dílčí shrnutí

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*.

## **5.2 Charakteristika výběrového souboru – investice a investiční proces**

Tento oddíl je strukturován dle uskutečněných rozhovorů s 25 BAs. Mezi oblasti tohoto oddílu patří vyjádření absolutních a relativních četností a deskriptivní statistická analýzy, tj. charakteristika polohy a rozptylu. Nad rámec uvedených pododdílů obsahuje tento oddíl také dílčí shrnutí dané problematiky. V rámci vyjádření absolutních a relativních četností je identifikován počet realizovaných projektů BAs, dále doba působení investorů jako BA, objem investovaných finančních prostředků, délka pre-investiční fáze, no-go zóny či kvalitativní a kvantitativní kritéria hodnocení investice rizikového kapitálu BA.

Cílem tohoto oddílu je deskripce vstupu andělského investora do start-upového projektu. Důvodem je základní poznání první fáze životního cyklu investice andělského investora předtím, nežli dojde k popisu exitu BA. Tento cíl je naplněn skrze dílčí cíl disertační práce číslo 1.

### **5.2.1 Vyjádření absolutních a relativních četností**

Výsledky ukazují, že z celkového počtu 25 BAs investuje celosvětově, respektive zejména v regionu Střední a východní Evropy (dále také CEE) 84 % BAs ( $n = 21$ ;  $N = 25$ ), tzn., že pro tuto skupinu nehraje lokalizace start-upového projektu žádnou roli. R13 (2022) uvádí, že: *„Dnes je ta lokalita již jedno, můžete se zapojit do angel list a investovat kdekoliv po světě, dát tam tu svoji malou investici a nestaráte se o nic a někdo to vyřeší celé za vás, ale tam chybí ten faktor, že se potkávám s chytrými lidmi a řešíme chytré problémy...“*, nicméně dodává, že: *„na Západ nedává smysl chodit, tam ten ekosystém funguje a Vy tam nemáte úplně co dělat, protože tomu nerozumíte.“*

U délky působení respondentů jako *business angel* byla nejvíce zastoupena kategorie 3–5 let (40 %;  $n_b = 10$ ;  $N = 25$ ), kdy BAs dále zpravidla participovali na 11–19 (28 %;  $n_4 = 10$ ) start-upových projektech. Mezi další hojně zastoupené kategorie patří délka působení jako BA delší než 11 let (24 %;  $n_d = 6$ ). Co se týče počtu projektů, hned v závěsu se s 24 % umístily kategorie 6–10 projektů ( $n_3 = 6$ ) a 20+ projektů ( $n_5 = 6$ ). Na druhou stranu nejmenší počet respondentů se objevil v kategorii působení jako BA 1–2 roky (16 %;  $n_a = 4$ ) a u počtu uskutečněných projektů byla nejméně zastoupena kategorie 1–2 projekty (8 %;  $n_1 = 2$ ). Konkrétní vyjádření absolutních a relativních četností počtu realizovaných projektů v souvislosti s délkou působení jako BA vyobrazuje následující tabulka č. 19.

**Tabulka č. 19: Počet projektů v souvislosti s délkou působení BAs (N = 25)**

Počet projektů		Délka působení jako BA (roky)								Celkem	
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		ID <sub>d</sub>			
		1–2		3–5		6–10		11+			
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>		
ID <sub>1</sub>	1–2	1	4,0	1	4,0	0	0,0	0	0,0	2	8,0
ID <sub>2</sub>	3–5	1	4,0	1	4,0	2	8,0	0	0,0	4	16,0
ID <sub>3</sub>	6–10	1	4,0	3	12,0	1	4,0	1	4,0	6	24,0
ID <sub>4</sub>	11–19	0	0,0	3	12,0	0	0,0	4	16,0	7	28,0
ID <sub>5</sub>	20+	1	4,0	2	8,0	2	8,0	1	4,0	6	24,0
<b>Celkem</b>		4	16,0	10	40,0	5	20,0	6	24,0	25	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Do vybraných projektů BAs investují finanční prostředky v řádech stovek tisíc až několik desítek milionů korun českých. Nejmenší investovanou částku do start-upových projektů tvoří v bezmála 57 % ( $n_2 = 13$ ;  $N = 23$ ) jednotky milionu českých korun. Naopak největší investovanou částkou jsou s totožným procentuálním zastoupením desítky milionů českých korun (56,5 %;  $n_c = 13$ ). Čím vyšší je hodnota nejmenší investice BA, tím vyšší je i následná největší investice BA (47,8 %;  $n_{2c} = 11$ ). V níže uvedené kontingenční tabulce č. 20 jsou souhrnně vyobrazeny absolutní a validní četnosti nejmenší a největší investice dle objemu investovaných finančních prostředků BAs do start-upu.

**Tabulka č. 20: Objem investovaných finančních prostředků BAs (N = 23)**

Nejmenší investice (Kč)		Největší investice (Kč)						Celkem	
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>			
		statisíce		jednotky milionů		desítky milionů			
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>		
ID <sub>1</sub>	statisíce	2	8,7	6	26,1	2	8,7	10	43,5
ID <sub>2</sub>	jednotky milionů	0	0,0	2	8,7	11	47,8	13	56,5
<b>Celkem</b>		2	8,7	8	34,8	13	56,5	23	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Ovšem dříve, nežli BAs do start-upového projektu investují, nachází se projekt v pre-investiční fázi. Tato fáze začíná tzv. *pitch deckem*, což je krátká prezentace obsahující zjednodušený *business plán*. *Pitch deck* je zpravidla investorovi zaslán v on-line podobě a v případě, že *business plán* andělského investora zaujme, tak dochází k osobní schůzce a dalším jednáním se zakladateli. Pre-investiční fáze je následně ukončena poskytnutím finančních prostředků

start-upu ze strany *business angels*. 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. V tomto případě investor pouze půjčuje peníze na předem stanovenou dobu s dohodnutým úrokem, nestává se společníkem v podniku a nezískává s tím spojená práva a povinnosti. Mechanismus určení hodnoty společnosti v budoucnu je od počátku sjednán ve Smlouvě o konvertibilní půjčce. Ke konverzi na podíl zpravidla dochází při realizaci dalšího investičního kola, kdy valuaci nově přichodí investor a původní investor získává výhodnější valuaci ve formě diskontu. Konverze může také nastat po uplynutí doby splatnosti půjčky, kdy je hodnota podniku stanovena na základě již dosažených obchodních výsledků (R03, 2022).

Dle vyjádření validních četností trvá ve více než 70 % pre-investiční fáze u andělských investorů v ČR 3–6 měsíců ( $n_2 = 14$ ;  $N = 19$ ), naopak pouze asi v 5 % potřebuje investor k investici 6–12 měsíců ( $n_4 = 1$ ). Vyjádření četností jednotlivých kategorií pre-investiční fáze vyobrazuje následující tabulka č. 21.

**Tabulka č. 21: Pre-investiční fáze BAs (N = 25)**

Pre-investiční fáze (měsíc)		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
ID <sub>1</sub>	0–3	2	8,0 %	10,5 %	10,5 %
ID <sub>2</sub>	3–6	14	56,0 %	73,7 %	84,2 %
ID <sub>3</sub>	3–9	2	8,0 %	10,5 %	94,7 %
ID <sub>4</sub>	6–12	1	4,0 %	5,3 %	100,0 %
chybějící		6	24,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Dle odpovědí respondentů 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 a skutečnosti, zdali participují přímo na řízení nebo poskytují pouze síť vlastních kontaktů. Nicméně zpravidla pro andělské investování v ČR platí obdobné tvrzení, jako sdělil R05 (2022): „*Já čistě osobně ne vždycky mohu přidat tak moc, jak bych chtěl, ale snažím se nedělat investice, kde nedám přidanou hodnotu.*“

Byť se *business angels* vždy snaží předat start-upu přidanou hodnotu, tak se výjimečně objevují situace, kdy k tomu nedojde. Na dotaz, zdali respondenti někdy neposkytli domluvenou přidanou hodnotu, jich odpovědělo 13 a v necelých 40 % ( $n_1 = 5$ ) se přidané hodnoty podniku nedostalo. Nicméně tato situace nikdy nenastala záměrně a nejčastěji se jednalo o komunikační šum mezi *founders* a BAs (40 %;  $n_1 = 2$ ;  $N = 5$ ), strategické neshody (20 %;  $n_2 = 1$ ), procesní záležitosti (20 %;  $n_3 = 1$ ), či časovou vytíženost BA (20 %;  $n_4 = 1$ ). Konkrétní odpovědi respondentů na otázku: „*Jakou formu zapojení jako BA preferujete?*“ vyobrazuje následující tabulka č. 22. Uvedené odpovědi se ve výběrovém souboru v různých kombinacích opakovaly.



**Tabulka č. 22: Formy přidané hodnoty BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Jakou formu zapojení jako business angel preferujete?“
R02	„...BA přidává nejvíce hodnotu ve strategickém plánování a pohledu tzv. z deseti mil.“
R06	„...radím v takových ekonomických záležitostech, co se týká financí, financování a finančních produktů...“
R07	„Dá se to zobecnit: čemu rozumím.“
R11	„...nejsilnější se cítím v expanzi mimo ČR, takže pomáhám při prvním kroku do zahraničí...“
R13	„...budoval jsem a prodal firmy, zažil jsem si budování, vytváření procesů. Víím, co znamená technologické budování..., ...pak další kola financování...“
R14	„...globální zkušenost, řízení obchodu, jak škálovat, jak z firmy, co má 5 lidí udělat firmu o 500 lidech.“
R15	„... mám přehled o trhu, zkušenosti, kontakty, to je moje přidaná hodnota, umím business plán, reporting, vyjednávání.“
R17	„...to, že já jsem si to prožil jako founder.“
R19	„...sales a jak se mají dívat na svůj vlastní exit.“
R20	„...fundraising, business development a hiring.“
R23	„...rozumím, jak pracovat s firmou na internetu, globálnímu marketingu, globálním platbám a celkově těm technologiím.“

Zdroj: Vlastní zpracování

Bezmála 90 % ( $n_1 = 16$ ;  $N = 18$ ) všech investic BAs plyne do technologických oborů, a jak z výše uvedeného výčtu forem přidaných hodnot vyplývá, snahou andělských investorů je předat své zkušenosti s cílem ulehčit *founders* budování jejich podniku. Na druhou stranu, je to stále podnikání, což vyplývá z následující odpovědi: R01 (2022): „*Jdeme do toho, k čemu máme blízko, investování samozřejmě nemůže být jen o impactu, ale musí se to také finančně vyplatit.*“ Tudiž není překvapivé, že více než 41 % BAs volí obor investování na základě nabytých zkušeností z minulosti ( $n_1 = 5$ ;  $N = 12$ ). Další hojně zastoupenou kategorií je porozumění si s *founders* (25 %;  $n_2 = 3$ ), a to jak „lidsky“, tak v oblasti strategického budování podniku. Co se týče přesycenosti technologií (16,7 %;  $n_3 = 2$ ), tuto kategorii zvolili respondenti, jež volí ke svému investování netechnologické obory podnikání. R21 (2022) uvádí, že: „...*mám pocit, že je ta euforie z těch technologií a technologických start-upů přehnaná.*“ a R25 (2022) dodává: „...*jsem trošku ve fázi, že už mě technologické startupy trošku nebaví.*“ Naopak velká tržní příležitost a zábava je důvodem, který ovlivňuje andělské investory při výběru oboru nejméně (8,3 %;  $n_{4,5} = 1$ ). Vyjádření četností důvodu volby oboru investování vyobrazuje následující tabulka č. 23.

**Tabulka č. 23: Důvody volby výběru oboru investování (N = 25)**

Důvod volby oboru investování		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
ID <sub>1</sub>	zkušenosti v oboru	5	20,0 %	41,7 %	41,7 %
ID <sub>2</sub>	porozumění s <i>founders</i>	3	12,0 %	25,0 %	66,7 %
ID <sub>3</sub>	přesycenost technologií	2	8,0 %	16,7 %	83,3 %
ID <sub>4</sub>	tržní příležitost	1	4,0 %	8,3 %	91,7 %
ID <sub>5</sub>	zábava	1	4,0 %	8,3 %	100,0 %
chybějící		13	52,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Jak již bylo uvedeno, v bezmála 90 % ( $n_1 = 16$ ;  $N = 18$ ) volí BAs k investování technologické obory, mezi které tito respondenti řadí zejména tzv. saasové služby (*software as a service*), *e-commerce*, digitalizaci odvětví obecně, *fintech*, *webchain*, *blockchain*, *proptech*, software pro realitní trh a developery, virtuální realitu, digitální marketing nebo agrodata. Nutno podotknout, že nad rámec oborů, kterým BAs rozumí, tak investují také tzv. „*impact* investice“<sup>3</sup>. Mezi *impact* investice dotazovaní řadí například ekologii, udržitelnost, přírodní medicínu, zdravý životní styl, alternativní vzdělávání nebo *wellbeing*. Nicméně existují i tzv. „*no-go* zóny“, kdy se investor okamžitě rozhoduje neinvestovat. Mezi *no-go* zóny lze zařadit osobu 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.

Dle validních četností jsou nejfrekventovanější *no-go* zónou *founders* (55 %;  $n_1 = 11$ ;  $N_1 = 20$ ), za nimiž následují morální a etické aspekty (20 %;  $n_2 = 4$ ). Právě nesoulad s osobami a strategickým smýšlením *founders* je nejvýznamnější *no-go* zónou jak pro obor technologický, tak netechnologický (60 %;  $n_{1a,b} = 9$ ;  $N_2 = 15$ ). Dokonce v případě preference netechnologického oboru se ve všech případech jako *no-go* zóna objevili *founders* ( $n_{1b} = 2$ ). Naopak nejmenší podíl na tom „neinvestovat“ hraje například již existující firma v portfoliu andělského investora nebo investice bez přidané hodnoty (5 %;  $n_{3,4} = 1$ ;  $N_1 = 20$ ). V následující tabulce č. 24 jsou vyjádřeny četnosti kategorií *no-go* zón v souvislosti s oborem investování andělských investorů. Uvažovány jsou v tomto případě validní četnosti výběrového souboru ( $N_1 = 25$ ) a kontingenční tabulka je očištěna o chybějící hodnoty ( $N_2 = 15$ ).

**Tabulka č. 24: No-go zóny v souvislosti s oborem investování BAs ( $N_1 = 20$ ;  $N_2 = 15$ )**

No-go zóna		→ obor Validní četnost ( $N_1 = 20$ ) ↓ <i>no-go</i> zóna		Obor					
				technologický		netechnologický		chybějící	
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>		
		16	88,9	2	11,1			7	
				ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		Celkem $N_2 = 15$	
		Technologický obor		Netechnologický obor					
<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>		
ID <sub>1</sub>	<i>founders</i>	11	55,0	7	46,7	2	13,3	9	60,0
ID <sub>2</sub>	morální a etické aspekty	4	20,0	3	20,0	0	0,0	3	20,0
ID <sub>3</sub>	konkurenční firma v portfoliu	1	5,0	1	6,7	0	0,0	1	6,7
ID <sub>4</sub>	bez přidané hodnoty	1	5,0	1	6,7	0	0,0	1	6,7
ID <sub>5</sub>	obor	2	10,0	1	6,7	0	0,0	1	6,7
ID <sub>6</sub>	není	1	5,0	-	-	-	-	-	-
<b>Celkem</b>		20	100,0	13	86,7	2	13,3	15	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

<sup>3</sup> *Impact* investování je víceúčelová forma financování, kdy se investor snaží o dosažení společenského prospěchu spolu se získáním finančních prostředků (Tekula a Shah, 2016).

Vzhledem k aktuální situaci na světových trzích (působení dopadů koronavirové krize a válečného konfliktu) identifikují BAs investiční potenciál ve vybraných technologických oblastech. V první řadě se jedná o energetiku (41,1 %;  $n_1 = 7$ ;  $N = 17$ ). R02 (2022) uvádí, že: „*Atraktivní je všechno, důležité kritérium je, že musím vědět, že ten obor je finančně velký, aby bylo kde brát, a musí to být obor, který je transformovatelný technologiemi, například energetika...*“ Dále BAs spatřují potenciál obecně v digitalizaci odvětví (23,5 %;  $n_2 = 4$ ), a to ať už se jedná o veřejný nebo soukromý sektor. Konkrétně respondenti uvedli digitalizaci zdravotnictví (R03; R20, 2022), školství (R20, 2022) veřejné správy (R06, 2022), cestování (R10, 2022) nebo pojišťovnictví (R06, 2022). Po zhruba 12 % ( $n_{3,4} = 2$ ) se v odpovědích objevila také kyberbezpečnost a názor, že atraktivní oblasti zůstávají v souvislosti s koronavirovou krizí i válečným konfliktem beze změn. S tímto souvisí i jedna z nejméně frekventovaných oblastí doporučených k investování, a to obranné technologie (5,9 %;  $n_6 = 1$ ). Souhrnný výčet četností atraktivních oblastí k investování je vyobrazen v následující tabulce č. 25.

**Tabulka č. 25: Atraktivní obory k investování vzhledem ke světovému dění (N = 25)**

Atraktivní obory k investování nyní		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
ID <sub>1</sub>	energetika	7	28,0 %	41,1 %	41,2 %
ID <sub>2</sub>	digitalizace odvětví	4	16,0 %	23,5 %	64,7 %
ID <sub>3</sub>	beze změn	2	8,0 %	11,8 %	76,5 %
ID <sub>4</sub>	kyberbezpečnost	2	8,0 %	11,8 %	88,3 %
ID <sub>5</sub>	on-line služby	1	4,0 %	5,9 %	94,2 %
ID <sub>6</sub>	obránné technologie	1	4,0 %	5,9 %	100,0 %
chybějící		8	32,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Ke zhodnocení investice využívají BAs v ČR kvantitativní i kvalitativní kritéria. Co se týče kvantitativních kritérií hodnocení BA, jsou využívána oproti kritériím kvalitativním podstatně méně. Kvantitativní kritéria hodnocení investice BA využívá okolo 70 % respondentů a patří mezi ně ROI/IRR<sup>4</sup> (27,3 %;  $n_{2a} = 6$ ;  $N = 22$ ), valuační metriky (22,7 %;  $n_{3a} = 5$ ) nebo násobky *equity* (9,1 %;  $n_{4a} = 2$ ). Po 4 % ( $n_{5a,6a,7a} = 1$ ) BAs využívají CAC/CLV<sup>5</sup>, nákladovou efektivitu nebo predikční modely.

Kvalitativní kritéria hodnocení investice BA aplikuje více než 95 % ( $n_1 = 20$ ;  $N = 21$ ) všech dotazovaných. Stejně jako v případě *no-go* zón, i zde hrají nejdůležitější roli pro investory *founders* (52,6 %;  $n_{1b} = 10$ ;  $N = 19$ ). V tomto případě R01 (2022) uvádí, že: „*Nejdůležitější je zakladatel, na tom záleží nejvíc, na přístupu, mindsetu, pracovitosti a reakci na problémy. Nakonec je to o tom, že je start-up permanentně v problémech a strašně se liší, jestli to podnikatel zvládne, zdali dokáže zvládat stres a problémy...*“ a R17 (2022) dodává: „*...rozhodně se dívám, jaká vlastně je ta kvalita těch lidí, zdali mají nějakou prokazatelnou*

<sup>4</sup> Return on Investment (návrátost investice)/Internal Rate of Return (vnitřní výnosové procento).

<sup>5</sup> Customer Acquisition Cost (cena pořízení zákazníka)/Customer Lifetime Value (čistá současná hodnota budoucího zisku ze zákazníka).

*schopnost prodat tu myšlenku, a to už začíná v tom, že prodají tu myšlenku Vám. To znamená, pak ji asi budou schopni prodat dalším investorům i zákazníkům.*“

Dalším významným kritériem je v 21,1 % pro BAs užitečnost a udržitelnost ( $n_{2b} = 4$ ), jejich nadchnutí pro start-up (10,5 %;  $n_{3b} = 2$ ). S tím souvisí také produkt samotný (10,5 %;  $n_{4b} = 2$ ), respektive jak uvádí R13 (2022): „... v jakém stavu je ten produkt, co ta firma má reálně hotové a jak má ověřené, že to bude fungovat.“ Nakonec investoři uvádějí přidanou hodnotu pro společnost (5,3 %;  $n_{5b} = 1$ ). Vyjádření četností kvantitativních i kvalitativních kritérií vyobrazuje následující tabulka č. 26.

**Tabulka č. 26: Kvantitativní, kvalitativní kritéria hodnocení investice BA (N = 25)**

Kritéria hodnocení investice BA		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
<b>Kvantitativní</b>					
ID <sub>1a</sub>	žádná	6	24,0 %	27,3 %	27,3 %
ID <sub>2a</sub>	ROI/IRR	6	24,0 %	27,3 %	54,6 %
ID <sub>3a</sub>	valuační metriky	5	20,0 %	22,7 %	77,3 %
ID <sub>4a</sub>	násobky equity	2	8,0 %	9,1 %	86,4 %
ID <sub>5a</sub>	CAC/CLV	1	4,0 %	4,5 %	90,9 %
ID <sub>6a</sub>	nákladová efektivita	1	4,0 %	4,5 %	95,5 %
ID <sub>7a</sub>	predikční modely	1	4,0 %	4,5 %	100,0 %
chybějící		3	12,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-
Kritéria hodnocení investice BA		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
<b>Kvalitativní</b>					
ID <sub>1b</sub>	founders	10	40,0 %	52,6 %	52,6 %
ID <sub>2b</sub>	užitečnost a udržitelnost	4	16,0 %	21,1 %	73,7 %
ID <sub>3b</sub>	nadchnutí BA pro start-up	2	8,0 %	10,5 %	84,2 %
ID <sub>4b</sub>	produkt	2	8,0 %	10,5 %	94,7 %
ID <sub>5b</sub>	přidaná hodnota	1	4,0 %	5,3 %	100,0 %
chybějící		6	24,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Nutno podotknout, že pro 45 % ( $n_1 = 9$ ;  $N = 20$ ) respondentů se uvedená investiční kritéria liší v návaznosti na objem investovaných finančních prostředků. V případě investice vyšších částek je kritérií více a investor zpravidla bere větší ohled na finanční stránku představeného projektu (např. R01; R03; R06; R09; R13; R16; R20; R25, 2022).

## 5.2.2 Deskriptivní statistická analýza

Výsledky charakteristiky polohy ukazují, že nejčastější délka působení investorů jako BAs v ČR je 3–5 let ( $\hat{x}_1 = 3$ ). Za období svého působení participovali BAs zpravidla na 11–19 projektech ( $\hat{x}_2 = 5$ ), kdy blízkost lokace investice bydliště investora nehrála při rozhodování o investici roli ( $\hat{x}_3 = 2$ ). BAs preferují k investování technologické obory ( $\hat{x}_5 = 1$ ). Technologický obor BAs volí na základě vlastních zkušeností ( $\hat{x}_7 = 1$ ). Vzhledem ke světovému dění BAs v ČR spatřují potenciál v investicích do alternativních energií ( $\hat{x}_8 = 1$ ). Nejmenší

investovaná částka se pohybuje v řádech statisíců korun českých ( $\hat{x}_{12} = 2$ ), zatímco největší investovaná částka do start-upového projektu je v řádech desítek milionů korun českých ( $\hat{x}_{13} = 3$ ).

Nežli ovšem BAs do projektu investují, nachází se jednání s *founders* v pre-investiční fázi, která trvá zhruba 3–6 měsíců ( $\hat{x}_4 = 2$ ). V této fázi se může andělský investor rozhodnout neinvestovat, k čemuž dochází, pokud si BA nesejde se zakladateli, ať už například „lidsky“, tak v rámci strategického rámce projektu ( $\hat{x}_9 = 1$ ). Mimo finanční prostředky poskytují BAs vždy přidanou hodnotu, tzv. „*smart money*“. Nicméně zřídka dochází k situacím, že investoři neposkytnou přislíbenou přidanou hodnotu ( $\hat{x}_{10} = 2$ ). Nejčastěji k tomuto dochází z důvodu komunikačního šumu mezi investorem a zakladatelem ( $\hat{x}_{11} = 1$ ). Ke zhodnocení efektivnosti investice využívají BAs v ČR především kvalitativní kritéria hodnocení investice BA ( $\hat{x}_{15} = 1$ ), kdy hlavním kritériem je opět osoba zakladatele ( $\hat{x}_{16} = 1$ ). V návaznosti na objem investovaných finančních prostředků se výběr jednotlivých kritérií neliší a vždy jde o totožný investiční proces ( $\hat{x}_{17} = 2$ ).

Výsledky charakteristiky rozptylu pro nominální proměnné ukazují, že většina nominálních proměnných vykazuje hodnoty normované nominální variance v horní polovině intervalu  $\langle 0,1 \rangle$ . Uvedené výsledky naznačují, že data nejsou příliš koncentrována, ale naopak, že jsou rovnoměrně rozložena do jednotlivých kategorií. Konkrétně se jedná o následující nominální proměnné: blízkost lokalizace investice bydliště BA (norm.nomvar = 0,538), preference oboru (norm.nomvar = 0,826), důvod volby oboru (norm.nomvar = 0,903), atraktivní obory nyní (norm.nomvar = 0,889), *no-go* zóna (norm.nomvar = 0,768), nedodržení příslibu přidané hodnoty (norm.nomvar = 0,947), důvody nedodržení příslibu (norm.nomvar = 0,960), kvantitativní kritéria hodnocení investice BA (norm.nomvar = 0,916), typy kvalitativních kritérií (norm.nomvar = 0,817) a rozdílnost investičních kritérií dle objemu investovaných finančních prostředků (norm.nomvar = 0,990).

Výjimku tvoří nominální proměnné: kategorie oboru (norm.nomvar = 0,395) a užití kvalitativních kritérií hodnocení investice BA (norm.nomvar = 0,990), což svědčí o významné koncentraci odpovědí do jedné modusové kategorie. Čím blíže jsou hodnoty normované nominální variance číslu 0, tím koncentrovanější data jsou. Konkrétně jsou data koncentrována do kategorie preference technologického oboru k investování a odpovědi „ano“ v rámci využití kvalitativních kritérií hodnocení investice BA.

V případě ordinálních proměnných výsledky ukazují, že proměnné délka působení jako BA (norm.dorvar = 0,751), počet projektů (norm.dorvar = 0,668) a nejmenší (norm.dorvar = 0,983) nebo největší investice (norm.dorvar = 0,650) nejsou příliš koncentrovány a obsahují více méně rovnoměrné zastoupení všech kategorií odpovědí respondentů. Naopak koncentrace byla zjištěna u ordinální proměnné pre-investiční fáze (norm.dorvar = 0,369), kde dochází k významné koncentraci odpovědí v kategorii 3–6 měsíců. Výsledky charakteristiky rozptylu, včetně slovního vyjádření výše uvedených modusových kategorií jsou vyobrazeny v následující tabulce č. 27.

**Tabulka č. 27: Deskriptivní statistická analýza investic a investičního procesu BA**

Proměnná		druh	Modus	v	Nomvar /dorvar	Norm.nomvar /norm.dorvar
název			kategorie			
ID <sub>1</sub>	délka působení jako BA	O	3–5 let	0,600	1,126	<b>0,751*</b>
ID <sub>2</sub>	počet projektů	O	11–19 projektů	0,720	1,376	<b>0,688*</b>
ID <sub>3</sub>	blízkost investice bydliště	N	ne	0,160	0,269	<b>0,538*</b>
ID <sub>4</sub>	pre-investiční fáze	O	3–6 měsíců	0,263	0,554	0,369
ID <sub>5</sub>	preferenze oboru	N	ano	0,292	0,413	<b>0,826*</b>
ID <sub>6</sub>	kategorie preference oboru	N	technologický	0,111	0,198	0,395
ID <sub>7</sub>	důvod volby oboru	N	zkušenosti v oboru	0,583	0,722	<b>0,903*</b>
ID <sub>8</sub>	atraktivní obory nyní	N	energetika	0,588	0,740	<b>0,889*</b>
ID <sub>9</sub>	no-go zóna	N	<i>founders</i>	0,450	0,640	<b>0,768*</b>
ID <sub>10</sub>	nedodržení příslibu	N	ne	0,385	0,473	<b>0,947*</b>
ID <sub>11</sub>	důvody nedodržení slibu	N	komunikační šum	0,600	0,720	<b>0,960*</b>
ID <sub>12</sub>	nejmenší investice	O	jednotky milionů Kč	0,435	0,491	<b>0,983*</b>
ID <sub>13</sub>	největší investice	O	desítky milionů Kč	0,435	0,650	<b>0,650*</b>
ID <sub>14</sub>	kvantitativní kritéria	N	žádná	0,727	0,785	<b>0,916*</b>
ID <sub>15</sub>	užití, kvalitativní kritéria	N	ano	0,048	0,091	0,181
ID <sub>16</sub>	kvalitativní kritéria	N	<i>founders</i>	0,474	0,654	<b>0,817*</b>
ID <sub>17</sub>	rozdílnost kritérií	N	ne	0,450	0,495	<b>0,990*</b>

Vysvětlivky: N = nominální, O = ordinální, v = variační poměr, normvar = nominální variance, dorvar = ordinální variance, norm.normvar = normovaná nominální variance, norm.dorvar = normovaná ordinální variance. \* Hodnota normované ordinální a nominální variance nad úrovní hodnoty 0,50 v intervalu <0;1>.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.2.3 Dílčí shrnutí

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 tyto 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 asi 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.

### 5.3 Exit andělských investorů v ČR

Oddíl věnující se exitu andělských investorů v České republice je strukturován dle jednotlivých oblastí realizovaných rozhovorů s 25 BAs. Nicméně, nežli dojde k samotnému vyjádření četností, je nutné vymezení otázek týkajících se datové základny a interpretačních aspektů exitu ze strany zúčastněných respondentů. Důvodem je problematika sběru dat o exitech BAs i jejich interpretace, a to jak ze strany asociací sdružujících sekundární data, tak ze strany samotných *business angels*. Osvětlení těchto aspektů povede k hlubšímu vhledu do následného vyhodnocení i interpretace dat spojených s exitem BAs v ČR.

Mezi oblasti tohoto oddílu patří následující. (1) Otázky vztahující se k datové základně. (2) Interpretační aspekty exitu. (3) Základní charakteristika exitu BAs v ČR. V rámci tohoto pododdílu je vyjádřen například počet exitů BAs, jejich exit strategie, rychlost exitu, nejvyšší a nejnižší finanční částka inkasovaná při prodeji podílu BAs, dále jsou identifikovány důvody k okamžitému ukončení investice či kupci podílu BAs. (4) Plánování exitu BAs. Součástí oblastí 3–4 je vyjádření četností, a to včetně charakteristiky polohy a rozptylu.

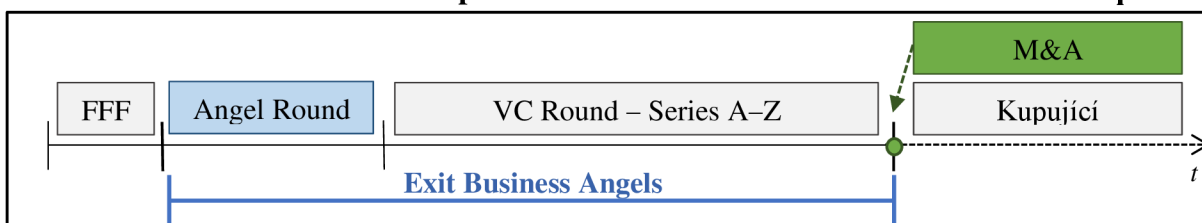
Cílem oddílu 6.3 je rozšíření současného stavu poznání na základě naplnění hlavního cíle, respektive DC2 a částečného naplnění DC3, a to v rámci zmapování rozhodovacího procesu BAs s ohledem na exit a jeho plánování. V neposlední řadě obsahuje tento oddíl, konkrétně zodpovězení DVO1 a částečné zodpovězení DVO3.

### 5.3.1 Otázky vztahující se k datové základně

Charakteristika exitu *business angels* v České republice je doposud neprobádanou oblastí. Důvody jsou v zásadě dva. Zaprvé v České republice neexistuje úplná databáze<sup>6</sup>, která by sdružovala data o poslední fázi životního cyklu investice BAs. Navíc se při exitu *founders* nachází andělský investor ve start-upu velice sporadicky. Z dostupných dat asociace Czech Founders (2023) o exitech českých technologických start-upů v rozmezí let 2007–2022 vyplývá, že při závěrečné fázi akvizice podniku byl andělský investor přítomen pouze v 10 % z celkového počtu 100 registrovaných exitů. Výsledky nejsou překvapivé, jelikož z podstaty start-upového projektu vyplývá exponenciální růst, který je nutné katalyzovat dostatečným množstvím finančního kapitálu v řádech desítek nebo stovek milionů korun českých. V tomto případě je nutný vstup větší finanční skupiny, například v podobě VC fondu, jelikož BA zpravidla tyto finanční částky neinvestuje. BA samozřejmě může v podniku zůstat, ovšem musí počítat s ředěním svého podílu a také upozaděním jeho přidané hodnoty. Jak uvádí R11 (2022): „...na začátku dá BA kontakty, know-how atd. Jakmile vloží své know-how, pak už z něho nic dalšího nevypadne.“ nebo R18 (2022) dodává, že: „...častokrát se může stát, že angel v druhém kole financování exituje, protože návazný investor ho nepotřebuje nebo nechce.“

Následující schéma č. 9 vyobrazuje výše uvedené skutečnosti načasování exitu andělského investora ze start-upového projektu v souvislosti s financováním podniku. Toto schéma vychází ze sekundárních dat databáze Czech Founders (2023) a odpovědí respondentů empirického výzkumu disertační práce. Jak je možné vidět, poskytnutí finančních prostředků ze strany BA (*angel round*) zahrnující *pre-seed* a *seed* investice stojí mezi finančními zdroji od *founders*, přátel a rodiny (FFF) nebo VC fondů (*Series A–Z*). Časovou osu exitu BAs ve formě obchodního prodeje vyobrazuje ve schématu modrá úsečka. Exit BAs přichází v 90 % dříve, nežli dojde k exitu zakladatelům, respektive k akvizici či fúzi start-upu (M&A). Nejčastěji se tomu děje ve fázi, kdy do start-upového projektu vstupují VC fondy, které odkupují majetkové podíly andělských investorů v investičních kolech *Series A* nebo *B*. Pouze 10 % BAs zůstává až do zeleně označeného bodu akvizice či fúze, kdy se majoritním vlastníkem start-upu stává nejčastěji strategický kupec (Czech Founders, 2023; R01–R25, 2022).

**Schéma č. 9: Financování start-upu v souvislosti s exitem investorů rizikového kapitálu**



Zdroj: Vlastní zpracování dle Czech Founders (2023) a primárních dat výzkumu této disertační práce

<sup>6</sup> V roce 2022 vznikla databáze asociace Czech Founders, která mimo jiné sbírá data o exitech českých technologických start-upech. S ohledem na exity obsahuje databáze například následující data: datum založení, jméno podniku a *founders*, seznam VC investorů, příjmy start-upu, valuaci nebo datum akvizice podniku.



Trh rizikového kapitálu v České republice je oproti zemím s vyspělými kapitálovými trhy (např. USA) prozatím velmi mladý. Uvedené skutečnosti potvrzuje R11 (2022), který uvádí: „*Myslím, že jsem tu byl jako jeden z prvních, bude to tak 15 let.*“ nebo R20 (2022): „*Český ekosystém je v rané fázi a exitů angels je poměrně málo...*“ Pozitivum v tomto případě je, že trend počtu nově zakládaných start-upových podniků je od roku 2007 rostoucí (Czech Founders, 2023). S čímž explicitně souvisí i rostoucí trend investičních příležitostí pro BAs.

Na druhou stranu sběr dat o exitech BAs je opětovně problematický, jelikož z teoretického základu práce i realizovaných rozhovorů vyplynulo, že investice do start-upu je dlouhodobého charakteru. Například R1 (2022) uvádí, že: „*...5–10 let je typický investiční horizont BAs.*“ nebo R20: „*...každý BA by měl počítat minimálně s 5 lety. On investuje v pre-seedu, v nějaké angel fázi a minimálně 3–5 let trvá, nežli se dostane do bodu, kdy může prodávat, což je ta Series A<sup>7</sup>. Pokud chce setrvat déle, tak reálně musí počítat s 10 lety.*“ Z výše uvedeného lze vyvodit závěr, že je i datová základna v rané fázi.

### 5.3.2 Interpretální aspekty exitu

Jak již bylo uvedeno, BAs vstupují do start-upu zpravidla buď formou konvertibilního úvěru, anebo přímo do *equity* (s. r. o., a. s.). Doba splatnosti konvertibilního úvěru je běžně 1–3 roky, kdy po uplynutí této doby má BA dvě možnosti: (1) po splacení úvěru odchází BA ze společnosti nebo (2) dochází ke konverzi závazku do podílu v podniku (R03, 2022). Z první možnosti je evidentní, že BA vystupuje ze start-upu. Nicméně ne v podobě, jak o exitu andělského investora smýšlí literatura nebo on samotný. Z uvedeného vyplývá, že exit v podobě splatnosti konvertibilní půjčky nebývá BAs mnohdy uvažován. V případě, že tomu tak skutečně je, statistika přichází o důležitá data. Například R03 (2022) uvádí: „*Často jsou investice formou konvertibilní půjčky. Vy ze začátku nemůžete určit hodnotu firmy, protože vlastně nic nemá. Tou půjčkou se ta valuace odsouvá do budoucna a po nějaké době se teprve určí, jakou hodnotu má ten podíl.*“

### 5.3.3 Základní charakteristika exitu

#### Vyjádření absolutních a relativních četností

Z celkového počtu 25 dotazovaných BAs mělo 15 respondentů (60 %) zkušenost s vlastním exitem. Počet exitů každého z těchto investorů spadal do kategorie 1–2 exity až 11–19 exitů. Nejvíce byla zastoupena kategorie 1–2 exity (40 %;  $n_1 = 6$ ;  $N = 15$ ) a 6–10 exitů (26,7 %;  $n_3 = 4$ ). Naopak v menší míře (13,3 %;  $n_{2,4} = 2$ ) se objevilo 3–5 a 11–19 exitů. Většina exitů BAs byla realizována ve formě obchodního prodeje, kdy 86,6 % ( $n_a = 13$ ) dotazovaných uskutečnilo pouze tuto exit strategii. I v případě nejvíce zastoupené kategorie 1–2 exity se nejfrekventovanější exit strategií stal obchodní prodej (33,2 %;  $n_{1a} = 5$ ). Nad rámec zkušeností s exit strategií obchodního prodeje měli investoři v asi 7 % ( $n_{b,c} = 1$ ) zkušenost se zpětným odkupem nebo oběma typy exit strategií. Nicméně dle některých autorů (např. Carpentier a Suret, 2015) je zpětný odkup forma obchodního prodeje, pak by byla exit strategie ve 100 % obchodní prodej.

---

<sup>7</sup> Series A – Investiční kolo, kdy financování probíhá většinou v rozsahu 10–60 milionů Kč ze strany VC fondu (R08, 2022).

Z odpovědi R20 (2022) vyplývá, že absence IPO není nikterak překvapivá. R20 (2022) uvádí: „...co se týče českých angels, tak s tím (pozn. IPO) nemá nikdo zkušenost a je velmi obtížné se do té fáze dostat, jelikož přes ty pozdější fáze investic Series A, B, C<sup>8</sup>, tak ta valuace je už tak vysoko a je velká motivace ze strany managementu čistit organizační strukturu, tak dojde k exitu už dříve.“ nebo R02 (2022): „...ty burzy jsou malé a málo likvidní, nikoho to nezajímá. Investoři říkají, že Pražská burza je špatný vtíp. Není to regulérně akciový trh fungující jako americký – s transparentností, kontrolou a promazaným mechanismem...“, R16 (2022) dodává: „...že je tu nějaká burza, tak je náhoda, kdyby tady nebyla, tak se nic nezmění.“ Na druhou stranu se objevili BAs, jež vidí Burzu cenných papírů Praha, a. s. (dále také BCPP), konkrétně segment START, jako potenciál pro rozvoj českého kapitálového trhu (např. R12; R13; R14; R22, 2022).

Obecně vstup na burzu vyžaduje výraznou vyspělost podniku v rámci interních procesů, reportingu a seniority týmu z hlediska jejich zkušeností. Důvodem je fakt, že IPO s sebou přináší významné zvýšení účetních, právních i auditorských nákladů, a celkově to firmu zpomaluje. Dle R09 (2022): „...těch lidí nebo těch firem, který by tohle zvládli, není mnoho.“, R17 (2022) dodává, že: „...máme-li, se baví o tom, že český start-up někdy udělá IPO, tak to je téměř jako nepravděpodobné...“, pro R08 (2022) IPO dokonce vůbec není exitem, ale pouze možností, jak si může start-up opatřit finanční kapitál. Konkrétně R08 (2022) uvádí, že: „Nikdy bych nešel udělat IPO, abych prodal svůj podíl. Vy neznáte ten výsledek, Vy jdete prodávat svůj podíl na trh fondům, firmám nebo fyzickým osobám a nevíte, kdo si to koupí, jaký má vztah k tomu businessu...“, nicméně trend IPO se k nám pomalu dostává, jelikož ve vedení sedí zahraniční management (R02, 2022). Vyjádření četností počtu realizovaných exitů v souvislosti s typem exit strategie BAs vyobrazuje následující tabulka č. 28.

**Tabulka č. 28: Počet exitů a exit strategie BAs (N = 15)**

Počet exitů		Exit strategie							
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		Celkem	
		obchodní prodej		zpětný odkup		obchodní prodej a zpětný odkup			
		n	% n	n	% n	n	% n	n	% n
ID <sub>1</sub>	1–2	5	33,2	1	6,7	0	0,0	6	40,0
ID <sub>2</sub>	3–5	2	13,3	0	0,0	0	0,0	2	13,3
ID <sub>3</sub>	6–10	3	20,0	0	0,0	1	6,7	4	26,7
ID <sub>4</sub>	11–19	2	13,3	0	0,0	0	0,0	2	13,3
ID <sub>5</sub>	nedokážu říct	1	6,7	0	0,0	0	0,0	1	6,7
<b>Celkem</b>		13	86,6	1	6,7	1	6,7	15	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Ve vztahu k počtu exitů i konkrétním exit strategiím nutno podotknout, že BAs uvádějí exit zpravidla pouze úspěšný, tzn. obchodní prodej a exit, kdy prodávají podíl v podniku s návratností. Jak uvádí R02 (2022): „To, co označuji jako exit, tak to bylo všechno úspěšné, byla tam vždycky nějaká návratnost. Pak byly jednotky, kde se to neexitovalo, firma tiše

<sup>8</sup> Series A; B – Investiční kolo A a B, kdy financování probíhá většinou v rozsahu 10–60 milionů Kč ze strany VC fondu. Series C – Investiční kolo C, kdy financování probíhá většinou v rozsahu nad 60 milionů Kč ze strany VC fondu (R08, 2022).

zanikla... “ Tento závěr vyplynul také z dotazu na procentuální úspěšnost exitů, kdy více než polovina respondentů (53,3 %,  $n_1 = 8$ ;  $N = 15$ ), jež realizovali exit odpověděla, že bylo dosaženo 100% úspěšnosti. Celkem 20 % BAs ( $n_2 = 3$ ) následně uvedlo, že úspěšný byl exit zhruba ve třetině. Naopak nejméně respondenti uváděli úspěšnost v rozmezí 10–20 % nebo 50–60 % (13,3 %;  $n_{3,4} = 2$ ).

Opět zde velmi záleží na pojetí úspěchu andělským investorem, jelikož dle literatury je exit i neúspěch ve formě likvidace (srov. Wenhui, 2016). Což znamená, že samotná 100% úspěšnost může být zavádějící. Například R5 (2022) uvádí, že: „Většina start-ups během dvou let krachuje...“ nebo R01 (2022): „Většinou obecně 80 % start-ups zkrachuje během několika let a v rámci investičních portfolií to bývá tak, že končí dvě až tři firmy z portfolia deseti investic. Dejme tomu pět je normálně úspěšných, ale nevydělávají velké peníze a pak jedna z deseti je ta hodně úspěšná, která zaplatí ztrátu ostatních.“ V tomto případě je důležité i vnímání likvidace, protože většina respondentů hovořila o odepsání investice, což jako exit nepovažovali (např. R02; R11; R14; R20 nebo R21, 2022). Na druhou stranu existují BAs, kdy je úspěch opravdu 100%, a to z jednoduchého důvodu: investor neinvestuje do projektu, kde nespátřuje jasnou úspěšnost. Jak dodává R08 (2022): „...neměl jsem žádný výstup, který by končil nezdarem. To má angel hodně v rukou, protože moje strategie je, že dopředu vím, že produkt je funkční, hotový a vím, které subjekty na trhu by měly zájem a mám tam navázané takové vztahy, kterými jsem schopen zajistit prodej produktu.“

Ať už se jedná o exit úspěšný či neúspěšný, nejkratší doba mezi investováním BA do start-upového projektu a exitem z něj činila 1–2 roky (75 %;  $n_2 = 9$ ;  $N = 12$ ). V menší míře byl také zastoupen horizont 3–4 let (16, 7 %;  $n_3 = 2$ ) a méně než jeden rok (8,3 %;  $n_1 = 1$ ). Na opačném konci nejdelší doby do exitu BA se nejčastěji vyskytovala kategorie 5–7 let (33,3 %;  $n_c = 4$ ). Po 25 % ( $n_{b,d} = 3$ ) byly zastoupeny také kategorie 3–4 roky a 10–11 let. Naopak nejméně exitovali BAs po 1–2 letech (16, 7 %;  $n_a = 2$ ). Nicméně ve vztahu k horizontu výstupu BA z podniku R13 (2022) dodává, že: „V principu mi nejde o můj exit, ale zajímá mě, kdy chce founder a abychom byli na jedné vlně. Není pro mě kriticky důležité během pěti let zhodnotit peníze a udělat nějaký násobek a myslím si, že pokud by měl BA takový přístup, tak to není dobré. Ve start-upech jdou totiž obvykle věci významně líp nebo taky významně hůř.“ Navíc některé společnosti ani nejsou určeny na exit (R01, 2022). Konkrétní vyjádření četností nejkratší a nejdelší doby vedoucí k exitu BAs vyobrazuje následující tabulka č. 29.

**Tabulka č. 29: Nejkratší a nejdelší časový horizont exitu BAs (N = 12)**

Nejkratší doba do exitu (rok)		Nejdelší doba do exitu (rok)								Celkem	
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		ID <sub>d</sub>			
		1–2		3–4		5–7		10–11			
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>		
ID <sub>1</sub>	<1	0	0,0	0	0,0	1	8,3	0	0,0	1	8,3
ID <sub>2</sub>	1–2	2	16,7	1	8,3	3	25,0	3	25,0	9	75,0
ID <sub>3</sub>	3–4	0	0,0	2	16,7	0	0,0	0	0,0	2	16,7
<b>Celkem</b>		2	16,7	3	25,0	4	33,3	3	25,0	12	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Prodejní částky realizovaných exitů BAs (N = 12) se pohybují v řádech od desítek tisíc Kč až po více než miliardu Kč. Nejnížší prodejní částkou BAs v ČR jsou nejčastěji jednotky milionů

Kč (83,4 %;  $n_3 = 10$ ). Naopak desetitisíce nebo statisíce byly zastoupeny každý pouze v jednom případě (8,3 %;  $n_{1,2} = 1$ ). Stejně tak i nejvíce frekventovanou nejvyšší prodejní částkou se staly jednotky milionů Kč (58,3 %;  $n_a = 7$ ). U čtvrtiny respondentů byla tato částka v řádech desítek milionů Kč (25 %;  $n_b = 3$ ). V nejmenší míře se objevilo zastoupení stovek milionů Kč (8,3 %;  $n_c = 1$ ) a více než miliarda Kč (8,3 %,  $n_d = 1$ ), což je opravdovým unikátem a v českém prostředí k takto obrovskému zhodnocení zpravidla nedochází. Dle kontingenční tabulky č. 30 je nejčastějším scénářem prodejní částka podílu BAs ve start-upu v jednotkách milionů Kč. V tabulce jsou dále vyobrazeny konkrétní četnosti nejnižší a nejvyšší prodejní částky při prodeji podílu BAs v ČR.

**Tabulka č. 30: Nejnižší a nejvyšší prodejní částka podílu BAs při exitu (N = 12)**

Nejnižší prodejní částka (Kč)		Nejvyšší prodejní částka (Kč)								Celkem	
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		ID <sub>d</sub>			
		jednotky milionů		desítky milionů		stovky milionů		více než miliarda			
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>		
ID <sub>1</sub>	desetitisíce	0	0,0	1	8,3	0	0,0	0	0,0	1	8,3
ID <sub>2</sub>	statisíce	1	8,3	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	8,3
ID <sub>3</sub>	jednotky milionů	6	50,0	2	16,7	1	8,3	1	8,3	10	83,4
<b>Celkem</b>		7	58,3	3	25,0	1	8,3	1	8,3	12	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Dle R17 (2022) existuje obecně několik scénářů, kdy dochází k prodeji podílu BA. (1) Zaprvé start-up už je v bodě, kdy *founders* chtějí čistit tzv. „*cap table list*“ (seznam akcionářů). Již nechtějí tolik investorů a BAs jsou zpravidla ti první, kteří exitují, protože již nejsou schopni poskytnout další přidanou hodnotu. K tomuto scénáři dochází nejpozději ve finančním kole *Series B*, kdy větší institucionální investoři kupují podíly menších investorů. (2) Druhým scénářem je, že podíl BA koupí *founders*. V tomto případě je start-up pro *founders* spíše *lifestylový business* bez výrazné motivace expandovat ve světovém měřítku. Start-up je po počátečním investování ze strany BAs životaschopný, tudíž se BA domluví s *founders* na odprodání podílu zpět. R03 (2022) dodává, že: „*Zpětný prodej founders se děje, když ta firma není úspěšná a když je tam nějaký problém.*“ (3) Třetím, nejpravděpodobnějším scénářem je, že podíl nikdo nekupuje, jelikož start-up zaniká a investor o všechny investované prostředky přichází. (4) Čtvrtým scénářem je IPO, kdy se kupujícím stává veřejnost. Nicméně pro české prostředí tento scénář není příliš pravděpodobný. Až na výjimky je podíl BAs kousen většími investory mnohem dříve, nežli se dostane start-up na burzu cenných papírů (R05; R17, 2022). (5) Nakonec je možným scénářem i odkup podílu jiným andělským investorem, který si chce navýšit pozici (R03, 2022).

V tomto ohledu je nutné zmínit také předčasné ukončení investice, respektive exit BAs. Důvody předčasného ukončení jsou velmi podobné důvodům rozhodnutí neinvestovat. Z celkového počtu (N = 25) uvádí 44 % dotázaných ( $n_1 = 11$ ) důvod k předčasnému ukončení konflikt s *founders*, a to jak po lidské stránce, tak v rámci smýšlení o strategickém vývoji podniku či nedodržení sjednaných dohod. Dalším důvodem jsou ve 20 % morální a etické aspekty ( $n_2 = 5$ ) v podobě podvodu nebo krádeže. Ve 12 % se důvodem stala nabídka, která se neodmítá ( $n_3 = 3$ ). V menší míře (8 %) se objevila špatná ekonomická situace podniku ( $n_4 = 2$ )

a nic ( $n_5 = 2$ ). Nejméně (po 4 %) pak respondenti jako důvod k předčasnému odchodu zmiňovali skutečnost, že není další potenciál pro růst podniku ( $n_6 = 1$ ) a vlastní ukončení investování jako BA ( $n_7 = 1$ ). V tomto případě byla v rámci předčasného ukončení investice překvapivá odpověď – nic, jelikož jak uvádí R15 (2022): „*Ono to vlastně nejde, start-up utratí prachy a Vy jako investor nemáte právo si je vytáhnout, takže se tomu start-upu přestanete věnovat. ... existují klauzule například put opce, že se dá prodat podíl za 1 euro. Takže jako ne vrátit si peníze, ale aby šlo právně odejít...*“

Z výsledků dále vyplývá, že na českém trhu rizikového kapitálu se kupujícím podílu BA ve start-upu stává buď institucionální investor (strategický kupec v podobě konkurenčního podniku, který může a nemusí kupovat majoritu), anebo VC fond. Z 15 respondentů, jež realizovali exit, mělo 40 % zkušenost se strategickým kupcem ( $n_1 = 6$ ;  $N = 15$ ). Tři BAs prodali svůj podíl strategickému kupci a VC fondu (20 %;  $n_2 = 3$ ). Dva BAs měli dokonce zkušenost při exitu se strategickým kupcem, VC fondem i *founders* (13,3 %;  $n_3 = 2$ ). Naopak nejméně docházelo k situaci, že by investor prodával svůj podíl pouze *founders* (6,7 %;  $n_5 = 1$ ) nebo strategickému kupci, jinému BA či VC fondu (6,7 %;  $n_6 = 1$ ). Konkrétní vyjádření četností vyobrazuje následující tabulka č. 31.

**Tabulka č. 31: Kupující podílu BAs ve start-upu – vyjádření četností (N = 25)**

Kupec		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
ID <sub>1</sub>	strategický kupec	6	24,0 %	40,0 %	40,0 %
ID <sub>2</sub>	strategický kupec, VC fond	3	12,0 %	20,0 %	60,0 %
ID <sub>3</sub>	strategický kupec, <i>founders</i> , VC fond	2	8,0 %	13,3 %	73,3 %
ID <sub>4</sub>	VC fond	2	8,0 %	13,3 %	86,6 %
ID <sub>5</sub>	<i>founders</i>	1	4,0 %	6,7 %	93,3 %
ID <sub>6</sub>	strategický kupec, BA, VC fond	1	4,0 %	6,7 %	100,0 %
chybějící		10	40,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Z výše uvedených dat vyplývá, že se nejčastějším kupujícím podílu BAs stává strategický kupec, respektive konkurenční firma start-upu nebo VC fond (český nebo zahraniční). Zde je opět důležité uvědomit si, zdali exituje pouze andělský investor (individuální obchodní prodej podílu BA) nebo celý start-up spolu s *founders* (M&A). Pokud dochází k prodeji start-upu, všichni stávající investoři prodávají své podíly a entita reprezentující start-up zaniká, respektive přechází na následujícího investora.

Zajímavé zjištění je, že při exitu nemusí BAs nutně obdržet finanční vypořádání. Není výjimkou, že dochází k výměně podílů v různých společnostech. Jak uvádí R11 (2022): „...*dokonce kapitalisti největší, top 5, co působí v ČR, tak si vyměňují velmi často aktiva. Vy exitujete, ale dostanete za to jiný podíl...*“ Strategický kupec v podobě konkurenční firmy kupuje start-up celý, a to v rámci akvizice či fúze, kdy vykoupí podíly jak BAs nebo VC fondů, tak *founders*. Cílem takového obchodu je rozšíření produktového portfolia konkurenční firmy či její expanze na národní i mezinárodní úrovni. R13 (2022) dodává, že: „...*typicky někdo, kdo je lépe zafinancovaný, než Vaše firma a je o kousek dál, tak kupuje konkurenci, spojí tím vlastně technologii, lidi a získá zákazníky, a tím si vyčistí market a bariéra vstupu pro další subjekty*“

do tohoto businessu bude těžší.“ Následující tabulka č. 32 vyobrazuje vybrané odpovědi respondentů na otázku: „Komu je podíl BAs zpravidla prodáván?“, přičemž zeleně označené odpovědi jsou BAs, jež v minulosti svůj podíl ve start-upu prodali.

**Tabulka č. 32: Kupující podílu BAs ve start-upu – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Komu je podíl BAs zpravidla prodáván?“
R01	„Zpravidla to jsou konkurenční firmy daného podniku..., ...je to doporučený postup expanze, globální hráči raději koupí konkurenty na lokálních trzích a skrz to expandují..., ...vydělají na tom více, než co koupí tu firmu.“
R02	„Prodáváme to tomu, kdo dá nejvíc, ale bereme ohled na foundera, když řekne já tam chci zůstat a nechci, abys to prodal konkurentovi, tak uděláme dohodu nebo to prodáme někomu, kdo stojí těsně vedle, není přímý konkurent, ale chce do té oblasti jít nebo firma, která dělá totéž, ale ve Švédsku a chce do Česka.“
R03	„...když se ta firma dostane do většího objemu a valuace, tak pak tam vstupují VC fondy, které mohou vykoupit ty angels..., ...nebo jiný investor nebo partner, pak ten exit funguje tak, že se prodává celá firma nebo drtivá část firmy a někdy tam zůstávají ti founders, pokud mají pro kupujícího hodnotu...“
R04	„...je možnost prodat to VC fondům, ale zpravidla všichni investoři čekají na exit (pozn. M&A), takže až dostane zakladatel nabídku na prodej společnosti, tak ji prodá...“
R05	„Nejvíce exits se uskutečňuje dalším firmám, do vysněného IPO se dostane velice málo start-ups..., ...v dnešní době je spousta podniků, co nemají IPO, ale jsou to velké firmy, v podstatě unicorni. <sup>9</sup> “
R09	„Tak to bylo v naprosté většině případů buď strategický kupec nebo VC fondy.“
R11	„Realita je taková, že většinou se vyměňuje..., ...ideální scénář je, že se najde větší investor, jiný BA nebo malý VC fond, lokální, pak regionální nebo londýnský a pak globální americký fond.“
R18	„...zpravidla se prodává strategickému investorovi, mají synergický business, což znamená, že ty lidi o tom něco vědí a nepotřebují angels, kteří by dodávali know-how...“
R20	„...ideálně nadnárodní společnosti, která to koupí, aby si rozšířila produktové portfolio, ale větší pravděpodobnost je, že se zapojí VC fondy..., ...větší fondy jsou schopny koupit angels, aby integrovali entitu. Ta čistota společenské struktury je pro investory v pozdějších fázích kritická, když je v té struktuře spousta angel investorů a nedejbože mají kontrolu, která v pozdější fázi brzdí projekt.“

Zdroj: Vlastní zpracování

Při exitu investora je samozřejmě stěžejní ohodnocení jeho podílu ve start-upu. Metodika ohodnocení se liší v návaznosti na formu vstupu andělského investora do společnosti (konvertibilní úvěr vs. vstup do equity), Nicméně za předem stanovených podmínek buď ve Smlouvě o konvertibilní půjčce, anebo například Smlouvě o koupi a prodeji podílu se hodnota podílu odvíjí od valuace společnosti. Valuace start-upových podniků je ovšem natolik rozsáhlé a složité téma, že by mělo být předmětem samostatné vědecké práce. Z výsledků empirického

<sup>9</sup> Start-up, který dosáhl valuace minimálně jedné miliardy amerických dolarů (R02, 2022).

výzkumu vyplývá, že hodnotu podniku, respektive podílu BA stanovují v bezmála polovině (45,5 %;  $n_1 = 5$ ;  $N = 11$ ) zakladatelé spolu s kupcem (VC fondy, strategický kupec). V menší míře zakladatelé a kupec spolupracují s M&A konzultanty (18,2 %;  $n_3 = 2$ ). Další možností je, že si hodnotu svého podílu stanoví BA sám (27,3 %;  $n_2 = 3$ ). K tomuto dochází nejčastěji v případě, že BA působil na dřívějších pozicích v M&A. Například R14 (2022) uvádí: „...já mám udělány valuační modely pro jednotlivá odvětví a obvykle využívám čtyři různé modely od discounted cash flow přes multiplikátory...“ nebo R15 (2022): „...hodnotu stanovuji na základě srovnání poměrových ukazatelů firem, které jsou ve stejné fázi.“ R16 (2022) dodává: „Dělám si to sám, a to průběžně, nezávisle na exitu...“

Nicméně R15 (2022); R16 (2022) podotýkají, že: „Je problém v tom, že jako angel, který má pár procent ve firmě, tak nemůžete úplně bránit tomu prodeji a když bráníte, tak Vám to zkazí reputaci; ... jsem v pozici, kdy ten exit nedrívuju vůbec. Můžu si o tom myslet, co chci, ale exit drívuje founder.“ Uvedená tvrzení korespondují s odpovědí R10 (2022): „BA zřídka kdy cokoliv ovlivňuje, má minoritní podíl, primárně to ovlivňují founders a jejich M&A konzultanti. Na straně druhé je to ten kupec. Z mého pohledu exit valuače, byť je racionalizovaná, tj. matematický vzorec, tak nakonec valuače racionální a vypočitatelná není, vychází to z toho, jak moc ten kupec tu firmu chce koupit.“

Pouze v jednom případě (9,1 %;  $n_4 = 1$ ) stanovil hodnotu podílu BA pouze kupec bez dalšího jednání s podnikem, respektive founders. R04 (2022) uvádí, že: „Ohodnocení podílu závisí na tom, kdo co nabídne. To si neurčujeme, to je dle výše nabídky.“ V následující tabulce č. 33 jsou vyobrazeny konkrétní četnosti zastoupených entit, jež stanovují hodnotu start-upu, a tím pádem také hodnotu podílu BAs. Záměrně do výčtu četností byly zařazeny pouze odpovědi respondentů, jež uskutečnili vlastní exit, nicméně i v tomto případě respondenti uváděli zpravidla founders ve spolupráci s kupcem.

**Tabulka č. 33: Stanovení podílu BAs ve start-upu (N = 25)**

Ohodnocení podílu BA při exitu		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
ID <sub>1</sub>	founders a kupec	5	20,0 %	45,5 %	45,5 %
ID <sub>2</sub>	BA	3	12,0 %	27,3 %	72,8 %
ID <sub>3</sub>	founders, kupec a poradci	2	8,0 %	18,2 %	91,0 %
ID <sub>4</sub>	kupec	1	4,0 %	9,1 %	100,0 %
chybějící		14	56,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Všichni dotazovaní (N = 25) odpověděli, že v případě úvah o exitu i samotné realizaci exitu spolupracují s founders. Forma spolupráce opět záleží na tom, zdali odchází pouze BA nebo také zakladatelé, jaký je právní rámec jejich spolupráce a zdali mají zakladatelé o participaci BA na exitu zájem. Konkrétně R08 (2022) uvádí: „Záleží, jaký máte podíl a smlouvu.“ nebo R19 (2022): „...jestli mám tag allong (TA)<sup>10</sup> nebo drag allong (DA)<sup>11</sup>. Jestli vůbec mám možnost to ovlivnit...“ nebo R15 (2022): „...někdy je ve smlouvách, když ten founder nezíská

<sup>10</sup> TA: „...právo investora prodat své akcie společně s founderem a za stejných podmínek.“ (R08, 2022)

<sup>11</sup> DA: „...právo investora vynutit si prodej founderova podílu nebo jeho části.“ (R08, 2022)

*další peníze například za tři roky, tak to musí prodat, pak je to o tom, že třeba nechce, ale tím, že nedokázal přilákat další investici, tak se musíme domluvit na externích poradcích, kteří tu firmu prodají...*“ R4 (2022) dodává: *„Zásadní je, že exit domlouvá většinou founder ...“* a jak uvádí R19 (2022): *„Záleží, zdali zakladatelé chtějí rady nebo ne...“*, protože v situaci, kdy je ve start-upu větší množství investorů je další spolupráce s BAs při exitu spíše na škodu (R10, 2022). Obecně je spolupráce na bázi formální i neformální působnosti BA, buď přímo v *advisory board* (poradní orgán), anebo mimo něj, jako konzultant. BA může pomoci při hledání M&A nabídek (R05, 2022). Dále může BA vést vyjednávací tým exitu (R25, 2022), poskytovat rady na základě informačních meetingů či reportů (R14, 2022), aktivně vyhledávat pomoc a informace od dalších investorů nebo nové kontakty, případně otevírat další obchodní příležitosti (R01; R05; R10; R14; R15; R20; R21; R25, 2022).

Jak již bylo uvedeno výše, možnosti a forma zapojení BAs při exitu vychází z právního rámce spolupráce s *founders*. Právní rámec práv a povinností spojených s exitem BAs ze start-upu se stanovuje ve fázi návrhu smluvní dokumentace, která je završena podpisem všech dokumentů a uhrazením finančních prostředků na účet podniku. Nicméně jak uvádí R09 (2022): *„...v konečném důsledku mně připadá, že to všechno stojí a padá s týmem a se schopností se dohodnout...“* nebo R11 (2022): *„...stavím vztahy na důvěře, ne na tom, co je napsané. Soustředím se na kvalitu partnerského vztahu. Jsou tam krize, kdybych se soustředil na obojí, tak by mě to limitovalo.“*

Smluvní dokumentace vstupu BAs v ČR obvykle zahrnuje následující čtyři smlouvy: (1) Smlouva o konvertibilní půjčce nebo Společenská smlouva (s. r. o.), případně Stanovy společnosti (a. s.). (2) *Shareholder agreement*, tj. dohoda společníků (SHA). (3) Smlouva o převodu finančních prostředků. (4) Smlouva o převodu podílu. Konkrétně v SHA dochází ke sjednání práv a povinností ve spojitosti s exitem jak investora, tak *founders* (R01; R02, 2022). R02 (2022) uvádí, že: *„Tohle je obvyklý vzorec, ale není to zákon, může se to vyvíjet i jinak, každá investice je jiná..., ...ono to jsou v podstatě dohody na dobrý slovo, protože exit se jak těžko vymocuje, tak se proti němu brání...“* V případě, že vstupuje v jednom kole více BAs, zpravidla právní rámec definuje BA, který vkládá nejvíce peněz a ostatní vstupují za stejných podmínek (např. R14; R15, 2022).

Respondenti se shodují, že mezi obvyklé klauzule spojené s exitem patří především: (1) Likvidační preference. (2) *Drag allong*. (3) *Tag allong*. Nicméně, jak je uvedeno níže, shoda již nepanuje ve způsobu reálném využití těchto klauzulí:

**(1) Likvidační preference (LP)** – na základě mechanismu likvidační preference si investor zajišťuje přednostní návratnost investovaných finančních prostředků. Častokrát i s několikanásobným zhodnocením, které představuje obrovské riziko pro *founders*. LP je vyplácena při likvidační události, ale také při standardním exitu. Například 2krát LP znamená, že investor získá automaticky zpět dvojnásobek investované částky (R08, 2022). Nicméně za standardní se dá označit maximálně 1krát LP + úrok, jelikož dle R03 (2022): *„...ten investor si ošetří, že se mu to vrátí. Já si to tam nedávám. Já říkám: „jestli chceš investovat do start-ups, musíš nést to riziko s nimi...“*, R21 (2022) dodává: *„likvidační preference je taková trošku jako nechutná záležitost...“*, navíc velkou hodnotu nevytváří (R24, 2022).



Likvidační preference je využívána ve dvou základních verzích: (1) neparticipační – investor si při exitu nechá vyplatit buďto částku odpovídající exitové hodnotě jeho podílu, anebo LP podle toho, která z částek je vyšší. (2) participační – tento typ LP je velmi agresivní vůči *founders*, jelikož nejdříve BA získává likvidační preferenci, a pokud v rámci likvidace společnosti zůstaly nějaké další finanční prostředky, dělí se mezi společníky dle jejich podílů. Problematika likvidační preference je obsáhlá a ze strany BAs je na ni nahlíženo spíše v negativním světle. Jak uvádí R08 (2022): „*v některých krajních případech nevhodně sjednané LP se může stát, že při exitu founder nedostane téměř nic a veškeré peníze získá vychytralý investor...*“ nebo R17 (2022): „*...někteří (pozn. BAs), kteří jsou schopni si vzít tam za stovky tisíc prostě třetímu ve firmě a mít takový klauzule..., ...tak oni jsou vyloženi úplně toxický.*“ Na druhou stranu existuje také názor, že se jedná o obvyklý vzorec právní úpravy investování rizikového kapitálu do start-upů (např. R01; R02; R20, 2022).

**(2) Drag Allong (DA)** – jedná se o ochranu menšinových společníků. V tomto případě je investor schopen vynutit si prodej podílu *founders* (nebo jeho část). Andělský investor chce zpravidla v nějakém časovém horizontu exitovat, nicméně může se stát, že kupec bude mít zájem o větší podíl nežli vlastní samotný BA. Tímto způsobem si investor zajišťuje, že *founder* realizaci exitu nezablokuje. Právo DA lze využít až po určité době od investice (cca 1–3 roky). R19 (2022) dodává, že: „*DA a TA je extrémně důležitý..., ...když start-up nedává pozor, tak první, co udělám je, že si TA a DA vztáhnou na sebe. Já můžu pak blokovat všechno a oni nemůžou beze mě nic.*“ V tomto směru je například s R23 (2022) významný rozpor, jelikož respondent uvádí, že: „*...pomocí pár triků je někdo schopnej vzít všechno, kontrolu nad tou firmou a donutit vás k exitu, který vlastně jako úplně nechcete. Takže já toto zásadně odmítám a nechceme být s nikým takovým ani jako partneři.*“

**(3) Tag Allong (TA)** – klauzule TA zajišťuje BA právo prodat své akcie za stejných podmínek společně se zakladateli. Tímto se andělský investor chrání proti tomu, aby *founder* exitoval ze start-upu a nechal investora s obtížně obchodovatelným podílem. TA se může vyskytovat i ve formě přednostního práva k prodeji, kdy nejprve může prodat svůj celý podíl BA a teprve následně *founders*. Z pohledu zakladatelů je ve smlouvě obdobně sjednán tzv. *lock-up*, což je dle R01 (2022): „*...ochrana pro zakladatele, že za 3 dny neodejdeme, třeba po dobu pěti let.*“ S TA a *lock-up* také souvisí definice minimální částky, kdy se investoři a zakladatelé mohou dohodnout na prodeji podílu za nižší částku, nežli vychází z valuace podniku.

R07, R08, R15 a R19 (2022) doplňují výčet exitových klauzulí o další: (4) předkupní právo a (5) záruky zakladatelů za stav společnosti a (6) opční právo:

**(4) Right of First Refusal (ROFR)** – jedná se o předkupní právo, na základě kterého musí být podíl v první řadě nabídnut ostatním společníkům. Pokud o něj nemají společníci, respektive akcionáři zájem, může investor nabídnout podíl externímu kupujícímu (R15; R19, 2022).

**(5) Representations and Warranties (R&V)** – BA si tímto způsobem zajišťuje prohlášení a záruku *founders* za stav společnosti. R&V pokrývá problematiku oblastí z *due*

*dilligence*. Například se může jednat o záruky, že start-up nevede nebo mu aktuálně nehrozí soudní spory. Pokud by se prokázalo, že *founders* tyto informace zatajili, může BA vymáhat zcela nebo částečně vložené finanční prostředky zpět (R08, 2022).

**(6) Opční právo** – v rámci opčního práva dochází ke sjednání *call* a *put* opcí. *Call* opce umožňují BAs nakoupit od *founders* podíl za předem stanovenou valuaci, zatímco *put* opce umožňuje BAs prodat *founders* podíl za předem stanovenou valuaci. Investor si tak zajišťuje právní cestu pro předčasné ukončení investice, kdy zakladatelé musí na základě *put* opce odkoupit podíl BA například za 1 Kč nebo 1 euro (R07; R08; R15; R19, 2022).

### Deskriptivní statistická analýza

Výsledky charakteristiky polohy ukazují, že větší část respondentů doposud exit neuskutečnila ( $\hat{x}_1 = 0$ ). Na druhou stranu, pokud BAs v ČR exit realizovali, zpravidla byl úspěšný ( $\hat{x}_2 = 5$ ), tj. za prodej podílu ve start-upu BAs obdrželi finanční prostředky přesahující investovanou hodnotu. S tím souvisí také skutečnost, že investoři nemají zkušenost s žádnou likvidací ( $\hat{x}_3 = 1$ ). Nejčastěji uskutečňovanou exit strategií BAs je obchodní prodej ( $\hat{x}_4 = 1$ ) strategickému kupci ( $\hat{x}_5 = 1$ ), kdy hodnotu podílu investora, respektive valuaci start-upového projektu určuje v rámci negociací *founder* s kupujícím ( $\hat{x}_6 = 3$ ).

Nutno podotknout, že *founders* při exitu povětšinou spolupracují s BAs ( $\hat{x}_{13} = 1$ ). Orientačně se prodej podílu andělského investora pohybuje v částkách od milionů korun českých (nejnižší prodejní částka;  $\hat{x}_{10} = 3$ ) po desítky milionů korun českých (nejvyšší prodejní částka;  $\hat{x}_{11} = 2$ ). Dle modusových kategorií je průměrná doba exitu BAs 3–4 roky ( $\hat{x}_7 = 2$ ), nicméně nejkratší doba je 1–2 roky ( $\hat{x}_8 = 2$ ), a naopak nejdelší doba je 5–7 let ( $\hat{x}_9 = 4$ ). Časový horizont je orientační, jelikož může dojít k předčasnému ukončení investice ze strany BAs. K tomuto zpravidla dochází při konfliktu s *founders* ( $\hat{x}_{12} = 2$ ).

V rámci charakteristiky rozptylu exitu a exit strategií se oproti předcházejícím charakteristikám objevilo větší množství vysoce koncentrovaných proměnných. U nominálních proměnných se jedná o proměnou: exit strategie (norm.nomvar = 0,360) a spolupráci s *founders* při exitu (norm.nomvar = 0,432), kdy odpovědi byly významně koncentrovány do výše identifikovaných modusových kategorií. Naopak nižší míra koncentrace se projevila u nominálních proměnných: kupec podílu (norm.nomvar = 0,907), ohodnocení podílu při exitu (norm.nomvar = 0,904) a předčasné ukončení investice (norm.nomvar = 0,859). Hodnoty v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$  se významně přibližují číslu 1, což vypovídá o rovnoměrném zastoupení jednotlivých kategorií u uvedených proměnných.

Mezi vysoce koncentrované ordinální proměnné patří: počet likvidací (norm.dorvar = 0,438), nejkratší doba exitu (norm.dorvar = 0,431) a nejnižší prodejní částka (norm.dorvar = 0,363). Naopak mezi méně koncentrované ordinální proměnné lze zařadit: počet exitů (norm.dorvar = 0,653), úspěšnost exitů (norm.dorvar = 0,782), průměrnou dobu exitu (norm.dorvar = 0,616), nejdelší dobu exitu (norm.dorvar = 0,759) a nejvyšší prodejní částku (norm.dorvar = 0,611). Opět platí, že čím bližší je výsledná hodnota číslu 1, tím rovnoměrnější je zastoupení jednotlivých kategorií. Výsledky všech výpočtů charakteristiky rozptylu, včetně slovního vyjádření modusových kategorií jsou vyobrazeny v následující tabulce č. 34.

**Tabulka č. 34: Deskriptivní statistická analýza exitu a exit strategie BAs**

Proměnná		druh	Modus	v	Nomvar /dorvar	Norm.nomvar /norm.dorvar
název	kategorie					
ID <sub>1</sub>	počet exitů	O	žádný	0,600	1,632	<b>0,653*</b>
ID <sub>2</sub>	úspěšnost exitů	O	100 %	0,467	1,173	<b>0,782*</b>
ID <sub>3</sub>	počet likvidací	O	žádná	0,125	0,219	0,438
ID <sub>4</sub>	exit strategie	N	obchodní prodej	0,133	0,240	0,360
ID <sub>5</sub>	kupec podílu	N	strategický kupec	0,600	0,756	<b>0,907*</b>
ID <sub>6</sub>	ohodnocení podniku při exitu	N	<i>founders</i> a kupec	0,545	0,678	<b>0,904*</b>
ID <sub>7</sub>	průměrná doba exitu BA	O	3–4 roky	0,588	1,232	<b>0,616*</b>
ID <sub>8</sub>	nejkratší doba exitu BA	O	1–2 roky	0,250	0,431	0,431
ID <sub>9</sub>	nejdelší doba exitu BA	O	5–7 roky	0,667	1,139	<b>0,759*</b>
ID <sub>10</sub>	nejnižší prodejní částka	O	jednotky milionů Kč	0,231	0,544	0,363
ID <sub>11</sub>	nejvyšší prodejní částka	O	desítky milionu Kč	0,417	0,917	<b>0,611*</b>
ID <sub>12</sub>	předčasné ukončení investice	N	<i>founders</i>	0,560	0,736	<b>0,859*</b>
ID <sub>13</sub>	spolupráce s <i>founders</i> při exitu	N	ano	0,158	0,266	0,432

Vysvětlivky: N = nominální, O = ordinální, v = variační poměr, normvar = nominální variance, dorvar = ordinální variance, norm.normvar = normovaná nominální variance, norm.dorvar = normovaná ordinální variance. \* Hodnota normované ordinální a nominální variance nad úrovní hodnoty 0,50 v intervalu <0;1>.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.3.4 Plánování exitu

#### Vyjádření absolutních a relativních četností

Plánování exitu ze start-upového projektu patří dle literatury mimo základní charakteristiky exitu také mezi interní faktory determinující výstup BAs z podniku (např. Azarmi, 2016; Félix et al., 2014). Většina BAs při vstupu do investice exit neplánuje (80 %,  $n_1 = 20$ ;  $N = 25$ ), tzn., že BAs volí oportunistický přístup (např. Botelho et al., 2019). Pouze zbylých 20 % BAs ( $n_2 = 5$ ) exit plánuje již v prvotní fázi realizace investičního projektu, čímž zaujímá proaktivní přístup k plánování exitu BA ze start-upu. Nicméně všichni respondenti volící proaktivní přístup dodávají, že samotný plán nemá žádnou přesnou formu, ani se nejedná o formální dokument, který by byl obsažen v některém z právních dokumentů investice. Jak uvádí R04 (2022): „...to se nikam nedává, je to domluva...“

Na druhou stranu v případě sdružení více investorů může nabývat dokument mírně formálnější charakter, kdy je například sepsána investiční teze, která zahrnuje několik scénářů, jak by se podnik mohl vyvíjet a kdy by mohlo dojít k exitu BAs, respektive celého start-upu (R20, 2022). V následující kontingenční tabulce č. 35 jsou vyobrazeny četnosti přístupu k plánování BAs ve spojitosti s formou plánu.

**Tabulka č. 35: Plánování a forma plánu BAs při exitu (N = 25)**

Plánování exitu		Forma plánu					
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		Celkem	
		žádný dokument		neformální dokument			
		<i>n</i>	<i>% n</i>	<i>n</i>	<i>% n</i>	<i>n</i>	<i>% n</i>
ID <sub>1</sub>	ano	0	0,0	5	20,0	5	20,0
ID <sub>2</sub>	ne	20	80,0	0	0,0	20	80,0
<b>Celkem</b>		20	80,0	5	20,0	25	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Co se týče kvalitativního vyjádření, tak hlavním důvodem apriori neplánování je turbulentní start-upové prostředí, které se dynamicky vyvíjí a je nutné sledovat aktuální ekonomické a politické dění na mezinárodní úrovni. Dále může být investice ovlivněna na základě aktuální osobní situace BA. Jakákoliv odchylka by pak přinesla změnu plánu, tudíž není pro investory apriori plánování nikterak podstatné (např. R03; R06; R09; R14, 2022). Navíc není vždy možné, aby si andělský investor striktně vymezil načasování exitu, protože jak uvádí R14 (2022): „*To nemůžete plánovat, musíte se podřídít skupině investorů a obchodní situaci...*“

Dle R13(2022) BA plánuje pouze poskytnutí pomoci start-upu v případě, že nenaplnuje předem dohodnuté milníky, respektive tranše, na základě kterých získává další finanční prostředky pro růst podniku. Výjimku tvoří případy, kdy BA chce nebo musí odejít z osobních důvodů (R18, 2022). Respondenti výzkumu této disertační práce se shodují, že nejlepší je situace, kdy se zájemci o podnik nebo podíl v něm začnou hlásit sami. Až v tomto okamžiku zpravidla dochází k počátku plánování exitu. Pokud BAs exit plánují, děje se tomu neformálně (R07, 2022) v prvotní fázi životního cyklu investice. Obecně si investoři vytváří určitý časový rámec, ve kterém by bylo příhodné exitovat (R25, 2022), a to na základě představy o vývoji trhu a externím prostředí (R07, 2022). V následující tabulce č. 36 jsou vyobrazeny nejčastěji se opakující odpovědi respondentů, ze kterých vyplynuly výše uvedené závěry.

**Tabulka č. 36: Plánování exitu BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Plánujete apriori exit v některé fázi investice?“
R01	„ <i>Neplánujeme. My chceme vědět, že je tam potenciál, když vidíme, že je ten projekt velmi snadno prodejný...</i> “
R02	„ <i>...neplánuji, ale někdo projeví zájem, tak řeknu OK, pojďme se bavit.</i> “
R04	„ <i>O exitu přemýšlím v okamžiku, když investuji, musím exitovat tam, kde může exit nastat.</i> “
R07	„ <i>Formálně neplánuji, neformálně ano. Člověk je ve střehu ve vztahu ke vnímání trhu a jak se musí připravovat, aby byla pravděpodobnost dobrého exitu maximalizována.</i> “
R09	„ <i>Nemám jasný investiční horizont, mám představu, ale na základě toho neplánuji, kdy si ty peníze zlikvidním.</i> “
R13	„ <i>To, co Vy řešíte, jestli to jde podle plánu a když ne, tak jak pomoci, aby se to dalo splnit.</i> “
R14	„ <i>To nemůžete plánovat, musíte se podřídít skupině investorů a obchodní situaci...</i> “
R18	„ <i>...neplánuji..., ...výjimka je, když vidím, že v té firmě být nechci.</i> “
R20	„ <i>...vytváříme scénáře a vždycky nějaký máme. ...ale jestli je to plánování, těžko říct.</i> “
R25	„ <i>Na začátku se snažíme si domluvit nějaký ten rámec, ve kterém si myslíme, že by bylo příhodné exitovat.</i> “

Zdroj: Vlastní zpracování

Hlavním důvodem volby proaktivního i oportunistického přístupu je maximalizace valuace (53,3 %;  $n_1 = 8$ ,  $N = 15$ ). Jedná se o primární důvod volby přístupu jak pro BAs plánující exit, tak i pro ty, kteří jej neplánují ( $N = 15$ ). Dalším důvodem je ve 20 % ( $n_2 = 3$ ) nemožnost andělského investora exit ovlivnit. Tento názor zastávají pouze respondenti, kteří exit neplánují ( $n_b = 10$ ;  $N = 15$ ). Naopak flexibilitu určili jako důvod pouze BAs plánující exit ( $n_{3a} = 2$ ), kdy se z celkového počtu jedná o 13,3 %. Nejméně byla jako důvod označena psychika (6,7 %;  $n_4 = 1$ ) a tvrdá práce (6,7 %;  $n_5 = 1$ ). V obou případech se dané důvody vyskytly pouze u BAs, kteří exitu neplánují. V následující tabulce č. 37 jsou vyobrazeny četnosti důvodu volby přístupu k plánování exitu ve spojitosti s přístupem BAs k plánování.

**Tabulka č. 37: Přístup k plánování exitu BAs – vyjádření četností (N = 15)**

Důvod volby přístupu k plánování exitu		Plánování exitu apriori					
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		Celkem	
		ano		ne			
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>
ID <sub>1</sub>	maximalizace valuace	3	20,0	5	33,3	8	53,3
ID <sub>2</sub>	nemožnost BA ovlivnit exit	0	0,0	3	20,0	3	73,3
ID <sub>3</sub>	flexibilita	2	13,3	0	0,0	2	86,6
ID <sub>4</sub>	psychika	0	0,0	1	6,7	1	93,3
ID <sub>5</sub>	tvrdá práce	0	0,0	1	6,7	1	100,0
<b>Celkem</b>		5	33,3	10	66,7	15	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

V rámci důvodu maximalizace valuace BAs obecně uvedli, že neplánované příležitosti k exitu jsou zpravidla ty zajímavé, kde dochází k vyššímu zhodnocení investovaného podílu BA. Dle investorů v tomto případě nejčastěji přichází nabídka, která se neodmítá, a to i přes vyšší rizikovost investice vyplývající z oportunistického přístupu k plánování (R01; R09, 2022). Na druhou stranu maximalizace zisku je primárním důvodem také u plánovaných exitů. R07 (2022) uvádí, že: „...v businessu vždy přijdou nějaké nabídky a člověk musí být připraven na exit z hlediska due dilligence, korporátního řízení, stavu účetnictví...“

Co se týče nemožnosti ovlivnit exit start-upu, respondenti se shodují, že svůj podíl prodávají až tehdy, když to chce *founder* nebo to vyplývá ze situace vstupu většího investora (R19; R24, 2022). Flexibilitu jako důvod k plánování exitu volí BA z důvodu eliminace rizikovosti andělského investování, protože poskytuje možnost hýbat se v rámci předem stanovených scénářů (R20, 2022). Důvodem k neplánování exitu se stala také tvrdá práce, jelikož například dle názoru R12 (2022) je exit výsledkem tvrdé práce, nikoliv plánování.

Nakonec psychika je důvodem k neplánování exitu BAs, jelikož právě stres negativně ovlivňuje celkový životní cyklus investice, a s tím i exit (R11, 2022). V následující tabulce č. 38 jsou vybrané odpovědi identifikace důvodu volby přístupu k plánování jednotlivými investory, přičemž zeleně jsou označeny odpovědi respondentů, jež exit apriori plánují.

**Tabulka č. 38: Přístup k plánování exitu BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Z jakého důvodu volíte Váš přístup k plánování exitu?“
R01	„...je to rizikové, na druhou stranu mohu více vydělat. Když si to naplánuju a za 5 let to prodám, zamezím tomu, že to za 6 let krachne, ale zamezím také tomu, že to vydělá 5násobek...“ (maximalizace valuace)
R07	„...v businessu vždy přijdou nějaké nabídky a člověk musí být připraven na exit z hlediska due dilligence, korporátního řízení, stavu účetnictví..., ...vše je jasné, jednoduché k pochopení a BA musí vnímat strategickou pozici na trhu, aby byl připraven na maximalizaci valuace.“ (maximalizace valuace)
R11	„...když máte časové omezení, to zvyšuje stres, když to tam není, tak každý exit má v sobě obrovský element štěstí, třeba 50–80 % je štěstí.“ (psychika)
R12	„...bůh se nejvíc směje, když člověk plánuje. Když si to odpracujete, máte skvělý produkt a skvělou firmu, tak ta příležitost si Vás najde. Je to odměna za tvrdou práci.“ (tvrdá práce)
R19	„Ve většině případů angel investoři prodávají tehdy, když se prodává, a ne tehdy, když chtějí.“ (nemožnost ovlivnit exit)
R20	„To je jak na horách, víte, že můžete jít neoznačenou cestou a může to být zábavné, ale zase víte, že je to rizikové, takže ty scénáře nás nelimitují. My nechápeme scénář jako něco, čeho se nemusíme striktně držet, dávají nám jenom informaci o tom, kde se máme hýbat, ale nezakazují to, že to bude někde jinde...“ (flexibilita)
R24	„...mám nejmenší schopnost to ovlivnit a je to tak správně, vlastně jako vezu se s tím, jak to potřebuje ten founder primárně a pokud tam teda už potom třeba jako velkého, silného investora, který tam vstupuje právě proto, aby to dotáhl do exitu nebo do IPO, tak ten mu bude asi jako lépe...“ (nemožnost ovlivnit exit)

Zdroj: Vlastní zpracování

### Deskriptivní statistická analýza

Výsledky charakteristiky polohy ukazují, že BAs zpravidla exit neplánují, z čehož explicitně vyplývá volba oportunistického přístupu k plánování exitu BAs ( $\hat{x}_1 = 2$ ). V případě formy plánu se nejedná o žádný formální dokument ( $\hat{x}_2 = 2$ ). Nejčastějším důvodem využití zvoleného přístupu k plánování je maximalizace valuace ( $\hat{x}_3 = 1$ ). Výsledky charakteristiky rozptylu ukazují, že jsou všechny nominální proměnné méně koncentrované, tj.: plánování exitu (norm.nomvar = 0,640), formální dokument (norm.nomvar = 0,640) a důvod volby přístupu k plánování exitu (norm.nomvar = 0,867). Výsledky všech výpočtů, a to včetně slovního vyjádření modusových kategorií jsou vyobrazeny v následující tabulce č. 39.

**Tabulka č. 39: Deskriptivní statistická analýza plánování exitu BAs**

Proměnná		Modus		v	Nomvar	Norm.nomvar
název	druh	kategorie				
ID <sub>1</sub>	plánování exitu	N	ne (oportunista)	0,200	0,320	<b>0,640*</b>
ID <sub>2</sub>	formální dokument	N	žádný dokument	0,200	0,320	<b>0,640*</b>
ID <sub>3</sub>	důvod volby přístupu	N	max. valuace	0,533	0,693	<b>0,867*</b>

Vysvětlivky: N = nominální, max. = maximalizace, O = ordinální, v = variační poměr, normvar = nominální variance, dorvar = ordinální variance, norm.normvar = normovaná nominální variance. \* Hodnota normované nominální variance nad úrovní hodnoty 0,50 v intervalu <0;1>.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.3.5 Dílčí shrnutí

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 along* a *tag along* (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 případech 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 diligence* nebo stavu účetnictví (R07, 2022).

### 5.4 Interní faktory a jejich vliv na exit

Tento pododdíl obsahuje identifikaci a popis dalších interních faktorů a způsobu, jakým ovlivňují rozhodování BAs o exitu ze start-upu. V rámci níže uvedeného textu jsou faktory blíže specifikovány za pomoci vyjádření absolutních a relativních četností, respektive charakteristiky polohy a rozptylu. Způsob, jakým další interní faktory ovlivňují exit BAs je stanoven za pomoci odpovědí respondentů, případně adjustovaných standardizovaných reziduí, a to včetně grafického vyobrazení v podobě znaménkového schématu. Adjustovaná

standardizovaná rezidua (dále také ASR) jsou využita v případě, kdy respondenti jasně nebo vůbec neuvedli způsob ovlivnění exitu vybraným faktorem. Tato analýza se týká i již dříve uvedených interních faktorů, mezi které patří sociodemografická data, investiční charakteristiky a plánování exitu BAs. Jak z rozhovorů vyplynulo, interní faktory ovlivňují pouze načasování exitu, tudíž jsou ASR vypočtena v rámci časového horizontu působení BAs ve start-upu před jeho exitem. Důvodem využití ASR je skutečnost, že samotné testování nezávislosti by na tomto vzorku neidentifikovalo statisticky významné vazby, protože test pracuje s kontingenční tabulkou jako celkem a vzorkem s vyšším počtem pozorování. Navíc se v tomto případě nejedná o prvoplánové testování hypotéz, ale identifikaci, kde přesně se ve vzorku vztahy nachází. Konkrétně ASR přesně identifikují, kde se nachází vztahy v kontingenční tabulce, protože vyhodnocují její dílčí části (Meier et al., 2009; Rabušic et al., 2019).

V následující tabulce č. 40 jsou vyobrazeny další interní faktory ovlivňující exit BAs ze start-upu. Faktory jsou seřazeny dle hodnotícího archu sestupně od nejdůležitějšího interního po nejméně důležitý. U interních faktorů jsou také určeny oblasti, ze kterých jednotlivé faktory vychází. Tyto oblasti slouží také pro následnou specifikaci proměnných u vícekritériálního rozhodovacího modelu BAs o exitu ze start-upu.

Je evidentní, že nejdůležitější roli ve vztahu k exitu zastává důvěra. Jako další se umístily následující faktory: 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. Přičemž u lokace investice se dokonce modusovou kategorií stala 0, což vypovídá o skutečnosti, že pro některé andělské investory nehraje tento faktor při rozhodování o exitu roli.

**Tabulka č. 40: Další interní faktory ovlivňující exit BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}$
1	Investor	ID <sub>1</sub>	Důvěra	105	5
2	Investor	ID <sub>2</sub>	Kvalitativní kritéria hodnocení investice BA	91	4
3	Podnik	ID <sub>3</sub>	Úroveň technologické inovace	89	5
4	Investor	ID <sub>4</sub>	Smluvní úprava exitu	85	5
5	Podnik	ID <sub>5</sub>	Odvětví podniku	74	4
6	Investor	ID <sub>6</sub>	Kvantitativní kritéria hodnocení investice BA	72	3
7	Investor	ID <sub>7</sub>	Přístup BAs k řízení investice	69	3
8	Podnik	ID <sub>8</sub>	Fáze životního cyklu podniku	57	0
9	Podnik	ID <sub>9</sub>	Lokace investice	53	0
10	Podnik	ID <sub>10</sub>	Schopnost zpětného odkupu zakladateli	39	2

*Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29*

Jak již bylo uvedeno, literatura řadí mezi interní faktory determinující exit BAs také sociodemografická data, základní investiční charakteristiky i plánování exitu. Z tohoto důvodu zahrnuje tento oddíl ve svém závěru také vyhodnocení dopadu uvedených faktorů ve spojitosti s načasování exitu BAs.



### 5.4.1 Vyjádření absolutních a relativních četností

#### Důvěra

Výsledky výzkumu naznačují, že nejdůležitějším faktorem ve vztahu k exitu je důvěra. Jedná o důvěru celkovou, a to v zakladatele, produkt i trh. Tento závěr vyplynul z bodového hodnocení ( $\Sigma = 105$ ) a nejčastěji se objevující kategorie hodnocení ( $\hat{x}_1 = 5$ ). Většina BAs (88 %;  $n_1 = 22$ ;  $N = 25$ ) zastává názor, že důvěra hraje při exitu zásadní roli. Například R02 (2022) uvádí, že: „...to vůbec nejde bez důvěry, člověk nemůže jít do takové investice bez důvěry, to nedává smysl. Vy si musíte důvěřovat, protože vás čeká bolestné období.“ nebo R05 (2022): „Je to industry, kdy důvěra je jediné, co máme.“ nebo R14: „...tam je to všechno o důvěře, Vy nekontrolujete každou činnost nebo fakturu, takže důvěra je fundamentální.“ Pouze tři respondenti (12 %,  $n_2 = 3$ ) uvedli, že důvěra ve spojitosti s exitem žádnou roli nehraje. V následující tabulce č. 41 jsou vyobrazeny jednotlivé četnosti role důvěry BAs při exitu. Dále je zde definován způsob ovlivnění exitu faktorem důvěry, který je podrobně analyzován v textu níže.

**Tabulka č. 41: Důležitost role důvěry při exitu BAs (N = 25)**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}_1$	
1	Investor	ID <sub>1</sub>	Důvěra	105	5	
Důvěra ovlivňuje exit BAs		Četnost				
		absolutní	relativní	kumulativní		
ID <sub>1</sub>	ano	22	88,0 %	88,0 %		
ID <sub>2</sub>	ne	3	12,0 %	100,0 %		
Celkem		25	100,0 %	-		
Způsob ovlivnění exitu		Čím nižší důvěra, tím rychlejší exit andělského investora ze start-upového projektu a naopak (87 %; $n_1 = 20$ ; $N = 23$ ).				

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Způsob, jakým ovlivňuje faktor důvěry exit BAs lze sumarizovat následujícím způsobem: „čím nižší důvěra, tím rychlejší exit andělského investora ze start-upového projektu a naopak.“ Konkrétně 87 % BAs ( $n_1 = 20$ ;  $N = 23$ ) uvedlo, že ztráta důvěry má explicitní dopad na rychlejší exit *business angels* ze start-upu. V této oblasti se respondenti shodují, například R01 (2022) uvádí, že: „...když vidím, že founder na to nemá, tak to radši prodám. Stejně tak, když vidím, že trh roste, tak to radši prodávat nebudu, naopak když upadá, tak to prodám.“ Významné je v tomto případě také zjištění, že jednotlivé faktory, včetně důvěry, ovlivňují pouze načasování exitu BAs (např. R04, 2022).

Zbýlých 13 % BAs ( $n_2 = 3$ ) sdělilo, že ztráta důvěry nemá na exit žádný vliv. Investoři, pro které důvěra nehraje žádnou roli obecně uvádějí, že již při výběru start-upového projektu důkladně zváží všechna možná rizika, tudíž ztrátu důvěry ani nepředpokládají (např. R13, 2022). V následující tabulce č. 42 jsou vyobrazeny uvedené deskriptivní statistické hodnoty. V tabulce č. 43 jsou uvedeny vybrané odpovědi způsobu ovlivnění exitu BAs faktorem důvěry, na základě kterých byl popsán dopad faktoru na exit. Červeně označený text vyobrazuje odpověď BA, který vztah důvěry a exitu neidentifikoval.

**Tabulka č. 42: Vliv důvěry na exit BAs – vyjádření četností (N = 25)**

Dopad ztráty důvěry na exit BAs		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
ID <sub>1</sub>	rychlejší exit	20	80,0 %	87,0 %	87,0 %
ID <sub>2</sub>	nemá vliv	3	12,0 %	13,0 %	100,0 %
	chybějící	2	8,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	-

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

**Tabulka č. 43: Vliv důvěry na exit BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Jakým způsobem ovlivňuje důvěra exit BAs?“
R01	„...když vidím, že founder na to nemá, tak to radši prodám. Stejně tak, když vidím, že trh roste, tak to radši prodávat nebudu, naopak když upadá, tak to prodám.“
R04	„Důvěra je zásadní, když ji ztratím, tak uvažuji o exitu. Dalo by se tedy říci, že důvěra ovlivňuje načasování, čím nižší důvěra, tím rychlejší exit.“
R07	„Pokud je vysoká důvěra a funguje tým, může se negociovat o lepší ceně, může se to pak prodlužovat. Pokud je nedůvěra, tak angel chce exitovat.“
R08	„Když je důvěra vysoká, investice trvá déle, když ztratím důvěru, exit je urychlen.“
R09	„Když budu věřit tomu, že founder dokáže dříve nebo později předloženou strategii realizovat, tak určitě mám větší ochotu v tom byznysu zůstat, zatímco když prostě zjistím, že to vůbec nejde, že se neshodneme, tak je zbytečné, abych tam zůstal.“
R13	„...když si vybírám foundera a start-up, tak si představuji, že se s tím člověkem budu muset pravidelně potkávat, chci se s ním potkávat? To poznáte, když přijde někdo, že řekne, tady koupím kradenou databázi, tak to víte, že nechcete už na začátku.“
R20	„...pakliže investor nevěří, že projekt bude úspěšný, pak prodá dříve.“

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Kvalitativní kritéria hodnocení investice BA**

Vyjádření četností kvalitativních kritérií hodnocení investice BA již bylo popsáno v pododdílu 5.2.1. Dle celkového součtu hodnotícího archu se tento faktor umístil na druhém místě ( $\Sigma = 91$ ), přičemž jej nejčastěji respondenti označili jako – důležitý ( $\hat{x}_2 = 4$ ). Co se týče způsobu ovlivnění exitu, tak výsledky ASR ukazují statisticky významné vazby v případě nadchnutí BA pro start-up a přidané hodnoty pro společnost. Konkrétně statisticky významně častěji, nežli náhodně na hladině významnosti  $\alpha_1 = 0,01$  (riziko chyby max. 1 %, signifikance 99 %) dochází k rychlejšímu exitu v horizontu 1–2 roky v případě snižujícího se nadchnutí pro daný start-upový projekt. Dále statisticky významně častěji, nežli náhodně na hladině významnosti  $\alpha_2 = 0,05$  (riziko chyby max. 5 %, signifikance 95 %) dochází k oddálení exitu v horizontu 10–11 let v případě, že podnik přináší přidanou hodnotu pro společnost.

Na základě výše uvedeného lze vyslovit závěr, že: „existuje přímá úměra mezi: (1) nadchnutím BAs pro start-up a dobou exitu BAs; (2) přidanou hodnotou pro společnost a dobou exitu.“ V následující tabulce č. 44 jsou souhrnně uvedeny všechny výše popsané skutečnosti jako suma, modus, adjustovaná standardizovaná rezidua, znaménkové schéma a souhrnný způsob ovlivnění exitu vybranými kvalitativními kritérii hodnocení investice BA.

**Tabulka č. 44: Důležitost kvalitativních kritérií hodnocení investice při exitu BA**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}_2$
2	Investor	ID <sub>2</sub>	Kvalitativní kritéria hodnocení investice BA	91	4
<b>Adjustované standardizované reziduum (ASR); Znaménkové schéma</b>					
<b>Kritérium</b>		<b>Exit (roky)</b>			
		1–2		10–11	
ID <sub>1</sub>	nadchnutí	3,0; ++		/	
ID <sub>2</sub>	přidaná hodnota	/		2,0; +	
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		Čím nižší nadchnutí BAs pro start-up, tím rychlejší exit BAs.		Čím vyšší přidaná hodnota, tím pomalejší exit BAs.	

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### Úroveň technologické inovace

Třetím nejdůležitějším faktorem je dle respondentů úroveň technologické inovace. Pořadí vyplývá opět ze součtu bodů v hodnotícím archu ( $\Sigma = 89$ ). Navíc byl nejčastěji tento faktor ohodnocen jako – nejvíce důležitý ( $\hat{x}_3 = 5$ ). Většina BAs (88 %;  $n_1 = 22$ ) uvádí, že technologická inovace ovlivňuje exit, respektive jeho načasování. Naopak pouze tři respondenti (12 %) si myslí, že technologická inovace na exit BAs nemá žádný vliv. Důvodem je dle R25 (2022) fakt, že: „Když se dobře najde ten správný partner, tak i věc, kde není žádná inovace, tak prostě exituje.“ V následující tabulce č. 45 jsou vyobrazeny uvedené deskriptivní statistické hodnoty, a to včetně způsobu ovlivnění exitu, který je analyzován v textu níže.

**Tabulka č. 45: Důležitost úrovně technologické inovace při exitu BAs (N = 25)**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}_3$
3	Podnik	ID <sub>3</sub>	Technologická inovace	89	5
<b>Technologická inovace ovlivňuje exit BAs</b>		<b>Četnost</b>			
		absolutní	relativní	kumulativní	
ID <sub>1</sub>	ano	22	88,0 %	88,0 %	
ID <sub>2</sub>	ne	3	12,0 %	100,0 %	
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	-	
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		Čím vyšší úroveň technologické inovace, tím rychlejší exit BAs ze start-upu a naopak (62,8 %; $n_{1a} = 15$ ; $N = 22$ ).			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Způsob, jakým ovlivňuje exit úroveň technologické inovace start-upu je oproti důvěře mírně rozličný. Z tohoto důvodu je vyobrazena následující kontingenční tabulka č. 46, která dává do souvislosti i vliv tohoto faktoru na exit. Většina respondentů (62,8 %;  $n_a = 15$ ;  $N = 22$ ) zastává názor, že technologická inovace urychluje exit. Dále má technologická inovace dopad na vyšší valuaci start-upu (13,6 %;  $n_b = 3$ ). Celkem tři respondenti (13,6 %) uvedli, že technologická inovace nemá na exit vliv a pouze jeden dotazovaný tomuto nepřikládá vůbec žádnou důležitost (4,5 %). Z tabulky č. 46 je evidentní, že primárně ovlivňuje technologická inovace načasování exitu, přičemž lze vyslovit závěr, že: „Čím vyšší je úroveň technologické inovace, tím rychlejší je exit andělského investora ze start-upu a naopak.“

**Tabulka č. 46: Vliv technologické inovace na exit BAs – vyjádření četností (N = 22)**

Technologická inovace ovlivňuje exit BAs		Vliv technologické inovace								Celkem	
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		ID <sub>d</sub>			
		rychlejší exit		vyšší valuace		nemá vliv		nedávám důležitost			
		<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>	<i>n</i>	% <i>n</i>
ID <sub>1</sub>	ano	15	62,8	3	13,6	0	0,0	1	4,5	19	86,4
ID <sub>2</sub>	ne	0	0,0	0	0,0	3	13,6	0	0,0	3	13,6
<b>Celkem</b>		15	62,8	3	13,6	3	13,6	1	4,5	22	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Tento závěr je podložen i jednotlivými odpověďmi respondentů empirického výzkumu této disertační práce. Důvodem urychlení exitu je například skutečnost, že unikátnost technologie je zpravidla časově omezena, jelikož start-upové prostředí je velice dynamické (R01; R04, 2022). Na druhou stranu nutnou podmínkou ve spojitosti s technologickou inovací je komerční využitelnost produktu či služby (R07, 2022), dobré obchodní schopnosti vedoucího týmu a správná strategie vstupu na trh (R09, 2022). Protože jak uvádí R10 (2022): „...je tady spousta excelentních firem, který mají skvělý produkty, ale zbankrotují, protože nemají zákazníky...“ V následující tabulce č. 47 jsou vyobrazeny nejčastěji se opakující odpovědi respondentů na otázku: „Jakým způsobem ovlivňuje technologická inovace exit BAs?“

**Tabulka č. 47: Vliv technologické inovace na exit BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Jakým způsobem ovlivňuje technologická inovace exit?“
R01	„Když mám ale fakt unikátní technologii, tak hrozí, že bude mít někdo podobnou, tak prodám, dokud jsem unikátní. Když vím, že něco takového hrozí, tak raději prodávám, dokud je hodnota ovlivněna tím, že jsem jediný.“
R04	„Čím vyšší, tím rychlejší exit je.“
R10	„...je to jenom o tom, jestli ta inovace naplní zásadní problém na trhu a ten start-up se stane komerčně úspěšným a pokud má kvalitní produkt, technologickou inovaci a komerční validaci, tak v té chvíli to výrazně zvyšuje šanci, že exit bude akcelerován.“
R13	„U technologických firem je důležité, aby firma inovovala, jinak nevyroste a nebude ji chtít nikdo koupit.“
R15	„Některé firmy se koupily s 15 zaměstnanci, teď jich mají 300, protože se rozjela inovace.“
R23	„...bez vysoké technologické inovativnosti ten exit se nemůže zrealizovat.“

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Smluvní úprava exitu**

Na čtvrtém místě ( $\Sigma = 85$ ) se umístila smluvní úprava exitu, kdy respondenti označili tento interní faktor jako – nejvíce důležitý ( $\hat{x}_4 = 5$ ). Prvotní analýza právního rámce exitu BAs byla popsána již v pododdílu 5.3.3. Co se týče ovlivnění exitu tímto interním faktorem, z odpovědi BAs vyplynulo, že smluvní úprava exitu hraje roli v prvotní fázi realizace investice, protože je zásadní, aby byla práva a povinnosti obou stran správně nastavena. Nicméně opět je dle respondentů zásadní při exitu a jeho načasování právo DA a TA. V rámci práva DA je BA schopen vynutit si prodej podílu *founders*, zatímco TA umožňuje BA prodat své akcie za stejných podmínek společně se zakladateli (R01; R02; R05; R14; R18; R19; R20, 2022).

V následující tabulce č. 48 jsou uvedena kvantitativní vyjádření hodnocení smluvní úpravy exitu a způsob, jakým ovlivňují výše uvedené klauzule načasování exitu BAs.

**Tabulka č. 48: Důležitost smluvní úpravy exitu při exitu BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}_4$
4	Investor	ID <sub>4</sub>	Smluvní úprava exitu	85	5
<b>Způsob ovlivnění exitu BAs</b>		<i>Pokud BA disponuje právem drag along, může dojít k předčasnému ukončení investice v případě vynuceného prodeje podílu founders (nebo jeho části). Pokud BA disponuje právem tag along, může dojít k předčasnému ukončení investice v případě exitu founders.</i>			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### Odvětví podniku

Na pátém místě ( $\Sigma = 74$ ) se dle důležitosti umístilo odvětví podniku, kdy nejčastěji byl faktor označen jako – více důležitý ( $\hat{x}_5 = 4$ ). Konkrétní vyjádření četností v oblasti odvětví podniku je podrobně analyzováno v pododdílu 5.2.1. Co se týče vlivu tohoto faktoru na exit, odpovědi respondentů ukazují, že načasování exitu andělského investora ovlivňuje primárně rozdělení na technologické a netechnologické start-upy. Rozdíly mezi očekávanou a skutečně naměřenou četností ukazují, že statisticky významně častěji, nežli náhodně na hladině významnosti  $\alpha_2 = 0,01$  (riziko chyby max. 1 %, signifikance 99 %) dochází k exitu BAs z technologických start-upů v delším časovém horizontu (5–7 let). Naopak statisticky významně méně častěji, nežli náhodně ( $\alpha_1 = 0,01$ ) v tomto časovém horizontu nedochází k exitu u technologických start-upů. Dále BAs uvedli, že u technologických podniků je jejich exit realizován významně dříve (např. R18, 2022). Na základě kvantitativního i kvalitativního vyjádření ze strany BAs lze sumarizovat závěr, že: „BAs v případě technologických start-upů realizují BAs exit rychleji nežli u netechnologických start-upů.“ V následující tabulce č. 49 jsou souhrnně vyobrazeny všechny výše uvedené skutečnosti.

**Tabulka č. 49: Důležitost odvětví podniku při exitu BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}_5$
5	Investor	ID <sub>5</sub>	Odvětví podniku	74	4
<b>Standardizované adjustované reziduum (ASR); Znaménkové schéma</b>					
<b>Obor</b>		<b>Exit 5–7 let</b>			
		ASR	Znaménkové schéma		
ID <sub>1</sub>	technologický	-2,8		--	
ID <sub>2</sub>	netechnologický	2,8		++	
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		<i>U technologických podniků je exit andělských investorů oproti podnikům netechnologickým významně rychlejší.</i>			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### Kvantitativní kritéria hodnocení investice BA

Šesté místo zaujímají kvantitativní kritéria hodnocení investice BA ( $\Sigma = 72$ ). Dle důležitosti je tento interní faktor označen jako – důležitý ( $\hat{x}_6 = 3$ ). I přes skutečnost, že se umístil faktor dle důležitosti zhruba v polovině, tak BAs spojovali kvantitativní kritéria spíše s valuací a fází vstupu do investice nežli exitem. Například R18 (2022) uvádí, že: „...je to záležitost valuace. Vnitřní výnosové procento apod, to jsem v životě neslyšel, maximálně se dostanete na multiply, ale abyste dělala nějaká bojová cvičení a výhled na pět let, teď to diskontovala, tak to

*nefunguje...“* nebo R23 (2022): „...*je to důležité na začátku, kdy ty investice děláme, tak s vidinou mnohanásobného zhodnocení...“* Na druhou stranu dle R24 (2022): „...*u angel investic nic kvantitativního není...“*

Vyjádření konkrétních četností již bylo popsáno v pododdílu 5.2.1. Co se týče způsobu ovlivnění exitu tímto faktorem, výsledky ASR ukazují, že statisticky významně častěji, nežli náhodně na hladině významnosti  $\alpha = 0,05$  (riziko chyby max. 5 %, signifikance 95 %) dochází k exitu v horizontu menším nežli jeden rok v případě, že BA nevyužívá žádná kvantitativní kritéria. Na základě tohoto zjištění lze vyslovit obecný závěr, že: „*v případě nevyužití kvantitativních kritérií hodnocení investice BA dochází k exitu BAs významně rychleji.*“ V následující tabulce č. 50 jsou uvedeny všechny výše definované skutečnosti analýzy kvantitativních investičních kritérií sloužících k hodnocení investice BA.

**Tabulka č. 50: Důležitost kvantitativních kritérií hodnocení investice při exitu BA**

Pořadí	Oblast	Faktor	$\Sigma$	$\hat{x}_6$
6	Investor	<b>Kvantitativní kritéria hodnocení investice BA</b>	72	3
<b>Standardizované adjustované reziduum (ASR); Znaménkové schéma</b>				
<b>Zvolená kvantitativní kritéria hodnocení</b>	<b>Exit &lt;1 rok</b>			
		ASR	Znaménkové schéma	
žádná		2,1	+	
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>	<i>V případě nevyužití kvantitativních kritérií hodnocení investice BA dochází k exitu andělských investorů významně rychleji.</i>			

*Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29*

### ***Přístup BAs k řízení investice***

Jak již vyplynulo z oddílu 5.2, všichni respondenti poskytují start-upu tzv. *smart money*, z čehož vyplývá aktivní zapojení při řízení podniku. Ve vztahu k hodnocení míry významnosti na exit andělského investora se tento faktor umístil na sedmém místě ( $\Sigma = 69$ ), přičemž nejčastěji hodnotili respondenti přístup BAs k řízení investice jako – důležitý ( $\hat{x}_7 = 3$ ). Co se týče konkrétního vlivu, ten opět přímo souvisí s načasováním. Dle validních četností více než polovina (54,5 %;  $n_1 = 12$ ) BAs uvedlo, že čím vyšší je zapojení andělského investora do řízení start-upu, tím rychlejší je jeho exit z podniku. O něco hůře dopadla odpověď, že aktivní účast BAs ve start-upu neovlivňuje jejich exit (45,5 %;  $n_2 = 10$ ). V různých obměnách byly důvody této odpovědi zejména tři, například R02 (2022) uvádí, že: „...*cílem je budovat firmu, a ta sladká tečka ve formě exitu přijde.*“ nebo R04 (2022): „*U úspěšné firmy je zapojení minimální, takže to nemá dopady.*“ nebo R07 (2022): „*Záleží na osobě BA, zdali má zkušenosti. Pokud nemá, nemá to vliv.*“ V následující tabulce č. 51 jsou vyobrazeny výše uvedené hodnoty, a to včetně sumarizace nejčastějšího způsobu ovlivnění exitu daným faktorem.

**Tabulka č. 51: Vliv přístupu BAs k přístupu řízení investice na exit – vyjádření četností (N = 25)**

Pořadí	Oblast	Faktor			$\Sigma$	$\hat{x}_7$
7	Investor	ID <sub>7</sub>	Přístup BAs k řízení investice		69	3
Aktivní účast BAs ve start-upu ovlivňuje jejich exit		Četnost				
		absolutní	relativní	validní	kumulativní	
ID <sub>1</sub>	vyšší zapojení, rychlejší exit	12	48,0 %	54,5 %	54,5 %	
ID <sub>2</sub>	nemá vliv	10	40,0 %	45,5 %	100,0 %	
chybějící		3	12,0 %	-	-	
Celkem		25	100,0 %	100,0 %	-	
Způsob ovlivnění exitu		Čím vyšší zapojení BAs ve start-upu, tím rychlejší exit BAs a naopak (54,5 %; n = 12; N = 22).				

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Závěr vlivu faktoru na exit BAs vychází z odpovědí respondentů, jež nejčastěji zmiňovali zkušenosti a kontakty andělského investora, které urychlí růst start-upu i exit BAs z podniku (R03; R08; R12; R13; R21, 2022). Dalším důvodem je vztah investora k načasování exitu investice. V případě, že bude BA chtít brzy exitovat, aktivně se zapojí takovým způsobem, aby k urychlení exitu z podniku skutečně došlo (R17; R24, 2022). V neposlední řadě přináší aktivní zapojení také více potenciálních konfliktů, tím pádem i rychlejší exit (R18, 2022).

V následující tabulce č. 52 jsou vyobrazeny vybrané odpovědi respondentů na otázku: „*Jakým způsobem ovlivňuje aktivní zapojení BAs jejich exit?*“, ze kterých vyplývají výše uvedená tvrzení.

**Tabulka č. 52: Vliv přístupu BAs k řízení investice na exit – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „ <i>Jakým způsobem ovlivňuje aktivní zapojení BAs jejich exit?</i> “
R08	„... v případě aktivního zapojení může start-up uzrát rychleji, a tedy i exit je rychlejší.“
R12	„Toto je jeden z principů angel investice. Z 80 % to není jen o penězích, ale i o těch zkušenostech angela, takže přímý dopad to potom na exit má, dochází k urychlení.“
R13	„Záleží na founders, pokud nemá zkušenosti, vezme si smart money a angela do advisory boardu, tak to bude posouvat více. Kdybych byl founder a chtěl udělat technologickou firmu a nabízel se mi angel, který vydělal na stavebnictví, tak bych si ho asi nevezl.“
R17	„Tak když máte angel investora, který má vztah, že za pět let to prodá, tak ten všechno dělá pro to, aby se to za pět let prodalo...“
R18	„Čím více se jako angel angažujete, tím více hoří vztahy, takže je více situací potenciálních konfliktů.“
R24	„...spousta investorů tím, jak mají třeba víc zkušeností, než ti mladí začínající foundeři, tak se snaží prostě je jako převálcovat...“

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Fáze životního cyklu start-upu**

Osmým interním faktorem dle důležitosti ( $\Sigma = 57$ ) se stala fáze životního cyklu podniku (*seed, start-up, later stage venture*). Na druhou stranu pro některé z investorů je tento faktor ve vztahu k exitu – nedůležitý ( $\hat{x}_8 = 0$ ). Nicméně výsledky ukazují, že čím starší podnik je, tím rychlejší je i exit BAs (50 %; n = 8; N = 16). Čtvrtina respondentů ( $n_1 = 4$ ) uvádí, že faktor na exit vliv

nemá a dva BAs (12,5 %) nedokázali dopad faktoru na exit posoudit. Například R14 (2022) uvádí, že: „...u té andělské investice není potřeba si to spojovat s tím, že kdo dělá BA vystupuje brzy. V mém případě to tak není, já například dělám andělské investice, protože mě to baví těm lidem pomáhat a dávat inspiraci a pokud mě to baví, zůstávám tam déle.“

Na druhou stranu dva respondenti (12,5 %) uvedli, že čím starší podnik je, tím pomalejší je exit BA. Toto tvrzení odporuje nejčastěji se vyskytující odpovědi respondentů. Dotázaní v tomto případě uvedli, že *seed* investice jsou méně kapitálově náročné a mohou tak trvat kratší dobu, zatímco pozdější kola financování potřebují od investora mnohem vyšší objem investovaných finančních prostředků, kde se předpokládá i delší doba návratnosti (R08, 2022). Následující tabulka č. 53 vyobrazuje výzkumné výsledky jednotlivých četností. Dále je v tabulce uvedena sumarizace závěru ovlivnění exitu na základě nejpočetnější odpovědi BAs.

**Tabulka č. 53: Vliv fáze životního cyklu na exit BAs – vyjádření četností (N = 25)**

Pořadí	Oblast	Faktor			$\Sigma$	$\hat{x}_8$
8	Podnik	ID <sub>8</sub>	Fáze životního cyklu start-upu		57	0
Fáze životního cyklu ovlivňuje exit BAs		Četnost				
		absolutní	relativní	validní	kumulativní	
ID <sub>1</sub>	starší podnik, rychlejší exit	8	32,0 %	50,0 %	50,0 %	
ID <sub>2</sub>	nemá vliv	4	16,0 %	25,0 %	75,0 %	
ID <sub>3</sub>	nedokážu posoudit	2	8,0 %	12,5 %	87,5 %	
ID <sub>4</sub>	starší podnik, pomalejší exit	2	8,0 %	12,5 %	100,0 %	
chybějící		9	36,0 %	-	-	
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	100,0 %	-	
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		Čím vyšší fáze životního cyklu start-upu, tím rychlejší exit BAs a naopak (50 %; n = 8; N = 16).				

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Výzkumné výsledky naznačují, že čím dříve investor do start-upového projektu vstoupí, tím déle musí v něm setrvat, aby mohl exit realizovat (R02; R03, 2022), protože pro malý a málo rozvinutý podnik nebude zpravidla k dispozici žádný potenciální kupec (R24, 2022). Až v pozdějších kolech financování jsou k dispozici další investoři v podobě například VC fondů, kteří jsou ochotni a schopni odkoupit podíly dříve vstupujících BAs (R17, 2022). Exit BAs v tomto případě souvisí i se skutečností, že andělský investor již není schopen v pozdějších kolech financování udržet procentuálně svůj podíl, tudíž ze start-upu odchází (R09, 2022). V následující tabulce č. 54 jsou vyobrazeny vybrané odpovědi respondentů na otázku: „*Jakým způsobem ovlivňuje fáze životního cyklu podniku exit BAs?*“



**Tabulka č. 54: Vliv fáze životního cyklu na exit BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „ <i>Jakým způsobem ovlivňuje fáze životního cyklu exit BAs?</i> “
R02	„...dětskou firmu neexitujete, tu nikdo nechce. Je to jako miminko, ona roste a až vyroste, tak se teprve může vdávat.“
R03	„Většinou v počátečních fázích je ten horizont delší, protože firma musí vyrůst do nějakého stádia, než je pro kupce zajímavá, což trvá třeba 3, 5, 8 let.“
R09	„...ty andělské investice z principu bývají omezené velikostí, typicky prostě andělští investoři neinvestují desítky milionů dolarů do jednoho byznysu...“
R17	„Pokud použijeme tu rétoriku toho větší kapitálového světa, tak máme angel investory, pak máme nějaká pre-seedová kola, seedová kola, Series A a tak dál. Takže já si myslím, že nejpozději u nějaký Series B už se to otvírá tomu, že ti investoři, kteří tam vstupují, ti velcí už rádi vykoupi i ty malý...“
R24	„...u docela malého a málo rozvinitého podniku, tak to bude těžší prodat, bude menší počet těch potenciálních kupců...“

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Lokace investice a schopnost zpětného odkupu podnikem**

Poslední příčky, respektive deváté a desáté místo patří mezi interními faktory lokaci investice ( $\Sigma = 53$ ) a schopnosti zpětného odkupu podnikem, resp. *founders* ( $\Sigma = 39$ ). V případě lokace investice BAs ohodnotili faktor jako nedůležitý ( $\hat{x}_9 = 0$ ) a faktor schopnosti zpětného odkupu podnikem byl ohodnocen jako méně důležitý ( $\hat{x}_{10} = 2$ ). Co se týče vlivu těchto faktorů na exit andělských investorů, odpovědi respondentů a rozdíly mezi očekávanou a skutečně naměřenou četností ukázaly, že lokace investice nehraje při exitu andělského investora žádnou roli. Stejně závěry vyplynuly i při rozhodování se o investici BAs (např. R09; R13; R15; R22; R24; R25, 2022), viz pododdíl 5.2.1.

Schopnost zpětného odkupu zakladateli sice malou důležitost hraje, ovšem opět v prvotní investiční fázi a nastavení právního rámce či časového horizontu exitu. Například R18 (2022) uvádí, že: „*to je ten mechanismus, který mám ve smlouvách, vrátím ti to a dáš mi zpět peníze s prémie...*“, navíc jak dodává R08 (2022): „...*tam se musí teda dopředu říct, jaký bude způsob výpočtu ceny. Pokud mi dají put opci, že mi to položí na stůl po třech letech a já jim to musím prodat, tak do takového start-upu bych nešel.*“ Následující tabulka č. 55 obsahuje výsledky statistického zpracování výše uvedených dat.

**Tabulka č. 55: Důležitost lokace a schopnosti zpětného odkupu podniku při exitu BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}$
9	Podnik	ID <sub>9</sub>	Lokace investice	53	0
10	Podnik	ID <sub>10</sub>	Schopnost zpětného odkupu zakladateli	39	2
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		Nemá vliv.			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### **Další interní faktory**

Pouze šest dotazovaných ( $N = 6$ ) dokázalo uvést i další interní faktory, jež ovlivňují exit BAs. Patří k nim zejména manažerský tým (50 %;  $n_1 = 3$ ), protože jak uvádí R01 (2022): „...*když máte rozpadající se tým, chceme firmu prodat.*“ Dále motivace *founders* (33 %;  $n_2 = 2$ ), jelikož jak uvádí R03 (2022): „...*když jsou vyhořelí nebo už je to nebaví nebo se pohádali, tak je to*

prostě blbý, což pak vede k tomu, že zakladatelé mají motivaci to prodat a dochází k urychlení exitu.“ Nakonec jeden dotázaný uvedl, že mezi další interní faktory patří i zralost podniku (16,7 %;  $n_3 = 1$ ).

## 5.4.2 Deskriptivní statistická analýza

Výsledky charakteristiky polohy ukazují, že důvěra je ve vztahu k exitu andělských investorů klíčová ( $\hat{x}_{1a} = 1$ ). Vliv důvěry na exit lze sumarizovat následovně: čím nižší důvěra, tím rychlejší exit andělského investora ze start-upového projektu a naopak ( $\hat{x}_{1b} = 1$ ). Dalším klíčovým faktorem pro exit BAs je technologická inovace podniku ( $\hat{x}_{2a} = 1$ ). Čím vyšší je úroveň technologické inovace, tím rychlejší je exit andělského investora ze start-upu a naopak ( $\hat{x}_{2b} = 1$ ). Všichni dotazovaní se aktivně zapojují do řízení start-upu, přičemž platí, že čím vyšší zapojení BAs ve start-upu je, tím rychlejší je i exit BAs a naopak ( $\hat{x}_3 = 1$ ). V případě životního cyklu podniku respondenti nejčastěji uvedli, že čím pokročilejší fáze životního cyklu podniku je, tím rychlejší je exit BAs a naopak ( $\hat{x}_4 = 1$ ). Nakonec dle BAs patří mezi další interní faktory ovlivňující exit zpravidla vedoucí tým start-upového projektu ( $\hat{x}_5 = 1$ ).

Výsledky charakteristiky rozptylu, kde bylo možné vypočítat hodnoty variancí, ukazují, že nominální proměnné: role důvěry, vliv důvěry a role technologické inovace (norm.nomvar = 0,422; 0,454; 0,422) jsou koncentrovány do identifikovaných modusových kategorií. Naopak nižší míra koncentrace se projevila u nominálních proměnných: vliv technologické inovace (norm.nomvar = 0,661), dopady aktivního zapojení BA (norm.nomvar = 0,992), fáze vývoje podniku (norm.nomvar = 0,875) a další interní faktory (norm.nomvar = 0,917). Hodnoty v intervalu  $<0;1>$  se přibližují číslu 1, což vypovídá o rovnoměrném zastoupení jednotlivých kategorií u uvedených proměnných. Opět platí, že čím bližší je výsledná hodnota číslu 1, tím rovnoměrnější je zastoupení jednotlivých kategorií. Výsledky všech výpočtů charakteristiky rozptylu, včetně slovního vyjádření modusových kategorií interních faktorů jsou vyobrazeny v následující tabulce č. 56.

**Tabulka č. 56: Deskriptivní statistická analýza interních faktorů ovlivňujících exit BAs**

Proměnná		druh	Modus	v	Nomvar	Norm. nomvar
název	kategorie					
ID <sub>1a</sub>	Role důvěry	N	ano	0,120	0,211	0,422
ID <sub>1b</sub>	Vliv důvěry	N	rychlejší exit	0,130	0,227	0,454
ID <sub>2a</sub>	Technologická inovace	N	ano	0,120	1,211	0,422
ID <sub>2b</sub>	Vliv technologické inovace	N	vyšší úroveň, rychlejší exit	0,318	0,496	<b>0,661*</b>
ID <sub>3</sub>	Dopady aktivního zapojení BA	N	rychlejší exit	0,455	0,496	<b>0,992*</b>
ID <sub>4</sub>	Fáze vývoje podniku	N	starší podnik, rychlejší exit	0,500	0,656	<b>0,875*</b>
ID <sub>5</sub>	Další interní faktory	N	tým	0,500	0,611	<b>0,917*</b>

Vysvětlivky: N = nominální, v = variační poměr, normvar = nominální variance, norm.nomvar = normovaná nominální variance. \* Hodnota normované nominální variance nad úrovní hodnoty 0,50 v intervalu  $<0;1>$ .

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.4.3 Vliv sociodemografických dat na načasování – další statistická analýza

*V rámci následujících pododdílů 5.4.3; 5.4.4 a 5.4.5, jež se věnují vlivu sociodemografických dat, investičních charakteristik a plánování na načasování exitu jsou pro stanovení vlivu uvedených faktorů využity metody inferenční statistické analýzy. Důvodem je skutečnost, že vliv těchto faktorů přímo nevyplývá z polostrukturovaných rozhovorů s respondenty. Metody vyhodnocení vlivu na načasování exitu byly velice omezené, jelikož se jedná o vzorek o počtu 25 respondentů. Samotné testování nezávislosti by na tomto vzorku neidentifikovalo statisticky významné vazby. Navíc se v tomto případě nejedná o prvoplánové testování hypotéz, ale pouze identifikaci, kde přesně se ve vzorku vztahy nachází. Na druhou stranu není třeba se v rámci statistické analýzy vymezovat do „hranic“ kvantitativního přístupu a lze jednotlivé metody využít v mnohem širším záběru (Molnár et al., 2012).*

*Z uvedených důvodů jsou využita adjustovaná standardizovaná rezidua (dále také ASR), která také využívají srovnání empirických a očekávaných četností a přesně identifikují, kde se nachází vztahy v kontingenční tabulce, protože vyhodnocují její dílčí části (Meier et al., 2009; Rabušic et al., 2019). Ve spojitosti se znaménkovým schématem dokáže tento postup, obdobně jako znaménkové testy, identifikovat významné vztahy i na vzorku o velikosti  $\geq 20$  (Budíková et al., 2010; Rabušic et al., 2019).*

Na základě výzkumných výsledků lze konstatovat, že jednotlivé interní faktory mají přímý dopad pouze na načasování exitu andělského investora ze start-upu, jelikož formou exitu je v České republice vždy obchodní prodej (angl. *trade sale*). V tomto směru byly vyhodnoceny kategorie nejkratší a nejdelší doby exitu andělského investora v souvislosti s jednotlivými interními faktory. Z výsledků ASR vyplývá, že významně častěji, nežli náhodně ovlivňují načasování exitu andělského investora následující interní faktory: (1) pohlaví, (2) věk, (3) bydliště, (4) stupeň a obor vzdělání, (5) působení nad rámec BA jako zakladatel nebo spoluzakladatel vlastního podniku, partner nebo analytik VC fondu, (6) předchozí pracovní pozice ve VC fondu.

(1) Andělské investorky exitují významně častěji v horizontu kratším jednoho roku. V případě, že ve start-upovém projektu setrvávají, stává se nejdelší dobou exitu časový horizont 5–7 let, což je dle respondentů průměrná doba andělské investice. Naopak muži zpravidla neexitují v časovém horizontu kratším jednoho roku. Stejně tak se tomu děje v případě nejdelší doby investice vedoucí k exitu ze start-upu, jelikož muži významně častěji, nežli náhodně neexitují v délce investice 5–7 let. K exitu dochází nejčastěji do pátého roku. Z uvedených zjištění lze vyslovit závěr, že pro ženské andělské investorky je kritický první rok, ve kterém vystupují ze start-upu oproti mužům významně častěji. Nicméně po překonání kritického roku zůstávají ve srovnání s muži po standardní dobu trvání andělské investice, tj. 5–7 let.

(2) U investorů mladších 30 let dochází významně častěji k exitu v rozmezí 1–2 roky. Navíc se jedná o kategorii nejdelší doby investice, což znásobuje rychlost exitu andělských investorů pod 30 let. U starších investorů v kategorii 30–40 let dochází významně častěji k nejkratšímu exitu v časovém horizontu 3–4 roky. Jelikož se jedná o kategorii nejkratší doby investice, je zřejmé, že nejdelší časový horizont investice před exitem se dostane zhruba na standardní dobu působení BAs v podniku, tj. 5–7 let. Z uvedeného lze vyslovit obecný závěr, že čím mladší

andělský investor je, tím rychlejší je jeho exit ze start-upového projektu, kdy významné je toto tvrzení pro investory mladší 30 let.

(3) Andělští investoři z Brna exitují významně častěji v časovém horizontu 10–11 let. Oproti tomu investoři z menších měst exitují významně častěji v rozmezí 3–4 roky. Z uvedených výsledků lze vyslovit obecný závěr, že BAs, jejichž bydlištěm je Brno exitují ze start-upového projektu oproti investorům z menších měst v delším časovém horizontu.

(4) Dále výsledky ukazují, že významně častěji, nežli náhodně dochází k exitu do jednoho roku u andělských investorů se středoškolským vzděláním. A významně častěji není exit středoškolských BAs realizován v časovém horizontu 3–4 roky. Navíc je z hodnot ASR patrné, že andělští investoři vzdělaní v oboru ekonomika a management významně častěji, nežli náhodně exitují z podniku nejdříve v období 3–4 roky. Z výše uvedeného lze vyslovit závěry, že zaprvé středoškolsky vzdělaní BAs realizují exit rychleji nežli vysokoškolsky vzdělaní BAs. Zadruhé BAs vzdělaní v oboru ekonomika a management realizují exit v delším časovém horizontu.

(5) V případě, že BA zastává další pracovní pozici na místě zakladatele vlastního podniku nebo partnera VC fondu, tak významně častěji není exit realizován v časovém horizontu 1–2 roky. Pokud BA jako zakladatel nepůsobí nebo zastává pozici analytika ve VC fondu je významný vztah přesně opačný, tj. v uvedeném období 1–2 roky k exitu ze start-upového projektu dochází významně častěji. Z výše uvedeného lze vyslovit obecné tvrzení, že zaprvé současné působení andělského investora na pozici zakladatele vlastního start-upu nebo partnera VC fondu oddaluje exit BAs ze start-upu. Zadruhé současné působení jako analytik VC fondu exit andělského investora z podniku urychluje.

(6) Nakonec se významný vztah objevil u předchozí pracovní pozice BA, jenž v minulosti působil jako analytik VC fondu. Významně častěji dochází k exitu ze start-upového projektu v horizontu 1–2 roky u andělských investorů zaměstnaných v minulosti na pozici analytika VC fondu. Opět lze vyslovit obecný závěr, že BAs, kteří zaujímali v předchozím období pozici analytika VC fondu exitují oproti jiným pracovním pozicím výrazně rychleji.

V následující tabulce č. 57 jsou všechny výše popsané zobecněné významné vztahy souhrnně vyobrazeny, a to včetně vyjádření výsledků adjustovaných standardizovaných reziduí a znaménkového schématu. Znaménko plus vypovídá o skutečnosti, že napozorované četnosti jsou vyšší nežli očekávané, tudíž k testovanému vztahu dochází významně častěji. Naopak znaménko mínus znamená, že napozorované četnosti jsou nižší než očekávané, kdy k testovanému vztahu dochází významně méně často. V případě jednotlivých znamének jsou riziko chyby, hladina významnosti a signifikance následující:

- Jedno znaménko (+; -) udává riziko chyby maximálně 5 % ( $\alpha = 0,05$ ; hladina významnosti 5 %; signifikance 95 %).
- Dvě znaménka (++; --) vypovídají o rizice chyby maximálně 1 % ( $\alpha = 0,01$ ; hladina významnosti 1 %; signifikance 99 %).
- Tři znaménka (+++; ---) značí chybu maximálně v 0,01 % ( $\alpha = 0,001$ ; hladina významnosti 0,1 %; signifikance 99,9 %) (Rabušic et al., 2019).

**Tabulka č. 57: Vliv sociodemografických dat na načasování exitu BAs**

ID	Faktor	Načasování exitu (rok)				Způsob ovlivnění
		ASR	Schéma	ASR	Schéma	
1	Pohlaví	<1*		5–7		<i>Ženy exitují oproti mužům častěji do jednoho roku od investice do start-upu. Po překonání prvního roku však zůstávají oproti mužům v podniku delší dobu.</i>
	muž	- 2,3	-	- 2,2	-	
	žena	2,3	+	2,2	+	
2	Věk	1–2		3–4*		<i>Čím mladší je andělský investor, tím rychlejší je jeho exit ze start-upového projektu.</i>
	<30	3,5	+++	/	/	
	30–40	/	/	2,3	+	
3	Bydliště	3–4		10–11		<i>BAs, jejichž bydlištěm je Brno exitují ze start-upového projektu oproti investorům z menších měst v delším časovém horizontu.</i>
	Brno	/	/	2,7	++	
	Ostatní	2,3	+	/	/	
4	Vzdělání – stupeň, obor	<1*		3–4*		<i>Středoškolsky vzdělání andělských investorů realizují exit rychleji nežli vysokoškolsky vzdělání BAs. BAs vzdělání v oboru ekonomika a management realizují exit v delším časovém horizontu.</i>
	SŠ	2,3	+	- 2,7	--	
	EKO a MNG	/	/	2,2	+	
5	Současné pozice	1–2		/		<i>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.</i>
	a) founder – ano	- 2,3	-	/	/	
	– ne	2,3	+	/	/	
	b) VC fond – partner	- 2,0	-	/	/	
	– analytik	2,0	+	/	/	
6	Předchozí pozice	1–2		/		<i>Business angels, kteří zaujímali v předchozím období pracovní pozici analytika VC fondu exitují oproti jiným pracovním pozicím výrazně rychleji.</i>
	VC fond – analytik	3,3	++	/	/	

Vysvětlivky: EKO a MNG = Ekonomika a management, ASR = Adjustované standardizované reziduum, Spotř. = spotřební, SŠ – Středoškolské vzdělání, VC – Venture Capital. \* Kategorie nejkratší doby exitu BA ze start-upového projektu.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

#### 5.4.4 Vliv investičních charakteristik na načasování – další statistická analýza

Z výsledků ASR v rámci investičních charakteristik vyplývá, že významně častěji, nežli náhodně ovlivňují načasování exitu andělského investora následující interní faktory: (1) délka působení jako BA, (2) pre-investiční fáze, (3) obor investování, (4) důvod volby oboru, (5) největší investice a (6) kvalitativní kritéria.

(1) Délka působení investora jako BA přímo ovlivňuje načasování exitu. Konkrétně významně častěji, nežli náhodně je exit investorů působících jako BA 1–2 roky realizován v časovém horizontu 1–2 roky. Dokonce významně častěji, nežli náhodně je exit BAs uskutečněn v období

3–4 roky. Z uvedeného lze vyslovit obecný závěr, že čím déle působí BAs na pozici investora rizikového kapitálu, tím delší je doba, nežli dojde k exitu.

(2) Co se týče samotné analýzy investice před jejím prvotním investováním, výsledky ukazují, že významně častěji, nežli náhodně trvá pre-investiční fáze 0–3 měsíce u exitů, které proběhnou v období do jednoho roku nebo v rozmezí 1–2 roky. Z uvedeného lze vyslovit obecný závěr, že čím kratší je pre-investiční fáze, tím rychlejší je exit andělského investora ze start-upu.

(3) Významně častěji, nežli náhodně je realizován exit ve standardní době, tj. 5–7 let v případě netechnologických (*non-high-tech*) podniků. Naopak významně častěji k exitu u technologických start-upů v tomto období nedochází. Z již analyzovaných četností také vyplynulo, že zpravidla k exitu u technologických start-upů dochází rychleji, nežli je standardní doba exitu andělské investice. Z uvedeného lze vyslovit obecný závěr, že u technologických start-upů dochází k exitu BAs rychleji nežli u netechnologických start-upových projektů.

(4) Dalším interním investičním faktorem ovlivňujícím načasování exitu BAs je důvod volby oboru, do kterého BA investuje. Významně častěji, nežli náhodně je exit realizován v rozmezí 1–2 roky v případě, že je investice uskutečněna pro zábavu. Naopak pokud andělský investor volí jako důvod volby oboru přesycenost technologiemi, tak významně častěji je exit uskutečněn ve standardní době, tj. 5–7 let. Z uvedeného lze vyslovit obecný závěr, že pokud je důvodem volby start-upového projektu zábava, dochází k exitu BAs z podniku rychleji. Naopak u důvodu přesycenosti technologiemi je exit BAs oddálen.

(5) Velikost investovaných finančních prostředků vykazuje významnou vazbu ve vztahu k načasování exitu, konkrétně významně častěji, nežli náhodně je exit realizován při prvotní investici v řádech statisíců korun českých v časovém horizontu 1–2 roky. Z uvedeného lze vyslovit obecný závěr, že čím méně finančních prostředků andělský investor do start-upu investuje, tím rychlejší je jeho exit.

(6) Nakonec významně častěji, nežli náhodně je exit uskutečněn v období 1–2 roky při využití kvalitativního kritéria hodnocení investice BA – nadchnutí andělského investora pro start-up. Naopak významně častěji dochází k exitu v časovém horizontu 10–11 let v případě volby investičního kritéria hodnocení investice BA – přidaná hodnota pro společnost. Z uvedeného lze vyslovit obecný závěr, že pokud BAs volí nadchnutí BA pro start-up jako kvalitativní kritérium hodnocení efektivnosti jejich investice, dochází k exitu rychleji. Naopak u přidané hodnoty je exit BAs pomalejší.

V následující tabulce č. 58 jsou všechny výše popsané zobecněné významné vztahy souhrnně vyobrazeny, a to včetně vyjádření výsledků ASR a znaménkového schématu. Znaménko plus vypovídá o skutečnosti, že napozorované četnosti jsou vyšší než očekávané, tudíž k testovanému vztahu dochází významně častěji nežli náhodně. Naopak znaménko mínus znamená, že napozorované četnosti jsou nižší než očekávané a k testovanému vztahu dochází významně méně často. V případě jednotlivých znamének jsou riziko chyby, hladina významnosti a signifikance následující:

- Jedno znaménko (+; -) udává riziko chyby maximálně 5 % ( $\alpha = 0,05$ ; hladina významnosti 5 %; signifikance 95 %).

- Dvě znaménka (++; --) vypovídají o rizice chyby maximálně 1 % ( $\alpha = 0,01$ ; hladina významnosti 1 %; signifikance 99 %).
- Tři znaménka (+++; ---) značí chybu maximálně v 0,01 % ( $\alpha = 0,001$ ; hladina významnosti 0,1 %; signifikance 99,9 %) (Rabušic et al., 2019).

**Tabulka č. 58: Vliv investičních charakteristik na načasování exitu BAs**

ID	Faktor	Načasování exitu (rok)				Způsob ovlivnění
		ASR	Schéma	ASR	Schéma	
1	Délka působení	1–2		3–4*		<i>Čím déle působí BA na pozici investora rizikového kapitálu, tím delší je doba, nežli dojde k exitu.</i>
	1–2 roky	2,3	+	/	/	
	3–5 roků	/	/	2,7	++	
2	Pre-investiční fáze	<1*		1–2		<i>Čím kratší je pre-investiční fáze, tím rychlejší je exit BA ze start-upu.</i>
	0–3 měsíce	2,0	+	2,0	+	
3	Obor investování	5–7		/		<i>U high-tech start-upů dochází k exitu BA rychleji nežli u non-high-tech.</i>
	technologický	-2,8	--	/	/	
	netechnologický	2,8	++	/	/	
4	Důvod volby oboru	1–2		5–7		<i>Pokud je důvodem volby projektu zábava, dochází k exitu BAs z podniku rychleji. Naopak u důvodu přesycenosti technologiemi je exit BAs pomalejší.</i>
	zábava	2,6	++	/	/	
	přesycenost technologií	/	/	2,0	++	
5	Největší investice	1–2		/		<i>Čím méně finančních prostředků BA do start-upu investuje, tím rychlejší je exit.</i>
	statisíce Kč	2,2	+	/	/	
6	Kvalitativní kritéria hodnocení	1–2		10–11		<i>Pokud BAs volí nadchnutí jako kvalitativní kritérium, dochází k exitu rychleji. Naopak u přidané hodnoty je exit BAs pomalejší.</i>
	nadchnutí	3,0	++	/	/	
	přidaná hodnota	/	/	2,0	+	

Vysvětlivky: ASR = Adjustované standardizované reziduum.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

#### 5.4.5 Vliv plánování na načasování – další statistická analýza

Nakonec z výsledků ASR a znaménkového schématu vyplývá, že významně častěji, nežli náhodně ovlivňují načasování exitu andělského investora následující interní faktory: (1) přístup k plánování, (2) forma plánu a (3) důvod volby přístupu.

(1) Významně častěji, nežli náhodně exitují BAs plánující exit (proaktivní přístup), a to v období 5–7 let od počátku investice. V tomto případě se jedná o standardní dobu působení BAs ve start-upu. Naopak významně častěji, nežli náhodně nedochází v tomto časovém horizontu k exitu andělských investorů, kteří apriori exit ze start-upového projektu neplánují (oportunistický přístup). Z již analyzovaných četností vyplynulo, že zpravidla k exitu u těchto investorů dochází dříve, nežli je standardní doba exitu. Obecně lze konstatovat, že proaktivní

přístup andělských investorů k plánování vede k oddálení exitu v rámci časového horizontu 5–7 let. Zatímco oportunistický přístup vede k rychlejšímu exitu ze start-upu.

(2) Se zvoleným přístupem úzce souvisí forma plánu, kdy BAs neplánující exit žádný dokument nevytváří. Navíc výsledky ukazují, že významně častěji, nežli náhodně není exit realizován ve standardní době exitu BA ze společnosti, tj. rozmezí 5–7 let. Opět z již analyzovaných četností vyplynulo, že zpravidla k exitu u těchto investorů dochází dříve. Naopak při plánování a tvorbě neformálního dokumentu plánu exitu je standardní doba 5–7 let naplněna, jelikož významně častěji k exitu v tomto časovém horizontu u BAs dochází. Na základě výše uvedených tvrzení lze obecně konstatovat, že k exitu andělských investorů z podniku dochází rychleji v případě, že v rámci plánování exitu nevytváří žádný dokument plánu. Naopak, pokud je vytvořen alespoň neformální dokument plánu výstupu ze start-upu, exit je uskutečněn později.

(3) Nakonec významně častěji, nežli náhodně exitují BAs v rozmezí 5–7 let v případě, že je důvodem volby přístupu k plánování exitu flexibilita. Obecně lze konstatovat, že pokud je důvodem volby přístupu k plánování flexibilita, dochází k oddálení exitu do období 5–7 let.

V následující tabulce č. 59 jsou všechny výše popsané zobecněné významné vztahy souhrnně vyobrazeny, a to včetně vyjádření výsledků adjustovaných standardizovaných reziduí a znaménkového schématu. Znaménko plus vypovídá o skutečnosti, že napozorované četnosti jsou vyšší než očekávané, tudíž k testovanému vztahu dochází významně častěji nežli náhodně. Naopak znaménko mínus znamená, že napozorované četnosti jsou nižší než očekávané a k testovanému vztahu dochází významně méně často. V případě jednotlivých znamének jsou riziko chyby, hladina významnosti a signifikance následující:

- Jedno znaménko (+; -) udává riziko chyby maximálně 5 % ( $\alpha = 0,05$ ; hladina významnosti 5 %; signifikance 95 %).
- Dvě znaménka (++; --) vypovídají o rizice chyby maximálně 1 % ( $\alpha = 0,01$ ; hladina významnosti 1 %; signifikance 99 %).
- Tři znaménka (+++; ---) značí chybu maximálně v 0,01 % ( $\alpha = 0,001$ ; hladina významnosti 0,1 %; signifikance 99,9 %) (Rabušic et al., 2019).

**Tabulka č. 59: Vliv plánování na načasování exitu BAs**

ID	Faktor	Načasování exitu		Způsob ovlivnění
		ASR	Schéma	
1	Plánování	5–7 let		<i>Proaktivní přístup andělských investorů k plánování vede k oddálení exitu, zatímco oportunistický přístup vede k rychlejšímu exitu ze start-upu.</i>
	proaktivní přístup	2,0	+	
	oportunistický přístup	- 2,0	-	
2	Forma plánu	5–7 let		<i>K exitu BA dochází rychleji v případě, že v rámci plánování exitu nevytváří žádný dokument plánu a naopak.</i>
	žádný dokument	- 2,2	-	
	neformální dokument	2,2	+	
3	Důvod volby přístupu	5–7 let		<i>Pokud je důvodem volby přístupu k plánování andělských investorů flexibilita, dochází k oddálení exitu.</i>
	flexibilita	2,8	++	

Vysvětlivky: ASR = Adjustované standardizované reziduum.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29



#### 5.4.6 Dílčí shrnutí

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 andělského investora 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 uvedené faktory exit BAs neovlivňují.

V rámci sociodemografie lze dopad sumarizovat do následujících dílčích tvrzení. Ženy exitují oproti mužům častěji do jednoho roku od investice do start-upu. Po překonání prvního roku však zůstávají oproti mužům 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-upového projektu 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. 60 jsou přehledně shrnuty stěžejní interní faktory a způsoby, jakým ovlivňují exit BAs v ČR ze start-upu.

**Tabulka č. 60: Přehled interních faktorů a způsobu ovlivnění exitu BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor	Způsob ovlivnění
1	Investor	<b>Důvěra</b>	<i>Čím nižší důvěra, tím rychlejší exit andělského investora ze start-upu a naopak.</i>
2	Investor	<b>Kvalitativní kritéria hodnocení BA</b>	<i>Čím nižší nadchnutí BAs pro start-up, tím rychlejší exit BAs a naopak. Čím vyšší přidaná hodnota pro společnost, tím delší doba působení BAs ve start-upu.</i>
3	Podnik	<b>Technologická inovace</b>	<i>Čím vyšší úroveň technologické inovace, tím rychlejší exit BAs ze start-upu a naopak.</i>
4	Investor	<b>Smluvní úprava exitu</b>	<i>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.</i>
5	Investor	<b>Odvětví podniku</b>	<i>U technologických podniků je exit andělských investorů oproti podnikům netechnologickým významně rychlejší.</i>
6	Investor	<b>Kvantitativní kritéria hodnocení BA</b>	<i>V případě nevyužití kvantitativních kritérií hodnocení investice dochází k exitu andělských investorů významně rychleji.</i>
7	Investor	<b>Přístup k řízení investice BA</b>	<i>Čím vyšší zapojení BAs ve start-upu, tím rychlejší exit BAs a naopak.</i>
8	Podnik	<b>Fáze životního cyklu start-upu</b>	<i>Čím vyšší fáze životního cyklu start-upu, tím rychlejší exit BAs a naopak.</i>
9	Podnik	<b>Lokace start-upu</b>	<i>Nemá vliv.</i>
10	Podnik	<b>Zpětný odkup</b>	<i>Nemá vliv.</i>

Zdroj: Vlastní zpracování

## 5.5 Externí faktory a jejich vliv na exit

Tento oddíl obsahuje identifikaci a popis externích faktorů a způsobu, jakým ovlivňují rozhodování BAs o exitu. V rámci níže uvedeného textu jsou faktory blíže specifikovány za pomoci vyjádření absolutních a relativních četností, respektive charakteristiky polohy

a rozptylu. Adjustovaná standardizovaná rezidua nejsou v tomto případě využita, jelikož pro BAs slouží externí faktory pouze jako faktory obecné, na základě kterých jsou schopni zhodnotit start-upového prostředí jako celek. Externí faktory opět ovlivňují pouze načasování exitu. Nicméně z empirického výzkumu dále vyplynulo, že oproti interním faktorům ovlivňují externí faktory jako celek exit BAs výrazně méně (srov. Azarmi, 2016; Félix et al., 2014), a proto u některých nebyl způsob ovlivnění v rozhovoru dále diskutován. Výjimku tvoří pouze změna a budoucí úroveň poptávky po investici do podniku, jež dosahuje dokonce vyšších hodnot nežli faktor důvěry. Tato skutečnost vyplynula již z úvodního kvantitativního vyjádření sumy a modusu kategorií externích faktorů.

V následující tabulce č. 61 jsou vyobrazeny jednotlivé externí faktory ovlivňující exit BAs ze start-upového projektu. Faktory jsou seřazeny dle archu hodnocení 25 respondentů sestupně od faktoru, který ovlivňuje exit nejvíce po faktor, který ovlivňuje exit BAs nejméně. Jednotlivé faktory jsou zařazeny do oblastí externího prostředí. Mezi tyto oblasti patří: poptávka, legislativa, makroekonomické ukazatele, světová specifika a specifika ČR.

Je evidentní, že nejdůležitější roli ve vztahu k exitu zastává změna poptávky po podniku, která získala celkový počet 109 bodů, přičemž i modus odpovědí byl v kategorii 5, tzn. nejvíce důležitý externí faktor exitu BAs. Zhruba stejných hodnot dosahuje také změna budoucí poptávky po podniku ( $\Sigma = 106$ ;  $\hat{x}_2 = 5$ ). Naopak jedny z nejnižších hodnot dosáhly faktory nezaměstnanost a měnový kurz ( $\Sigma = 38$ ; 36), kde se modusovou kategorií stala 0, tj. nedůležité pro exit BAs. Mezi další ohodnocené externí faktory patří: geopolitický vývoj, covid-19, daně, vymahatelnost práva, rozvinutost kapitálového trhu, úrokové sazby, energetická krize v ČR, růst cen primárních zdrojů, růst a pokles hrubého domácího produktu, malý trh ČR, jazykové bariéry či nezavedení eura. V textu níže jsou vybrané externí faktory dále analyzovány.

**Tabulka č. 61: Externí faktory ovlivňující exit BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}$
1	Poptávka	ID <sub>1</sub>	Změna poptávky po podniku	109	5
2	Poptávka	ID <sub>2</sub>	Úroveň budoucí poptávky	106	5
3	Světová specifika	ID <sub>3</sub>	Geopolitický vývoj	72	3
4	Světová specifika	ID <sub>4</sub>	Covid-19	70	2
5	Legislativa	ID <sub>5</sub>	Daně	67	3
6	Legislativa	ID <sub>6</sub>	Vymahatelnost práva	65	4
7	Specifika ČR	ID <sub>7</sub>	Rozvinutost kapitálového trhu	65	3
8	Makro. ukazatele	ID <sub>8</sub>	Úrokové sazby	57	2
9	Specifika ČR	ID <sub>9</sub>	Energetická krize v ČR	56	1
10	Světová specifika	ID <sub>10</sub>	Růst cen primárních zdrojů	55	3
11	Makro. ukazatele	ID <sub>11</sub>	Růst a pokles HDP	49	2
12	Specifika ČR	ID <sub>12</sub>	Malý trh ČR	48	0
13	Specifika ČR	ID <sub>13</sub>	Jazykové bariéry	41	0
14	Makro. ukazatele	ID <sub>14</sub>	Nezaměstnanost	38	0
15	Specifika ČR	ID <sub>15</sub>	Nezavedení eura	37	2
16	Makro. ukazatele	ID <sub>16</sub>	Měnový kurz	36	0

Vysvětlivky: ČR = Česká republika; HDP = Hrubý domácí produkt; Makro. = Makroekonomické.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.5.1 Vyjádření absolutních a relativních četností

#### Změna poptávky a úroveň budoucí poptávky po podniku

Empirický výzkum ukázal, že nejdůležitějším faktorem ve vztahu k exitu je na prvním místě změna poptávky po podniku ( $\Sigma = 109$ ) a na druhém místě úroveň budoucí poptávky po podniku ( $\Sigma = 106$ ). Oba tyto faktory byly respondenty označeny v rámci hodnotícího archu jako – nejvíce důležité ( $\hat{x}_{1,2} = 5$ ). Co se týče konkrétního vyjádření četností, celkem 68 % ( $N = 25$ ;  $n_1 = 17$ ) uvedlo, že změna poptávky po podniku zásadně ovlivňuje exit andělského investora ze start-upvého projektu, a to v podobě urychlení jeho exitu ze start-upu. Naopak 32 % respondentů ( $n_2 = 8$ ) zastává názor, že změna poptávky po podniku exit BAs neovlivňuje. Jak uvádí například R10 (2022), důvodem je fakt, že: „pokud se start-upu daří, tak se stanu pasivním investorem a oni mě pak zase nahradí někým, kdo v té aktuální fázi jim bude schopn něco předat.“ V následující tabulce č. 62 jsou vyobrazeny uvedené deskriptivní statistické hodnoty, a to včetně způsobu ovlivnění exitu, který je následně analyzován v textu níže.

Tabulka č. 62: Význam (budoucí) poptávky po start-upu v okamžiku exitu BAs ( $N = 25$ )

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}$
1	Poptávka	ID <sub>1</sub>	Změna poptávky po podniku	109	5
2	Poptávka	ID <sub>2</sub>	Úroveň budoucí poptávky po podniku	106	5
Změna poptávky po podniku ovlivňuje exit BAs		Četnost			
		absolutní	relativní	validní	kumulativní
ID <sub>1</sub>	ano	17	68,0 %	68,0 %	68,0 %
ID <sub>2</sub>	ne	8	32,0 %	32,0 %	100,0 %
Celkem		25	100,0 %	100,0 %	-
Způsob ovlivnění exitu		Čím vyšší (budoucí) poptávka po podniku, tím rychlejší exit BAs a naopak (54,5 %; $n_1 = 12$ ; $N = 22$ ).			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Více než polovina respondentů (54,5 %;  $N = 22$ ;  $n_{1a} = 12$ ) se domnívá, že: „vyšší (budoucí) poptávka kupců po start-upu významně koreluje s rychlejším exitem andělského investora z podniku.“ Ze situace zvýšeného zájmu o start-up profituje jak podnik, tak investor, což potvrzuje například R02 (2022), který uvádí, že: „když je zájemců více a oni vědí, že je jich více a poperou se o Vás, to je samozřejmě značka ideál...“ nebo R20 (2022): „...market síly hrají 99 %, pokud se o ten start-up firmy perou, jde se dostat na 4násobnou valuaci, a pak by to neprodal jenom blázen...“ či R21 (2022): „...to je základ M&A transakcí vytvořit konkurenci mezi kupcema, a když to vytvořím, tak zpravidla dostanu nejvyšší cenu a exit je rychlejší...“ S tímto tvrzením se blíže pojí odpovědi 18,2 % BAs ( $n_b = 4$ ), kteří zastávají názor, že zvýšená poptávka po podniku má pouze dopad na vyšší valuaci start-upu, jelikož čím více zájemců je, tím vyšší cenu lze za odprodání podílu v podniku nastavit (např. R11; R14; R18, 2022). V neposlední řadě se u respondentů objevil názor, že změna poptávky po podniku, respektive její zvýšení má na exit BA nepřímý dopad, konkrétně R17 (2022) uvádí, že: „... čím rychleji start-up roste, tím rychleji přichází ta investiční kola, a tím rychleji přichází to kolo, kdy odchází angel investor...“

### **Geopolitický vývoj a covid-19**

Z následující tabulky č. 63 vyplývá, že na třetím a čtvrtém místě se dle důležitosti umístily faktory geopolitický vývoj ( $\Sigma = 72$ ), který byl hodnocen jako – důležitý ( $\hat{x}_3 = 3$ ) a covid-19 ( $\Sigma = 70$ ), jež byl hodnocen jako – méně důležitý ( $\hat{x}_4 = 2$ ). Uvedené faktory působí na exit andělských investorů nepřímo, jelikož paralyzují ekonomiku, a tím způsobují zpomalení některých procesů podniku a obecně zapříčiňují nestabilitu na trhu. Tato skutečnost explicitně vede v krátkém období ke snaze investora překlenout turbulentní období, což prodlužuje délku investice (R08; R12, 2022). Na druhou stranu v rámci geopolitického vývoje R08 (2022) dodává, že: „...*to je spíše regionální záležitost, vnímáme to Evropě, v Americe už vůbec ne...*“ Nicméně z dlouhodobého hlediska záleží na skutečnosti, zdali jsou investor a podnik schopni se na vzniklou situaci adaptovat. V případě adaptace exit ovlivňuje odvětví, ve kterém start-up působí. Pokud je podnik ovlivněn světovým vývojem negativně, dochází k oddálení exitu, naopak pokud je vliv pozitivní, může to exit BAs ze start-upu katalyzovat (R07; R08; R21, 2022).

**Tabulka č. 63: Důležitost geopolitického vývoje a covidu-19 při exitu BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}$
3	Světová specifika	ID <sub>3</sub>	<b>Geopolitický vývoj</b>	72	3
4	Světová specifika	ID <sub>4</sub>	<b>Covid-19</b>	70	2
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		<i>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.</i>			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### **Daně a vymahatelnost práva v České republice**

Páté a šesté místo dle důležitosti zaujímá legislativní oblast, konkrétně daňový rámec ( $\Sigma = 67$ ) a reálná vymahatelnost práva v České republice. Daně ve spojitosti s exitem respondenti ohodnotili jako – důležité ( $\hat{x}_5 = 3$ ) a reálnou vymahatelnost práva jako – více důležité ( $\hat{x}_6 = 4$ ). Nicméně obecně právní rámec investování rizikového kapitálu ve vztahu k exitu není dle respondentů nikterak složitý (např. R07; R10; R19; R24, 2022) a reálná vymahatelnost práva také žádný problém nečiní, jak uvádí například R18 (2022): „...*problém tu není žádný, nikdy jsem nemusel nikoho soudit, je to role těch rigidních smluv...*“

Co se týče dopadů legislativního prostředí na exit BAs, výsledky validních četností ( $N = 20$ ) ukazují, že dle poloviny respondentů ( $n_1 = 10$ ) nemá legislativní prostředí na exit andělských investorů vliv. Spíše, nežli exit ovlivňuje legislativní prostředí vstup investora do start-upu (např. R04; R07, 2022). S uvedenými odpověďmi respondentů úzce souvisí další kategorie, kterou je tzv. časový test<sup>12</sup> (25 %;  $N = 20$ ;  $n_2 = 5$ ). Na jedné straně stojí investoři, které časový test neovlivňuje. V tomto směru například R10 (2022) uvádí, že: „*angel jde do toho, že chce získat 20násobek nebo 30násobek toho, co do toho dává a jestli mu to sníží o 20 % daňová povinnost, tak si myslím, že je to jedno.*“ a R24 (2022) dodává: „...*já ty daňové otázky moc neřeším..., když teda se něco povede, tak asi budou muset zaplatit daně...*“ Na druhé straně

<sup>12</sup> Časovým testem se rozumí období 5 let (u společnosti s ručením omezeným), respektive 3 roky s 10% podílem za posledních 12 měsíců (u akciové společnosti), kdy po uplynutí tohoto období není podíl investora při jeho prodeji zdaněn daní z příjmu fyzických osob (R03; R10, 2022).

jsou BAs, pro které je časový test určitým typem motivace, kdy se jej z daňových důvodů snaží naplnit (R13; R20; R21; R24, 2022). Což potvrzuje R18 (2022), který uvádí: „...pokud se blížíte tomu časovému testu a zbývá Vám třeba půl roku, tak se snažíte to nakonfigurovat tak, abyste toho dosáhla...“

Dle validních četností odpovědí respondentů má významný dopad (20 %; N = 20; n<sub>3</sub> = 4) na exit BAs také neuchopitelnost české entity zahraničním investorem. Tento názor úzce souvisí s českou legislativou, protože jak uvádí například R14 (2022): „Česká entita může být pro zahraniční subjekty špatně uchopitelná, nejednou jsem zažil, že se vše transferovalo do USA, aby to usnadnilo další investiční kolo i exit...“ Důvodem je zejména vyšší počet externích dodavatelů nežli interních zaměstnanců ve start-upových projektech. R16 (2022) uvádí, že: „V ČR máme více kontraktorů ve společnostech nežli zaměstnanců, na což oni nejsou ve světě vůbec zvyklí. Myslí si, že kupují firmu s pěti zaměstnanci, ale je jich tam ve skutečnosti mnohem více, tak se diví a říknou si, že v ČR, tam radši nebudeme nic dělat.“ Z uvedeného vyplývá, že dopad neuchopitelnost české entity zahraničním subjektem je explicitně na počet realizovaných exitů v České republice, nikoliv na načasování exitu BAs.

Nakonec jeden respondent (5 %; N = 20) uvedl, že legislativní prostředí ovlivňuje formu exitu, kdy je upřednostněn obchodní prodej před veřejnou nabídkou akcií. Dle názoru R01 (2022) vychází problematika z legislativního prostředí akciových společností a náročnosti realizace veřejné nabídky akcií. Z výše uvedených informací lze vyslovit závěr, že je opět dopad legislativních faktorů směřován především na načasování exitu BAs, kdy je výstup ze start-upu ovlivněn zejména časovým testem. Pokud investor časový test zohledňuje, investice je realizovaná v minimálním časovém horizontu tři nebo pět let. Na druhou stranu, pokud BA časový test nezohledňuje, tak není ani exit legislativními faktory nikterak ovlivněn. V následující tabulce č. 64 jsou vyobrazeny uvedené deskriptivní statistické hodnoty, a to včetně způsobu ovlivnění exitu.

**Tabulka č. 64: Důležitost legislativního prostředí ČR a jeho dopady na exit BAs (N = 25)**

Pořadí	Oblast	Faktor		Σ	$\hat{x}$
5	Legislativa	ID <sub>5</sub>	Daně	67	3
6	Legislativa	ID <sub>6</sub>	Vymahatelnost práva	65	4
<b>Dopady legislativního prostředí ČR na exit BAs</b>		<b>Četnost</b>			
		Absolutní	Relativní	Validní	Kumulativní
ID <sub>1</sub>	neovlivňuje exit BAs	10	40,0 %	50,0 %	50,0 %
ID <sub>2</sub>	časový test	5	20,0 %	25,0 %	75,0 %
ID <sub>3</sub>	neuchopitelnost české entity	4	16,0 %	20,0 %	95,0 %
ID <sub>4</sub>	upřednostnění <i>trade sale</i>	1	4,0 %	5,0 %	100,0 %
chybějící		5	20,0 %	-	-
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	100,0 %	-
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		Pokud BA nezohledňuje při rozhodování o exitu časový test, nemá legislativní, respektive daňové prostředí vliv (50,0 %; N = 20; n <sub>1</sub> = 10). V opačném případě je exit uskutečněn v minimálním časovém horizontu 3, respektive 5 let (25,0 %; N = 20; n <sub>2</sub> = 5).			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### **Rozvinutost kapitálového trhu**

Na sedmém místě se dle důležitosti umístila rozvinutost kapitálového trhu ( $\Sigma = 65$ ). Tento faktor byl respondenty označen jako – důležitý ( $\hat{x}_7 = 3$ ). Více než polovina andělských investorů (55 %,  $N = 20$ ,  $n_1 = 11$ ) vnímá rozvinutost kapitálového trhu v České republice jako jeden z determinantů jejich exitu ze start-upového projektu. Naopak 45 % ( $n_2 = 9$ ) BAs neidentifikuje ve spojitosti s exitem žádnou korelaci. Jak již bylo několikrát zmíněno, faktory ovlivňují načasování exitu andělského investora ze start-upu. V tomto směru z odpovědí respondentů vyplynulo, že čím rozvinutější je kapitálový trh, tím rychlejší je také exit andělského investora. Například R04 (2022) uvádí, že: „...*čím více je kapitálový trh rozvinut, tím více máte potenciálních kupců Vaší investice a dochází k urychlení exitu.*“ V následující tabulce č. 65 jsou vyobrazeny jednotlivé četnosti, a to včetně způsobu ovlivnění exitu, který je následně analyzován v textu níže.

**Tabulka č. 65: Důležitost rozvinutosti kapitálového trhu ve vztahu k exitu BAs (N = 25)**

Pořadí	Oblast	Faktor			$\Sigma$	$\hat{x}$	
7	Specifika ČR	ID <sub>7</sub>	Rozvinutost kapitálového trhu			65	3
Rozvinutost kapitálového trhu ovlivňuje exit BAs		Četnost					
		Absolutní	Relativní	Validní	Kumulativní		
ID1	ano	11	44,0 %	55,0 %	55,0 %		
ID2	ne	9	36,0 %	45,0 %	100,0 %		
chybějící		5	20,0 %	-	-		
Celkem		25	100,0 %	100,0 %	-		
Způsob ovlivnění exitu		Čím rozvinutější je kapitálový trh, tím rychlejší je exit BAs ze start-upu a naopak (50 %, $N = 16$ , $n_1 = 8$ ).					

Vysvětlivky: ČR = Česká republika.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Co se týče způsobu ovlivnění faktorem rozvinutosti kapitálového trhu ve vztahu k exitu BAs, výsledky ukazují, že polovina BAs ( $n_a = 8$ ;  $N = 16$ ) zastává názor, že rozvinutější kapitálový trh je silně korelován s rychlejším exitem andělského investora ze start-upu. Shoda respondentů nastala i v rámci důvodu jejich názoru na danou problematiku, jelikož jak uvádí, pokud je trh rozvinutý, je na trhu více peněz, lepší infrastruktura, více nabídek i poptávek, což také zvyšuje valuaci (např. R04; R22, 2022).

Nicméně respondenti (R01; R02; R04; R09; R14; R15; R23; R24, 2022) dále poznamenali, že v České republice kapitálový trh bohužel rozvinutý není, kdy primárním problémem jsou omezené možnosti českých investorů. Tato skutečnost dle R02 (2022): „...*zásadně omezuje možnosti českých investorů investovat peníze v dalších kolech, protože je prostě nemají..., ...pak se musíte obrátit na zahraničí a pak už nejste česká firma, protože Vás koupí zahraniční firma...*“ Pouze jeden investor (6,3 %) uvedl, že stupeň rozvinutosti kapitálového trhu souvisí s exitem BAs nepřímo, jelikož primárně ovlivňuje zralost trhu jako takového. V případě, že trh vyzraje, dochází k exitu start-upu, a s tím i andělského investora (R14, 2022). V následující tabulce č. 66 jsou vyobrazeny jednotlivé četnosti dopadu rozvinutosti kapitálového trhu na exit BAs.

**Tabulka č. 66: Rozvinutost kapitálového trhu ve vztahu k exitu BAs (N = 16)**

Rozvinutost kapitálového trhu ovlivňuje exit BAs		Dopad rozvinutosti kapitálového trhu na exit BAs							
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		Celkem	
		rozvinutější kapitálový trh, rychlejší exit		ovlivňuje zralost trhu		nemá vliv			
		n	% n	n	% n	n	% n	n	% n
ID <sub>1</sub>	ano	8	50,0	1	6,3	0	0,0	9	56,3
ID <sub>2</sub>	ne	0	0,0	0	0,0	7	43,8	7	43,8
<b>Celkem</b>		8	18,8	1	6,3	7	43,8	16	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Nicméně silně byla zastoupena také skupina odpovědí, že rozvinutost kapitálového trhu nemá na exit andělského investora žádný vliv (43,8 %, N = 16, n<sub>3</sub> = 7, viz tabulka výše). Názor zastávají respondenti zejména z následujících dvou důvodů: (1) R08 (2022): „...*kapitálový trh v ČR je internacionalizovaný, ...na českém kapitálovém trhu působí desítky subjektů, které reprezentují zahraniční subjekty...*“, (2) R10 (2022): „*Andělské investování je minoritní záležitost, co se týče celkového kapitálového trhu zejména v ČR...*“ nebo R12 (2022): „*BAs investice jsou menšího charakteru, takže si myslím, že to vliv mít nebude.*“

V souvislosti s rozvinutostí kapitálového trhu hodnotili respondenti také přívětivost českého podnikatelského prostředí k exitu investorů ze start-upu. Názory BAs v ČR se různí. Na jedné straně jej považují za dostačující, kdy je zde i velké množství start-upových projektů, do kterých mohou BAs opětovně investovat uvolněné finanční prostředky po exitu z podniku. Oproti evropským zemím s vysoce rozvinutým kapitálovým trhem (např. VB) ovšem ČR dosahuje v oblasti rozvinutosti kapitálového trhu lepšího průměru (R07, 2022).

Nicméně na druhé straně se objevují názory, že je české prostředí v souvislosti s exitem BAs velice nevyzrálé, protože celkově je start-upový ekosystém v ČR stále mladý (R17, 2022). Důvodem je nedostatečné nastavení M&A procesů českých podniků. V tomto případě se BAs jednohlasně shodovali na problematice zaměstnaneckých akciových plánech (*Employee Stock Option Plan – ESOP*). Tuto problematiku řeší start-upy zejména za pomoci sídla společnosti v USA, kde zaměstnanecké akciové plány tvoří běžnou praxi motivace zaměstnanců start-upů. Na základě ESOP mají zaměstnanci daného start-upu možnost nakoupit si akcie společnosti za předem stanovených podmínek i valuace, čímž se stávají v podstatě investory tohoto podniku. Poté působí jako motivační prostředek ke zvýšení výkonnosti pracovníků a snížení fluktuace (R02; R10; R19; R24, 2022). V následující tabulce č. 67 jsou uvedeny vybrané odpovědi BAs (N = 25) vztahované ke zhodnocení českého podnikatelského prostředí ve spojitosti s exitem investora neformálního rizikového kapitálu z podniku.



**Tabulka č. 67: Přívětivost českého podnikatelského prostředí z pohledu exitu BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Jakým způsobem byste zhodnotil přívětivost českého podnikatelského prostředí pro exit BAs z podniku?“
R02*	„Je docela zvykem si stěžovat, není ale špatné, podívejte, kolik je tady firem...“ (ESOP)
R07	„Jsme v takovém průměru v Evropě. Jsme za USA, ale země v Evropě jsou výrazně dál, například Velká Británie nebo Pobaltí.“
R10*	„BA ekosystém je hrozně mladý.“ (ESOP)
R11	„Na zemi existuje přes 200 zemí a my patříme mezi 10 % nej. Vždy je samozřejmě co zlepšovat, ale už fakt, že se většina miliardářů stáhla ze všech off-shorů a Kyprů nebo Holandska apod., ... strašně moc se stahují do ČR.“
R13*	„Česká entita může být pro zahraniční subjekty špatně uchopitelná, nejednou jsem zažil, že se vše transferovalo do USA, aby to usnadnilo další investiční kola i exit, ... M&A divize s tím nechce nebo neumí pracovat.“ (ESOP)
R16	„Za mě v pohodě.“
R17*	„Hodně nevyzrálé.“ (ESOP)
R18*	„Naše prostředí je dostatečný...“ (ESOP)
R19*	„Strašný, nic není dobře...“ (ESOP)
R21*	„Když to srovnám, tak dneska to prostředí je mnohem, mnohem přátelštější, mnohem flexibilnější. Samozřejmě pořád jsou tady věci, který by se daly změnit.“ (ESOP)
R22	„Obecně mi to nepřijde jako nic složitého. Ta složitost závisí na složitosti dokumentace...“
R23	„... je to vyspělý. Za tu dobu, co se tomu věnuju já, tak už je to vyspělý. Za tu dobu, co se tomu věnuju já, tak se přestali bát zahraniční kupci kupovat české firmy.“
R24*	„... obecně to prostředí je prostě v ČR ne úplně vsřícné z mnoha různých pohledů, protože prostě řada těch věcí, které se normálně v zahraničí dají udělat jednoduše, tak tady se dělají složitě.“ (ESOP)

\* Respondenti, jež identifikují jako hlavní problém neexistenci zaměstnaneckého plánu akcií v České republice.

Zdroj: Vlastní zpracování

### **Makroekonomický vývoj a makroekonomické ukazatele**

Výsledky četností ukazují, že většina andělských investorů (88 %; N = 25; n<sub>2</sub> = 22) ve vztahu k exitu nehodnotí makroekonomické ukazatele přímo (úrokové sazby, růst a pokles HDP, nezaměstnanost, měnový kurz). Důležitost vybraných makroekonomických ukazatelů je dále analyzována v textu níže (body a–d). Pouze tři respondenti (12 %; n<sub>1</sub> = 3) makroekonomické ukazatele v souvislosti s exitem BAs uvažují, nicméně primárně za účelem zhodnocení start-upového prostředí jako celku (R10; R17, 2022). Uvedené četnosti užití makroekonomických ukazatelů andělskými investory v České republice jsou vyobrazeny v následující tabulce č. 68.

**Tabulka č. 68: Význam makroekonomického vývoje z pohledu exitu BAs (N = 25)**

Hodnocení makro. ukazatelů v rámci exitu BAs		Četnost			
		Absolutní	Relativní	Validní	Kumulativní
ID <sub>1</sub>	ano	4	16,0 %	16,0 %	16,0 %
ID <sub>2</sub>	ne	21	84,0 %	84,0 %	100,0 %
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	100,0 %	-

Vysvětlivky: Makro. = makroekonomický.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Jak již bylo uvedeno, v případě, že BAs berou v úvahu makroekonomické ukazatele, děje se tak za účelem zmapování start-upového prostředí (13,6 %; N = 22; n<sub>a</sub> = 3). S exitem jsou pak makroekonomické ukazatele spojeny nepřímo, jelikož andělský investor se s pomocí těchto ukazatelů snaží zhodnotit příležitosti a nastupující trendy, což explicitně souvisí s vyšší šancí investovat do nového start-upového projektu. S ohledem na zvýšení šance nové investice se také zvyšuje pravděpodobnost exitu z jiného projektu s cílem uvolnění finančních prostředků (R10; R17, 2022). Druhým důvodem k hodnocení makroekonomických ukazatelů je jejich korelace s akciovými trhy (4,5 %; N = 22; n<sub>b</sub> = 1), které jsou barometrem pro investování do rizikového kapitálu a ochotou kupců jít do vyšších valuací (R14, 2022). Toto tvrzení opět s exitem souvisí nepřímo, a to konkrétně s vyšší pravděpodobností exitu andělského investora ze start-upu v případě, že kupec je ochoten akceptovat vyšší kupní cenu podílu BAs.

Dále z odpovědí vyplynulo, že 50 % (N = 22; n<sub>c</sub> = 11) respondentů nebere makroekonomické ukazatele vůbec v potaz. Investoři v tomto případě například uváděli, že hodnotí, zdali je vhodné exitovat či nikoliv pouze zdravým selským rozumem (R01, 2022), protože makroekonomické ukazatele ovlivňují spíše strategické směřování start-upu a využívají je zejména zakladatelé podniku (R02, 2022). S tím souvisí i samotné prvotní představení projektu investorovi, kdy *founders* zpravidla prezentují exponenciální růst v souvislosti s růstem HDP a R11 (2022) dodává: „...někdy si tím *founders* pletou bič, když naslibují hodně, pak jsou investoři nespokojeni...“ Navíc, jak ukázala světová pandemie a geopolitický vývoj, některé makroekonomické ukazatele se nechovají dle předpokladu, tudíž by ani konkrétní predikce nedávaly důvěryhodná čísla (R16, 2022). V neposlední řadě je důvodem nevyužití makroekonomických ukazatelů skutečnost, že i přes nepříznivou situaci na trhu celá řada investorů musí svůj podíl prodat, ať už z osobních důvodů nebo už na tom firma lépe nebude a vhodná doba k prodeji je nyní (R24, 2022).

Nakonec bezmála 32 % BAs (n<sub>d</sub> = 7) uvedlo, že nehodnotí konkrétní makroekonomické ukazatele, ale obecně stav a vývoj ekonomiky s ohledem na investiční aktivity akterů trhu rizikového kapitálu. R21 (2022) uvádí, že: „...člověk sleduje, co se v ekonomice děje na globálních trzích a jaký dopad to má na lokální trh. Které obory jdou nahoru, které naopak stagnují...“ Pokud je ekonomika v růstovém trendu je pravděpodobnější exit andělského investora ze start-upu, naopak v případě útlumu jsou investoři opatrnější, tudíž je i nižší pravděpodobnost exitu z důvodu snížené poptávky po investicích (R06; R7; R08; R12, 2022). Na trhu rizikového kapitálu investoři sledují ve vztahu k jejich exitu ze start-upu primárně počet v minulosti uskutečněných exitů start-upů ve stejném odvětví a jejich valuace (R05, 2022). V následující tabulce č. 69 jsou vyobrazeny jednotlivé četnosti důvodu využití, respektive nevyužití makroekonomických ukazatelů ve vztahu k exitu BAs ze start-upu.

**Tabulka č. 69: Důvod využití makroekonomických ukazatelů v souvislosti s exitem BAs (N = 22)**

Hodnocení makro. ukazatelů		Důvod (ne)využití makro. ukazatelů v souvislosti s exitem BAs									
		IDa		IDb		IDc		IDd		Celkem	
		zmapování prostředí		korelace s akciovými trhy		BAs nebere vůbec v potaz		stav ekonomiky			
		n	% n	n	% n	n	% n	n	% n	n	% n
ID <sub>1</sub>	ano	3	13,6	1	4,5	0	0,0	0	0,0	4	18,1
ID <sub>2</sub>	ne	0	0,0	0	0,0	11	50,0	7	31,9	18	81,9
<b>Celkem</b>		3	13,6	1	4,5	11	50,0	7	31,9	22	100,0

Vysvětlivky: Ekon. = ekonomický, Makro. = makroekonomický.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### a) Úrokové sazby

Osmým z faktorů a zároveň prvním makroekonomickým ukazatelem se dle důležitosti staly úrokové sazby ( $\Sigma = 57$ ). Nicméně tento ukazatel byl ohodnocen jako – méně důležitý ( $\hat{x}_8 = 2$ ) ve vztahu k exitu BAs. Respondenti uvedli, že úrokové sazby ovlivňují exit nepřímo, protože ovlivňují valuace start-upových projektů. Obecně platí, že čím vyšší jsou úrokové sazby, tím náročnější situace pro start-up. Důvodem je skutečnost, že s růstem úrokových sazeb klesají valuace a pro start-up je obtížnější získat kapitál. Pro BAs s růstem úrokových sazeb roste riziko, že bude investice neúspěšná.

Ovšem nutno podotknout, že v tomto případě významně záleží na skutečnosti, zdali podnik čerpá cizí zdroje ve formě půjček a z jakého je sektoru, respektive odvětví (např. R08; R12; R18, 2022). Jak uvádí R08 (2022): „...*jestli je to start-up ve stavebnictví, tak když jdou úroky nahoru a nejsou dostupné hypotéky, tak to může ovlivnit exit pro takový projekt. Když budu mluvit o svém start-upu, je mi jedno, jaké jsou úroky na trhu...*“ Na základě výše uvedených tvrzení lze vyslovit závěr, že úrokové sazby ovlivňují exit BAs nepřímo. Načasování exitu andělského investora je pak závislé na odvětví start-upového projektu. Pokud je podnik přímo zasažen zvýšením úrokových sazeb, může dojít k rychlejšímu exitu BAs z podniku a naopak. Kvantitativní hodnocení externího faktoru – úrokové sazby je vyobrazeno v následující tabulce č. 70, a to včetně způsobu ovlivnění exitu BAs tímto faktorem.

**Tabulka č. 70: Důležitost úrokových sazeb ve vztahu k exitu BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}$
8	Makro. ukazatele	ID <sub>8</sub>	Úrokové sazby	57	2
<b>Způsob ovlivnění</b>		<i>Pokud je start-up přímo zasažen zvýšením úrokových sazeb, může dojít k rychlejšímu exitu BAs z podniku a naopak.</i>			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### b) Růst a pokles hrubého domácího produktu (dále také HDP)

Jako další (celkově na 11. místě) se dle důležitosti umístil faktor růst a pokles HDP ( $\Sigma = 57$ ). Stejně jako předchozí, byl tento faktor ohodnocen jako – méně důležitý ( $\hat{x}_{11} = 2$ ). V rámci vyjádření absolutních a relativních četností 60 % andělských investorů ( $n_1 = 15$ ;  $N = 25$ ) zastává názor, že hospodářský cyklus ovlivňuje exit BAs, respektive jeho načasování. Obecně investoři uvedli, že při ekonomickém růstu dochází k urychlení výstupu investora ze start-upu, zatímco

v případě poklesu ekonomiky je exit BAs oddálen. Naopak 40 % BAs ( $n_2 = 10$ ;  $N = 25$ ) neidentifikovalo mezi hospodářským cyklem a exitem andělského investora ze start-upového projektu žádný vztah. V následující tabulce č. 71 jsou vyobrazeny uvedené deskriptivní statistické hodnoty, a to včetně způsobu ovlivnění exitu, který je následně analyzován v textu níže.

**Tabulka č. 71: Důležitost hospodářského cyklu ve vztahu k exitu BAs (N = 25)**

Pořadí	Oblast	Faktor			$\Sigma$	$\hat{x}$
11	Makro. ukazatele	ID <sub>11</sub>	<b>Růst a pokles HDP</b>		49	2
<b>Hospodářský cyklus ovlivňuje exit BAs</b>		<b>Četnost</b>				
		Absolutní	Relativní	Validní	Kumulativní	
ID <sub>1</sub>	ano	15	60,0 %	60,0 %	60,0 %	
ID <sub>2</sub>	ne	10	40,0 %	40,0 %	100,0 %	
<b>Celkem</b>		25	100,0 %	100,0 %	-	
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		<i>Při ekonomickém růstu dochází k urychlení exitu, naopak při ekonomickém poklesu dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu (60,0 %; <math>n_1 = 15</math>; <math>N = 25</math>).</i>				

Vysvětlivky: HDP – Hrubý domácí produkt, makro – makroekonomické.

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Závěr o způsobu ovlivnění exitu BAs hospodářským cyklem vychází z jednotlivých odpovědí respondentů. Třináct dotazovaných (56,6 %;  $N = 23$ ), jež identifikují mezi hospodářským cyklem a exitem BAs vztah uvedlo, že důvodem tohoto názoru je především větší množství nabídek ze strany kupce v rámci konjunktury, respektive ekonomického růstu (39,1 %;  $n_a = 9$ ). Například R04 (2022) uvádí, že: „... *když roste ekonomika, bude více nabídek, to je logické...*“ Dalším důvodem je skutečnost, kdy se dle respondentů v recesi, tj. ekonomickém poklesu snižuje valuace start-upu (17,4 %;  $x_b = 4$ ), s čímž explicitně souvisí i snížená poptávka po podílu BA ve start-upovém projektu (R03; R13; 2022). V tomto případě R01(2022) uvádí, že: „... *v době recese radši neexitujete, protože předpokládáte, že bude ekonomika vzkvétat, a pak to prodáte za hodně...*“ a R13 (2022) dodává: „... *v recesi dělat další kola financování není vhodné nebo prodávat, protože se snižuje valuace firmy, ..., kdo nemusí prodávat, tak prodávat nebude.*“ Nakonec 43,5 % BAs ( $n_c = 10$ ;  $N = 23$ ) opětovně zastává názor, že hospodářský cyklus neovlivňuje start-up, a tedy ani exit BAs. V následující kontingenční tabulce č. 72 je uveden výčet četností výše popsané problematiky ovlivnění exitu BAs hospodářským cyklem.

**Tabulka č. 72: Důvody dopadu hospodářského cyklu na exit BAs (N = 23)**

<b>Hospodářský cyklus ovlivňuje exit BAs</b>		<b>Důvod dopadu hospodářského cyklu na exit BAs</b>							
		ID <sub>a</sub>		ID <sub>b</sub>		ID <sub>c</sub>		<b>Celkem</b>	
		více nabídek v konjunkturu		v recesi se snižuje valuace		start-up hospodářský cyklus neovlivňuje			
		<i>n</i>	<i>% n</i>	<i>n</i>	<i>% n</i>	<i>n</i>	<i>% n</i>	<i>n</i>	<i>% n</i>
ID <sub>1</sub>	ano	9	39,1	4	17,4	0	0,0	13	56,5
ID <sub>2</sub>	ne	0	0,0	0	0,0	10	43,5	10	43,5
<b>Celkem</b>		9	39,1	4	17,4	10	43,5	23	100,0

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

Respondenti zastávající názor, že hospodářský cyklus exit andělských investorů neovlivňuje uvedli mezi důvody tohoto postoje například skutečnost, že cyklus start-upové ekonomiky je odlišný, jelikož investice andělského investora nejsou likvidní prostředky. Navíc zde nelze aplikovat totožné vzorce jako na ostatní podniky. V neposlední řadě R25 (2022) uvádí: „... když je ten projekt dobrý a někam se to posunuje, tak těch peněz v té ekonomice na takové investice je pořád ještě dost, bez ohledu na nějakou krizi...“ V následující tabulce č. 73 jsou uvedeny vybrané odpovědi BAs (N = 23), na základě kterých byly popsány závěry způsobu ovlivnění exitu BAs hospodářským cyklem.

**Tabulka č. 73: Vliv hospodářského cyklu na exit BAs – výsledky obsahové analýzy**

ID	Odpověď na otázku: „Jakým způsobem ovlivňuje hospodářský cyklus exit BAs?“
R01	„... v době recese radši neexitujete, protože předpokládáte, že bude ekonomika vzkvétat, a pak to prodáte za hodně...“
R02	„Andělský investor je hrozně otevřený a rozumný, a když je nepříznivé období, tak vlastně nebude na ten exit tlačit...“
R04	„... když roste ekonomika, bude více nabídek, to je logické.“
R05*	„U start-ups je to hrozně tekutý, tam se nedají aplikovat vzorce, jako u podniků, které fungují, kde znáte valuaci, cash flow apod.“
R09*	„... to nejsou likvidní prostředky. Prostě jako to není tak, jako že obchoduji a mám nějaký titul veřejně obchodovatelný a usoudím, že teďka poklesla cena, přikoupím ještě jako 200 akcií tady toho a prodám 20 akcií tady tohoto...“
R11*	„... startupová ekonomika má jiný cyklus...“
R13	„... v recesi dělat další kola financování není vhodné nebo prodávat, protože se snižuje valuace firmy, VC fondy říkají start-upům: „prodlužte si runway“, M&A se pozastavují..., kdo nemusí prodávat, tak prodávat nebude.“
R25*	„... když je ten projekt dobrý a někam se to posunuje, tak těch peněz v té ekonomice na takové investice je pořád ještě dost, bez ohledu na nějakou krizi, protože se vždycky najde nějaká skupina lidí, které to zajímá...“

\* Respondenti, jež neidentifikují mezi hospodářským cyklem a exitem BAs ze start-upu žádnou vazbu.

Zdroj: Vlastní zpracování

### c) Nezaměstnanost a d) měnový kurz

Dále se dle důležitosti na 14. a 16. místě umístily makroekonomické ukazatele nezaměstnanost ( $\Sigma = 38$ ) a měnový kurz ( $\Sigma = 36$ ). Byť faktory získaly v celkovém součtu kladné body, tak se nejčastěji volenou kategorií hodnocení stala nula, tzn. nezaměstnanost i měnový kurz nejsou ve vztahu k exitu BAs vůbec důležité ( $\hat{x}_{14, 16} = 0$ ). Shodné závěry vyplynuly z realizovaných rozhovorů s respondenty, kteří se obecně shodli, že vývoj nezaměstnanosti a měnového kurzu ovlivňují náklady start-upu, nikoliv exit BAs (např. R08; R12; R18, 2022). Kvantitativní hodnocení externích faktorů nezaměstnanosti a měnového kurzu je vyobrazeno v následující tabulce č. 74, a to včetně způsobu ovlivnění exitu BAs těmito faktory.

**Tabulka č. 74: Důležitost nezaměstnanosti a měnového kurzu při exitu BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor		$\Sigma$	$\hat{x}$
14	Makro. ukazatele	ID <sub>14</sub>	Nezaměstnanost	38	0
16	Makro. ukazatele	ID <sub>16</sub>	Měnový kurz	36	0
<b>Způsob ovlivnění exitu</b>		Neovlivňuje exit BAs.			

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### ***Energetická krize v České republice***

Deváté místo dle důležitosti zaujímá energetická krize v České republice ( $\Sigma = 56$ ). Na druhou stranu byl nejčastěji tento faktor hodnocen jako – nejméně důležitý ( $\hat{x}_9 = 1$ ). Respondenti se shodli, že je exit energetickou krizí ovlivněn nepřímo, kdy primárně závisí na odvětví, respektive oboru podnikání daného start-upu. V případě, že je odvětví podnikání zasaženo negativně, dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak (např. R03; R07; R08; R18, 2022). Následně se načasování výstupu andělského investora ze start-upového projektu odvíjí od úrovně poptávky po podniku a stavu globální ekonomiky. R08 (2022) dodává: „... vysoké ceny energií, to je špatná zpráva pro globální ekonomiku a pro vyšší náklady. Já v tomto období nebudu exitovat, počkám, až se situace uklidní...“

### ***Růst cen primárních zdrojů***

S energetickou krizí v České republice úzce souvisí růst cen primárních zdrojů na světových trzích. Tento faktor se dle důležitosti umístil na desátém místě ( $\Sigma = 55$ ). Nicméně nejčastěji byl tento faktor hodnocen jako – důležitý ( $\hat{x}_{10} = 3$ ). Opět je exit tímto faktorem ovlivněn nepřímo, kdy záleží a odvětví podniku a globálním stavu ekonomiky. V případě, že je odvětví podnikání zasaženo negativně, dochází k nákladové krizi a oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak (R07; R08; R21, 2022). Na druhou stranu, pokud není start-up schopen krizi ustát, dochází k jeho zániku a rychlejšímu exitu andělského investora z podniku (R21, 2022).

### ***Malý trh ČR***

Na dvanáctém místě se dle důležitosti umístil malý trh ČR ( $\Sigma = 48$ ). Navíc byl tento faktor nejčastěji hodnocen jako – nedůležitý ( $\hat{x}_{12} = 0$ ). Mezi důvody daného hodnocení patří zejména škálovatelnost v digitálním prostředí technologických start-upů (R06; R18, 2022), jejich globální ambice (R08; R22, 2022). R08 (2022) v tomto případě dodává: „... český trh nemůže být pro start-up relevantní trh. Nemohu se dostat do fáze exitu, když není start-up schopen se dostat do zahraničí.“ Nebo například pozitivní vnímání investování v ČR ze strany zahraničních kupců (R12, 2022). Obecně lze konstatovat, že malý trh České republiky nemá na exit andělských investorů vliv (např. R03; R06; R08, 2022).

### ***Jazykové bariéry***

Jazykové bariéry se umístily dle důležitosti na 13. místě ( $\Sigma = 48$ ), kdy tento faktor explicitně souvisí s malým trhem ČR. Stejně jako v předchozím případě byly jazykové bariéry nejčastěji hodnoceny jako – nedůležité ( $\hat{x}_{13} = 0$ ). Investoři se shodují, že pro dnešní generaci není jazyková bariéra žádný problém (např. R03; R08; R18, 2022). Jak uvádí například R18 (2022): „... všichni umí anglicky a minimálně jeden další jazyk pasivně...“ Opět lze obecně konstatovat, že jazykové bariéry nemají na exit andělských investorů vliv.

### ***Nezavedení eura***

Nakonec, na 15. místě se dle důležitosti umístilo nezavedení eura ( $\Sigma = 37$ ). Nicméně i přes umístění faktoru na posledních příčkách byl hodnocen respondenty jako – méně důležitý ( $\hat{x}_{15} = 2$ ). Na druhou stranu, jak uvádí R22 (2022): „...to je nyní už jen technická záležitost.“ Obecně vzato, když je měna stabilní, nezavedení eura není problém, jelikož existují nástroje bank, které to řeší (R12, 2022). Z uvedených odpovědí respondentů vyplynulo, že nezavedení eura nemá na exit BAs vliv. Avšak malá důležitost faktoru byla přiřazena, a to z důvodu doporučení přijetí eura s cílem usnadnění transakcí se zahraničními kupci (např. R12, 2022).

Kvantitativní hodnocení faktorů energetická krize v ČR, růst cen primárních zdrojů, malý trh ČR, jazykové bariéry a nezavedení eura jsou vyobrazeny v následující tabulce č. 75, a to včetně souhrnu způsobu ovlivnění exitu BAs těmito faktory.

**Tabulka č. 75: Důležitost vybraných externích faktorů na exit BAs**

Pořadí	Oblast	Faktor	$\Sigma$	$\hat{x}$
9	Specifika ČR	ID <sub>9</sub>   <b>Energetická krize v ČR</b>	56	1
		Způsob ovlivnění (nepřímý) – <i>V případě, že je odvětví podnikání zasaženo negativně, dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak (např. R03; R07; R08; R18, 2022).</i>		
10	Světová specifika	ID <sub>10</sub>   <b>Růst cen primárních zdrojů</b>	55	3
		Způsob ovlivnění (nepřímý) – <i>V případě, že je odvětví podnikání zasaženo negativně, dochází k nákladové krizi a oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak (R07; R08; R21, 2022). Pokud není start-up schopen krizi ustát, dochází k jeho zániku a rychlejšímu exitu andělského investora z podniku (R21, 2022).</i>		
12	Specifika ČR	ID <sub>12</sub>   <b>Malý trh ČR</b>	48	0
		Způsob ovlivnění – <i>nemá vliv na exit BAs (např. R03; R06; R08, 2022).</i>		
13	Specifika ČR	ID <sub>13</sub>   <b>Jazykové bariéry</b>	41	0
		Způsob ovlivnění – <i>nemá vliv na exit BAs (např. R03; R08; R18, 2022).</i>		
15	Specifika ČR	ID <sub>15</sub>   <b>Nezavedení eura</b>	37	2
		Způsob ovlivnění – <i>nemá vliv na exit BAs (např. R12; R22, 2022).</i>		

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.5.2 Deskriptivní statistická analýza

V následujícím pododdílu je z dostupných dat vyjádřena charakteristika polohy a rozptylu externích faktorů, které ovlivňují exit andělského investora ze start-upu. Výsledky charakteristiky polohy ukazují, že při ekonomickém růstu dochází k urychlení exitu, naopak při ekonomickém poklesu dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu ( $\hat{x}_{1a} = 1$ ). Na druhou stranu velká část respondentů zastává názor, že hospodářský cyklus exit BAs neovlivňuje ( $\hat{x}_{1b} = 2$ ). Co se týče makroekonomických ukazatelů, dle respondentů nemají významný vliv na exit andělského investora ( $\hat{x}_{2a} = 2$ ) a také je BAs ve vztahu k exitu proaktivně nehodnotí ( $\hat{x}_{2b} = 2$ ). Dále BAs nejčastěji zastávají názor, že jejich exit ovlivňuje zvýšená poptávka po start-upovém projektu ( $\hat{x}_{3a} = 1$ ), kdy v případě zvýšené poptávky po koupi start-upu dochází k rychlejšímu exitu BAs z podniku ( $\hat{x}_{3b} = 1$ ). Stejný názor panuje u respondentů v rámci stupně rozvinutosti kapitálového trhu, kdy se investoři převážně shodují, že rozvinutost kapitálového trhu má na exit BAs vliv ( $\hat{x}_{4a} = 1$ ), kdy u rozvinutějších kapitálových trhů dochází k exitu andělských investorů rychleji ( $\hat{x}_{4b} = 1$ ). V neposlední řadě respondenti zpravidla uvedli, že legislativa exit andělských investorů neovlivňuje ( $\hat{x}_5 = 1$ ) a jako další externí faktor, který by mohl mít přímý vliv na exit *business angels* ze start-upového projektu byla respondenty uvedena světová ekonomika ( $\hat{x}_6 = 2$ ).

Co se týče charakteristiky rozptylu, výsledky normovaných nominálních variancí ukazují, že žádná z analyzovaných nominálních proměnných nevykazuje známky koncentrace uvnitř dané proměnné. Mezi tyto proměnné patří: hospodářský cyklus (norm.nomvar = 0,960); vliv hospodářského cyklu na exit BAs (norm.nomvar = 0,941); využití makroekonomických ukazatelů (norm.nomvar = 0,538); důvod využití makroekonomických ukazatelů (norm.nomvar = 0,837); zvýšená poptávka kupců po start-upu (norm.nomvar = 0,870); vliv zvýšené poptávky na exit BAs (norm.nomvar = 0,779); stupeň rozvinutosti kapitálového trhu (norm.nomvar = 0,990); vliv kapitálového trhu na exit BAs (norm.nomvar = 0,832); legislativa (norm.nomvar = 0,820) a další externí faktory (norm.nomvar = 0,840). Hodnoty v intervalu  $<0;1>$  se přibližují číslu 1, což vypovídá o rovnoměrném zastoupení jednotlivých kategorií uvedených proměnných. Nicméně v případě proměnné využití makroekonomických ukazatelů je hodnota hraniční (norm.nomvar = 0,538), což vypovídá o vyšší koncentraci odpovědi respondentů o nevyužití makroekonomických ukazatelů ve vztahu k exitu BAs. Výsledky charakteristiky rozptylu, včetně modusových kategorií jsou vyobrazeny v tabulce č. 76.

**Tabulka č. 76: Deskriptivní statistická analýza externích faktorů ovlivňujících exit BAs**

Proměnná		Modus		v	Nomvar	Norm .nomvar
název	druh	kategorie				
ID1 <sub>a</sub>	Hospodářský cyklus	N	ano	0,400	0,480	<b>0,960*</b>
ID1 <sub>b</sub>	Vliv hospodářského cyklu	N	neovlivňuje exit	0,565	0,628	<b>0,941*</b>
ID2 <sub>a</sub>	Makro. ukazatele	N	ne	0,160	0,269	<b>0,538*</b>
ID2 <sub>b</sub>	Důvod využití ukazatelů	N	BAs nehodnotí	0,500	0,628	<b>0,837*</b>
ID3 <sub>a</sub>	Zvýšená poptávka	N	ano	0,320	0,435	<b>0,870*</b>
ID3 <sub>b</sub>	Vliv zvýšené poptávky	N	rychlejší exit	0,455	0,649	<b>0,779*</b>
ID4 <sub>a</sub>	Rozvinutý kapitálový trh	N	ano	0,450	0,495	<b>0,990*</b>
ID4 <sub>b</sub>	Vliv kapitálového trhu	N	rychlejší exit	0,500	0,555	<b>0,832*</b>
ID <sub>5</sub>	Legislativa	N	neovlivňuje exit	0,450	0,615	<b>0,820*</b>
ID <sub>6</sub>	Další externí faktory	N	světová ekon.	0,400	0,560	<b>0,840*</b>

Vysvětlivky: Ekon = ekonomika; makro = makroekonomické; N = nominální; v = variační poměr; normvar = nominální variance; norm.nomvar = normovaná nominální variance. \* Hodnota normované nominální variance nad úrovní hodnoty 0,50 v intervalu  $<0;1>$ .

Zdroj: Vlastní zpracování v IBM SPSS Statistics 29

### 5.5.3 Dílčí shrnutí

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 týče hospodářského cyklu, 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 start-upu 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 andělského investora 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. 77 jsou přehledně shrnuty externí faktory a způsoby, jakým ovlivňují exit BAs ze start-upu.

**Tabulka č. 77: Přehled externích faktorů a způsobu ovlivnění exitu BAs**

Pořadí	Faktor	Způsob ovlivnění exitu
1, 2	<b>Změna (budoucí) poptávky po podniku</b>	<i>Čím vyšší (budoucí) poptávka po podniku, tím rychlejší exit BAs a naopak.</i>
3	<b>Geopolitický vývoj</b>	<i>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.</i>
4	<b>Covid-19</b>	
5	<b>Daně</b>	<i>Pokud BA nezohledňuje při rozhodování o exitu časový test, nemá legislativní, respektive daňové prostředí vliv. V opačném případě je exit uskutečněn v minimálním časovém horizontu 3 nebo 5 let.</i>
6	<b>Vymahatelnost práva</b>	
7	<b>Rozvinutost kapitálového trhu</b>	<i>Čím rozvinutější je kapitálový trh, tím rychlejší je exit BAs ze start-upu a naopak.</i>
8	<b>Úrokové sazby</b>	<i>Pokud je start-up přímo zasažen zvýšením úrokových sazeb, může dojít k rychlejšímu exitu BAs z podniku a naopak.</i>
9	<b>Energetická krize v ČR</b>	<i>V případě, že je odvětví podnikání zasaženo negativně, dochází k oddálení exitu BAs ze start-upu a naopak.</i>
10	<b>Růst cen primárních zdrojů</b>	<i>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.</i>
11	<b>Růst a pokles HDP</b>	<i>Při ekonomickém růstu dochází k urychlení exitu, naopak při ekonomickém poklesu dochází k oddálení exitu BAs.</i>
12–15: malý trh ČR, jazykové bariéry, nezaměstnanost, nezavedení eura a měnový kurz <i>nemají vliv.</i>		

Zdroj: Vlastní zpracování

## 6 Návrhová část – model vícekriteriálního hodnocení BAs o exitu

Kapitola 6 představuje návrh modelu vícekriteriálního hodnocení BAs o exitu z cílového podniku. Model se z metodického hlediska opírá o teorii modelování a vícekriteriálního rozhodování. Z hlediska datové základny model vychází z empirické části této disertační práce. První oddíl obsahuje základní teoretická východiska z oblasti modelování a vícekriteriálního rozhodování. Konkrétně jsou popsány především pojmy model a modelování, rozhodování a rozhodovací proces, dále fáze rozhodování či kritéria a varianty rozhodování, a to včetně metod a vzorců vhodných k jejich identifikaci. Druhý oddíl uvedené teoretické poznatky aplikuje při výstavbě modelu rozhodování, respektive hodnocení BAs o exitu.

Cílem této kapitoly je zaprvé vytvoření teoretického konceptu využitých metod při zpracování vícekriteriálního modelu hodnocení BAs. Zadruhé aplikace definovaných konceptů v modelu, na základě kterého se budou BAs schopni rozhodnout dle hodnocení 14 expertů a 14 vybraných kritérií, zdali ze start-upu exitovat, částečně exitovat či neexitovat vůbec.

### 6.1 Teoretická východiska

Tento oddíl obsahuje vymezení základních pojmů problematiky modelování v souvislostech s teorií rozhodování a modely vícekriteriálního rozhodování. Cílem tohoto oddílu je vytvoření základního teoretického rámce dané problematiky.

#### 6.1.1 Model a modelování

Teorie modelů se v odborné literatuře vyskytuje velmi často, nicméně v terminologii nepanuje všeobecná shoda o tom, co model, respektive modelování znamenají. Důvodem odlišného chápání modelu je skutečnost, že modely zpravidla slouží odlišným cílům a vychází z různorodého obsahu či klasifikace. Následná konstrukce modelu je vázána na řešení konkrétních problémů jak z oblasti teorie, tak praxe. Ve své nejjednodušší podstatě je **model** zjednodušení podstatných rysů zkoumané reality (Hebák et al., 2004) s nutnou podmínkou jisté shody ve struktuře či funkci s objektem zájmu. Zjednodušení umožňuje vydělit důležité prvky a vztahy, kdy lze na základě změn podmínek vstupujících do modelu získat zkušenosti o dopadech provedených změn na fungování celého modelu (Fiala, 2008).

Co se týče **modelování**, Hebák et al. (2004) uvádí, že se jedná o tvůrčí lidskou činnost založenou na zjednodušení a idealizaci fungování reálného světa. Fiala (2008) přináší rozsáhlejší výklad této problematiky a uvádí, že je modelování specifický vědecký postup, respektive univerzální vědecká metoda vycházející z analogie, jež umožňuje výzkum kvalitativních, kvantitativních, obsahových, strukturních, vnějších i vnitřních stránek zkoumaných objektů a identifikaci vztahů mezi nimi.

Stejně jako není jednotné vymezení pojmu „model“, není jednotné ani rozdělení jednotlivých typů modelů. Terminologie opět vychází z cílů a konkrétních řešených problémů. Obecně lze rozdělit modely dle způsobu jejich výstavby na materiální a myšlenkové, přičemž myšlenkové modely jsou dále rozděleny na představové a symbolické. Nakonec symbolické modely jsou členěny na logické, formální či matematické, kdy matematické modely jsou deterministické nebo stochastické. V rámci této disertační práce lze považovat vybraný model obecně za

matematický, respektive deterministický, jelikož se jedná o kvantifikovatelný popis vybraných rysů skutečnosti při dodržení určitého schématu zákonitostí (Hebák et al., 2004).

Šubrt et al. (2019) dále uvádí členění modelů dle rozhodovací situace. Konkrétně mezi tyto modely řadí vícekriteriální model optimalizace a vícekriteriální model hodnocení. Uvedené modely poskytují rozhodovateli možnost výběru varianty rozhodnutí na základě volby vybraných kritérií, tudíž tvoří základ teorie rozhodování, respektive vícekriteriálního rozhodování, které je předmětem návrhové části této disertační práce. Nakonec Hebák et al. (2014) doplňuje výčet dělení dle veličin, kdy jsou modely rozděleny na spojité a diskrétní. V případě této disertační práce je model rozhodování BAs o exitu diskrétní, tzn., že rozhodovací množina je explicitní seznam možných variant s konečným počtem. Nechť je množina variant:

$$A = \{a_1, a_2, \dots, a_n\}, \quad (6.1)$$

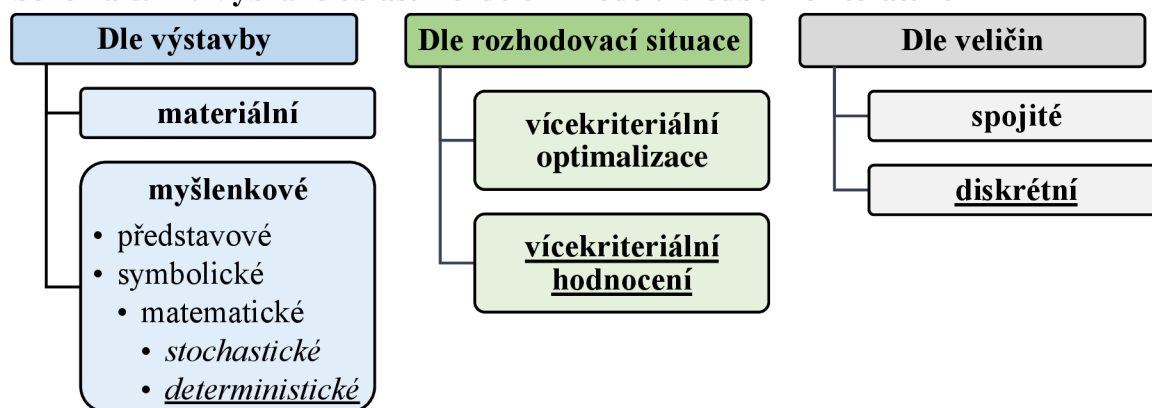
kde  $A$  je množina variant, která obsahuje  $n$  možných variant s konečným počtem variant  $a$ . Diskrétní model rozhodování lze následně zapsat ve tvaru:

$$f(a_j) \rightarrow \max, a_j \in A = \{a_1, a_2, \dots, a_n\}, \quad (6.2)$$

kde  $f$  je zvolené kritérium a  $a_j$  je rozhodovací varianta (Fiala, 2008).

Následující schéma č. 10 vyobrazuje identifikaci oblasti zájmu této disertační práce v souvislosti s rozdělením modelů v odborné literatuře, přičemž modely teorie rozhodování jsou blíže specifikovány v textu níže.

**Schéma č. 10: Vybrané oblasti rozdělení modelů v odborné literatuře**



*Vlastní zpracování dle Fiala (2008) a Hebák et al. (2004)*

### 6.1.2 Modely vícekriteriálního rozhodování

Jak již bylo uvedeno, modely vícekriteriálního rozhodování vychází z teorie rozhodování, tudíž je i v tomto případě vhodné na úvod specifikovat základní terminologii, mezi kterou autoři odborných publikací (např. Fiala, 2008; Keřkovský, 2003; Staňková, 2007; Šubrt et al., 2019) řadí zejména rozhodování, rozhodovatele či rozhodovací proces a jeho fáze. Samotné **rozhodování** je proces výběru konečné varianty na základě předem stanovených kritérií, a to za účelem naplnění předem stanovených cílů. Dle Staňkové (2007) se jedná o tzv. **rozhodovací proces**, který je rozdělen do dílčích fází. Tento proces je v rukou **rozhodovatele**, což je rozhodující subjekt vybírající z množiny variant jednotlivých rozhodnutí (Fiala, 2008). Rozhodovatel se může rozhodovat v podmínkách jistoty, rizika či neurčitosti, přičemž pro

model této disertační práce je zvoleno rozhodování v podmínkách jistoty, jelikož předpokládá znalost kritérií a konečnou množinu variant řešení (Blažek, 2014; Staňková, 2007).

Mezi fáze rozhodovacího procesu autoři odborných publikací (např. Fiala, 2008; Keřkovský, 2003; Staňková, 2007) řadí následující: (1) formulaci problému a cíle rozhodování, (2) identifikaci limitujících prvků; (3) formulaci variant řešení, (4) hodnocení a porovnání variant řešení, (5) rozhodnutí, (6) formulaci rozhodnutí (Staňková, 2007). V souvislosti s rozhodováním Kolajová (2006) rozděluje tento proces na rozhodování na základě jednoho kritéria a rozhodování vícekritériální, kde do rozhodovacího procesu vstupuje více než jedno kritérium, čímž se značně zvyšuje míra náročnosti výběru konečné varianty řešení.

**Vícekritériální rozhodování**, respektive **proces vícekritériálního hodnocení** se zabývá analýzou rozhodovacích situací, do nichž vstupuje více kritérií ovlivňujících výběr konečné varianty řešení, přičemž popis fází modelu slouží k jeho dokumentaci (Blažek, 2014; Ramík a Tošenovský, 2013; Soukopová, 2013). Mezi **fáze vícekritériálního rozhodování** patří dle Ramíka a Tošenovského (2013) identifikace:

- *cíle rozhodování* – budoucí stav, který uspokojí potřeby rozhodovatele,
- *subjektu a objektu rozhodování* – subjektem je jednotlivec nebo skupina rozhodovatelů a objektem je systém, ve kterém subjekt hodnotí jednotlivá kritéria,
- *kritérií rozhodování* – prvky vstupující do modelu,
- *variant rozhodování* – výsledky konečného hodnocení,
- *scénářů rozhodování*, respektive stavů světa – prvky rozhodovacího systému, které jsou mimo kontrolu rozhodovatele.

Uvedené fáze vícekritériálního rozhodování lze také doplnit o (6) *verifikaci a validaci* – ověření správnosti a platnosti modelu. Verifikace dle Pelánka (2011) ověřuje, že model skutečně dělá, co by měl dělat. K tomuto účelu slouží implementace abstraktivních vstupů modelu při realizaci abstraktivního návrhu. Zatímco validace již pracuje například s reálnými daty z minulosti, kdy navrhovatel modelu srovnává výsledky modelu s výsledky vstupních dat z minulosti, tzv. retrodikce.

Případně může dokumentace modelu obsahovat také grafické zpracování v podobě *strukturování hierarchického modelu* – rozdělení modelu postupem shora dolů na cíl rozhodování, kritéria, subkritéria a varianty rozhodování. Fáze strukturování zpravidla navazuje na identifikaci subjektu a objektu rozhodování. Samozřejmostí je také dokumentace všech rozhodujících fází za účelem komparace rozhodovacích situací z minulosti pro lepší rozhodování subjektu v budoucnosti. Uvedená skutečnost je hlavním přínosem vícekritériálního rozhodování (Ramík a Tošenovský, 2013; Saaty 1990, 2008).

**Modely vícekritériálního rozhodování** znázorňují rozhodovací úlohu, respektive rozhodovací problémy v situaci, kdy se rozhodovatel rozhoduje dle více stanovených kritérií (Fiala, 2008). Účelem těchto modelů je nalezení nejlepší varianty, eliminace neefektivní varianty nebo seřazení množiny variant. Jedná se o modely diskrétní, které jsou dále rozděleny na modely vícekritériálního hodnocení a vícekritériální optimalizace. V rámci této disertační práce je využit **diskrétní model vícekritériálního hodnocení**, který je sestaven na základě dvou

hlavních prvků, tj. konečného počtu variant ohodnocených konečným počtem jednotlivých kritérií (Šubrt et al., 2019):

### 6.1.3 Kritéria

**Kritérium** ( $f$ ) je jedním ze základních prvků rozhodovacího procesu a také hledisko hodnocení možných variant. Množinu kritérií vícekritériálního hodnocení lze zapsat v následujícím tvaru, kde  $K$  je množina hodnotících kritérií, jež obsahuje  $k$  kritérií s konečným počtem kritérií  $f$ :

$$K = \{f_1, f_2, \dots, f_k\}. \quad (6.3)$$

Kritéria lze dále dělit dle povahy na maximalizační a minimalizační nebo dle kvantifikovatelnosti na kvantitativní a kvalitativní kritéria. Pro účely této disertační práce jsou jednotlivá kritéria **kvantitativní**, kdy jsou hodnoty objektivně měřitelné a **maximalizační**, tzn., že je výběr varianty založen na co nejlepším ohodnocení variant dle  $k$  kritérií ve tvaru:

$$(f_1(a_i), f_2(a_i), \dots, f_k(a_i)) \rightarrow \max, a_i \in A, \quad (6.4)$$

kde  $A$  je rozhodovací prostor,  $f$  jsou kritéria a  $a_i$  je rozhodovací varianta transformovaná do kritériálních hodnot  $f \in F$ , přičemž  $F$  je kritériální prostor (Fiala, 2008; Ramík a Tošenovský, 2013; Soukopová, 2013).

Aby bylo možné vybrat jednu z konečných variant vícekritériálního hodnocení, je nutnou podmínkou kvantifikace dílčích kritérií, tzv. určení preference kritéria, kdy rozhodovatel nebo rozhodovatelé srovnávají důležitosti jednotlivých kritérií. Volba metody kvantifikace závisí na informaci, kterou má rozhodovatel o preferencích mezi jednotlivými kritérii a konečnými variantami. Informace může být žádná, nominální, ordinální nebo kardinální. Vícekritériální model této disertační práce využívá **kardinální informace**, které mají kvalitativní i kvantitativní charakter vyjadřující o kolik a jak moc je jedno hodnocení lepší nežli druhé na základě stanovených vah (Šubrt et al., 2019).

V následující tabulce č. 78 jsou přehledně vyobrazeny jednotlivé vstupní informace v souvislosti s možnými metodami kvantifikace preference kritérií a jejich výstupy. Zeleně jsou označeny prvky využitě v této disertační práci, přičemž výstupem zvolené metody je vektor vah kritérií modelu vícekritériálního hodnocení.

**Tabulka č. 78: Metody kvantifikace preferencí kritérií a jejich výstupy**

Informace	Metoda	Výstup
Žádná	Entropická	Vektor vah kritérií
Nominální	Aspirační	Aspirační úrovně kritérií
Ordinální	Pořadí	<b>Vektor vah kritérií</b>
	Fullerova	
<b>Kardinální</b>	<b>Bodovací</b>	
	Saatyho	

Zdroj: Vlastní zpracování dle Šubrt et al. (2019)

**Stanovení vektoru vah kritérií modelu vícekritériálního hodnocení** na základě kardinálních informací (informace založené na stanovených vahách jednotlivých kritérií) a bodovací metody standardně probíhá v intervalu  $\langle 0; 1 \rangle$ . **Váhy kritérií** v vypovídají o relativní důležitosti jednotlivých kritérií v komparaci s ostatními kritérii, přičemž čím vyšší je váha jednotlivého

kritéria z celkového počtu kritérií  $n$ , tím vyšší je  $i$  jeho důležitost oproti ostatním. Součet všech vah dílčích kritérií je roven jedné a lze jej zapsat následovně:

$$v = (v_1, v_2, \dots, v_k), \sum_{i=1}^n v_i = 1, v_i \geq 0. \quad (6.5)$$

**Bodovací metoda** je jednou z nejvyužívanějších metod stanovení vah kritérií vícekritériálního modelu hodnocení. Metoda využívá expertního kvantitativního hodnocení kritérií za pomoci bodového hodnocení, například v podobě škál pro kardinální typy informací. V rámci této disertační práce je využita lichá (pětistupňová) Likertova škála hodnotící kritérium od nejdůležitější po nejméně důležité pro exit BAs z cílového podniku. Hodnocení váhového vektoru  $v$  je normalizováno pro zvolený počet kritérií  $n$  na základě následujícího vzorce:

$$v_i = \frac{p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}, \quad (6.6)$$

kde  $i = 1, 2, \dots, n$ ,  $p_i$  je suma veškerého hodnocení expertů, jež  $i$ -tému kritériu sami přiřadili (Soukopová, 2013; Šubrt et al., 2019).

V situaci, kdy se jedná o skupinové hodnocení vybranými experty je nutná následná **agregace vah dílčích hodnocení**. Agregace probíhá na základě součinu všech vah dílčích hodnotitelů. Při počtu  $n$  hodnotitelů ( $n = 1, 2, \dots$ ), jež hodnotí  $m$  variant ( $a_1, a_2, \dots, a_m$ ) označíme  $i$ -té hodnocení  $j$ -tým rozhodovatelem jako  $h_{ij}$ , a to za předpokladu předchozí normalizace, kdy  $h_i > 0$ :  $\sum_{i=1}^m h_{ij} = 1, j = 1, 2, \dots, n$ . Následnou agregaci dílčích hodnocení lze provést na základě následujícího vzorce, kdy je  $i$ -té hodnocení varianty označeno jako  $h_i$ , přičemž  $i = 1, 2, \dots, m$ :

$$\prod_{j=1}^n h_{ij} = h_{i1} h_{i2} \dots h_{in}. \quad (6.7)$$

Pokud za pomoci dělení číslem  $h_i$  dochází k **normalizaci** hodnocení každého rozhodovatele na hodnocení  $H_i$  dle vztahu:  $S = \sum_{i=1}^m \prod_{j=1}^n h_{ij}$ , je skupinové hodnocení rozhodovateli pro hodnocení  $i$ -té varianty definováno následovně:

$$H_i = \frac{h_i}{S}, \quad (6.8)$$

kde skupinové hodnocení splňuje normalizační podmínku zapsanou jako  $\sum_{i=1}^m H_i = 1$  (Ramík a Tošenovský, 2013).

#### 6.1.4 Varianta

**Varianta** ( $a$ ) je rozhodovací možnost procesu rozhodování, která vychází z hodnocení definovaných kritérií (Ramík a Tošenovský, 2013; Šubrt et al., 2019). Jak již bylo uvedeno pro model rozhodování dle jednoho kritéria, lze také množinu variant vícekritériálního hodnocení zapsat v následujícím tvaru:

$$A = \{a_1, a_2, \dots, a_n\}, \quad (6.9)$$

kde  $A$  je množina variant, která obsahuje  $n$  možných variant s konečným počtem variant  $a$ . Všechny varianty ( $a_i, i = 1, 2, \dots, n$ ) jsou následně definovány vektorem kritériálních hodnot ( $y_{i1}, y_{i2}, \dots, y_{ik}$ ), čímž vzniká matematický model ve tvaru kritériální matice  $Y = (y_{ij})$ :

$$Y = \begin{matrix} & f_1 & f_{22} \cdot \dots_1 & f_k \\ a_1 & (y_{11} & y_{12} & \dots_1 & y_{1k}) \\ a_2 & (y_{21} & y_{22} & \dots_1 & y_{2k}) \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ a_n & (y_{n1} & y_{n2} & \dots_1 & y_{nk}) \end{matrix} \quad (6.10)$$

Za předpokladu maximalizačních kritérií je cílem vícekriteriálního modelu hodnocení nalezení optimální varianty, respektive množiny optimálních variant  $D$ . Tyto optimální varianty dosahují maximálního výsledku dle hodnocení jednotlivých kritérií. Jako jediná varianta může být následně vyhodnocena pouze varianta nedominovaná, což je dle Ramíka a Tošenovského (2013): „*taková varianta, ke které neexistuje v množině variant jiná varianta, lépe hodnocená alespoň podle jednoho kritéria, a ne hůře podle ostatních kritérií.*“ Úplným řešením vícekriteriálního hodnocení je v konečném důsledku množina nedominovaných variant vybraných projektů  $m$ , kterou lze zapsat následovně:

$$D = \{a_{i_1}, a_{i_2}, \dots, a_{i_m}\}, \quad (6.11)$$

kde  $1 < i_1 < \dots < i_m$ ,  $1 < i_j < n$ ,  $j = 1, \dots, m$  (Fiala, 2008; Ramík a Tošenovský, 2013; Soukopová, 2013).

Konkrétně se k výběru konečné varianty využívá nejčastěji metod vícekriteriálního hodnocení využívající vah kritérií. Mezi tyto metody patří metody založené na hodnocení variant (např. bodovací metoda, metoda váženého součtu) a metody založené na jejich párovém srovnání (např. lexikografická metoda nebo analytický hierarchický proces) (Fiala, 2008; Soukopová, 2013). Šubrt et al. (2019) v tomto případě poskytuje rozdělení možných metod hodnocení variant vícekriteriálního hodnocení dle informace o preferencích variant.

V následující tabulce č. 79 jsou vyobrazeny další metody hodnocení variant, které může rozhodovatel využít. Nicméně pro účely této disertační práce je vybrána a níže popsána bodovací metoda dle Soukopové (2013).

**Tabulka č. 79: Hodnocení variant**

Metoda	Informace preferencí variant					
	Nominální		Ordinální		Kardinální	
	Aspirační	Pořadí	Funkce užítku	Vzdálenosti variant	Preferenční relace	Mezní míra substituce
Metoda PRIAM	Lexikografická metoda	Metoda váženého součtu	TOPSIS	AHP	Metoda postupné substituce	
Bazické varianty	ORESTE			PROMETHEE		
	Permutační metoda			ELECTRE		

Zdroj: Vlastní zpracování dle Šubrt et al. (2019)

**Bodovací metoda** hodnocení variant funguje na principu přiřazení bodů z předem zvolené stupnice vzhledem k vybraným kritériím modelu (Soukopová, 2013), nejčastěji od 0 do 100 bodů (Fiala, 2008), kdy rozmezí hodnocení záleží na rozsahu rozhodovacích schopností ze strany rozhodovatele. Maximální počet bodů je přidělen nejlepším hodnotám kritérií a minimální počet je přidělen nejhorším hodnotám kritérií, přičemž hodnocení výsledné varianty identifikuje rozhodovatel dle následujícího vzorce:

$$t_i = \sum_{j=1}^k v_j y_{ij}, \quad (6.12)$$

kde  $i = 1, 2, \dots, n, j = 1, 2, \dots, k, h_i$  je hodnocení  $i$ -té varianty,  $y_{ij}$  je hodnota kritériální matice  $Y$  a  $v_j$  je normovaná váha  $j$ -tého kritéria. Je evidentní, že bodovací metoda vícekritériálního hodnocení variant využívá vážený součet, což je nad rámec jednoduchosti výhodou této metody, jelikož rozlišuje důležitosti kritérií vstupujících do modelu vícekritériálního rozhodování, respektive hodnocení (Soukopová, 2013).

Výsledné hodnoty variant je nutné **standardizovat a normalizovat**. Standardizace maximalizačních kritérií, kde vyšší počet získaných bodů znamená lepší variantu pro rozhodnutí, probíhá v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$ . Předpokladem standardizace je skutečnost, že kritéria nabývají nezáporných hodnot, tj.  $f_i(a_j) \geq 0$ , z čehož vyplývá, že je maximální hodnota vždy vyšší než minimální, tj.  $f_{max} > f_{min}$ . Transformaci škálových hodnot do jednotkového intervalu pro maximalizační kritéria lze zapsat následovně:

$$\varphi(x) = \frac{x - f_i^{min}}{f_i^{max} - f_i^{min}}, \quad (6.13)$$

kde  $x$  je výsledné hodnocení varianty,  $f_{max}$  je nejvyšší možný počet získaných bodů a  $f_{min}$  je nejnižší možný počet získaných bodů hodnocení. Standardizované kritérium nabývá hodnoty 0 pro nejhorší variantu a hodnoty 1 pro nejlepší variantu. Pro maximalizační kritéria je konečná transformace realizována v podobě identické transformace:

$$\omega_i(x) = x, i = 1, 2, \dots, m \quad (6.14)$$

(Ramík a Tošenovský, 2013).

## 6.2 Zpracování modelu vícekritériálního hodnocení BAs o exitu

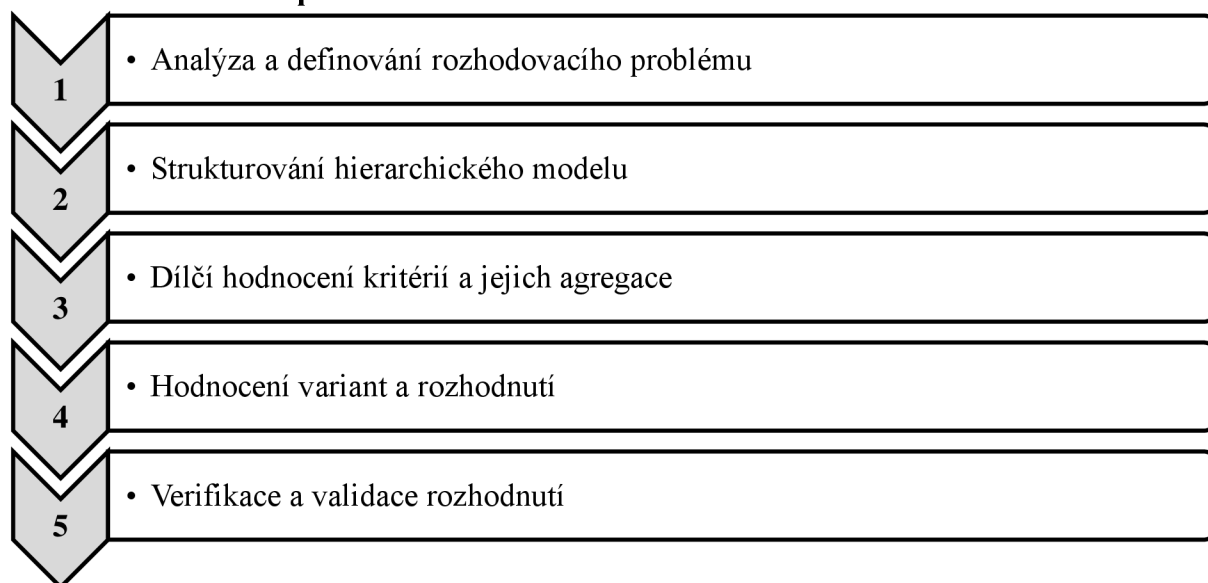
Tento oddíl se věnuje aplikaci teoretických konceptů v modelu vícekritériálního (dále také VKR) hodnocení. Samotný model je sestaven za pomoci 14 expertů a 14 definovaných kritérií, respektive vstupů modelu. Počet expertů byl stanoven na základě skutečnosti, kdy tito vybraní BAs zhodnotili důležitost u všech interních a externích faktorů ovlivňujících exit. Počet kritérií byl specifikován v návaznosti na skutečnost, že kritéria, respektive subkritéria se nesmí duplikovat a jak uvádí Ramík a Tošenovský (2013): „*model by měl být jen tak velký a složitý, aby reprezentoval hlavní rozhodovatelovi zájmy a zároveň tak malý a jednoduchý, aby reagoval na změny relevantních vstupů.*“

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. V tomto modelu dle přiložené metodiky ohodnotí na škále 0–5 vybraná kritéria a model jim následně poskytne doporučení varianty rozhodnutí k určitému časovému okamžiku. Přínosem tohoto modelu je skutečnost, že se jedná o nástroj pro podporu rozhodování.



Co se týče struktury tohoto oddílu, je vytvořena na základě výše uvedené metodiky. Struktura je dělena dle jednotlivých fází tvorby VKR modelu a zahrnuje v první řadě analýzu a definování rozhodovacího problému, strukturování hierarchického modelu, dílčí hodnocení kritérií a jejich agregaci, hodnocení variant a rozhodnutí o optimálním výběru varianty či verifikaci a validaci konečného rozhodnutí. Následující schéma č. 11 vyobrazuje jednotlivé fáze zpracování modelu VKR rozhodování BAs o exitu, přičemž jejich popis slouží také jako dokumentace samotného modelu.

**Schéma č. 11: Fáze zpracování modelu vícekritériálního hodnocení BAs o exitu**



Zdroj: Vlastní zpracování dle Ramík a Tošenovský (2013)

### 6.2.1 Analýza a definování rozhodovacího problému

V první fázi tvorby modelu je stanoven a analyzován rozhodovací problém, a to včetně jednotlivých komponentů, mezi které patří také cíl, subjekt, objekt, kritéria, subkritéria, a varianty rozhodování. Rozhodovací problém VKR modelu této disertační práce vychází jednak ze současného stavu poznání problematiky exitu andělských investorů, jednak z praktického působení BAs. Ze zhodnocení současného stavu poznání exitu andělských investorů vyplynulo, že absentují modely rozhodování v rámci determinantů a konečné fáze životního cyklu investora neformálního rizikového kapitálu (např. Azarmi, 2016). Navíc z realizovaných rozhovorů s 25 českými andělskými investory vyplynulo, že strana nabídky na trhu neformálního rizikového kapitálu, tzn. *business angels* významně narůstá. Nicméně řada z nových BAs je nezkušená a mnohdy nedokáže efektivně naplánovat svůj exit takovým způsobem, aby došlo k maximalizaci zisku z prodeje jejich podílu ve start-upu, a tím i k uvolnění finančních prostředků pro další investování (např. R01; R02; R04; R12; R13; R20, 2022). **Rozhodovacím problémem** je v tomto případě **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.

V návaznosti na doporučenou metodiku Ramíka a Tošenovského (2013) patří mezi **komponenty rozhodovacího problému a VKR modelu** této disertační práce následující:

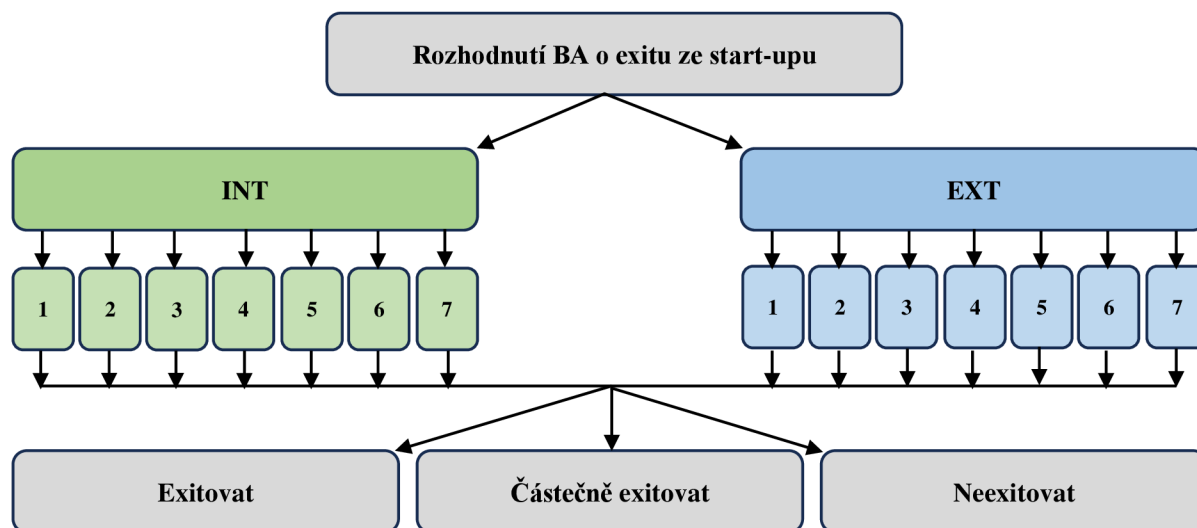
- *Cíl* – výběr nejlepšího rozhodnutí BAs o načasování exitu ze start-upu.
- *Subjekt rozhodování* – BAs na českém trhu neformálního rizikového kapitálu.
- *Objekt rozhodování* – český trh start-upových projektů.
- *Kritéria rozhodování* – interní a externí faktory rozhodování BAs o exitu ze start-upu.
- *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.
- *Varianty rozhodování* – exitovat, částečně exitovat či neexitovat ze start-upu.
- *Stavy světa* – výsledné rozhodnutí o variantě je jednoznačné, tzn. stavy světa se nemění.

Kritéria, subkritéria a varianty hodnocení VKR modelu BAs o exitu, a to včetně výpočtu hodnot vstupujících, respektive vystupujících z modelu jsou podrobně rozepsány v následujícím textu hierarchie či hodnocení kritérií a variant rozhodnutí.

## 6.2.2 Strukturování hierarchického modelu

Druhá fáze tvorby modelu zahrnuje hlubší analýzu cíle, kritérií a variant rozhodování. Struktura VKR modelu této disertační práce je **4-úrovňová**. Konkrétně je postupem shora dolů vymezen cíl, dále kritéria, subkritéria a varianty rozhodování. První stupeň v podobě jednoho hlavního cíle je výběr optimálního rozhodnutí BAs o načasování exitu ze start-upu. Druhým stupněm jsou dvě hlavní kritéria, třetí stupeň obsahuje 14 subkritérií, a nakonec čtvrtý stupeň obsahuje tři možné varianty rozhodnutí BAs o exitu. Následující schéma č. 12 přehledně vyobrazuje uvedenou strukturu VKR modelu hodnocení BAs o exitu ze start-upu.

Schéma č. 12: Struktura hierarchického modelu



Zdroj: Vlastní zpracování

### První stupeň

Prvním stupněm VKR modelu této disertační práce je *cíl*, tj. *výběr nejlepšího rozhodnutí BAs o načasování exitu ze start-upu*. Jak již bylo uvedeno, cíl VKR modelu hodnocení BAs je stanoven na základě literární rešerše, kdy modely exitu v souvislostech s determinanty exitu BAs absentují v celosvětovém měřítku (např. Azarmi, 2016), tudíž zde vzniká v návaznosti na stále rostoucí trh rizikového kapitálu významný potenciál rozšíření současného stavu poznání v oblasti rozhodovacího procesu při exitu *business angels* ze start-upu. Navíc i empirický

výzkum této disertační práce potvrdil důležitost vzniku takového modelu, jelikož s přibývajícím počtem andělských investorů přibývá také méně zkušených investorů, pro které bude podpurný model rozhodování se o exitu přidanou hodnotou.

## Druhý stupeň

Druhým stupněm VKR modelu této disertační práce jsou *kritéria rozhodování*, tj. *interní* ( $K_1/INT$ ) a *externí* ( $K_2/EXT$ ) *faktory rozhodování BAs o exitu ze start-upu*. Kritéria jsou stanovena na základě literární rešerše, kdy byla identifikována z výsledků empirických studií autorů v celosvětovém měřítku (např. Azarmi, 2016; Botelho et al., 2019; Félix et al., 2014; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020). Kritéria jsou vybrána takovým způsobem, aby se neopakovala. Daná kritéria lze charakterizovat jako vstupy do modelu VKR hodnocení BAs o exitu, přičemž jsou tato kritéria dále rozdělena na 14 dílčích subkritérií a podrobně popsána v níže uvedeném třetím hierarchickém stupni modelu.

Množinu kritérií modelu hodnocení BAs této disertační práce lze zapsat následujícím způsobem (vzorec č. 6.3):

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

## Třetí stupeň

Třetím stupněm VKR modelu této disertační práce 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 podílu BA* ( $f_8/EXT_1$ ), *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 empirických studií autorů v celosvětovém měřítku (např. Azarmi, 2016; Botelho et al., 2019; Félix et al., 2014; Wenhui, 2016; White a Dumay, 2020). Navíc je těchto 14 kritérií vybráno takovým způsobem, aby se navzájem neduplikovaly. V neposlední řadě je také dodrženo zachování jednoduchosti vstupních parametrů do modelu vícekritériálního hodnocení BAs o exitu ze start-upu.

Z literární rešerše vyplynula kritéria, respektive subkritéria ovlivňující exit andělského investora. V návaznosti na to z 25 polostrukturovaných rozhovorů s českými BAs v rámci empirického výzkumu této disertační práce vyplynulo, jakým způsobem jednotlivé vstupy ovlivňují načasování exitu BAs. Způsob ovlivnění je následující:

- **INT<sub>1</sub> ( $f_1$ ):** *Důvěra* – čím nižší je důvěra, tím rychlejší je exit andělského investora ze start-upu a naopak.
- **INT<sub>2</sub> ( $f_2$ ):** *Kvalitativní kritéria hodnocení investice BA – nadchnutí* – čím nižší je nadchnutí BA pro start-up, tím rychlejší je exit BA ze start-upu a naopak.
- **INT<sub>3</sub> ( $f_3$ ):** *Technologická inovace* – čím vyšší je úroveň technologické inovace, tím rychlejší je exit BA ze start-upu a naopak.
- **INT<sub>4</sub> ( $f_4$ ):** *Smluvní úprava exitu* – čím vyšší je úroveň smluvní úpravy exitu, tím rychlejší je exit BA ze start-upu a naopak.

- **INT<sub>5</sub> (f<sub>5</sub>):** *Kvantitativní kritéria hodnocení investice BA* – čím nižší je využití kvantitativních kritérií hodnocení investice BA, tím rychlejší je exit BA ze start-upu a naopak.
- **INT<sub>6</sub> (f<sub>6</sub>):** *Přístup k řízení investice* – čím vyšší je zapojení BA ve start-upu, tím rychlejší je exit BA a naopak.
- **INT<sub>7</sub> (f<sub>7</sub>):** *Fáze životního cyklu podniku* – čím pokročilejší je fáze životního cyklu start-upu, tím rychlejší je exit BA a naopak.
- **EXT<sub>1</sub> (f<sub>8</sub>):** *Úroveň budoucí poptávky* – čím vyšší je budoucí poptávka po podílu BA ve start-upu, tím rychlejší je exit BA a naopak.
- **EXT<sub>2</sub> (f<sub>9</sub>):** *Geopolitický vývoj* – čím příznivější je geopolitický vývoj, tím rychlejší je exit BA a naopak.
- **EXT<sub>3</sub> (f<sub>10</sub>):** *Daně* – čím nižší je úroveň daňového zatížení, tím rychlejší je exit a naopak.
- **EXT<sub>4</sub> (f<sub>11</sub>):** *Rozvinutost kapitálového trhu* – čím rozvinutější je kapitálový trh, tím rychlejší je exit BA ze start-upu a naopak.
- **EXT<sub>5</sub> (f<sub>12</sub>):** *Úrokové sazby* – čím vyšší jsou očekávané úrokové sazby, tím rychlejší je exit BA ze start-upu a naopak.
- **EXT<sub>6</sub> (f<sub>13</sub>):** *Růst cen primárních zdrojů* – čím vyšší je růst cen primárních zdrojů, tím pomalejší je exit BA ze start-upu a naopak.
- **EXT<sub>7</sub> (f<sub>14</sub>):** *Hospodářský cyklus* – čím vyšší je úroveň HDP, tím rychlejší je exit BA ze start-upu a naopak.

#### Čtvrtý stupeň

Čtvrtým stupněm VKR modelu této disertační práce jsou *varianty rozhodování*, tj. *exitovat* ( $a_1$ ), *částečně exitovat* ( $a_2$ ) a *neexitovat* ( $a_3$ ). Varianta *exitovat* je v tomto případě hodnocena jako nejlepší. Start-up je připravený, aby jej andělský investor opustil. 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, byť možná se ztratou. Co se týče varianty *neexitovat*, BA dále zůstává ve start-upu a podniká takové kroky, aby bylo možné v blízkém časovém horizontu ze start-upu úspěšně, tzn. se ziskem vystoupit. Nicméně z polostrukturovaných rozhovorů vyplynulo, že existuje i možnost, kdy andělský investor exituje částečně. V praxi to vypadá tím způsobem, že si nechá BA ve start-upu několik procent, čímž stále zůstává zainteresován v daném podnikání. Důvodem je přetrvávající zájem o činnost start-upu (R02; R04; R20, 2022).

Množinu variant modelu hodnocení BAs o exitu v rámci této disertační práce lze zapsat následovně (vzorec č. 6.9):

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

přičemž se jedná o množinu optimálních variant (vzorec č. 6.11). Zápis variant spolu s jednotlivými subkritérii také odpovídá zápisu matematického modelu ve tvaru kritériální matice (vzorec č. 6.10).

V následující tabulce č. 80 je vyobrazen souhrnný přehled a označení všech stupňů VKR modelu hodnocení BAs o exitu ze start-upu, a to spolu s cílem modelu, kritérii, subkritérii a variantami rozhodování.

**Tabulka č. 80: Seznam cíle, kritérií, subkritérií a variant modelu**

Stupeň							
1.	Cíl	<i>Výběr nejlepšího rozhodnutí BAs o načasování exitu ze start-upu.</i>					
2.	K	$K_1$	INT	Interní	$K_2$	EXT	Externí
3.	Subkritéria	$f_1$	INT <sub>1</sub>	důvěra	$f_8$	EXT <sub>1</sub>	úroveň budoucí poptávky
		$f_2$	INT <sub>2</sub>	nadchnutí	$f_9$	EXT <sub>2</sub>	geopolitický vývoj
		$f_3$	INT <sub>3</sub>	technologická inovace	$f_{10}$	EXT <sub>3</sub>	daně
		$f_4$	INT <sub>4</sub>	smluvní úprava exitu	$f_{11}$	EXT <sub>4</sub>	rozvinutost kapitálového trhu
		$f_5$	INT <sub>5</sub>	kvantitativní kritéria hodnocení	$f_{12}$	EXT <sub>5</sub>	úrokové sazby
		$f_6$	INT <sub>6</sub>	přístup k řízení	$f_{13}$	EXT <sub>6</sub>	růst cen primárních zdrojů
		$f_7$	INT <sub>7</sub>	životní cyklus podniku	$f_{14}$	EXT <sub>7</sub>	hospodářský cyklus
4.	A	$a$	$a_1$	exitovat	$a_2$	částečně	$a_3$ neexitovat

Vysvětlivky: A – varianty; f – subkritéria; K – kritéria.

Zdroj: Vlastní zpracování

### 6.2.3 Dílčí hodnocení kritérií, jejich agregace a normalizace

Ve třetí fázi tvorby modelu již dochází ke konkrétním výpočtům hodnocení jednotlivých vstupů VKR modelu. 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 tyto hodnotitelé uvedli vždy určitou důležitost. Hodnocení probíhalo v rámci dotazníkového šetření v průběhu realizace 25 polostrukturovaných rozhovorů s BAs v rozmezí od 17. července 2022 do 7. října 2022.

Druhým krokem směřujícím k normalizaci vybraného subkritéria je stanovení jeho dílčí váhy (vzorec č. 6.6). V tomto případě dochází k podílu bodového hodnocení dílčího subkritéria a součtu bodového hodnocení všech subkritérií, které udělal 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. Například externí subkritérium  $f_8/EXT_1$  – úroveň budoucí poptávky po podílu BA ohodnotil rozhodovatel R01 bodovým hodnocením číslo 4. 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:

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

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 (vzorec č. 6.7). Agregace subkritéria probíhá na základě součinu dílčích vah všech hodnotitelů. Například pro interní subkritérium  $f_I/INT_1$  – důvěra je agregace stanovena za pomoci následujícího výpočtu:

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

případně pro externí subkritérium  $f_S/EXT_1$  – úroveň budoucí poptávky po podílu BA 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:

$$h_1 = \mathbf{2,605E-15}; h_2 = \mathbf{1,0242E-15}; h_3 = \mathbf{8,5352E-16}; h_4 = \mathbf{3,2007E-16}; h_5 = \mathbf{4,6666E-17}; \\ h_6 = \mathbf{4,3209E-18}; h_7 = \mathbf{1,5363E-17}; h_8 = \mathbf{4,1676E-15}; h_9 = \mathbf{1,0242E-15}; h_{10} = \mathbf{8,5352E-16}; \\ h_{11} = \mathbf{2,0741E-17}; h_{12} = \mathbf{4,6666E-17}; h_{13} = \mathbf{4,3209E-18}; h_{14} = \mathbf{1,5363E-17}.$$

Nakonec je v rámci identifikace vah subkritérií vstupujících do modelu provedena normalizace. Normalizace subkritérií je vypočtena jako podíl agregované váhy vybraného subkritéria a součtu všech agregovaných vah všech subkritérií ( $f_I-f_{I4}$ ), tj. vzorec č. 6.8. Například váha interního subkritéria  $f_I/INT_1$  – důvěra je normalizována na základě podílu čísel 2,605E-15 a 9,07E-15 následovně:

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

příčemž například váha externího subkritéria  $f_S/EXT_1$  – úroveň budoucí poptávky po podílu BA 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:

$$H_1 = \mathbf{0,287196}; H_2 = \mathbf{0,112930}; H_3 = \mathbf{0,094108}; H_4 = \mathbf{0,035291}; H_5 = \mathbf{0,005145}; H_6 = \mathbf{0,000476}; \\ H_7 = \mathbf{0,001694}; H_8 = \mathbf{0,459513}; H_9 = \mathbf{0,000662}; H_{10} = \mathbf{0,002287}; H_{11} = \mathbf{0,002287}; \\ H_{12} = \mathbf{0,000079}; H_{13} = \mathbf{0,000214}; H_{14} = \mathbf{0,000119}.$$

Normalizované váhy následně slouží k ohodnocení variant rozhodovacího problému, přičemž součet normalizovaných vah všech subkritérií je roven 1 (vzorec č. 6.5). V následujících tabulkách č. 81 a č. 82 jsou přehledně vyobrazeny všechny výše uvedené výpočty dílčích vah subkritérií, agregovaných vah subkritérií i normalizovaných vah subkritérií.

**Tabulka č. 81: Stanovení dílčích vah, agregace a normalizace interních subkritérií**

Hodnotitel	Subkritéria						
	$f_1$	$f_2$	$f_3$	$f_4$	$f_5$	$f_6$	$f_7$
	INT <sub>1</sub>	INT <sub>2</sub>	INT <sub>3</sub>	INT <sub>4</sub>	INT <sub>5</sub>	INT <sub>6</sub>	INT <sub>7</sub>
	Důvěra	Kvalitativní kritéria hodnocení investice BA – nadchnutí	Technologická inovace	Smluvní úprava exitu	Kvantitativní kritéria hodnocení investice BA	Přístup k řízení investice	Fáze životního cyklu podniku
díleč váhy ( $v$ )							
ID01	0,108696	0,065217	0,065217	0,108696	0,065217	0,043478	0,086957
ID02	0,094340	0,075472	0,094340	0,094340	0,056604	0,056604	0,075472
ID05	0,102041	0,081633	0,081633	0,102041	0,081633	0,020408	0,102041
ID06	0,102041	0,102041	0,102041	0,061224	0,061224	0,102041	0,040816
ID07	0,076923	0,102564	0,102564	0,102564	0,076923	0,076923	0,102564
ID09	0,116279	0,093023	0,093023	0,046512	0,069767	0,093023	0,069767
ID10	0,097561	0,097561	0,097561	0,073171	0,097561	0,073171	0,048780
ID11	0,100000	0,080000	0,100000	0,060000	0,080000	0,060000	0,080000
ID12	0,094340	0,075472	0,075472	0,075472	0,075472	0,075472	0,037736
ID13	0,068182	0,068182	0,113636	0,090909	0,068182	0,022727	0,068182
ID15	0,046512	0,069767	0,069767	0,093023	0,069767	0,046512	0,046512
ID17	0,096154	0,096154	0,038462	0,076923	0,038462	0,057692	0,057692
ID20	0,102041	0,102041	0,081633	0,102041	0,061224	0,081633	0,061224
ID21	0,095238	0,095238	0,095238	0,047619	0,071429	0,071429	0,047619
<b>Výsledné váhy (<math>h</math>)</b>	2,605E-15	1,0242E-15	8,5352E-16	3,2007E-16	4,6666E-17	4,3209E-18	1,5363E-17
<b>Souhrnné váhy (<math>H</math>)</b>	<b>0,287196</b>	<b>0,112930</b>	<b>0,094108</b>	<b>0,035291</b>	<b>0,005145</b>	<b>0,000476</b>	<b>0,001694</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

**Tabulka č. 82: Stanovení dílčích vah, agregace a normalizace externích subkritérií**

Hodnotitel	Subkritéria						
	$f_8$	$f_9$	$f_{10}$	$f_{11}$	$f_{12}$	$f_{13}$	$f_{14}$
	EXT <sub>1</sub>	EXT <sub>2</sub>	EXT <sub>3</sub>	EXT <sub>4</sub>	EXT <sub>5</sub>	EXT <sub>6</sub>	EXT <sub>7</sub>
	Úroveň budoucí poptávky po podílu BA	Geopolitický vývoj	Daně	Rozvinutost kapitálového trhu	Úrokové sazby	Růst cen primárních zdrojů	Hospodářský cyklus
díleč váhy ( $v$ )							
ID01	0,086957	0,065217	0,065217	0,086957	0,043478	0,065217	0,043478
ID02	0,094340	0,094340	0,056604	0,056604	0,018868	0,075472	0,056604
ID05	0,102041	0,040816	0,061224	0,061224	0,061224	0,061224	0,040816
ID06	0,102041	0,061224	0,040816	0,061224	0,061224	0,061224	0,040816
ID07	0,128205	0,025641	0,025641	0,051282	0,025641	0,025641	0,076923
ID09	0,116279	0,093023	0,046512	0,069767	0,023256	0,046512	0,023256
ID10	0,121951	0,073171	0,073171	0,048780	0,048780	0,024390	0,024390
ID11	0,080000	0,020000	0,060000	0,060000	0,100000	0,040000	0,080000
ID12	0,056604	0,075472	0,075472	0,075472	0,075472	0,075472	0,056604
ID13	0,068182	0,068182	0,068182	0,090909	0,068182	0,068182	0,068182
ID15	0,093023	0,116279	0,046512	0,093023	0,069767	0,069767	0,069767
ID17	0,096154	0,096154	0,057692	0,057692	0,076923	0,057692	0,096154
ID20	0,081633	0,040816	0,081633	0,061224	0,040816	0,061224	0,040816
ID21	0,119048	0,047619	0,047619	0,047619	0,071429	0,071429	0,071429
<b>Výsledné váhy (<math>h</math>)</b>	4,1676E-15	6,0013E4,1 676E-15-18	2,5926E-18	2,0741E-17	7,2016E-19	1,9444E-18	1,0802E-18
<b>Souhrnné váhy (<math>H</math>)</b>	<b>0,459513</b>	<b>0,000662</b>	<b>0,000286</b>	<b>0,002287</b>	<b>0,000079</b>	<b>0,000214</b>	<b>0,000119</b>

Zdroj: Vlastní zpracování

#### 6.2.4 Hodnocení variant a rozhodnutí

Čtvrtá fáze tvorby modelu této disertační práce zahrnuje hodnocení variant a postup konečného rozhodnutí o variantě exitu BAs ze start-upu. K tomuto účelu bylo opětovně vybrána bodovací metoda, v tomto případě pro hodnocení variant rozhodování. 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. Důvodem využití Likertovy škály je jednoduchost a jednodušnost, z čehož vyplývá také uživatelská přívětivost pro subjekt, který není tvůrcem VKR modelu hodnocení BAs o exitu. Takto ohodnocená subkritéria jsou následně transformována do ordinální hodnotící stupnice o třech bodech následujícím způsobem:

- *Uživatel VKR modelu 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. Důvodem je skutečnost, že například důvěra působí na exit tím způsobem, že čím vyšší je důvěra, tím pomalejší je exit. Na druhou stranu u technologické inovace je



působení opačné, tzn. čím vyšší je technologická inovace, tím rychlejší je exit BAs ze start-upu.

- *uživatel VKR modelu 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. Důvod transformace je totožný jako v prvním bodě.

Takto transformovaná a ohodnocená subkritéria jsou v dalším kroku přepočtena dle normalizovaných vah identifikovaných ve třetí fázi tvorby VKR modelu hodnocení BAs o exitu (vzorec č. 6.12). 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  $f_8/EXT_1$  – úroveň budoucí poptávky po podílu BA, které uživatel ohodnotí 5 body (transformace na 1 bod) je výpočet následující:

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

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 (vzorec č. 6.13) a normalizovat (vzorec č. 6.14). 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 naopak všechny subkritéria hodnoceny 1 bodem, suma bodového hodnocení je 14, vážený součet bodového hodnocení je 1 a transformace v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$  je následující:

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

Všechny možné další výsledné kombinace ohodnocení subkritérií uživatelem modelu se nachází v intervalu  $\langle 0;1 \rangle$ , přičemž jsou výsledky normalizovány na základě identické transformace (viz také tabulka č. 85: Verifikace modelu). V následující tabulce č. 83 je uvedena

výše popsaná škálová hodnotící stupnice kritérií, respektive subkritérií, a to včetně jejich transformace na ordinální hodnotící stupnici s bodovými prvky 1–3.

**Tabulka č. 83: Hodnotící stupnice kritérií a subkritérií exitu BAs**

<b>Kritéria K</b>		<b>Ordinální prvky hodnotící stupnice</b>		
<i>Subkritéria</i> (f)	Váhy (H)	$a_1$ exitovat 1 bod	$a_2$ částečně exit. 2 body	$a_3$ neexitovat 3 body
<b>Interní</b>				
<i>Důvěra</i>	0,287196	(0;1)	(2;3)	(4;5)
<i>Kvalitativní hodnocení – nadchnutí</i>	0,112930	(0;1)	(2;3)	(4;5)
<i>Úroveň technologické inovace</i>	0,094108	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<i>Smluvní úprava exitu</i>	0,035291	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<i>Kvantitativní kritéria hodnocení</i>	0,005145	(0;1)	(2;3)	(4;5)
<i>Přístup k řízení investice</i>	0,000476	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<i>Fáze životního cyklu podniku</i>	0,001694	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<b>Externí</b>				
<i>Úroveň budoucí poptávky</i>	0,459513	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<i>Geopolitický vývoj</i>	0,000662	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<i>Daně</i>	0,000286	(0;1)	(2;3)	(4;5)
<i>Rozvinutost kapitálového trhu</i>	0,002287	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<i>Úrokové sazby</i>	0,000079	(4;5)	(2;3)	(0;1)
<i>Růst cen primárních zdrojů</i>	0,000214	(0;1)	(2;3)	(4;5)
<i>Hospodářský cyklus</i>	0,000119	(4;5)	(2;3)	(0;1)

Zdroj: Vlastní zpracování

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, tj. modelací fiktivních rozhodovacích problémů. 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. V následující tabulce č. 84 jsou souhrnně vyobrazeny varianty, intervaly i výsledná rozhodnutí.

**Tabulka č. 84: Zařazení rozhodnutí o exitu BAs do tříd**

<b>Rozhodnutí</b>	<b>Varianta</b>	<b>Interval</b>
Exitovat	$a_1$	$\langle 0;0,333333 \rangle$
Částečně exitovat	$a_2$	$(0,333333;0,666666 \rangle$
Neexitovat	$a_3$	$(0,666666;1 \rangle$

Zdroj: Vlastní zpracování

Výše uvedené výpočty provádí za uživatele excelový soubor, který je naprogramován tak, aby uživateli modelu poskytl doporučení, zdali ze start-upu exitovat, částečně exitovat či nikoliv. Uživatel pouze přidělí v rámci konkrétního rozhodovacího problému dle přiložené metodiky body dílčím kritériím, respektive subkritériím a model sám vyhodnotí nejlepší

variantu rozhodnutí. Podoba jednoduchého VKR modelu hodnocení BAs o exitu je obsahem přílohy C této disertační práce.

## 6.2.5 Verifikace a validace rozhodnutí

### Verifikace rozhodnutí

Poslední fáze tvorby modelu této disertační práce zahrnuje verifikaci, respektive validaci VKR modelu hodnocení BAs o exitu. V první řadě je model verifikován, kdy je ověřeno, že je model **správně technicky nastaven**, tzn., že jsou všechny matematické vzorce správně implementovány a výsledky doporučených variant jsou vzhledem k vahám kritérií logicky správné. Konkrétně je v excelovém souboru VKR modelu hodnocení BAs zkontrolováno, zdali skutečně obsahuje všech 14 subkritérií, respektive faktorů ovlivňujících exit BAs a zdali přidělené váhy odpovídají výsledkům matematických výpočtů a kvalitativním hodnocením expertů. Následně je ověřeno správné nastavení podmínek transformace bodového hodnocení uživatelem, které do modelu zadává na škále 0–5 na bodové hodnocení subkritérií modelem na ordinální stupnici 1–3 body. Dále je zkontrolováno správné nastavení vzorců sumy transformovaného bodového hodnocení modelem a váženého součtu transformovaného bodového hodnocení a váhového hodnocení subkritérií modelem. Nakonec je ověřena správnost matematického vzorce transformace výsledku váženého součtu na interval  $<0;1>$  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** v excelovém souboru (viz příloha C) **vyhodnocen jako technicky správně nastavený**.

Po kontrole technické správnosti je provedena **simulace**, kde jsou simulovány tři scénáře exitu BAs na základě bodového hodnocení uživatelem modelu a transformovaného bodového hodnocení modelem. Jedná se o následující simulace, respektive scénáře: (1) nejvyšší suma bodového hodnocení; (2) střední suma bodového hodnocení; (3) nejnižší suma bodového hodnocení. (1) V rámci první simulace je požadovaným výsledkem doporučeného rozhodnutí „neexitovat“. Za tímto účelem jsou subkritéria bodového hodnocení uživatelem ohodnocena 4 nebo 5 body, respektive 0 nebo 1 bodem takovým způsobem, aby byla všechna transformovaná hodnocení modelem ohodnocena 3 body. Suma tohoto hodnocení je 41 bodů, přičemž vážený součet je 3 body, kdy po transformaci na interval  $<0;1>$  je výsledek 1, což skutečně odpovídá doporučení modelem „neexitovat“ a intervalu  $(0,666666;1>$ .

(2) V případě druhé simulace je požadovaným výsledkem doporučeného rozhodnutí „částečně exitovat“. Za tímto účelem jsou subkritéria bodového hodnocení uživatelem ohodnocena 2 nebo 3 body, čímž transformovaná hodnocení modelem získávají hodnocení 2 body. Suma tohoto hodnocení je 28 bodů, přičemž vážený součet je 2 body, kdy po transformaci na interval  $<0;1>$  je výsledek 0,5, což skutečně odpovídá doporučení modelem „částečně exitovat“ a intervalu  $(0,333333;0,666666>$ .

(3) Nakonec, u třetí simulace je požadovaným výsledkem doporučeného rozhodnutí „exitovat“. Za tímto účelem jsou subkritéria bodového hodnocení uživatelem ohodnocena 4 nebo 5 body, respektive 0 nebo 1 bodem takovým způsobem, aby byla všechna transformovaná hodnocení modelem ohodnocena 1 bodem. Suma tohoto hodnocení je 14 bodů, přičemž vážený součet je

1 bod, kdy po transformaci na interval  $\langle 0;1 \rangle$  je výsledek 0, což skutečně odpovídá doporučení modelem „exitovat“ a intervalu  $(0;0,333333 \rangle$ .

Za pomoci uvedených simulací jsou doporučená rozhodnutí **modelu VKR hodnocení BAs o exitu** v excelovém souboru (viz příloha C) **vyhodnocena jako správná**.

Dalším krokem verifikace bude expertní posouzení parametrů modelu, tzn. bude například posouzena relevantnost kritérií, váhy kritérií či rozdělení doporučeného rozhodnutí do třech intervalů. V následující tabulce č. 85 jsou vyobrazeny výše uvedené simulace a transformovaná bodová hodnocení subkritérií modelem, jejich součty, transformace do intervalu  $\langle 0;1 \rangle$  i slovní doporučení o rozhodnutí BA o exitu.

**Tabulka č. 85: Verifikace modelu – abstraktní datové vstupy**

Kritéria maximalizačního typu ( <i>max</i> )		Exit – simulace (varianty $a_1$ – $a_3$ )		
Subkritéria ( <i>f</i> )	Váhy ( <i>H</i> )	1. scénář	2. scénář	3. scénář
<b>Interní</b>				
<i>Důvěra</i>	0,287196	3	2	1
<i>Kvalitativní hodnocení – nadchnutí</i>	0,112930	3	2	1
<i>Úroveň technologické inovace</i>	0,094108	3	2	1
<i>Smluvní úprava exitu</i>	0,035291	3	2	1
<i>Kvantitativní kritéria hodnocení</i>	0,005145	3	2	1
<i>Přístup k řízení investice</i>	0,000476	3	2	1
<i>Fáze životního cyklu podniku</i>	0,001694	3	2	1
<b>Externí</b>				
<i>Úroveň budoucí poptávky</i>	0,459513	3	2	1
<i>Geopolitický vývoj</i>	0,000662	3	2	1
<i>Daně</i>	0,000286	3	2	1
<i>Rozvinutost kapitálového trhu</i>	0,002287	3	2	1
<i>Úrokové sazby</i>	0,000079	3	2	1
<i>Růst cen primárních zdrojů</i>	0,000214	3	2	1
<i>Hospodářský cyklus</i>	0,000119	3	2	1
<b>Součet hodnocení</b>		41 bodů	28 bodů	14 bodů
<b>Součet váženého hodnocení</b>		3 body	2 body	1 bod
<b>Transformace hodnot na interval <math>\langle 0;1 \rangle</math></b>		1	0,5	0
<b>Výběr varianty exitu</b>		<b>Neexitovat</b>	<b>Částečně exitovat</b>	<b>Exitovat</b>
<b>Interval varianty</b>		<b><math>(0,666666;1 \rangle</math></b>	<b><math>(0,333333;0,666666 \rangle</math></b>	<b><math>\langle 0;0,333333 \rangle</math></b>

Zdroj: Vlastní zpracování

### Validace rozhodnutí

Zadruhé je model **validován**, tzn. je ověřeno, že model funguje **správně v reálném prostředí**. V tomto případě jsou využita reálná data ohodnocení 14 subkritérií andělským investorem R15. Tento andělský investor měl za úkol vybrat si během polostrukturovaného rozhovoru realizovaného dne 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** v excelovém souboru (viz příloha C) **vyhodnocen jako správně fungující v reálném prostředí.**

Dalším krokem validace bude zpětná vazba uživatelů, jejímž cílem bude zjištění, zdali jsou výsledky modelu relevantní pro jejich rozhodování. V následující tabulce č. 86 jsou uvedeny bodové hodnocení uživatelem R15, transformované bodové hodnocení modelem a váhové hodnocení modelem, a to včetně sumy jednotlivých hodnocení i transformace hodnot na interval  $<0;1>$  a doporučení rozhodnutí BA o exitu, které odpovídá skutečnému exitu v minulosti.

**Tabulka č. 86: Validace modelu – reálné datové vstupy**

Kritéria maximalizačního typu ( <i>max</i> )		Bodové hodnocení uživatelé	Transformované bodové hodnocení modelem	Váhové hodnocení modelem
Subkritéria ( <i>f</i> )	Váhy ( <i>H</i> )			
<b>Interní</b>				
<i>Důvěra</i>	0,287196	2	2	0,574392
<i>Kvalitativní hodnocení – nadchnutí</i>	0,112930	3	2	0,22586
<i>Úroveň technologické inovace</i>	0,094108	3	2	0,188216
<i>Smluvní úprava exitu</i>	0,035291	4	1	0,035291
<i>Kvantitativní kritéria hodnocení</i>	0,005145	3	2	0,01029
<i>Přístup k řízení investice</i>	0,000476	2	2	0,000952
<i>Fáze životního cyklu podniku</i>	0,001694	2	2	0,003388
<b>Externí</b>				
<i>Úroveň budoucí poptávky</i>	0,459513	4	1	0,459513
<i>Geopolitický vývoj</i>	0,000662	5	1	0,000662
<i>Daně</i>	0,000286	2	2	0,000572
<i>Rozvinutost kapitálového trhu</i>	0,002287	4	1	0,002287
<i>Úrokové sazby</i>	0,000079	3	2	0,000158
<i>Růst cen primárních zdrojů</i>	0,000214	3	2	0,000428
<i>Hospodářský cyklus</i>	0,000119	3	2	0,000238
<b>Součet hodnocení</b>		<b>43 bodů</b>	<b>24 bodů</b>	<b>1,502247</b>
<b>Součet váženého hodnocení</b>		-	-	<b>1,502247 bodů</b>
<b>Transformace hodnot na interval <math>&lt;0;1&gt;</math></b>		-	-	<b>0,251124</b>
<b>Výběr varianty exitu</b>		<b>Exitovat</b>		
<b>Interval varianty</b>		<b><math>&lt;0;0,333333&gt;</math></b>		

Zdroj: Vlastní zpracování

## 6.2.6 Přínosy a limity vícekritériálního modelu hodnocení

### Přínosy modelu

Přínosem VKR modelu hodnocení BAs o exitu v oblasti vědy je **systematické, hierarchické a komplexní vyhodnocení rozhodovacího problému kvantitativním přístupem.** S tímto přístupem souvisí také identifikace vah kritérií, respektive subkritérií, která doposud v odborné literatuře ve světovém kontextu absentuje. Přínosem modelu je také jeho automatizace v základní formě, kdy lze model využívat opakovaně. S takovým modelem lze experimentovat v rámci simulací a citlivostní analýzy, tj. obměna kritérií, což může vést až ke zrodu expertního systému. Mimo jiné poskytuje vytvoření nového modelu nový přístup k výzkumu exitu, což také vytváří potenciál pro budoucí výzkum v oblasti exitu andělských investorů.

Z praktického hlediska je pro uživatele modelu přínosem váhové zohlednění jednotlivých subkritérií při jejich rozhodování, což eliminuje riziko nevhodného rozhodnutí o exitu. Na základě možných simulací může uživatel svůj exit strategicky plánovat, a tím zvýšit efektivitu konečného rozhodnutí. Navíc je díky hierarchické struktuře modelu rozhodovací proces andělského investora transparentní, čímž umožňuje BAs zlepšení komunikace rozhodnutí o exitu se stakeholdery start-upu. V oblasti pedagogiky lze sledovat přínos v rámci rozvoje analytického myšlení studentů, kteří jej v předmětech jako je podniková ekonomika a finance mohou využívat v rámci případových studií nebo simulací.

### **Limity modelu**

Z obecné povahy modelu, tj. zjednodušení reality vychází také jistá míra jeho nepřesnosti. Mezi limity VKR modelu hodnocení BAs o exitu lze zařadit zejména omezený počet expertního hodnocení (14 expertů) a výběr či počet kritérií, respektive subkritérií (14 subkritérií) vstupujících do rozhodovacího procesu modelu. S tím souvisí i stanovení vah kritérií, které opět vychází z menšího vzorku, tudíž může být ohrožena jejich reprezentativita. V neposlední řadě je limitem nepředvídatelné chování andělského investora či situace na trhu, kdy se na základě subjektivity BA mohou kritéria chovat zcela odlišným způsobem. K takové situaci dochází zpravidla při iracionálním chování, jež je ovlivněno rodinným zázemím nebo citovým zaujetím ve vztahu k *founders* a start-upu (např. R04, 2022). Na druhou stranu vzniká opět potenciál pro budoucí výzkum v této oblasti, a to omezení výše uvedených limitů modelu.

## 7 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. Collewaert, 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 práce 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 restriktce 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).

## 8 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.

### 8.1 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. 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.

V následující tabulce č. 87 jsou vyobrazeny výše popsané hlavní oblasti vědeckého přínosu této disertační práce. V modře označené části je současný stav poznání, kdy v návaznosti na to obsahuje zeleně označená část rozšíření současného stavu poznání na základě empirického výzkumu této disertační práce. Přínosy, respektive oblasti rozšíření současného stavu poznání neformálního rizikového kapitálu vyplývají jednak z naplněných výzkumných cílů, jednak z řešení výzkumné mezery této disertační práce. V úvodní části je uvedeno rozšíření současného stavu poznání v celosvětovém kontextu, na které navazuje specifické rozšíření současného stavu poznání pro území ČR.

**Tabulka č. 87: Hlavní oblasti vědeckého přínosu této disertační práce**

Současný stav poznání		Rozšíření současného stavu poznání
Autoři	Oblast	
Harrison (2017); Harrison a Mason (2019)	Metodický rámec obecného výzkumu rizikového kapitálu a BAS	<i>ve světovém kontextu</i> Formulace přenositelného metodického rámce výzkumu exitu a exit strategií BAS
Azarmi (2016)	Doporučení tvorby modelu rozhodování BAS o exitu	Formulace obecně platného konceptu modelu rozhodování BAS o exitu
Carpentier a Suret (2013; 2015), Johan a Zhang (2016)	Základní charakteristika exitu BAS v Kanadě a rozvíjejících se trzích	<i>v kontextu ČR</i> Základní charakteristika exitu BAS
Botelho et al. (2019); Mason a Stark (2004)	Identifikace přístupu k plánování exitu BAS ve Velké Británii, vliv přístupu na BAS obecně	Identifikace přístupu k plánování exitu BAS, vliv přístupu na exit BAS
Azarmi (2016); Félix et al. (2014); Rigamonti et al. (2016); Wenhui (2016)	Identifikace determinantů exitu BAS v oblasti charakteristiky investice a podniku ve Španělsku, Evropě a Číně a seřazení determinantů dle důležitosti	Identifikace determinantů exitu BAS v oblasti charakteristiky investora, investice a podniku a stanovení míry důležitosti (váhy) vybraných determinantů
Azarmi (2016)	Kvalitativní popis determinantů exitu BAS ve Španělsku	Kvantitativní popis determinantů exitu BAS
Bortlová (2015); Skalická (2018); World Bank Group (2018); Zinecker et al. (2021a; 2021b)	Základní charakteristika BAS v ČR – sociodemografická data a investiční charakteristiky	Longitudinální výzkum BAS v ČR – sociodemografická data a investiční charakteristiky

Autor této disertační práce

Zdroj: Vlastní zpracování

## 8.2 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 vícekriteriálního modelu hodnocení slouží investorům jako „vodítka“ 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.

### **8.3 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.

## 9 Limity disertační práce

V rámci realizace disertační práce se objevilo několik limitů zkoumání, kdy bylo v některých případech obtížné je predikovat. Cílem této kapitoly je transparentnost autora ohledně těchto limitací a uvedení opatření sloužících k minimalizaci dopadů limitujících prvků na výsledky empirického výzkumu.

Na jednu stranu vychází limity z procesu výzkumu (1), tj. strategie výzkumu a technik sběru dat, na druhou stranu z osoby výzkumníka (2), konkrétně jeho znalostí, zkušeností a do jisté míry i empatie. Limity disertační práce lze shrnout v následujících bodech:

### (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 andělské investory 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 investory 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.

## Seznam použitých zdrojů

- AERNOUDT, Rudy. Business Angels: Should they fly on their own wings? Online. *Venture capital (London)*. 1999, roč. 1, č. 2, s. 187-195. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/136910699295965>. [cit. 2024-02-02].
- 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].
- AKHMEJANOVA, Tatiana Alexandrovna; VIKULINA, Valeria Vladimirovna; VOTCHEL, Lilia Midykhvatovna; IVASHINA, Natalya Stanislavovna a KUZNETSOVA, Margarita Vladimirovna. Assessment of efficiency of innovation projects financing through the exit strategies of venture capital investors. Online. *Journal of advanced research in law and economics*. 2015, roč. 6, č. 3, s. 463-471. ISSN 2068-696X. Dostupné z: [https://doi.org/10.14505/jarle.v6.3\(13\).02](https://doi.org/10.14505/jarle.v6.3(13).02). [cit. 2024-02-02].
- ALTMAN, Luci Staller. Term sheet trends in the venture capital market. Online. *Nature biotechnology*. 2003, roč. 22, č. 2, s. 243-245. ISSN 1087-0156. Dostupné z: <https://www.semanticscholar.org/paper/Term-sheet-trends-in-the-venture-capital-market-Altman/410793842eb661bf5f73fd8f2fbf3fcd954aea17>. [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].
- BAYAR, Onur a CHEMMANUR, Thomas. IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A Theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture Capitalists. Online. *Journal of financial and quantitative analysis*. 2011, roč. 46, č. 6, s. 1755-1793. ISSN 0022-1090. Dostupné z: <https://doi.org/10.1017/S0022109011000408>. [cit. 2024-02-22].
- BECKER-BLEASE, John R. a SOHL, Jeffrey E. Do women-owned businesses have equal access to angel capital? Online. *Journal of business venturing*. 2007, roč. 22, č. 4, s. 503-521. ISSN 0883-9026. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2006.06.003>. [cit. 2024-02-02].
- BĚLOHLÁVEK, František. *Jak vybrat správného člověka na správné místo: úspěšný personální výběr*. Manažer. Praha: Grada, 2016. ISBN 978-80-247-5768-1.
- 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].



BLAŽEK, Ladislav. *Management: organizování, rozhodování, ovlivňování*. Praha: Grada, 2014. ISBN 978-80-247-4429-2.

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.

BUDÍKOVÁ, Marie; KRÁLOVÁ, Maria a MAROŠ, Bohumil. *Průvodce základními statistickými metodami*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-802-4732-435.

BVCA. *Venture Capital Explained: British Private Equity & Venture Capital*. Online. In: The British Private Equity & Venture Capital Association, 2021. Dostupné z: <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital>. [cit. 2024-02-02].

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].

COLE, Rebel a SOKOLYK, Tatyana. Debt financing, survival, and growth of start-up firms. Online. *Journal of Corporate Finance*. 2018, roč. 50, č. 1, s. 609-625. ISSN 09291199. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.10.013>. [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.
- CRESWELL, John V. a CLARK, Vicki L. *Designing and Conducting Mixed Methods Research*. 3. SAGE Publications, 2017. ISBN 978-14-833-4698-4.
- 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.eurocorev.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].
- DENISON, Daniel. What is the Difference Between Organizational Culture and Organizational Climate? A Native's Point of View on a Decade of Paradigm Wars. Online. *Academy of Management Review*. 1996, roč. 21, č. 3, s. 619-654. ISSN 0363-7425. Dostupné z: <https://doi.org/10.5465/amr.1996.9702100310>. [cit. 2024-02-03].
- DEPO VENTURES. *Průzkum andělských investorů v České republice*. Online. DEPO Ventures, 2023. Dostupné z: <https://depovcs.notion.site/REPORT-cabdc7c768a8436a9acd86fe87d39940>. [cit. 2024-02-10].
- DETIENNE, Dawn R. a CARDON, Melissa S. Impact of founder experience on exit intentions. Online. *Small business economics*. 2012, roč. 38, č. 4, s. 351-374. ISSN 0921-898X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9284-5>. [cit. 2024-02-09].
- DEVI PRASAD, Bammidi. Qualitative content analysis: Why is it still a path less taken? Online. *Forum, qualitative social research*. 2019, roč. 20, č. 3. ISSN 1438-5627. Dostupné z: <https://doi.org/10.17169/fqs-20.3.3392>. [cit. 2024-02-02].
- DISMAN, Miroslav. *Jak se vyrábí sociologická znalost: příručka pro uživatele*. 3. vyd. Praha: Karolinum, 2000. ISBN 80-246-0139-7.
- 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].
- DUXBURY, Linda; HAINES, George a RIDING, Allan. A personality profile of Canadian informal investors. Online. *Journal of small business management*. 1996, roč. 34, č. 2, s. 44-55. ISSN 0047-2778. Dostupné z: <https://www.proquest.com/docview/220956306/fulltextPDF/DB80C5D68DD746E7PQ/1?accountid=17115&sourcetype=Scholarly%20Journals>. [cit. 2024-02-10].
- DVOŘÁK, Ivan a PROCHÁZKA, Pavel. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. Praha: Management Press, 1998. ISBN 80-859-4374-3.

EBAN. *EBAN Statistics compendium: European early-stage market statistics*. EBAN, 2022. Online. Dostupné z: <https://www.eban.org/statistics-compendium-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.

FREEAR, John; SOHL, Jeffrey E. a WETZEL, William E. Angels and non-angels: Are there differences? Online. *Journal of business venturing*. 1994, roč. 9, č. 2, s. 109-123. ISSN 0883-9026. Dostupné z: [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)90004-3](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)90004-3). [cit. 2024-02-09].

GADIESH, Orit a MACARTHUR, Hugh. *Lekce z private equity pro každou firmu*. 1. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-398-4.

GEBHARDT, Heinz a KAMBECK, Rainer. The rise in public debt poses huge challenges to fiscal policy. Online. *Wirtschaftsdienst (Hamburg)*. 2009, roč. 89, č. 7, s. 466-472. ISSN 0043-6275. Dostupné z: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=56058>. [cit. 2024-02-03].

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].

GIFFORD, Sharon. Limited attention and the role of the venture capitalist. Online. *Journal of business venturing*. 1997, roč. 12, č. 6, s. 459-482. ISSN 0883-9026. Dostupné z: [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(96\)00130-9](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(96)00130-9). [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].

GLADIŠ, Daniel. *Akciové investice*. 1. Investice. Praha: Grada, 2015. ISBN 978-80-247-5375-1.

GLADSTONE, David a Laura GLADSTONE. *Venture Capital Handbook — An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*. New Jersey: Prentice Hall, 2002. ISBN 978-013-0654-939.

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].

GODAU, Ralph. Qualitative Data Analysis Software: MAXQDA. Online. *Qualitative Research Journal*. 2004, roč. 4, č. 1, s. 66-72. ISSN 1443-9883. Dostupné z: <https://www.researchgate.net/publication/259185207>. [cit. 2024-02-10].

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.

GOMPERS, Paul A. Grandstanding in the venture capital industry. Online. *Journal of financial economics*. 1996, roč. 42, č. 1, s. 133-156. ISSN 0304-405X. Dostupné z: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(96\)00874-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(96)00874-4). [cit. 2024-02-09].

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].

GRILLI, Luca; LATIFI, Gresa a MRKAJIC, Boris. Institutional determinants of venture capital activity: an empirically driven literature review and a research agenda. Online. *Journal of economic surveys*. 2019, roč. 33, č. 4, s. 1094-1122. ISSN 0950-0804. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/joes.12319>. [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. a MASON, Colin. Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance in the United Kingdom. Online. *Entrepreneurship Theory and Practice*. 2005, roč. 31, č. 3, s. 445-472. ISBN 190285067X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2007.00182>. [cit. 2024-02-09].

HARRISON, Richard T. a MASON, Colin. Venture Capital 20 years on: reflections on the evolution of a field. Online. *Venture capital (London)*. 2019, roč. 21, č. 1, s. 1-34. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1562627>. [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 T., BOTELHO, Tiago, MASON, Colin. Women on the edge of a breakthrough? A stereotype threat theory of women's angel investing. *International Small Business Journal*, 2020, roč. 38, č. 8, s. 768-797. ISSN 0266-2426. Dostupné z: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0266242620927312>. [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].
- HEBÁK, Petr. *Vicerozměrné statistické metody*. Praha: Informatorium, 2007. ISBN 978-80-7333-056-9
- HEBÁK, Petr. *Statistické myšlení a nástroje analýzy dat*. Praha: Informatorium, 2013. ISBN 978-80-7333-105-4.
- HENDL, Jan a Jiří REMR. *Metody výzkumu a evaluace*. Praha: Portál, 2017. ISBN 978-80-262-1192-1.
- 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.
- HERBER, Donna L.; MENDEZ-HINDS, Joelle; MINER, Jack; SEDAM, Marc C.; WOZNIAK, Kevin. University Seed Capital Programs: Benefits Beyond the Loan. Online. *Technology and innovation*. 2017, roč. 18, č. 4, s. 305-314. ISSN 1949-8241. Dostupné z: <https://doi.org/10.21300/18.4.2017.305>. [cit. 2024-02-09].
- HOFFMAN, Ivan. *Exit Strategy*. Online. Ivan Hoffman, 2021. Dostupné z: <http://www.ivanhoffman.com/exit.html>. [cit. 2024-02-09].
- HRICOVÁ, Alena; ONDRÁŠEK, Stanislav a URBAN, David. *Metodologie v sociální práci*. 1. Praha: Grada, 2023. ISBN 978-80-271-3636-0.
- CHAHINE, Salim; FILATOTCHEV, Igor a WRIGHT, Mike. Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial IPOs in the UK and France. Online. *Journal of business finance & accounting*. 2007, roč. 34, č. 3-4, s. 505-528. ISSN 0306-686X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02045.x>. [cit. 2024-02-09].
- CHRÁSKA, Miroslav. *Metody pedagogického výzkumu: základy kvantitativního výzkumu*. Praha: Grada, 2007. ISBN 978-802-4713-694.
- IBM. *Statistics Algorithms*. Online. IBM, 2017. Dostupné z: [https://www.ibm.com/docs/en/SSLVMB\\_26.0.0/pdf/en/IBM\\_SPSS\\_Statistics\\_Algorithms.pdf](https://www.ibm.com/docs/en/SSLVMB_26.0.0/pdf/en/IBM_SPSS_Statistics_Algorithms.pdf). [cit. 2024-02-10].
- IBM. *SPSS*. Online. IBM, 2023. Dostupné z: [https://www.ibm.com/docs/en/SSLVMB\\_26.0.0/pdf/en/IBM\\_SPSS\\_Statistics\\_Algorithms.pdf](https://www.ibm.com/docs/en/SSLVMB_26.0.0/pdf/en/IBM_SPSS_Statistics_Algorithms.pdf). [cit. 2024-02-10].

INVEST EUROPE. *Central and Eastern Europe Statistics 2018*. Online. Invest Europe, 2019. Dostupné z: <https://www.investeurope.eu/news-opinion/publications/?date=all&tag=News%20-%20Opinion&page=3>. [cit. 2021-7-12].

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].

IYER, Veena. Venture debt: a catalyst for Indian entrepreneurship. Online. *Venture capital (London)*. 2020, roč. 22, č. 3, s. 215-238. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2020.1801141>. [cit. 2024-02-09].

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].

KAUTONEN, Teemu; VAN GELDEREN, Marco a TORNIKOSKI, Erno T. Predicting entrepreneurial behaviour: a test of the theory of planned behaviour. Online. *Applied economics*. 2013, roč. 45, č. 6, s. 697-707. ISSN 0003-6846. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.610750>. [cit. 2024-02-10].

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.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Inovace nástrojů ekonomiky a managementu organizací*. Praha: C.H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7179-882-8.

KOLAJOVÁ, Lenka. *Týmová spolupráce: jak efektivně vést tým pro dosažení nejlepších výsledků*. Praha: Grada, 2006. ISBN 80-247-1764-6.

KUTNOHORSKÁ, Jana. *Výzkum v ošetrovatelství*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-802-4727-134.

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

- LANG, Nils K. a WIRTZ, Peter. Kicking Off the Corporate Governance Lifecycle: Seed Funding, Venture Capital and the Nascent Board. Online. *British journal of management*. 2022, roč. 33, č. 1, s. 181-210. ISSN 1045-3172. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12475>. [cit. 2024-02-10].
- LANGLEY, Ann a ABDALLAH, Chahrazad. Templates and turns in qualitative studies of strategy and management. *Research Methods for Strategic Management*. 2011, roč. 9, č.6, s. 105-140. ISSN 1479-8387. Dostupné z: [https://doi.org/10.1108/S1479-8387\(2011\)0000006007](https://doi.org/10.1108/S1479-8387(2011)0000006007). [cit. 2024-02-09].
- MASON, Colin a Richard HARRISON. Informal Venture Capital and the Financing of Emerging Growth Businesses. Online. *The Blackwell Handbook Of Entrepreneurship*. Oxford, UK: Blackwell Publishing. 2000, s. 221-239. ISBN 978-14-051-6421-4. Dostupné z: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/9781405164214.ch11>. [cit. 2024-02-11].
- MASON, Colin a STARK, Mathew. What do Investors Look for in a Business Plan? Online. *International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship*. 2004, roč. 22, č. 3, s. 227-248. ISSN 0266-2426. Dostupné z: <https://doi.org/10.1177/0266242604042377>. [cit. 2024-02-11].
- 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 a HARRISON, Richard T. Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. Online. *Journal of business venturing*. 2002, roč. 17, č. 3, s. 211-236. ISSN 0883-9026. Dostupné z: [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(00\)00060-4](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(00)00060-4). [cit. 2024-02-11].
- MASON, Colin M. a Richard T. HARRISON. Business Angel Investment Activity in the Financial Crisis: UK Evidence and Policy Implications. *Environment and Planning C: Government and Policy*. 2015, roč. 33, č. 1, s. 43-60. ISSN 0263-774X. Dostupné z: <https://journals.sagepub.com/doi/10.1068/c12324b>. [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:10.1007/978-0-387-32313-8\\_10](https://doi.org/10.1007/978-0-387-32313-8_10). [cit. 2024-02-11].
- MASON, Colin; BOTELHO, Tiago a HARRISON, Richard. The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications. Online. *Venture capital (London)*. 2016, roč. 18, č. 4, s. 321-344. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1229470>. [cit. 2024-02-11].
- MAXQDA. *Products – Analytics Pro*. Online. Maxqda, 2023. Dostupné z: <https://www.maxqda.com/products/maxqda-analytics-pro>. [cit. 2023-02-01].
- MAXWELL, Andrew L.; JEFFREY, Scott A. a LÉVESQUE, Moren. Business angel early stage decision making. Online. *Journal of business venturing*. 2011, roč. 26, č. 2, s. 212-225.

ISSN 0883-9026. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.09.002>. [cit. 2024-02-11].

MEIER, Kenneth J.; BRUDNEY, Jeffrey L. a BOHTE, John. *Applied Statistics for Public and Nonprofit Administration*. 7. Thomson Wadsworth, 2009. ISBN 978-04-955-0310-1.

MICHELACCI, Claudio a SUAREZ, Javier. Business Creation and the Stock Market. Online. *The Review of economic studies*. 2004, roč. 71, č. 2, s. 459-481. ISSN 0034-6527. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/0034-6527.00292>. [cit. 2024-02-10].

MICHELACCI, Claudio a SUAREZ, Javier. Business Creation and the Stock Market. Online. *The Review of economic studies*. 2004, roč. 71, č. 2, s. 459-481. ISSN 0034-6527. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/0034-6527.00292>. [cit. 2024-02-11].

MILOSEVIC, Miona. Skills or networks? Success and fundraising determinants in a low performing venture capital market. Online. *Research policy*. 2018, roč. 47, č. 1, s. 49-60. ISSN 0048-7333. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.respol.2017.09.009>. [cit. 2024-02-11].

MOHAMED, Noorazilah a AWANG, Siti Rahmah. The multiple intelligence classification of management graduates using two step cluster analysis. Online. *Malaysian Journal of Fundamental and Applied Sciences*. 2015, roč. 11, č. 1, s. 48-51. ISSN 2289-599X. Dostupné z: <https://doi.org/10.11113/mjfas.v11n1.351>. [cit. 2024-02-10].

MOLNÁR, Zdeněk. *Pokročilé metody vědecké práce*. Praha: Profess consulting. Věda pro praxi (profess consulting), 2012. ISBN 978-80-7259-064-3.

MUNARI, Federico a TOSCHI, Laura. Running ahead in the nanotechnology gold rush. Strategic patenting in emerging technologies. Online. *Technological forecasting & social change*. 2014, roč. 83, č. 1, s. 194-207. ISSN 0040-1625. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2013.07.002>. [cit. 2024-02-11].

MURNIEKS, Charles Y.; SUDEK, Richard a WILTBANK, Robert. The Role of Personality in Angel Investing. Online. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*. 2015, roč. 16, č. 1, s. 19-31. ISSN 1465-7503. Dostupné z: <https://doi.org/10.5367/ijei.2015.0171>. [cit. 2024-02-10].

NAVARRO, Lucas. Entrepreneurship policy and firm performance Chile's CORFO Seed Capital Program. Online. *ESTUDIOS DE ECONOMIA*. 2018, roč. 45, č. 2, s. 301-316. ISSN 0718-5286. Dostupné z: <https://doi.org/10.4067/S0718-52862018000200301>. [cit. 2024-02-11].

NEUBAUER, Jiří; SEDLAČÍK, Marek a KŘÍŽ, Oldřich. *Základy statistiky: aplikace v technických a ekonomických oborech*. Praha: Grada, 2012. ISBN 978-80-247-4273-1.

NEUENDORF, Kimberly. Content analysis: A contrast and complement to discourse analysis. *Qualitative methods*. 2004, roč. 2, č. 1, s. 33-36. Dostupné z: [https://www.researchgate.net/publication/303164830\\_Content\\_analysis\\_A\\_contrast\\_and\\_complement\\_to\\_discourse\\_analysis](https://www.researchgate.net/publication/303164830_Content_analysis_A_contrast_and_complement_to_discourse_analysis). [cit. 2024-02-11].

NOVIKOV, Oleksandr; DUBININA, Maryna a KUZOMA, Vitalii. Due Dilligence: Essence and Possible Prospects of Development. Online. *Baltic Journal of Economic Studies*. 2018,



roč. 4, č. 2, s. 141-146. ISSN 2256-0742. Dostupné z: <https://doi.org/10.30525/2256-0742/2018-4-2-141-146>. [cit. 2024-02-11].

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

O'DWYER, Laura M. a BERNAUER, James A. *Quantitative Research for the Qualitative Research*. SAGE Publications, 2013. ISBN 978-14-833-2066-3.

OSTERLIND, Steven J.; MIAO, Danmin; SHENG, Yanyan a CHIA, Rosina C. 4. Adapting Item Format for Cultural Effects in Translated Tests: Cultural Effects on Construct Validity of the Chinese Versions of the MBTI. Online. *International journal of testing*. 2004, roč. 4, č. 1, s. 61-73. ISSN 1530-5058. Dostupné z: [https://doi.org/10.1207/s15327574ijt0401\\_4](https://doi.org/10.1207/s15327574ijt0401_4). [cit. 2024-02-10].

PARK, Brian a VERMEULEN, Erik P. M. Executive forum: we know the saviour ... and it is them. Online. *Venture capital (London)*. 2016, roč. 18, č. 2, s. 175-187. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1123385>. [cit. 2024-02-11].

PAUL, Stuart; WHITTAM, Geoff a WYPER, Janette. Towards a model of the business angel investment process. Online. *Venture capital (London)*. 2007, roč. 9, č. 2, s. 107-125. ISSN 1369-1066. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/13691060601185425>. [cit. 2024-02-11].

PAVLÁT, Vladislav. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003. ISBN 80-86419-33-9.

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].

PEARSON, Karl. On the criterion that a given system of deviations from the probable in the case of a correlated system of variables is such that it can be reasonably supposed to have arisen from random sampling. Online. *The London, Edinburgh, and Dublin Philosophical Magazine and Journal of Science*. 1990, roč. 50, č. 302, s. 157-175. ISSN 1941-5982. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/14786440009463897>. [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].

PISONI, Alessia a ONETTI, Alberto. When startups exit: comparing strategies in Europe and the USA. Online. *The Journal of business strategy*. 2018, roč. 39, č. 3, s. 26-33. ISSN 0275-6668. Dostupné z: <https://doi.org/10.1108/JBS-02-2017-0022>. [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].

- PITTENGER, David J. The Utility of the Myers-Briggs Type Indicator. Online. *Review of educational research*. 1993, roč. 63, č. 4, s. 467-488. ISSN 0034-6543. Dostupné z: <https://doi.org/10.3102/00346543063004467>. [cit. 2024-02-10].
- 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].
- PROWSE, Stephen. Angel investors and the market for angel investments. Online. *Journal of banking & finance*. 1998, roč. 22, č. 6, s. 785-792. ISSN 0378-4266. Dostupné z: [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00044-2](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00044-2). [cit. 2024-02-11].
- RABUŠIČ, Ladislav; SOUKUP, Petr a MAREŠ, Petr. *Statistická analýza sociálněvědních dat (prostřednictvím SPSS)*. 2., přepracované vydání. Brno: Masarykova univerzita, 2019. ISBN 978-80-210-9248-8.
- RACHAD, Antonius. *Interpreting quantitative data with SPSS*. 1. SAGE Publications, 2003. ISBN 0761973990.
- RAJCHLOVÁ, Jaroslava. *Rizikový kapitál - možnost financování podniků: Venture capital - possibility of financing of companies*. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2016. ISBN 978-80-7509-390-5.
- 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.
- REICHEL, Jiří. *Kapitoly metodologie sociálních výzkumů*. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-802-4730-066.
- 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].
- REVILLA, Melanie; SARIS, Willem E. a KROSNICK, Jon A. Choosing the number of categories in agree-disagree scales. Online. *Sociological methods and research*. 2009, roč. 43, č. 1, s. 73-97. Dostupné z: [10.1177/0049124113509605](https://doi.org/10.1177/0049124113509605). [cit. 2024-02-10].
- 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].
- ROGGI, Oliviero; GIANNOZZI, Alessandro; BAGLIONI, Tommaso a PAGLIAI, Francesco. Private equity characteristics and performance: An analysis of North American venture

capital and buyout funds. Online. *Economic notes – Monte Paschi Siena*. 2019, roč. 48, č. 2, s. 1-17. ISSN 0391-5026. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/ecno.12128>. [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].

SAUNDERS, Mark; LEWIS, Philip a THORNHILL, Adrian. *Research methods for business students*. 4. vydání. New York: Prentice Hall, 2009. ISBN 02-737-0148-7.

SCOTT, William Richard. *Financial Accounting Theory*. 5. ilustrované jednání. New York: Prentice Hall, 2016. ISBN 978-01-320-7286-1.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Účetnictví přeměn obchodních korporací*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014. ISBN 978-80-7380-508-1.

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].

SCHWIENBACHER, Armin. An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States. Online. *SSRN Electronic Journal*. 2002, s. 1-44. ISSN 1556-5068. Dostupné z: [doi:10.2139/ssrn.302001](https://doi.org/10.2139/ssrn.302001). [cit. 2024-02-11].

SCHWIENBACHER, Armin. Innovation and Venture Capital Exits. Online. *The Economic journal (London)*. 2007, roč. 118, č. 533, s. 1888-1916. ISSN 0013-0133. Dostupné z: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2008.02195.x>. [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].

SOŁOMA, Andrzej. Exit strategies for private equity portfolio companies in the markets of Central and Eastern Europe. The case of Poland. Online. In: *Conference Proceedings of the 8th International Days of Statistics and Economics*. 2014, roč. 13, č. 1, s. 1397-1406. Dostupné z: [https://msed.vse.cz/static/msed\\_2014/article/243-Soloma-Andrzej-paper.pdf](https://msed.vse.cz/static/msed_2014/article/243-Soloma-Andrzej-paper.pdf). [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].

SOUKOPOVÁ, Jana. Metody vícekritériálního rozhodování. Online. Muni, 2013. Dostupné z: [https://is.muni.cz/el/econ/jaro2013/MKV\\_VZVP/um/33149329/Studijni\\_text\\_metody\\_vice\\_kriterialniho\\_rozhodovani.pdf](https://is.muni.cz/el/econ/jaro2013/MKV_VZVP/um/33149329/Studijni_text_metody_vice_kriterialniho_rozhodovani.pdf). [cit. 2024-02-03].

SRPOVÁ, Jitka; ŘEHOŘ, Václav a KOLEKTIV. *Základy podnikání: teoretické poznatky, příklady a zkušenosti českých podnikatelů*. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3339-5.

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

SUDEK, Richard. Angel Investment Criteria. Online. *Journal of small business strategy*. 2006, roč. 17, č. 2, s. 89. ISSN 1081-8510. Dostupné z: <https://libjournals.mtsu.edu/index.php/jsbs/article/view/68>. [cit. 2024-02-11].

ŠUBRT, Tomáš a KOLEKTIV. *Ekonomicko-matematické metody*. 3. upravené a rozšířené vydání. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2019. ISBN 978-80-7380-762-7.

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

TEKULA, Rebecca; SHAH, Archan. Impact Investing: Actors, Metrics and Interactions, 2016. Online. *Academy of Management Proceedings*. Dostupné z: <https://digitalcommons.pace.edu/wilson/35/>. [cit. 2024-02-10].

TYKVOVA, Tereza. Legal framework quality and success of (different types of) venture capital investments. Online. *Journal of banking & finance*. 2018, roč. 87, č. 1, s. 333-350. ISSN 0378-4266. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.10.015>. [cit. 2024-02-11].

- VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 3., přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.
- VOMÁČKOVÁ, Hana. *Účetnictví akvizicí, fúzí a jiných vlastnických transakcí (vyšší účetnictví)*. 3., aktualiz. vyd. Praha: BOVA POLYGON, 2005. ISBN 80-727-3127-0.
- 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].
- WENNERBERG, Karl; WIKLUND, Johan; DETIENNE, Dawn R. a CARDON, Melissa S. Reconceptualizing entrepreneurial exit: Divergent exit routes and their drivers. Online. *Journal of business venturing*. 2010, roč. 25, č. 4, s. 361-375. ISSN 0883-9026. Dostupné z: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.01.001>. [cit. 2024-02-11].
- WETZEL, William E. *Informal risk capital in New England: Report and survey results*. Online. University of New Hampshire, 1981. Dostupné z: [https://books.google.cz/books/about/Informal\\_Risk\\_Capital\\_in\\_New\\_England.html?id=nFlkPQAACAAJ&redir\\_esc=y](https://books.google.cz/books/about/Informal_Risk_Capital_in_New_England.html?id=nFlkPQAACAAJ&redir_esc=y). [cit. 2021-11-10].
- 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].
- WILTBANK, Robert E. *Business angel investing – promising outcomes and effective strategies*. Online. Effectuation, 2009. Dostupné z: <https://www.effectuation.org/wp-content/uploads/2016/06/wiltbank-business-angel-investing-1.pdf>. [cit. 2021-11-10].
- 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].
- WORLD BANK GROUP. *Stimulating Business Angels in the Czech Republic*. Online. World Bank Group, 2018. Dostupné z: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/30913>. [cit. 2021-07-11].
- YIN, Robert K. *Case Study Research: Design and Methods*. Michigan: SAGE Publications, 1994. ISBN 978-08-839-2057-6.

ZHÁNĚL, Jiří; HELLEBRANDT, Vladimír a SEBERA, Martin. *Metodologie výzkumné práce*. Brno: Masarykova univerzita, 2014. ISBN 978-802-1066-960.

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 - Ekonomika 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 - Ekonomika istraživanja*. 2021b, roč. 35, č. 1, s. 83-105. ISSN 1331-677X. Dostupné z: <https://doi.org/10.1080/1331677X.2021.1888140>

## Seznam schémat

Schéma č. 1:	Rozvinutý finanční ekosystém BAs .....	20
Schéma č. 2:	Proces postupu investice rizikového kapitálu BAs.....	23
Schéma č. 3:	Fáze životního cyklu investice BAs .....	24
Schéma č. 4:	Přehled exit strategií BAs .....	30
Schéma č. 5:	Oblasti zájmu výzkumu BAs .....	45
Schéma č. 6:	Grafické vyobrazení postupu zpracování disertační práce .....	49
Schéma č. 7:	Model transformace dat QUAL+quan .....	52
Schéma č. 8:	Struktura empirického výzkumu disertační práce .....	71
Schéma č. 9:	Financování start-upu v souvislosti s exitem investorů rizikového kapitálu..	87
Schéma č. 10:	Vybrané oblasti rozdělení modelů v odborné literatuře.....	138
Schéma č. 11:	Fáze zpracování modelu vícekritériálního hodnocení BAs o exitu .....	144
Schéma č. 12:	Struktura hierarchického modelu .....	145

## Seznam tabulek

Tabulka č. 1:	Typy dělení PE/VC .....	15
Tabulka č. 2:	Definice Business Angels .....	18
Tabulka č. 3:	Srovnání vybraných zemí dle počtu publikovaných odborných článků .....	25
Tabulka č. 4:	Strana nabídky a poptávky – základní charakteristiky trhu BAs v ČR.....	27
Tabulka č. 5:	Exit strategie top 10 BAs dle počtu exitů za rok 2021 .....	32
Tabulka č. 6:	Externí a interní faktory ovlivňující exit strategii.....	39
Tabulka č. 7:	Identifikace způsobu vyhledávání relevantních zdrojů literární rešerše.....	50
Tabulka č. 8:	Přehled zvolené metodiky výzkumu u dílčích výzkumných otázek.....	51
Tabulka č. 9:	Základní charakteristika realizace polostrukturovaných rozhovorů .....	57
Tabulka č. 10:	Hodnocení determinantů exitu BAs v ČR – dotazníkové šetření .....	59
Tabulka č. 11:	Znaménkové schéma (skript IBM SPSS) .....	64
Tabulka č. 12:	Věk BAs v souvislosti s jejich pohlavím (N = 25) .....	72
Tabulka č. 13:	Bydliště BAs (N = 25) .....	72
Tabulka č. 14:	Nejvyšší dosažená úroveň vzdělání a obor vzdělání BAs (N = 25).....	73
Tabulka č. 15:	Současné pracovní oblast BAs (N = 25) .....	73
Tabulka č. 16:	Současný a předchozí obor pracovních pozic BAs (N = 25).....	74
Tabulka č. 17:	Předchozí pracovní pozice v souvislosti s oborem působení BAs.....	75
Tabulka č. 18:	Deskriptivní statistická analýza sociodemografických dat .....	76
Tabulka č. 19:	Počet projektů v souvislosti s délkou působení BAs (N = 25) .....	78
Tabulka č. 20:	Objem investovaných finančních prostředků BAs (N = 23).....	78
Tabulka č. 21:	Pre-investiční fáze BAs (N = 25).....	79
Tabulka č. 22:	Formy přidané hodnoty BAs – výsledky obsahové analýzy.....	80
Tabulka č. 23:	Důvody volby výběru oboru investování (N = 25).....	80
Tabulka č. 24:	No-go zóny v souvislosti s oborem investování BAs (N <sub>1</sub> = 20; N <sub>2</sub> = 15) ..	81
Tabulka č. 25:	Atraktivní obory k investování vzhledem ke světovému dění (N = 25).....	82
Tabulka č. 26:	Kvantitativní, kvalitativní kritéria hodnocení investice BA (N = 25) .....	83
Tabulka č. 27:	Deskriptivní statistická analýza investic a investičního procesu BA.....	85
Tabulka č. 28:	Počet exitů a exit strategie BAs (N = 15) .....	89
Tabulka č. 29:	Nejkratší a nejdelší časový horizont exitu BAs (N = 12) .....	90
Tabulka č. 30:	Nejnižší a nejvyšší prodejní částka podílu BAs při exitu (N = 12) .....	91
Tabulka č. 31:	Kupující podílu BAs ve start-upu – vyjádření četností (N = 25).....	92
Tabulka č. 32:	Kupující podílu BAs ve start-upu – výsledky obsahové analýzy .....	93
Tabulka č. 33:	Stanovení podílu BAs ve start-upu (N = 25) .....	94
Tabulka č. 34:	Deskriptivní statistická analýza exitu a exit strategie BAs.....	98
Tabulka č. 35:	Plánování a forma plánu BAs při exitu (N = 25).....	99
Tabulka č. 36:	Plánování exitu BAs – výsledky obsahové analýzy .....	99



Tabulka č. 37:	Přístup k plánování exitu BAs – vyjádření četností (N = 15).....	100
Tabulka č. 38:	Přístup k plánování exitu BAs – výsledky obsahové analýzy .....	101
Tabulka č. 39:	Deskriptivní statistická analýza plánování exitu BAs .....	101
Tabulka č. 40:	Další interní faktory ovlivňující exit BAs.....	103
Tabulka č. 41:	Důležitost role důvěry při exitu BAs (N = 25) .....	104
Tabulka č. 42:	Vliv důvěry na exit BAs – vyjádření četností (N = 25).....	105
Tabulka č. 43:	Vliv důvěry na exit BAs – výsledky obsahové analýzy .....	105
Tabulka č. 44:	Důležitost kvalitativních kritérií hodnocení investice při exitu BA .....	106
Tabulka č. 45:	Důležitost úrovně technologické inovace při exitu BAs (N = 25).....	106
Tabulka č. 46:	Vliv technologické inovace na exit BAs – vyjádření četností (N = 22) ...	107
Tabulka č. 47:	Vliv technologické inovace na exit BAs – výsledky obsahové analýzy...	107
Tabulka č. 48:	Důležitost smluvní úpravy exitu při exitu BAs.....	108
Tabulka č. 49:	Důležitost odvětví podniku při exitu BAs .....	108
Tabulka č. 50:	Důležitost kvantitativních kritérií hodnocení investice při exitu BA .....	109
Tabulka č. 51:	Vliv přístupu BAs k přístupu řízení investice na exit – vyjádření četností (N = 25) .....	110
Tabulka č. 52:	Vliv přístupu BAs k řízení investice na exit – výsledky obsahové analýzy ... ..	110
Tabulka č. 53:	Vliv fáze životního cyklu na exit BAs – vyjádření četností (N = 25).....	111
Tabulka č. 54:	Vliv fáze životního cyklu na exit BAs – výsledky obsahové analýzy .....	112
Tabulka č. 55:	Důležitost lokace a schopnosti zpětného odkupu podniku při exitu BAs.	112
Tabulka č. 56:	Deskriptivní statistická analýza interních faktorů ovlivňujících exit BAs	113
Tabulka č. 57:	Vliv sociodemografických dat na načasování exitu BAs .....	116
Tabulka č. 58:	Vliv investičních charakteristik na načasování exitu BAs.....	118
Tabulka č. 59:	Vliv plánování na načasování exitu BAs.....	119
Tabulka č. 60:	Přehled interních faktorů a způsobu ovlivnění exitu BAs .....	121
Tabulka č. 61:	Externí faktory ovlivňující exit BAs.....	122
Tabulka č. 62:	Význam (budoucí) poptávky po start-upu v okamžiku exitu BAs (N = 25)... ..	123
Tabulka č. 63:	Důležitost geopolitického vývoje a covidu-19 při exitu BAs.....	124
Tabulka č. 64:	Důležitost legislativního prostředí ČR a jeho dopady na exit BAs (N = 25).. ..	125
Tabulka č. 65:	Důležitost rozvinutosti kapitálového trhu ve vztahu k exitu BAs (N = 25).... ..	126
Tabulka č. 66:	Rozvinutost kapitálového trhu ve vztahu k exitu BAs (N = 16).....	127
Tabulka č. 67:	Přívětivost českého podnikatelského prostředí z pohledu exitu BAs – výsledky obsahové analýzy .....	128
Tabulka č. 68:	Význam makroekonomického vývoje z pohledu exitu BAs (N = 25).....	128
Tabulka č. 69:	Důvod využití makroekonomických ukazatelů v souvislosti s exitem BAs (N = 22) .....	130

Tabulka č. 70:	Důležitost úrokových sazeb ve vztahu k exitu BAs.....	130
Tabulka č. 71:	Důležitost hospodářského cyklu ve vztahu k exitu BAs (N = 25).....	131
Tabulka č. 72:	Důvody dopadu hospodářského cyklu na exit BAs (N = 23) .....	131
Tabulka č. 73:	Vliv hospodářského cyklu na exit BAs – výsledky obsahové analýzy.....	132
Tabulka č. 74:	Důležitost nezaměstnanosti a měnového kurzu při exitu BAs.....	132
Tabulka č. 75:	Důležitost vybraných externích faktorů na exit BAs.....	134
Tabulka č. 76:	Deskriptivní statistická analýza externích faktorů ovlivňujících exit BAs..... .....	135
Tabulka č. 77:	Přehled externích faktorů a způsobu ovlivnění exitu BAs.....	136
Tabulka č. 78:	Metody kvantifikace preferencí kritérií a jejich výstupy .....	140
Tabulka č. 79:	Hodnocení variant.....	142
Tabulka č. 80:	Seznam cíle, kritérií, subkritérií a variant modelu .....	148
Tabulka č. 81:	Stanovení dílčích vah, agregace a normalizace interních subkritérií.....	150
Tabulka č. 82:	Stanovení dílčích vah, agregace a normalizace externích subkritérií .....	151
Tabulka č. 83:	Hodnotící stupnice kritérií a subkritérií exitu BAs.....	153
Tabulka č. 84:	Zařazení rozhodnutí o exitu BAs do tříd.....	153
Tabulka č. 85:	Verifikace modelu – abstraktní datové vstupy.....	155
Tabulka č. 86:	Validace modelu – reálné datové vstupy .....	156
Tabulka č. 87:	Hlavní oblasti vědeckého přínosu této disertační práce.....	162

## Seznam použitých zkratek

3F – Founders, Family, Friends  
AHP – Analytický hierarchický proces  
Aj. – A jiní  
ASR – Adjustované standardizované reziduum  
B2B – Obchodní zboží a služby  
B2C – Spotřební zboží a služby  
BA – Business Angel  
BAs – Business Angels  
BCPP – Burzu cenných papírů Praha, a. s.  
CAC – Customer Acquisition Cost  
CEE – Central and Eastern Europe  
CLV – Customer Lifetime Value  
CZ – Český  
ČR – Česká republika  
DC – Dílčí cíl  
DVO – Dílčí výzkumná otázka  
EKO – Ekonomika  
Ekon. – Ekonomický  
Et al. – Et alii – A jiní  
ESOP – Employee Stock Option Plan  
EU – Evropská Unie  
ICT – Informační a komunikační technologie  
HC – Hlavní cíl  
HDP – Hrubý domácí produkt  
HVO – Hlavní výzkumná otázka  
IBM – International Business Machines Corporation  
IRR – Internal Rate of Return  
Kumul. – Kumulativní  
LL.M. – Master of Laws  
M&A – Mergers and acquisitions  
Makro. – Makroekonomický  
MBA – Master of Business Administration  
Mj. – Mimo jiné  
MNG – Management  
MS – Microsoft  
MZK – Moravská zemská knihovna  
N – Nominální  
Např. – Například  
Norm.dorvar – Normovaná ordinální variance  
Nom.nomvar – Normovaná nominální variance  
O – Ordinální  
OECD – Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj  
PE – Private Equity

Pozn. – Poznámka  
Ph.D. – Doktor filozofie  
QUAL – Kvalitativní  
QUAN – Kvantitativní  
ROI – Return on Investment  
SAAS – Software and Services  
SDZ – Státní doktorská zkouška  
SPSS – Statistical Package for the Social Sciences  
Tj. – To jest  
Tzn. – To znamená  
USA – United States of America  
V – Variance  
VB – Velká Británie  
VC – Venture Capital  
VKR – Vícekriteriální

## **Seznam příloh**

Příloha A – Grafické vyobrazení postupu řešení disertační práce

Příloha B – Rámcový harmonogram postupu řešení disertační práce

Příloha C – Podoba VKR modelu hodnocení BAs o exitu ze start-upu

Příloha D – Odborný životopis a přehled vykonaných aktivit během studia



## Příloha A – Rámcový harmonogram postupu řešení disertační práce

Tabulka č. 88: Rámcový harmonogram postupu řešení disertační práce

Časové rozmezí	Adaptabilní aktivity	Výsledné aktivity
04/2021–01/2022	Literární rešerše	Vytvoření Pojednání k disertační práci ke Státní doktorské zkoušce (dále také SDZ)
	Shrnutí stěžejních informací dané problematiky	
	Tvorba metodické části disertační práce	
01/2022–05/2024	Tvorba odborných článků na téma disertační práce v rámci celého časového harmonogramu	Publikační činnost I
02/2022–03/2022	Interní obhajoba Pojednání k disertační práci na Ústavu ekonomiky	Přihlášení se k SDZ
	Případná korekce Pojednání disertační práce dle doporučení z interní obhajoby	
05/2022	SDZ	
09/2021–01/2022	Tvorba databáze kontaktů z databáze	Příprava podkladů pro empirický výzkum disertační práce
03/2022–08/2022	Návrh otázek polostrukturovaného rozhovoru a dotazníku	Pilotní výzkum polostrukturovaného rozhovoru a dotazníku
08/2022	Úprava otázek dle vyhodnocení pilotáže	Finální verze otázek polostrukturovaného rozhovoru dotazníku
09/2022–01/2023	Sběr dat	Empirický výzkum I
01/2023–03/2023	Obsahová, deskriptivní a inferenční statistická analýza dat	
02/2024–05/2024	Zodpovězení HVO a DVO	Empirický výzkum II
	Realizace vědeckého článku se školitelem	Publikační činnost II
08/2023–01/2024	Vyhodnocení a interpretace výsledků disertační práce	Odvození rozhodovacího modelu
02/2024	Ověření modelu	Diskuse a závěr
03/2024	Korekce disertační práce	Obhajoba disertační práce
28. 3. 2024	Přihlášení se k Obhajobě disertační práce	
31. 5. 2024		

Zdroj: Vlastní zpracování

## Příloha B – Okruhy a otázky polostrukturovaného rozhovoru

Tabulka č. 89: Okruhy a otázky polostrukturovaného rozhovoru I. A

I. A) CHARAKTERISTIKA EXITU A EXIT STRATEGIE	
Oblast	Otázka
1. Doba působení	a) Jak dlouho působíte jako BA? b) Na kolika projektech jste jako BA participoval?
2. Počet exitů	a) Kolik exitů jste za svoji kariéru BA uskutečnil? b) Jaké je procento těch úspěšných? c) Zbytek je tedy formou likvidace?
3. Typy exit strategií	a) O jaké exit strategie šlo (z hlediska forem)? b) Volíte zpravidla stejnou exit strategii nebo se vyvíjí volba v čase? c) Pokud ano, které faktory to ovlivňují?
(4. IPO)	(Pokud došlo k IPO, a) na které burze? b) v jakém segmentu?)
5. Kupující investice	Komu, v případě obchodního prodeje, investici prodáváte? (VC fondy, jiní business angels, jiné subjekty – jaké?)
6. Ohodnocení podílu při exitu	a) Jak metodicky určujete hodnotu podílu v podniku při exitu? b) Kdo hodnotu podílu určuje? (BA, podnik, externí firma)
7. Ohodnocení exit strategií	a) Jakým způsobem byste zhodnotil přívětivost českého podnikatelského prostředí pro exit BA z podniku? (z hlediska legislativy, daňového zatížení apod.) b) A u jednotlivých exit strategií? obchodní prodej - a) IPO - b) zpětný odkup - c) likvidace
8. Smluvní úprava exitu	a) Jakým způsobem máte exit právně ošetřen? b) Jaká je průměrná doba, kdy nesmí dojít k exitu? c) Využíváte specifickou smluvní úpravu s ohledem rozhodnutí se o exitu (klauzule o exitu)? d) Jakou? e) Jaké jsou její komponenty? f) Z hlediska typu a načasování?
9. Rychlost exitu	a) Jaká je průměrná doba Vaší investice, nežli dojde k exitu (od podpisu kontraktu po exit)? b) Specifikujte nejkratší, c) nejdelší investici.
10. Předčasné ukončení investice	Jaké důvody Vás vedou k předčasnému ukončení investice? (např. nenaplnění průběžných cílů, „třecí plochy“ mezi investorem a podnikatelem, porušení smlouvy)
11. Nejvyšší prodejní částka	Jaká byla nejvyšší prodejní částka v rámci uvedených exit strategií?
12. Nejnižší prodejní částka	Jaká byla nejnižší prodejní částka v rámci uvedených exit strategií?

Zdroj: Vlastní zpracování



**Tabulka č. 90: Okruhy a otázky polostrukturovaného rozhovoru včetně archu I. B**

<b>I. B) PLÁNOVÁNÍ EXITU</b>	
<b>Oblast</b>	<b>Otázky</b>
1. Fáze životního cyklu investice	Ve které fázi životního cyklu investice plánujete exit strategii? (na začátku, na konci, vyhledávání, screening, hodnocení, due dilligence, term sheet, právní rámec, monitoring, exit)
2. Plán exitu	a) Jak vypadá typický plán exitu? b) Jedná se o formální dokument nebo pouze žádoucí představu ve Vaší hlavě? Dokument – jaké má části?
3. Přístup k volbě exit strategie	a) Když časujete exit, sledujete plán, který jste si definovali v okamžiku, kdy jste do projektu vstupovali nebo sehrává při rozhodování o exitu spíše roli příležitost? b) O jakou událost by se mohlo jednat? (např. možnost nečekaného výhodného prodeje investice, resp. možnost výhodné alternativní investice)
4. Důvody využití přístupů	Z jakého důvodu volíte (proaktivní/opportunistický) přístup k volbě exitu?
5. Spolupráce	a) Spolupracujete při plánování exitu/exit strategie s podnikem? b) Jaké jsou formy spolupráce?

*Zdroj: Vlastní zpracování*

**Tabulka č. 91: Okruhy a otázky polostrukturovaného rozhovoru II. A**

<b>II. A) OKRUH – EXTERNÍ FAKTORY</b>	
<b>Oblast</b>	<b>Otázky</b>
1. Hospodářský cyklus	a) Je rozdíl v načasování a formě exit strategie v případě, že je ekonomika na vzestupu (konjunktura, vrchol) či naopak v recesi? b) Jaký? – typ, načasování
2. Ekonomické ukazatele	a) Který z makroekonomických ukazatelů (ve vztahu k hospodářskému cyklu) při volbě exit strategie berete v úvahu? (růst HDP, míra inflace, vývoj úrokových sazeb, nezaměstnanost, vývoj měnového kurzu...) b) Přihlížíte i k jiným než uvedeným ukazatelům? (např. růst cen surovin – primárních zdrojů), otázky geopolitického vývoje) c) Jakým způsobem faktory ovlivňují typ a načasování exitu?
3. Změny na trhu a úroveň budoucí poptávky	a) Hodnotíte při volbě exit strategie úroveň poptávky po koupi Vaší investice? b) Pokud ano, jakým způsobem? (jaký dopad má vysoká/nízká úroveň poptávky na výběr exit strategie a načasování)
4. Rozvinutost kapitálového trhu	a) Ovlivňuje stupeň rozvinutosti kapitálového trhu ČR volbu exit strategie? b) Pokud ano, jakým způsobem – typ a načasování? c) Kde spatřujete silné a slabé stránky?
5. Legislativa	a) Jakým způsobem ovlivňuje legislativní prostředí, tj. nastavení právního, finančního a daňového systému volbu Vaší exit strategie? b) Kde spatřujete silné a slabé stránky?
6. Další externí faktory	a) Existují další externí faktory, které zvažujete, nebo Vás přímo ovlivňují při volbě exit strategie a nejsou zde uvedeny? b) Pokud ano, o jaké faktory se jedná? c) Jak ovlivňují typ a načasování?

*Zdroj: Vlastní zpracování*

**Tabulka č. 92: Okruhy a otázky polostrukturovaného rozhovoru II. B**

<b>II. B) OKRUH – INTERNÍ FAKTORY</b>	
<b>INVESTOR</b>	
<b>Oblast</b>	<b>Otázka</b>
1. Účast v podniku	Jaké byste řekl/a, že má dopady aktivní zapojení BA v podniku na exit a jeho načasování?
<b>INVESTICE</b>	
<b>Oblast</b>	<b>Otázka</b>
2. Důvěra	a) Jakou roli hraje důvěra - a) v projekt nebo - b) v osobu podnikatele nebo - c) v produkt nebo - d) v trh při volbě a načasování exit strategie? b) Jakým způsobem to ovlivňuje typ a načasování exitu?
<b>PODNIK</b>	
<b>Oblast</b>	<b>Otázka</b>
3. Technologická inovace	a) Ovlivňuje úroveň technologické inovace (high-tech vs. non-high-tech) nějakým způsobem exit? b) Z hlediska formy a načasování.
4. Fáze vývoje podniku	a) Jak se liší exit strategie v různých fázích životního cyklu podniku? (předstartovní financování – seed, začínající – start-up, další kola financování – later-stage venture). b) Z hlediska typu a načasování.
5. Další interní faktory	a) Existují další interní faktory, které zvažujete, nebo Vás přímo ovlivňují při volbě exit strategie a nebyly zde vyčteny? b) Pokud ano, o jaké faktory se jedná? c) Jak ovlivňují typ a načasování exitu?

Zdroj: Vlastní zpracování

**Tabulka č. 93: Dotazníkové šetření – Externí faktory**

<b>Ohodnoťte důležitost externích faktorů na škále od 1 do 5 při volbě Vaší exit strategie. 1 – nejméně důležitý, 5 – nejvíce důležitý, pokud není důležitý vůbec, uveďte 0.</b>						
<b>Externí faktory</b>	<b>Hodnotící škála</b>					
Růst/pokles HDP	0	1	2	3	4	5
Úrokové sazby	0	1	2	3	4	5
Měnový kurz a jeho vývoj	0	1	2	3	4	5
Růst cen primárních zdrojů (např. uhlí, ropa, zemní plyn)	0	1	2	3	4	5
Energetická krize – růst cen energií	0	1	2	3	4	5
Covid-19	0	1	2	3	4	5
Geopolitický vývoj (např. válka na Ukrajině)	0	1	2	3	4	5
Změny poptávky po podniku	0	1	2	3	4	5
Úroveň budoucí poptávky po podniku	0	1	2	3	4	5
Rozvinutost kapitálového trhu	0	1	2	3	4	5
Fungující trh s IPO	0	1	2	3	4	5
Legislativa	0	1	2	3	4	5
Daně	0	1	2	3	4	5
Vymahatelnost práva	0	1	2	3	4	5
Malý trh ČR	0	1	2	3	4	5
Nezavedení eura	0	1	2	3	4	5
Jazykové bariéry	0	1	2	3	4	5

Zdroj: Vlastní zpracování

**Tabulka č. 94: Dotazníkové šetření – Interní faktory**

Interní faktor	Hodnotící škála					
Přístup k řízení investice BA (aktivní/pasivní účast)	0	1	2	3	4	5
Smluvní úprava exitu	0	1	2	3	4	5
Důvěra	0	1	2	3	4	5
Kvantitativní investiční kritéria (ČSH, VVP, doba návratnosti)	0	1	2	3	4	5
Kvalitativní investiční kritéria (přidaná hodnota pro společnost)	0	1	2	3	4	5
Schopnost zpětného odkupu podnikem	0	1	2	3	4	5
Fáze životního cyklu podniku	0	1	2	3	4	5
Úroveň technologické inovace	0	1	2	3	4	5
Lokace investice	0	1	2	3	4	5
Odvětví podniku	0	1	2	3	4	5

Zdroj: Vlastní zpracování

**Tabulka č. 95: Okruhy a otázky polostrukturovaného III.**

III. OKRUH – CHARAKTERISTIKA INVESTIC A INVESTIČNÍ PROCES	
Oblast	Otázka
1. Pre-investiční fáze	a) Jaká je průměrná doba od prvního kontaktu s founders do uzavření kontraktu?
2. Obor/odvětví podniku	a) Jaké preferujete obory/odvětví, do kterých investujete? b) Proč právě tyto obory/odvětví? c) Které obory/odvětví jsou podle Vašeho názoru nyní pro investování BA atraktivní?
3. No-Go zóna	Jaké faktory vedou k okamžitému zamítnutí návrhu projektu? (no-go)
4. Přidaná hodnota BAs	a) Přinášíte do podniku vždy smart money? b) Pokud ano, jaké je alespoň přibližně procento projektů, kde sehrává roli i nefinanční příspěvek (tok know-how, kontakty) c) Je z Vašeho pohledu důležité být zapojen do financovaného podniku nad rámec toho, že jste oficiálně společníkem? d) Jakou formu zapojení preferujete? e) Stalo se Vám, že jste podniku neposkytl přislíbené know-how, znalosti, dovednosti, aktivní zapojení do podniku či kontakty? f) Pokud ano, z jakého důvodu?
5. Objem investic	Mohl byste alespoň řádově přiblížit největší a nejmenší investici? (Z hlediska objemu investovaných prostředků)
6. Investiční kritéria I	Jaká kvantitativní investiční kritéria hodnocení efektivnosti investice zpravidla volíte? (IRR, ČSH, doba návratnosti)
7. Investiční kritéria II	a) Jaké jsou očekávané hodnoty těchto ukazatelů? b) Jaké je přibližně procento investic, u kterých je hodnoty dosaženo?
8. Investiční kritéria III	a) Aplikujete nějaká kvalitativní kritéria pro zhodnocení úspěchu/neúspěchu investice? (např. společenský přesah) b) Pokud ano, jaká?
9. Investiční kritéria IV	a) Jsou kritéria odlišná ve vztahu k objemu investovaných finančních prostředků? b) Pokud ano, jaká je tam odlišnost?

Zdroj: Vlastní zpracování

**Tabulka č. 96: Okruhy a otázky polostrukturovaného rozhovoru IV.**

<b>IV. OKRUH – SOCIODEMOGRAFICKÁ CHARAKTERISTIKA</b>	
<b>Oblast</b>	<b>Otázka</b>
1. Věk	Kolik je Vám let?
2. Bydliště	a) Ve kterém kraji/městě žijete? b) Je oblast realizace Vašich investic převážně blízko lokality, kde žijete či nikoliv? c) Hraje to ve Vašem rozhodování o exitu nějakou roli – typ, načasování?
3. Vzdělání	a) Jaká je nejvyšší dosažená úroveň Vašeho vzdělání? b) V jakém oboru? c) Ovlivnilo Vás studium v rozhodnutí stát se BA?
4. Současná pracovní pozice	a) Věnujete se pouze investování jako BA nebo působíte i na dalších pracovních pozicích? b) Pokud ano, jakých? c) V jakém oboru?
5. Předchozí pracovní pozice	a) Které pracovní pozice jste vykonával? b) V jakém oboru? c) Mohl byste se v krátkosti vyjádřit k tomu, jaké pracovní pozice Vás ovlivnily nejvíce profilovat se jako BA?

*Zdroj: Vlastní zpracování*

## Příloha C – Podoba VKR modelu hodnocení BAs o exitu ze start-upu

Tabulka č. 97: Rozhodovací proces VKR modelu hodnocení BAs o exitu ze start-upu

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>-</b>	<b>-</b>	<b>1,502247</b>
<p>Ohodnoňte 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.</p>					

Zdroj: Vlastní zpracování

Doporučení rozhodnutí o exitu	
Transformace na interval	Doporučené rozhodnutí
0,251124	Exitovat

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



## **Příloha D – Odborný životopis a přehled vykonaných aktivit během studia**

# Odborný životopis a přehled vykonaných aktivit během studia

Ing. Mgr. Lada Vejmělková

## 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 – Získávání 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, řidičský 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.

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*

***Zahraniční 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.