



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY

FAKULTA PODNIKATELSKÁ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT

ÚSTAV EKONOMIKY

DEPARTMENT OF ECONOMICS

ROLE NEINSTITUCIONALIZOVANÉHO SOUKROMÉHO KAPITÁLU V PODMÍNKÁCH NOVĚ ZAKLÁDANÝCH PODNIKŮ A JEJICH ROZVOJOVÝCH FÁZÍ

NON-INSTITUTIONAL PRIVATE EQUITY AND THE STARTING-UP, GROWTH AND EXPANSION OF
A BUSINESS

DISERTAČNÍ PRÁCE

DISSERTATION THESIS

AUTORKA PRÁCE:
AUTHOR

Mgr. Ing. et Ing. Martina Skalická

ŠKOLITEL:
SUPERVISOR

Doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

BRNO 2018

Abstrakt

Disertační práce se zabývá charakteristikami Business Angel investorů působících v České republice a identifikuje jejich přístupy k hodnocení podnikatelských projektů. Výzkum vychází z primárních dat získaných na základě přímého dotazování aktivních Business Angel investorů. Zjišťovány jsou charakteristiky Business Angel investorů a jejich přístupy k hodnocení a monitoringu investičních projektů. Business Angel investoři byli také dotazováni, jak vnímají podmínky vnějšího prostředí. Témata a otázky v rozhovorech vyplývaly z široké rešerše odborné literatury věnující se dané oblasti. Na základě výsledků dotazování byl zpracován eliminační model zachycující preference jednotlivých Business Angel investorů. Výstupem modelu je určení pravděpodobnosti, že projekt usilující o financování ze strany Business Angel investorů nebude odmítnut bez hlubšího zkoumání. Objasnění mechanismu rozhodování Business Angel investorů a návrh eliminačního modelu jsou přínosem jak pro rozvoj ekonomické teorie tak i podnikové praxe. Model představuje inovativní nástroj pro podnikatele usilující o financování neinstitutcionalizovaným soukromým kapitálem, jak nastavit parametry svých projektů, aby zvýšili pravděpodobnost, že Business Angel investor projekt podrobí procesu due diligence, tedy procesu podrobného zjišťování informací, které jsou nezbytné pro konečné investiční rozhodnutí.

Klíčová slova:

neinstitutcionalizovaný soukromý kapitál, Business Angel investor, Business Angel investice, rozhodování, eliminační metoda, metoda sněhové koule.

Abstract

This Ph.D. thesis examines characteristics of Business Angel investors in the Czech Republic and their attitudes to evaluation of investment projects. The research is based on primary data obtained by interviewing active Business Angel investors operating in the Czech Republic. The characteristics of Business Angel investors and their attitudes in investment decision making and subsequent monitoring of investments are analysed. Business Angel investors were also asked how they perceive external environment. The topics and questions listed in the interviews result from an in-deep literature research. Based on the results of the interviews, an elimination model was developed to capture the preferences of individual Business Angel investors. The model represents a tool supporting entrepreneurs while determining the probability that their project will not be rejected without a deeper examination. Therefore, the model supports entrepreneurs to set the parameters of their projects to increase the likelihood that a Business Angel investor will undergo a detailed due diligence process.

Key words:

non-institutional Private Equity, Business Angel investors, Business Angel investments, decision making, elimination by aspect, snowball method.

Bibliografická citace

SKALICKÁ, M. Role neinstitutionalizovaného soukromého kapitálu v podmínkách nově zakládaných podniků a jejich rozvojových fází. Disertační práce. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2018. 173 s. Vedoucí práce: doc. Ing. Marek Zinecker, Ph.D.

Čestné prohlášení o původnosti práce

Prohlašuji, že předložená disertační práce s názvem je původní a zpracovala jsem ji samostatně pod vedením mého školitele. 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 15. října 2018

.....

Mgr. Ing. Martina Skalická

Poděkování

Děkuji panu docentu Zineckerovi za skvělou dlouhodobou spolupráci završenou odbornou pomocí a podporou při zpracování mé disertační práce.

Děkuji všem investorům, kteří mi věnovali svůj čas.

Děkuji mému trpělivému manželovi, že to se mnou vydržel.

Obsah

Abstrakt	2
Abstract.....	3
Seznam obrázků.....	10
Seznam tabulek.....	11
Úvod	20
1 Teoretická východiska a analýza současného stavu problematiky	23
1.1 Zdroje podnikového financování.....	23
1.2 Základní terminologie.....	23
1.3 Historie soukromého kapitálu.....	24
1.4 Investoři soukromého kapitálu	25
1.5 Neinstitucionalizovaný soukromý investor (Business Angel investor).....	25
1.6 Typy investic soukromého kapitálu.....	27
1.7 Investiční cyklus a vystoupení z investice.....	28
1.8 Due diligence	29
1.9 Hodnocení start-ups	29
1.10 Soukromé investice v České republice	33
1.11 Informační asymetrie, teorie zastoupení a teorie nekompletních kontraktů	34
1.12 Dílčí shrnutí	37
2 Cíle disertační práce.....	39
3 Postup zpracování disertační práce	43
4 Použité metody.....	46
4.1 Metoda sběru dat	46
4.1.1 Rozhovory.....	46
4.2 Metody vědeckého zkoumání, vyhodnocení a interpretace dat.....	47
4.2.1 Obsahová analýza	47

4.2.2	Statistické metody	48
4.2.3	Modelování	49
5	Identifikace charakteristik a procesu investičního rozhodování výběrového souboru neinstitucionalizovaných soukromých investorů v prostředí České republiky	50
5.1	Základní a výběrový soubor respondentů	50
5.2	Sběr dat	54
5.2.1	Výběr respondentů	54
5.2.2	Způsob zjišťování a zaznamenávání informací	55
5.3	Struktura rozhovorů a jejich vedení	57
5.4	Předvýzkum (pilotní rozhovory)	59
5.5	Vyhodnocení dat	60
5.6	Výsledky dotazování - charakteristiky výběrového a proces investičního rozhodování výběrového souboru Business Angel investorů	62
5.6.1	Demografické údaje vztahující se k Business Angel investorům	62
5.6.2	Dílčí shrnutí	66
5.6.3	Zkušenosti a investiční zvyklosti	67
5.6.4	Získávání prvotních informací, výše, počet a délka investic	74
5.6.5	Proces due diligence	77
5.6.6	Spolupráce s dalšími Business Angel investory	81
5.6.7	Dílčí shrnutí	82
5.6.8	Význam podmínek vnějšího prostředí pro realizaci investice	84
5.6.9	Dílčí shrnutí	90
5.6.10	Podnikatel a jeho tým, produkt a jeho postavení na trhu	92
5.6.11	Dílčí shrnutí	97
5.6.12	Monitoring investice a její uzavření	97
5.6.13	Důvody odmítání projektů	101
5.6.14	Podrobná eliminační kritéria	103

6 Návrh modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání	120
6.1 Výběr projektů k bližšímu zkoumání ze strany Business Angel investorů – metodická východiska pro návrh modelu.....	120
6.1.1 Metodologie výběru variant.....	121
6.1.2 Eliminace variant pro nesplnění kritéria	124
6.1.3 Kritické zhodnocení Tverského modelu	127
6.2 Základní formulace modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání	128
6.3 Vědecký přínos návrhu rozhodovacího modelu	134
6.4 Parametrizace navrhovaného modelu	136
6.4.1 Návrh parametrů rozhodovacího modelu na základě výsledků empirického výzkumu	136
6.5 Kritika, vyhodnocení a interpretace modelu.....	145
7 Přínosy a omezení disertační práce.....	150
7.1 Přínosy pro ekonomickou teorii	150
7.2 Přínosy pro ekonomickou praxi.....	151
7.3 Přínosy pro pedagogiku ekonomických věd.....	154
7.4 Omezení disertační práce.....	155
Závěr.....	157
Literární zdroje	160
Internetové zdroje.....	173
Příloha.....	174

Seznam obrázků

Obrázek 1: Private Equity. Vztah soukromého, rizikového a rozvojového kapitálu.	26
Obrázek 2: Informační asymetrie a její zdroje.	35
Obrázek 3: Postup zpracování disertační práce.....	45
Obrázek 4: Vztah populace a výběru, z nich odvozených statistik a parametrů.	51
Obrázek 5: Možné způsoby řetězení respondentů v rámci získávání nových respondentů metodou sněhové koule.....	52
Obrázek 6: Sběr a zpracování dat.....	53
Obrázek 7: Omezení rozhodovatele množstvím vynaloženého úsilí a z toho plynoucí omezená relativní přesnost rozhodnutí.....	123
Obrázek 8: Možné varianty rozhodnutí (x, y, z) a atributy jednotlivých variant (α , β ...).	125

Seznam tabulek

Tabulka 1: Relativní četnosti věkových kategorií Business Angel investorů.....	62
Tabulka 2: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností věkových kategorií a kategorií povolání Business Angel investorů.....	63
Tabulka 3: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností kategorií odpovědí v otázce týkající se oboru, kde mají největší zkušenosti, vzhledem k jejich věkové kategorii...	64
Tabulka 4: Relativní četnosti kategorií profesní zkušenosti dotazovaných Business Angel investorů (většina Business Angel investorů má více profesních zkušeností).....	64
Tabulka 5: Relativní četnosti kategorií vzdělání dotazovaných Business Angel investorů a kategorií jejich zkušenosti se zakládáním podniků.....	65
Tabulka 6: Relativní četnosti uvedeného regionu bydliště dotazovaných Business Angel investorů.....	65
Tabulka 7: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností kategorií vnímání vlastního bohatství a příjmů Business Angel investory dle jejich věkových kategorií.....	66
Tabulka 8: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností kategorií délky zkušeností Business Angel investorů v letech dle věkových kategorií Business Angel investorů.....	67
Tabulka 9: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností odpovědí Business Angel investorů na otázky délky doby investování a počtu realizovaných investic.....	68
Tabulka 10: Odhadovaný průměrný počet investic Business Angel investorů ročně dle délky doby investování.....	68
Tabulka 11: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností odpovědí Business Angel investorů na otázky jejich záměrů vzhledem k rozsahu činnosti.....	69
Tabulka 12: Sloupcově podmíněné relativní četnosti pracovních zkušeností dle oboru investic Business Angel investorů a relativní četnosti oblastí Business Angel investic. Někteří Business Angel investoři se angažují ve více oborech nebo se rozhodují na základě jiných kritérií.....	70
Tabulka 13: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - podíl vlastního kapitálu, který Business Angel investoři vkládají do projektů s rozlišením věku Business Angel investorů.....	71
Tabulka 14: Simultánní relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů dle toho, jak se na financování projektů podílejí další subjekty. Někteří Business Angel investoři uvádějí více spolufinancujících subjektů nebo více variant přístupů.....	72

Tabulka 15: Simultánní relativní četnosti ochoty (neochoty) Business Angel investorů účastnit se různých fází podnikatelských projektů. Business Angel investoři často vyjadřují ochotu vstupovat do různých fází projektů.	73
Tabulka 16: Relativní četnosti způsobu získávání informací ze strany Business Angel investorů o potencionálních investičních příležitostech. Business Angel investoři uváděli více kategorií současně.	74
Tabulka 17: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na počet blíže zvažovaných projektů ročně.	74
Tabulka 18: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na odhadovaný počet realizovaných Business Angel investic ročně.	75
Tabulka 19: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku obvyklé výše jednorázové investice.	76
Tabulka 20: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku zamýšlené doby a maximální doby investice.	76
Tabulka 21: Relativní četnosti předpokládaných způsobů ukončení úspěšné investice ze strany Business Angel investorů. Možnost více odpovědí současně.	77
Tabulka 22: Relativní četnosti nástrojů prováděné due diligence v případě zvažovaného projektu. Možných je více odpovědí současně.	77
Tabulka 23: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku oblasti, na kterou se due diligence zaměřuje. Možných je více odpovědí současně.	78
Tabulka 24: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku osoby, která se na due diligence hlavně podílí.	78
Tabulka 25: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností odpovědí Business Angel investorů na otázku délky procesu due diligence v závislosti na tom, kdo tento proces především provádí.	79
Tabulka 26: Relativní četnost odpovědí Business Angel investorů na dobu zvažování investice vzhledem době trvání due diligence.	79
Tabulka 27: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - obvyklý počet jednání Business Angel investora s podnikatelem o podmínkách investice do projektu a doba zvažování investice.	80
Tabulka 28: Relativní četnosti uváděného počtu odmítnutých projektů ročně.	81
Tabulka 29: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku, zda spolupracují s dalšími Business Angel investory a jak tato spolupráce probíhá.	82

Tabulka 30: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku výhod a nevýhod spolupráce s dalšími Business Angel investory. Možnost více odpovědí současně.	82
Tabulka 31: Relativní četnosti hodnocení podmínek makroekonomického vývoje ze strany Business Angel investorů.	84
Tabulka 32: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - hodnocení politiky ČNB Business Angel investory v závislosti na hodnocení důležitosti makroekonomického vývoje.	85
Tabulka 33: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - hodnocení daňové problematiky Business Angel investory v závislosti na hodnocení důležitosti makroekonomického vývoje.	85
Tabulka 34: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - odpovědi Business Angel investorů na otázku vhodnosti legislativního prostředí pro Business Angel investice vzhledem k jejich odpovědím o vhodnosti daňového systému.	86
Tabulka 35: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - odpovědi Business Angel investorů na otázku vhodnosti legislativního prostředí pro Business Angel investice vzhledem k jejich odpovědím vhodnost daňového systému.	87
Tabulka 36: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku důležitosti instituce kapitálového (burzovního) trhu jako způsobu exitu Business Angel investic.	87
Tabulka 37: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku klíčových bariér rozvoje Business Angel investic a nových projektů.	88
Tabulka 38: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů v otázce, zda považují zahájení podnikání (projektu) v České republice za náročné a pokud ano, ve které oblasti.	88
Tabulka 39: Kontingenční čtyřpolní tabulka absolutních četností vyjádření Business Angel investorů k legislativní úpravě Business Angel investic a podnikání v České republice a pocítované administrativní náročnosti zahájení nových projektů.	89
Tabulka 40: Relativní četnosti nejvýznamnější uvedené oblasti kromě zahajování podnikatelských projektů bránící rozvoji podnikatelských projektů.	90
Tabulka 41: Relativní četnosti postojů Business Angel investorů k otázce získávání referencí o podnikatelích ucházejících se o financování projektů.	92
Tabulka 42: Relativní četnosti způsobů zjišťování referencí na podnikatele ze strany dotazovaných Business Angel investorů (více odpovědí je možných).	93
Tabulka 43: Relativní četnosti odpovědí v otázce Business Angel investory oceňované vlastnosti podnikatelů a jejich týmů (více odpovědí je možných).	94

Tabulka 44: Relativní četnosti hodnocení Business Angel investorů v otázce předchozí osobní znalosti nebo znalosti činnosti podnikatele při posuzování účasti v projektu.....	94
Tabulka 45: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - postoj Business Angel investorů k patentové ochraně produktu dle oboru, na který se zaměřují a celkem.	95
Tabulka 46: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - hodnocení Business Angel investorů ohledně postavení projektu vzhledem ke konkurenci dle jejich vztahu k ochraně duševního vlastnictví a celkem.	96
Tabulka 47: Relativní četnosti odpovědi Business Angel investorů v otázce naplňování plánů jejich současných investic.	98
Tabulka 48: Relativní četnost kategorií odpovědí Business Angel investorů v otázce jejich osobní aktivní účasti na projektu.....	98
Tabulka 49: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností vnímání vlastní role Business Angel investory v závislosti na uváděné míře angažovanosti v projektech.....	99
Tabulka 50: Relativní četnosti představ Business Angel investorů o likvidnosti investic do projektů.....	99
Tabulka 51: Relativní četnosti postoje Business Angel investorů k využívání výplaty podílu na zisku jako způsobu zajištění návratnosti investice.	100
Tabulka 52: Relativní četnosti důvodů odmítání projektů ze strany Business Angel investorů (více odpovědí je možných).	101
Tabulka 53: Kontingenční čtyřpolní tabulka simultánních absolutních četností odpovědí na otázku odmítnutí projektu.	102
Tabulka 54: Korelační koeficienty odpovědí na otázku odmítnutí projektu.....	102
Tabulka 55: Kritéria Business Angel investorů při hodnocení projektů, jejichž nesplnění může vést k zastavení dalšího zvažování projektu.	103
Tabulka 56: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku oboru zaměření investic.....	105
Tabulka 57: Pravděpodobnost, že Business Angel investor se zabývá investicemi v daném oboru.....	107
Tabulka 58: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku nároků na podnikatele a jeho manažerský tým.	108
Tabulka 59: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku oboru zaměření investic.....	109

Tabulka 60: Pravděpodobnost, že Business Angel investor se zabývá investicemi v dané fázi rozvoje.....	110
Tabulka 61: Pravděpodobnost, že Business Angel investor vstoupí do projektu dle stavu projektu.....	110
Tabulka 62: Pravděpodobnost, že Business Angel investor vstoupí do projektu, dle finanční spoluúčasti podnikatele.	111
Tabulka 63: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku požadovaných vlastností produktu.	111
Tabulka 64: Relativní četnosti a korelační koeficienty zredukovaných kategorií odpovědí Business Angel investorů na otázku požadovaných vlastností produktu.....	112
Tabulka 65: Relativní četnosti požadavků Business Angel investorů na splnění vlastností produktu a jejich kombinace.	112
Tabulka 66: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku požadovaných vlastností trhu.	113
Tabulka 67: Pravděpodobnost, že Business Angel investor ihned neodmítne projekt při splnění podmínek vlastností trhu a postavení podnikatele na něm.	114
Tabulka 68: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku požadavku míry růstu trhu a z toho vyplývající pravděpodobnosti, že Business Angel investor ihned neodmítne projekt při splnění podmínek.....	115
Tabulka 69: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na klíčové finanční kritérium projektu.....	116
Tabulka 70: Pravděpodobnosti, že Business Angel investor neodmítne ihned projekt pro neplnění finančních kritérií.	116
Tabulka 71: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku důležitosti vysokého zhodnocení investice a pravděpodobnosti, že Business Angel investor neodmítne projekt pro neplnění podmínky vysokého zhodnocení.	117
Tabulka 72: Relativní četnosti předpokládané doby investice do projektu ze strany Business Angel investora a pravděpodobnosti, že podnikatel nebude odmítnut pro překročení doby investice.....	118
Tabulka 73: Relativní četnosti Business Angel investory požadovaných minimálních nástrojů kontroly a monitorování jejich investic.....	119
Tabulka 74: Katalog eliminačních kritérií: míra akceptovatelnosti hodnocených vlastností projektu ze strany Business Angel investorů dle realizace těchto vlastností.	139

Tabulka 75: Katalog souvztažností: vzájemné korelace požadovaných hodnot vlastností projektu ze strany Business Angel investorů (uváděné ve vzestupném pořadí kódu vlastnosti a pouze korelace s vyššími hodnotami kódu hodnoty vlastnosti).	142
Tabulka 76: Způsob hodnocení modelového příkladu - předpokládaná míra akceptace jednotlivých vlastností projektu ze strany Business Angel investora dle katalogu eliminačních kritérií uvedeného v tabulce 74.	146

Úvod

Hovoříme-li o neinstitutionalizovaném soukromém kapitálu, nevyhneme se pojmu „Business Angel“. Počátky používání tohoto pojmu pro soukromé osoby, které jsou ochotny se zejména finančně, ale i jiným způsobem, např. svými kontakty či manažerskými zkušenostmi podílet na realizaci projektů třetích osob, jsou spojovány s účastí soukromých investorů při financování uvádění nových her na Broadway na konci 19. století. Přestože předmět zájmu neinstitutionalizovaných investorů (Business Angel investorů) je dnes značně odlišný - je směřován zejména k novým, často převratným způsobům užití technologie, organizace apod. k uspokojování lidských potřeb nebo jejich zapojení do výrobního procesu zejména v oblasti informačních technologií, telekomunikací, medicíny aj. - princip vztahu Business Angel investora a jím podpořeného podnikatele¹ zůstává stejný. Aby soukromý investor podpořil konkrétní projekt konkrétního podnikatele, musí jít, vzhledem k výši podstupovaného rizika, o projekt s významným potenciálem a soukromý investor potřebuje umět rozeznat tento potenciál. Úspěšné realizace takových projektů jsou pak schopny měnit obchodní zvyklosti, způsoby rozhodování, nakupování atd. v celých oborech hospodářské činnosti a mají tak značný společenský přesah. Změny, které tyto projekty mají potenciál vytvářet, mění konkurenční pozice ekonomických subjektů na trhu. Je tedy zřejmé, že schopnost přicházet s takovými změnami je jedním ze základních atributů dlouhodobé konkurenceschopnosti firem, ale i zvyšování ekonomického blahobytu obyvatelstva prostřednictvím přebytku spotřebitele.

Přítomnost a ochota soukromých investorů vkládat své prostředky do projektů, které jsou často jen ve fázi záměru, bývá jednou z nutných podmínek, aby takové projekty mohly být realizovány.² Činnost soukromých investorů tak přispívá k urychlení ekonomického vývoje. Rizika, která podstupují, jsou zpravidla značná. Nemusí souviset pouze s daným podnikatelským plánem, ale i s jeho smluvním zajištěním (resp. jeho absencí), organizačním

¹ V této disertační práci je za podnikatele považována fyzická osoba reprezentující projekt, jak bude uvedeno dále.

² Samozřejmě mohou být realizovány i později, např. po dostatečné akumulaci zdrojů ze strany inicializujícího podnikatele, nicméně tím dochází ke zpoždění ekonomického vývoje.

uspořádáním apod., když pro institucionalizované formy financování počátečních fází podnikatelských aktivit mohou být podstupovaná rizika již neakceptovatelná.

Realizace role těchto osob - neinstitucionalizovaných soukromých (tzv. Business Angel) investorů - při financování značně nejistých záměrů je na úrovni rozhodování o umístění investice umožněna zejména tím, že individuální investoři se zodpovídají jen sami sobě a jde o jejich soukromé rozhodnutí. Činnost těchto osob má však značný potenciál působit jako katalyzátor ekonomického vývoje. Z hospodářsko-politického pohledu, z pohledu úsilí o rozvoj ekonomické prosperity a konkurenceschopnosti ekonomiky jako celku, ale i z pohledu individuálního podnikatele usilujícího o získání financování svého projektu, jehož potenciál nebyl širším okolím doposud rozeznán, se jeví jako důležité identifikovat, kdo jsou tyto osoby, poskytující neinstitucionalizovaný soukromý kapitál.

Pro podnikatele ucházející se o získání podpory, zejména finanční, pro rozvoj svých start-up projektů, má podstatný význam pochopení, jakým způsobem soukromí investoři hodnotí a vybírají tyto projekty, co je pro ně důležité a v čem spatřují významná rizika. Prostřednictvím poznání a přizpůsobení se požadavkům soukromých investorů v těch parametrech, které jsou ze strany podnikatele ovlivnitelné³, může dojít k podstatnému zvýšení atraktivity projektu pro potencionální investory, a tedy ke zvýšení pravděpodobnosti jeho skutečné realizace. Moje disertační práce se proto blíže věnuje také procesu výběru a due diligence, jímž soukromý investor předmět zamýšlené investice zevrubně analyzuje a hodnotí.

Pro podnikatele, ucházející se o podporu soukromých investorů, ale i pro hospodářskou politiku usilující o rozšíření investic neinstitucionalizovaného soukromého kapitálu do start-up projektů, pro jejich potenciál pro celou ekonomiku není důležité pouze určení oblastí, kterým Business Angel investoři věnují pozornost, ale také důležitost, kterou těmto jednotlivým oblastem přikládají. Disertační práce se proto blíže zaměřuje i na význam jednotlivých oblastí, které doposud byly v odborné literatuře identifikovány jako oblasti zájmu soukromých investorů, pro oslovené Business Angel investory v České republice.

³ Jak ukazují dosavadní studie, vliv na vnímanou atraktivitu start-up projektu mají kromě charakteristik týkajících se takového projektu i atributy prostředí, ve kterém se projekt odehrává. Jde o skutečnosti, které se nevztahují bezprostředně k projektu samotnému a nejsou obecně ze strany podnikatele, ucházejícího se o podporu soukromého investora, ovlivnitelné (např. jde o daňový systém, právo, pracovní trh apod.).

Rozpoznání významu jednotlivých oblastí pro hodnocení projektu těmito investory má význam nejen z teoretického hlediska pro modifikaci, zpřesnění modelů hodnocení atraktivity start-up projektů, ale může mít i své praktické využití v hospodářské politice a při úsilí podnikatelů o získání podpory pro své projekty v raných fázích rozvoje.

Hlavním výsledkem této disertační práce a naplněním jejích cílů je kromě identifikace charakteristik a procesu investičních rozhodování výběrového souboru neinstitucionalizovaných soukromých investorů v prostředí České republiky návrh modelu jejich rozhodování o výběru projektů k bližšímu zkoumání. Eliminační model naplňující tento cíl disertační práce, jehož princip je využitelný i v jiných oblastech, může především pomoci podnikatelům usilujícím o Business Angel financování svých projektů lepší pochopení toho, v čem Business Angel investoři spatřují hodnotu, rizika a omezení. To může podnikatelům pomoci získat bližší pozornost Business Angel investorů a v důsledku dosáhnout realizace projektu. Přínos navrženého modelu pro samotné Business Angel investory pak spočívá v možnosti aplikace struktury eliminačního rozhodovacího modelu pro jejich vlastní rozhodování o posuzovaných projektech, reflektující specifické podmínky a nastavení konkrétního Business Angel investora, což může přispět i ke snížení transakčních nákladů souvisejících s vyhodnocováním investice pro Business Angel investory a vyjádření srovnatelnosti projektů. Kromě výše uvedeného mohou být výsledky této disertační práce i podkladem pro návrhy hospodářsko-politických opatření na podporu činnosti Business Angel v České republice.

1 Teoretická východiska a analýza současného stavu problematiky

1.1 Zdroje podnikového financování

Posláním finančních trhů je přemísťovat peníze od přebytkových subjektů k subjektům deficitním, a to především k těm, jež pro ně mají nejefektivnější využití (Rejnuš, 2014). Rozhodování v oblasti podnikového financování se přitom dotýká opatřování peněžních prostředků ke krytí potřeby kapitálu vyplývající z provozní, investiční a finanční činnosti a nezbytnosti zachovat finanční rovnováhu (Geyer, Hanke, Littich, Nettekoven, 2006).

Nejčastějšími kritérii, podle kterých je klasifikován soukromý kapitál, je právní postavení poskytovatele, původ kapitálu a doba splatnosti kapitálu (Brealey, Myers, Allen, 2011).

Podle původu dělíme zdroje financování na externí a interní (např. Drukarczyk, 2003). Z hlediska právního postavení poskytovatele se zdroje financování dělí tradičně na vlastní a cizí, což odpovídá i účetnímu vykazování disponibilních zdrojů financování v rozvaze (Režňáková, 2012).

Např. Veber (2001) uvádí, že se v praxi setkáváme se zdroji, které nelze jednoznačně zařadit mezi vlastní či cizí. Jedná se především o leasing, faktoring, tiché společenství a rizikový kapitál (Venture Capital).

1.2 Základní terminologie

Pojmosloví spjaté se soukromým kapitálem je bohužel nejen v českém jazyce značně roztržité, nejednotné a často se liší v různých regionech (např. Evropa versus USA).

Existují různé definice pro tuto oblast klíčových pojmů Private Equity a Venture Capital a liší se i pohled na tak zásadní záležitost, jako je překrývání těchto pojmů a zahrnutí či nezahrnutí neinstitucionalizovaného soukromého kapitálu do Private Equity, příp. Venture Capital.

Private Equity (PE, byvá-li překládáno do češtiny, pak obvykle jako „soukromý kapitál“) dle Czech Private Equity and Venture Capital Association (CVCA) představuje střednědobé až dlouhodobé financování poskytované za získání podílu na základním kapitálu

podniků, jejichž akcie nejsou obchodovány na burze a které mají potenciál pro tvorbu hodnoty v budoucnu. Dvořák a Procházka (1998) definují Private Equity jako druh soukromého kapitálu, který firmy nabízejí jiným společnostem, aby podpořily jejich růst a úspěšnost na trhu a který zastřešuje všechny investice do společností, jež nejsou obchodovány na veřejných trzích. Pod kategorií Private Equity podřazují Venture Capital (VC, bývá-li překládáno do češtiny, pak obvykle jako „rizikový a rozvojový kapitál“). CVCA pojem Venture Capital definuje jako kapitál investovaný do založení a rozběhu podniku a upozorňuje na to, že v některých evropských zemích se pro všechny fáze tohoto typu investování používá pojem „Venture Capital“, který je pak synonymem pojmu Private Equity. Tomu vymezení odpovídá například i široká definice OECD, podle níž je Venture Capital formou investování kapitálu za účelem vytvoření nového podnikání nebo rozvoj nového produktu v existujícím podniku, často výměnou za podíl v něm.

Soukromý kapitál vstupuje do podniků ve dvou základních podobách: v institucionalizované podobě (prostřednictvím fondů) a prostřednictvím neinstitutionalizovaných investorů. V případě fondů do nich investují primární investoři, kteří se však nijak aktivně nepodílejí na chodu podpořeného projektu. Primárními investory do těchto fondů mohou být soukromé osoby, stejně jako investoři institucionální. Investiční Private Equity fondy shromažďují prostředky od těchto investorů. Specifickou roli zaujímá zakladatel, promotér fondu, který iniciuje založení fondu a zpravidla se též poté podílí na jeho řízení. Významnou roli ve smyslu rozhodování o investicích fondu zaujímá manažerská společnost. (Dvořák, Procházka, 1998)

1.3 Historie soukromého kapitálu

Určité rysy typické pro rizikový kapitál je možno najít již v nejstarších dějinách lidstva. První investice rizikového kapitálu, které již do určité míry odpovídají dnešní představě o tomto typu investování, nalézáme již v Evropě v 15. a 16. století. Přelom 19. a 20. století s průmyslovou revolucí přinesl první využití rizikového kapitálu v jeho primitivní podobě pro financování inovativních výrobních projektů založených na využití nejnovějších výsledků technologického pokroku. Institucionalizaci investorů nalézáme až ve druhé polovině 20. století. Značným impulsem ke zvýšení zájmu o tento druh investování byl rok 1976, kdy ve Spojených státech došlo k významným změnám v daňové oblasti; tento rok se

také často považuje za začátek novodobé historie financování rizikovým a rozvojovým kapitálem. (Dvořák, Procházka, 1998)

Další významná etapa probíhala v letech 1986-1990 a byla charakterizována expanzí investic rizikového kapitálu, zvláště pak nástupem rozvojového financování. Poslední etapa, od roku 1990, nese jako společného jmenovatele globalizaci trhu rizikového a rozvojového kapitálu. (Dvořák, Procházka 1998)

1.4 Investoři soukromého kapitálu

Pro odlišení tzv. Business Angel investorů a korporací investujících do rizikových a rozvojových projektů od finančních institucí, které se zabývají investováním, a to nikoli pouze do rizikových a rozvojových projektů, jako hlavní náplní své činnosti, se používá termínu institucionální investoři (Institutional Investors). Podobně výrobní korporace, investující své volné finanční prostředky na kapitálovém trhu a do fondů rizikového a rozvojového kapitálu, se nazývají korporátní investoři (Corporate Investors). (Dvořák, Procházka, 1998)

Lit. Dvořák, Procházka (1998) dále uvádí následující členění:

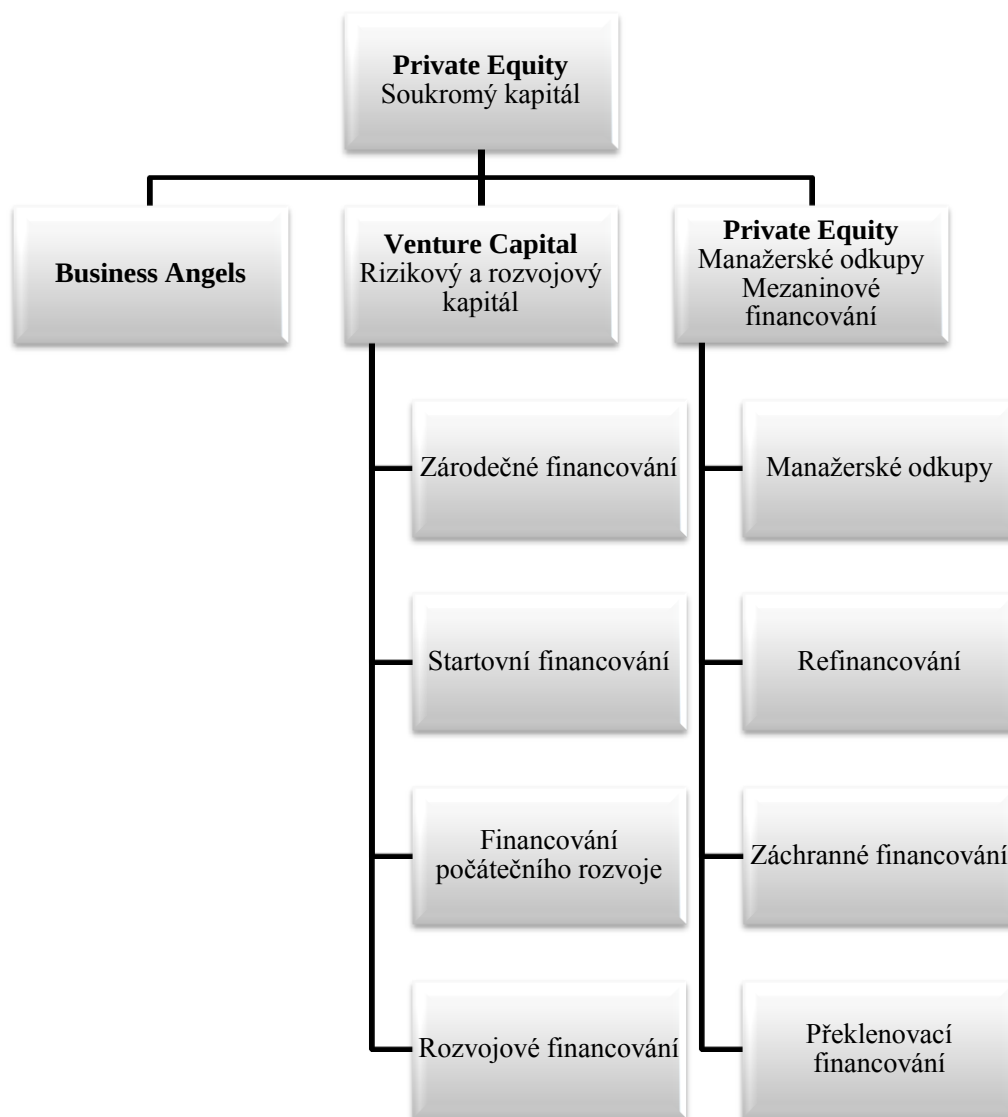
- obchodní andělé (Business Angels – viz následující kapitulu),
- nezávislí investoři (Independent Investors – nejsou právně spojeni s organizacemi, které jim poskytly kapitál),
- závislí investoři (Dependent Investors – subjekty specializované na rizikový nebo rozvojový kapitál, jako „odnože“, pobočky větších organizací – bank, penzijních fondů ap., spravující kapitál jménem mateřské instituce),
- částečně závislí investoři (Semidependent Investors – závislí investoři, spravující navíc fondy založené nezávisle na mateřské organizaci),
- vládou podporované organizace (Government Supported Organizations – získávají kapitál buď přímo, nebo nepřímo z vládních zdrojů, příp. jsou jinak vládou podporovány).

1.5 Neinstitucionalizovaný soukromý investor (Business Angel investor)

Investora typu Business Angel popisují Bradley, Benjamin a Margulis (2002) jako individuálního investora, aktivně vyhledávajícího příležitosti k investování svých finančních

prostředků, ale kromě toho také svých odborných znalostí a zkušeností do podniků v počátečních fázích rozvoje. Business Angel investor je na trhu soukromého kapitálu jedinečný tím, že investuje do projektů, kterým se „hlavní proud“ investorů vyhýbá. Vzhledem k tomu, že Business Angel investor investuje zejména do počátečních fází rozvoje podniků, přebírá v rámci investic soukromého kapitálu největší míru rizika.

Obrázek 1: Private Equity. Vztah soukromého, rizikového a rozvojového kapitálu.



Zdroj: Vlastní tvorba podle Nývtová, Režňáková (2007).

Business Angel investoři jsou individuálními, neformálními soukromými investory, kteří hledají vhodné příležitosti pro zhodnocení svého nevyužitého kapitálu, zpravidla v oboru, který znají, mají v něm zkušenosti. Většinou se zaměřují na počáteční fáze vývoje podniku. Takový investor, který disponuje zkušenostmi, kontakty a dobrou znalostí trhu, se

po vstupu do podniku často, ne však vždy, osobně aktivně účastní na jeho chodu. Zde lze podle CVCA rozlišit přístup tzv. Hands-on, který je aktivní, když investor bývá i např. členem představenstva akciové společnosti, mívá pro některé případy vyhrazené právo veta apod. Přístup Hands-off proti tomu znamená jen pasivní zapojení, zpravidla se omezující pouze na předávání informací zásadního charakteru, investor se orientuje nanejvýše na pomoc strategického typu. V praxi se pak forma zapojení často nachází mezi těmito dvěma přístupy.

Business Angel investoři představují především o fyzické osoby, které v minulosti působily na pozicích významných manažerů, nyní již aktivně nepracují, příp. jsou konzultanty ap. Ti disponují relativně vysokým kapitálem, který mohou investováním do perspektivních společností zhodnocovat, o což se snaží v oborech, jimž dobře rozumějí a podnikům poskytují i poradenství.

Částky investované neinstitutacionalizovanými soukromými investory bývají řádově nižší než částky investované prostřednictvím investičních Private Equity fondů, shromažďujících prostředky od primárních investorů a dosahujících tedy v souhrnu na podstatně vyšší investice. Neinstitutacionalizovaní investoři přitom nemusí nutně investovat vlastní kapitál – mohou působit i pouze jako bankovní záruka svou osobností. Business Angel investoři vytvářejí také tzv. Business Angels sítě. (Nývtová, Režňáková, 2007)

1.6 Typy investic soukromého kapitálu

Z pohledu fází je prvním typem rizikové investice tzv. Seed Capital. Jde o financování velmi raných stádií podnikání, často ještě před vznikem obchodní společnosti. Zaměřuje se na projekty výzkumu a vývoje apod. Jde o částky v rozsahu 200 tis. až mil. Kč a doba investování bývá 7-12 let. Zárodečný kapitál představuje nejrizikovější typ investice, kde se očekává zhodnocení i vyšší než 100 %.

Dalším typem je Start-up Capital. Jedná se o fázi, kdy již existuje produkt, a jsou k dispozici výsledky tržních průzkumů. Jde o vysoce rizikové investice, návratnosti dosahuje v horizontu 5-10 let.

Financování počátečního rozvoje – Early Stage Development Capital slouží k financování rozvoje již funkčních, ale relativně malých podniků s vysokým potenciálem růstu. Délka investování je v průměru 4 roky s očekávaným zhodnocením na úrovni 30 %.

Rozvojové financování – Development/Expansion Capital může využít již rozběhnutý podnik, který má potenciál pro další významnou expanzi. Může jít o rozšiřování výrobní kapacity pro dané teritorium nebo o budování obchodní sítě v nových teritoriích. Průměrná velikost investice je 20-80 mil. Kč a průměrná doba investování odpovídá 3 rokům. Minimální požadované zhodnocení je na úrovni 30 %. (Nývltová, Režňáková 2007)

Dalšími typy investic jsou dle lit. Nývltová, Režňáková (2007):

- záchranné financování (Rescue/Turnaround Capital),
- náhradní financování (Debt Replacement Capital),
- transakční financování:
 - management buy-out (MBO),
 - management buy-in (MBI),
 - leveraged buy-out (LBO),
 - institutional buy-out (IBO),
- překlenovací financování (Bridge Financing),
- privatizační financování (Privatization Financing).

1.7 Investiční cyklus a vystoupení z investice

Aspektem, který soukromí investoři při svém rozhodování o poskytnutí investování danému podniku zvažují, jsou kromě informací vyplývajících z due diligence projektu v předinvestiční fázi a pouze podmínek, za nichž má být financování poskytnuto (např. předpokládaný výnos poskytnutého kapitálu, kontrola, podíl na obchodním vedení apod.) vážících se již k investiční fázi též okolnosti týkající se předpokládaného ukončení investice, tedy fáze tzv. exitu. Možnosti ukončení investice, samotná dosažitelnost některých možností, jakož i jejich podmínky, jsou okolnostmi, která promlouvá do celkového výnosu investice, a tedy do rozhodnutí, zda investici vůbec realizovat.

Lit. Dvořák, Procházka (1998) uvádí tyto způsoby, jimiž investor vystupuje z investice:

1. zpětné odkoupení,
2. prodej strategickému partnerovi,
3. uvedení na burzu,

4. refinancování,
5. nedobrovolné vystoupení.

1.8 Due diligence

K sestavování a ověřování informací o podniku týkajících se investičního rozhodnutí slouží soukromému investorovi proces nazývaný due diligence. Termín due diligence pochází z amerického práva a znamená obvyklou opatrnost, koncept lze přitom nalézt již v římském právu. (Kincl, Urfus, Skřejpek, 1995) Zatímco angloamerické pojetí chápe proces due diligence především jako určité zproštění důkazní povinnosti nebo odpovědnosti za škodu, v Evropě je due diligence pokládána za kontrolu před vlastním převzetím nebo koupí, kdy jde o ověření důvěryhodnosti a prověrku poměrů určitého objektu obchodního práva. (Smejkal, Rais, 2013)

Due diligence je procesem, který má ověřit, že chystaná transakce přinese investorovi zamýšlený efekt. Lze ji chápat jako faktické ověření skutečností, jež jsou předmětem jednání, ale také seznámení se se situací a potencionálními problémy, jež mohou bránit v dosažení požadovaného efektu akvizice. (Hunt, 2004)

Základním účelem due diligence je překonat informační asymetrii mezi prodávajícím a kupujícím. Poskytnutí informací oběma stranám je důležité pro hospodářské posouzení podnikatelského subjektu a také pro posouzení zamýšlené transakce, ale také pro vlastní právní vypracování smlouvy, včetně stanovení obsahu a objemu záruk a zajištění. (Tschöpl, 2000)

Due diligence se zpravidla koncentruje do tří základních oblastí – právní, finanční a obchodní, ale pro zvýšení přehlednosti a úplnosti a v souladu se sledovaným investorským či podnikatelským záměrem se z těchto uvedených oblastí vydělují další. (Dvořáček a další, 2014)

1.9 Hodnocení start-ups

Součástí procesu due diligence je hodnocení předmětu investice. Při hodnocení podnikatelských projektů v rané fázi rozvoje (start-up), které jsou často předmětem zájmu soukromých investorů, se setkáváme při použití běžných metod s řadou potíží; přitom určení hodnoty start-up je významné pro získání financování jeho dalšího rozvoje. Používané

metody se obecně obvykle dělí do tří základních skupin – výnosové metody (založené na analýze výnosů), tržní metody (založené na analýze trhu) a majetkové metody (založené na analýze majetku). (Koller, Goedhart, Wessels, 2010) Obtížnost využití těchto přístupů v případě start-up spočívá především v nedostatku informací, které podnik může poskytnout (Miloud, Aspelund, Cabrol, 2012). Může jít o nedostatek účetních dat (krátká historie, podnik nemá zisky, ale nemá ani tržby), nedostatek tržních dat (neexistující srovnatelné podniky, trh s finální produkcí, přímí konkurenti), většina majetku je nehmotného charakteru atp.

Podle přístupu obecně užívaného v teorii financí je hodnota investice spatřována v současné hodnotě jejich budoucích peněžních toků (např. Brealey, Myers a Allen, 2011). V případě hodnocení start-ups, u nichž je málo vodítek (informací) pro užití výše uvedených metod, dochází k poměrně značnému rozptylu výsledků (Miloud, Aspelund, Cabrol, 2012). Problém nedostatku relevantních informací pro užití uvedených metod v případě start-ups, jako je nedostatek historických dat, nejistoty o faktorech, ovlivňujících jejich budoucnost, nejasnost budoucího cash-flow, růstu apod. zmiňují i jiní autoři (např. Peemöller, 2001) a upozorňují na potřebu metody, která jak podnikatelům, tak financujícím subjektům pomůže nalézt kompromis při jednáních.

V odborné literatuře lze nalézt několik přístupů, jak řešit problematiku nedostatku dat pro běžně užívané metody v případě start-ups. Někteří autoři navrhnou modifikaci současných metod. Výzkum se také zaměřuje na odhad hodnoty start-ups z vybraných parametrů start-ups na základě empirické zkušenosti promítnuté do ekonometrického modelu.

Za modifikační přístup lze považovat přístup zaměřující se na koeficient beta start-ups, jehož velikost se pak promítá do výše nákladů vlastního kapitálu, tedy odúročitele předpokládaného budoucího cash-flow (Festel, Wuermseher, Cattaneo, 2013). Autoři v tomto případě vycházejí z předešlých výzkumů, které si všímají kritérií, jež používají soukromí investoři při rozhodování o investicích. Podle nich se zaměřují především na osobu podnikatele, jeho charakteristiky jako nadšení, důvěryhodnost, zkušenosti, ale i potenciál prodeje (Osnabrugge, Robinson, 2000). Sudek (2006) uvádí jako důležitý také manažerský tým, ale i možnosti exitu. Mason a Stark (2004) zdůrazňují finanční výsledky a ověřitelná obchodní data (podíl na trhu, prodej apod.). Dále vycházejí ze skutečnosti, že výsledná cena financování bude záviset nikoliv jen na stavu (pozici) konkrétního start-upu, ale i na tržních podmínkách (Gompers, Lerner, 2000). Autoři Festel, Wuermseher, Cattaneo (2013) pak těsně

navazují na práci Maxwella et al. (2011), kteří kategorizovali na základě předchozího výzkumu oblasti, o něž se soukromí investoři při hodnocení projektů zajímají. Zvýšení rizika investorů plynoucí z investic do těchto projektů, jejichž hodnocení je problematické z důvodu nedostatku nebo kvality vstupních informací, navrhuji řešit úpravou koeficientu, který má přímou vazbu na náklady vlastního kapitálu, a tedy i hodnotu start-upu. Na základě již provedených výzkumů kritérií hodnocení investorů (zejména Maxwell, Jeffrey, Lévesque, 2011), autoři navrhuji upravovat koeficient β podle dvaceti kritérií v pěti oblastech (v každé oblasti 4 kritéria). Podobný přístup navrhuji Stankevičienė a Žinytė (2011). Obvyklé metody určení hodnoty, jako např. prostřednictvím diskontovaného cash-flow, násobků zisků nebo analýzou aktiv považují za nedostatečné. Odkazují na výzkum mezi Venture Capital investory, kteří připouštějí, že určení hodnoty start-ups je pro ně často jen hádání (Ge, Mahoney, Mahoney, 2005). Nicméně opět navazují na již provedené práce, z nichž plyne, že Venture Capital investoři hodnotí start-up výše, pokud se jedná o odvětví s diferencovaným produktem, podnikatel má předešlé zkušenosti se start-up a vedením obchodní společnosti, na podnikatelském záměru se podílí více osob (spoluvlastníků) a podnik má externí partnery (Ge, Mahoney, Mahoney, 2005). Studie autorů Sanders a Boivie (2004) zdůrazňuje, že se soukromí investoři při hodnocení start-ups nezajímají pouze o kvantitativní kritéria, ale i kvalitativní. Proto navrhuji multikriteriální hodnocení daného start-upu. Pro hodnocení použili 22 kritérií ze šesti oblastí. Váhy jednotlivých kritérií v daných oblastech přitom určují na základě expertního odhadu. Otázkou hodnocení start-ups se zabývá i empirická práce Milouda, Alspelunda, Cabrola (2012). Ti pro hodnocení start-ups považují za relevantní strukturu odvětví, zdroje a externí vazby. Vnější vztahy hrají důležitou roli při hledání nových příležitostí, získávání zdrojů (za nižších cen než na otevřeném trhu) a získávání legitimacy (Stuart, Hoang, Hybels, 1999). Příklady důležitosti takových vztahů přináší z oblasti biotechnologií Zheng, Liu a George (2010). Atraktivita okolí pro soukromé investice se tedy v jednotlivých zemích liší, ovlivňuje ochotu investorů investovat a promítá se rovněž do požadované míry výnosu investic a v důsledku toho i do hodnocení projektů. Různá úroveň atraktivity okolí investee companies může vysvětlovat mj. různou úroveň aktivity soukromých investorů v různých zemích; nicméně jak uvádějí Zinecker a Bolf (2015), existují i další exogenní faktory.

Někteří autoři docházejí k závěru, že prostředí je pro investice atraktivnější, pokud ekonomika rychle roste (Gompers, Lerner, 1998), nebo že soukromé investice souvisejí

s ekonomickým cyklem (Romain, van Pottelsberghe de la Potterie, 2004). Řada prací zdůrazňuje význam rozvinutého kapitálového trhu (Gompers, Lerner, 2000). Jeng a Wells (2000) dávají do souvislosti IPO aktivitu s cyklickými změnami Venture Capital. Black a Gilson (1998) podtrhují význam rozvinutého kapitálového trhu s ohledem na exit investice. Podobně jako Green (1998) si všimají, že finanční systém, kterému dominují banky, je méně příznivý pro financování start-ups.

Další autoři (např. Gompers, Lerner, 2000) upozorňují na skutečnost, že aktivitu soukromých investorů ovlivňuje daňový systém. Cullen a Gordon (2002) pak poukazují na skutečnost, že daně ovlivňují vstup a výstup z podnikání, jakož i podnikatelskou aktivitu (Djankov, Ganser, McLiesh, Ramalho, Shleifer, 2008).

Pro soukromé investory je dále důležitým parametrem ovlivňujícím výši investice právní prostředí determinující ochranu investic a corporate governance (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997, 1998). Rozdílů v právním prostředí mezi jednotlivými zeměmi pro soukromé investice si všimají také Djankov et al. (2003, 2005). Cumming et al. (2006) dokonce přikládají právnímu prostředí pro soukromé investice větší váhu, než funkčnímu kapitálovému trhu. Podle La Porta et al. (2002) a Lerner a Schoar (2005) se slabší ochrana investic v dané zemi promítá do vyšších nákladů kapitálu.

Řada autorů (např. Black, Gilson, 1998, nebo Lee a Peterson, 2000) upozorňuje na to, že odlišná národní kultura determinuje podnikatelské prostředí. Djankov et al. (2002) zkoumali vliv korupce, kriminality, byrokracie apod. Black a Gilson (1998) upozorňují na restriktce pracovního trhu, které ovlivňují aktivitu Venture Capital. Scherter (2003) pak vnímá jako významný faktor ovlivňující úroveň Venture Capital úroveň lidského kapitálu.

Vhodnost okolí pro soukromé investice se může dále, jak uvádí Månsson a Lanström (2006) na příkladu Švédska, měnit v čase. Autoři dospěli k závěru, že existuje potřeba modifikace stávajících přístupů k určení hodnoty o komponentu vlivu okolí, ve kterém se soukromé investice realizují. Tomuto aspektu je sice v literatuře věnována pozornost (např. Damodaran, 2006), jde však o obecné vyjádření rizika dané země vyjádřené např. prostřednictvím CDS (credit default swaps), ratingem země, nebo spreadem výnosu dluhopisů dané stavem veřejných financí, monetární a fiskální politiky atd.

Jak bylo nastíněno v této kapitole, rozhodování o soukromé investici ovlivňuje celá řada faktorů, popsaných různými autory. Tyto faktory lze rozdělit na faktory vnitřní (ovlivnitelné podnikatelem) a faktory vnějšího prostředí (podnikatelem neovlivnitelné).

1.10 Soukromé investice v České republice

Česká republika, jakož v různé míře i ostatní země střední a východní Evropy, zaostává za rozvinutými ekonomikami, zejména anglosaských zemí, v zapojování soukromého kapitálu k financování podnikatelských aktivit.

Private Equity investice v České republice v letech 2007 až 2014 podle asociace Invest Europe reprezentující zájmy Private Equity a Venture Capital investorů kolísaly mezi 0,07 až 0,19 % hrubého domácího produktu. V Polsku byl tento podíl ve stejném období mezi 0,06 až 0,18 %, na Slovensku byl 0,02 až 0,18 % a v Maďarsku 0,07 až 0,43 %. Hodnoty tohoto podílu se ve sledovaném období za celou skupinu dvaceti pěti pokrývaných evropských zemí pohybovaly mezi 0,19 až 0,51 %. V případě Velké Británie, kterou lze z evropských zemí považovat v tomto ohledu za nejrozvinutější trh, se tento podíl pohyboval ve sledovaném období v intervalu 0,3 až 0,93 %, v Německu to bylo 0,12 až 0,42 % (Invest Europe, 2015). Z údajů je tedy patrné, že v regionu střední Evropy je rozsah působnosti soukromého kapitálu vzhledem k velikosti ekonomik spíše nižší, než je evropský průměr. S tím souvisí i nižší úroveň organizační infrastruktury v podobě spolků a asociací, které by zastřešovaly, ozřejmovaly, usnadňovaly a pracovaly ve prospěch této formy financování. Z uvedených dat lze také odvodit, že ve srovnání s případy financování prostřednictvím institucionalizovaného kapitálu je tato úroveň v případě neinstitutionalizovaných investic méně rozvinutá. Je to dáno jejich individuální povahou a relativně menším objemem investic. Přestože se neinstitutionalizované investice svým objemem ani na rozvinutých trzích nemohou porovnávat s objemem investic institucionalizovaných, jejich role je nezastupitelná na samém počátku uvádění podnikatelského nápadu do praxe. Jak ukazují některé studie (např. Romain, Pottelsbergh, 2004), objem investic soukromého kapitálu roste růstem ekonomiky. Při pozitivním hospodářském vývoji lze tedy očekávat rostoucí význam těchto investorů v regionu střední Evropy. V České republice není dosud ustavena žádná skutečně silná asociace či spolek, který by sdružoval zájmy Business Angel investorů a zároveň by systematicky poskytoval informace o jejich činnosti. Aktivita v tomto segmentu je tedy spíše dílem jednotlivců, často nijak nezveřejňovaná a odehrávající se mimo oficiální statistiky. O

charakteristikách tuzemských Business Angel investorů lze pouze spekulovat, často na základě studií provedených v zahraničí, zabývajících se jejich činností, či na základě kusých informací z médií.

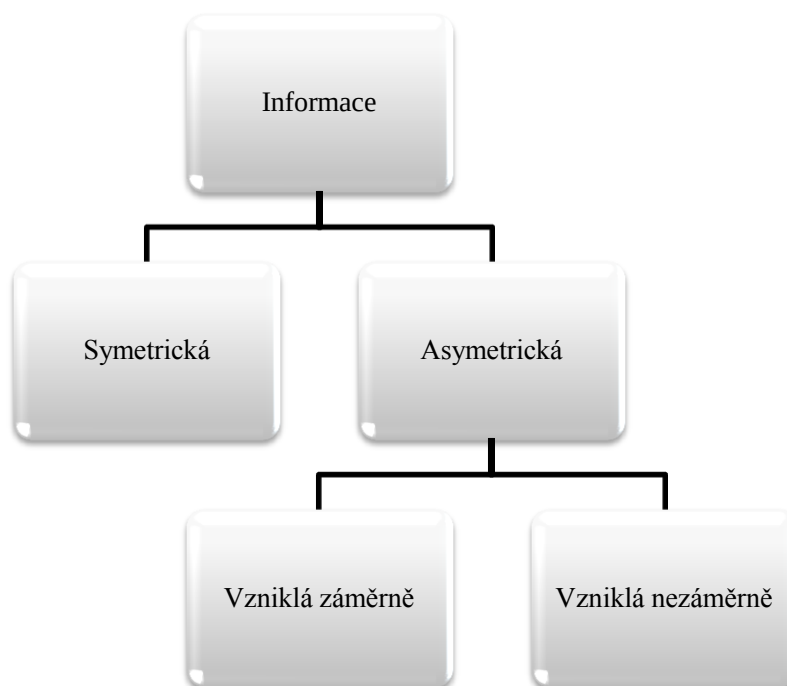
1.11 Informační asymetrie, teorie zastoupení a teorie nekompletních kontraktů

Business Angel investoři při vyjednávání s podnikateli o financování jejich projektů čelí situaci, kdy hlavním zdrojem informací o projektu jsou samotní podnikatelé. To uvádí Business Angel investora do pozice slabší strany v rámci kontraktní teorie v důsledku informační asymetrie. Business Angel investor stojí před selekčním problémem (Hillier, 1997), kdy se např. snaží nalézt projekt s nejvyšším výnosem při dané úrovni rizika. Zdrojem informací pro odhad jednotlivých vyhodnocovaných parametrů projektu je však především podnikatel. Ten, aniž by měl nutně jistotu znalosti hodnot posuzovaných parametrů, patrně velmi snadno může odhadnout směr preferencí Business Angel investora a dle toho zvýraznit, nebo naopak upozadit některé informace. Jde o problém, kterému čelí Business Angel investor ex ante – před realizací své investice do projektu. Business Angel investor však čelí i ex post informační asymetrii, kdy po provedení investice do projektu jde o tzv. problém skrytého jednání podnikatele po provedení investice.

Asymetrická informace vzniká v důsledku její nerovnoměrné distribuce, může vznikat nahodile a nezáměrně, např. jako důsledek nedostatku odbornosti nebo jiných zdrojů strany (Myers a Majluf, 1984). Investoři musí počítat s tím, že podnikatelé mohou zatajovat informace týkající se rizika projektu pro zvýšení svých šancí získat financování projektu (Eckermann, 2006) nebo pokračování ve financování.

Situace, které obsahují problematiku asymetrie informací v případě ex ante, tedy v případě např. před rozhodnutím o kontraktu, jsou v literatuře označovány jako „adverse selection“. Odpovídají situaci, kdy agent může lhát, aniž by ho bylo možné snadno postihnout před samotným rozhodnutím. Problematika začala být analyzována v 70. letech minulého století pracemi např. Akerlofa (1970), Spence (1973) nebo Rothschilda a Stiglitze (1976) zabývajících se problematikou kontraktů, kdy jedna ze stran má lepší informaci o předmětu obchodu než druhá strana.

Obrázek 2: Informační asymetrie a její zdroje.



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Eckermann (2006).

Druhá kategorie situací obsahujících problematiku asymetrické informace vzniká po uskutečnění kontraktu a v literatuře je označována jako „morální hazard“. Rámec, ve kterém je problematika zkoumána, se také označuje jako problém vztahu principála a agenta. K asymetrické situaci dochází v důsledku činnosti agenta najatého pro principála. V rámci ní se totiž agent může uchýlit ke skrytému, pro principála nepříznivému jednání, nebo využít skryté informace, kterou při své činnosti získal, ale principál jí nedisponuje. V takové situaci vzniká problém vhodných pobídek jednání agenta, aby sledoval zájmy principála. V případě vztahu Business Angel investora a podnikatele je problematika aplikovatelná tehdy, pokud podnikatel po vstupu Business Angel investora do projektu projekt nadále vede nebo se projektu nadále účastní, což je obvyklé. Zásadními příspěvky k rozpracování této problematiky ex post asymetrie informací byly práce Mirrleese (1999), Holmströma (1979), Spence (1973) nebo Grossmana s Hartem (1983).

Business Angel investoři se obvykle snaží riziko situace „adverse selection“ minimalizovat požadavkem další nejen osobní, ale i finanční angažovanosti podnikatele v projektu – tím, že se podnikatel bude účastnit na případných ztrátách projektu. Tím však do

jisté míry pouze vyměňují riziko plynoucí z „adverse selection“ za riziko plynoucí ze situace „morálního hazardu“.⁴

K vyrovnaní asymetrického postavení se Business Angel investoři mohou zaměřit na vyhledávání signálů, které by mohly ukazovat na skutečné kvality projektu nebo důvěryhodnost tvrzení podnikatele (popř. jeho osoby jako celku). Za podstatné příspěvky k této problematice lze považovat práce Spence (1973), který se zabýval problematikou signalizace na trhu práce, Brealey et al. (1973), kteří analyzovali signalizaci na trhu IPO nebo práce Waldfogela a Chena (2006) zkoumající signalizaci na trhu značek.

Přirozeným zdrojem takových signálů v situaci, ve které se nacházejí Business Angel investoři, jsou reference od třetích osob (nejlépe nevyžádané), popř. dřívější úspěchy nebo obecněji dřívější činnost podnikatele, jakož i jeho vzdělání, prostředí apod.

Business Angel investoři se mohou chránit prostřednictvím uzavírání poměrně detailních kontraktů s podnikateli o podmínkách financování jejich projektů, do kterých mohou žádat zakomponovat řadu podmínek, sankcí, zpětných postihů podnikatele a jiných mechanismů, které zvýší ochranu Business Angel investorů. Jak však ukazuje teorie neúplných kontraktů, inicializovaná zejména koncem minulého století pracemi Grossmana a Harta (1986), Harta a Moora (1990) nebo Harta (1995), uzavírané kontrakty nejsou schopny popsat všechny možné varianty budoucího vývoje a jsou tedy ze své povahy neúplné. Strany kontraktu jsou tak vystaveny možné budoucí renegociaci kontraktu. Výsledek této renegociace je podstatně ovlivněn, pokud některá ze stran učiní již nevratné kroky (výdaje, náklady) směřující k uzavření (prodloužení) kontraktu s druhou stranou.

V případě Business Angel investorů mohou být takovou předmluvní investicí čas a prostředky věnované procesu due diligence projektu. Business Angel investor nemá kapacitu podrobně zkoumat neohrazené množství projektů. Finanční, personální i časové nároky procesu hodnocení projektu, pokud jsou již nevratně vydány, působí ve prospěch omezení

⁴ Uvedené by platilo plně, pokud by alternativou bylo vlastní vedení projektu Business Angel investorem. Pokud by však Business Angel investor hodlal najmout (bez ohledu na možnou účast podnikatele) na vedení projektu agenta, o výměnu by se v tomto smyslu nejednalo. Pevným spojením podnikatele s projektem a jeho automatickým přechodem do role agenta se však Business Angel investor vzdává možnosti volby jiného, vhodnějšího (jak z pohledu důvěry v jeho jednání, tak i jeho kompetence) agenta. V tom lze pak spatřovat náklady takového postupu ve smyslu obětované příležitosti.

výběru dalších variant. Tím vedou Business Angel investora k tomu, aby projekt, pokud jeho parametry nejsou výslovně nevhodné, přijal, a další projekty již neschvaloval. Teorie neúplných kontraktů s problematikou uvízlých nákladů vysvětluje dále zjištěné chování Business Angel investorů, kteří usilují o minimalizaci nákladů na screening potencionálních projektů i za cenu určitých nepřesností při výběru (ukvapené vyřazení projektu, přestože by projekt byl při bližším zkoumání ze strany Business Angel investora investičně zajímavý). Náklady zkoumání projektů, náklady na proces due diligence, prověření osoby podnikatele mají svůj význam a zasahují do procesu rozhodování Business Angel investora.

1.12 Dílčí shrnutí

V raných fázích rozvoje podnikatelských projektů má zásadní význam vlastní kapitál. Vzhledem ke značné nejistotě a riziku bývají tyto projekty z pohledu cizího kapitálu těžko uchopitelné. Zvláštní kategorií projektů v rané fázi rozvoje jsou tzv. start-up projekty, jejichž potenciál značně převyšuje počáteční investice. Tento jejich potenciál je často odvozen z inovativního přístupu k uspokojování potřeb zákazníků nebo zajišťování výrobního procesu, a tedy jejich schopnosti zásadně měnit stávající podmínky na trhu. Ukazuje se, že pro schopnost těchto projektů prosadit se na trhu je často v těchto raných fázích zcela zásadní získání financí či jiné formy podpory od vnějšího investora, který kromě financí může přinášet i určité zkušenosti, know-how nebo kontakty (Bradley, Benjamin, Margulis, 2002).

Čím nižší je stádium rozvoje projektu, tím vyšší je význam neinstitutionalizovaného soukromého kapitálu, neboť pro institucionalizovaný soukromý kapitál např. v podobě Venture Capital fondů je riziko investice do projektu příliš velké (Dvořák, Procházka, 1998). Business Angel investoři, jako reprezentanti neinstitutionalizovaného soukromého kapitálu, tak mohou sehrávat podstatnou roli v možnosti realizace řady nadějných projektů (Nývltová, Režňáková, 2007). Rozvoj těchto projektů může mít pak podstatný význam pro konkurenceschopnost jednotlivých odvětví, jakož i makroekonomické dopady v podobě vlivu na ukazatele zaměstnanosti, produktivity a celkové ekonomické úrovně. Předmětem teoretického zkoumání se tak staly faktory ovlivňující ochotu neinstitutionalizovaných soukromých investorů vstupovat do takových projektů. Z realizovaných výzkumů, zejména v zahraničí, vyplývá, že si soukromí investoři všímají řady atributů zvažovaných investic (např. Miloud, Aspelund, Cabrol, 2012). Jde zejména o charakteristiky prostředí a jejich

vhodnosti pro Business Angel investice, možnosti exitu investice, z přímých charakteristik projektu si pak nejvíce všímají osoby podnikatele a složení jeho týmu.

Investice do start-up projektu prochází ze strany soukromého investora procesem due diligence, kdy soukromý investor prověřuje jednotlivé charakteristiky projektu (Hunt, 2004). Zahraniční literatura poměrně rozsáhle popisuje jednotlivé oblasti, na které Business Angel investoři zaměřují svoji pozornost (např. Black a Gilson, 1998; Djankov et al., 2002; Scherter, 2003; Gompers, Lerner, 1998; Gompers, Lerner, 2000; Djankov, Ganser, McLiesh, Ramalho, Shleifer, 2008 a další). Výsledek hodnocení jednotlivých oblastí pak promlouvá do rozhodnutí investora o vstupu do investice. O důležitosti jednotlivých oblastí hodnoceného projektu pro rozhodnutí Business Angel investora do projektu vstoupit však nepanuje všeobecná shoda (někteří autoři zdůrazňují vliv prostředí, např. Gompers, Lerner, 1998; Romain, van Pottelsberghe de la Potterie, 2004 nebo Cumming et al., 2006, jiní osobu podnikatele, např. Osnabrugge, Robinson, 2000 nebo Ge, Mahoney, Mahoney, 2005; Sudek, 2006). Předmětem zájmu disertační práce je tak mj. identifikace charakteristik a prozkoumání procesu investičního rozhodování neinstitutcionalizovaných soukromých investorů v České republice. Součástí zájmu práce disertační práce je proces due diligence start-up projektu ze strany neinstitutcionalizovaných soukromých investorů pod zorným úhlem problematiky asymetrie informací prezentované např. teorií zastoupení nebo zachycené teorií nekompletních kontraktů. Pozornost je zaměřena i na následné monitorování investice realizované Business Angel investory.

Z teoretických východisek vyplývají následující oblasti vlastního výzkumu:

1. Charakteristiky Business Angel investorů v České republice,
2. Proces rozhodování o investici a due diligence na straně Business Angel investorů,
3. Nástroje používané Business Angel investory v kontextu teorie zastoupení a informační asymetrie mezi investory a podnikateli a v post-investiční fázi pro monitorování (kontrolu) svých investic.

2 Cíle disertační práce

Dosavadní studie ukazují, že neinstitutionalizovaný soukromý kapitál má podstatný význam při realizaci počátečních fází podnikatelských záměrů, které mohou významným způsobem zasáhnout do způsobů uspokojování potřeb zákazníků nebo způsobů realizace podnikatelské činnosti.

Vzhledem k závěrům formulovaným v rámci shrnutí teoretických východisek je **hlavním cílem disertační práce identifikovat charakteristiky a proces investičního rozhodování výběrového souboru neinstitutionalizovaných soukromých investorů v prostředí České republiky a navrhnout model rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání.**

Dílčí cíle, které dosažení hlavního cíle podporují, jsou následující:

1. identifikovat **charakteristiky** výběrového souboru Business Angel investorů v České republice;
2. identifikovat eliminační kritéria a postup při **procesu due diligence** a vliv **atributů projektu** na rozhodování Business Angel investora o přijetí projektu k bližšímu zkoumání;
3. popsat přístup Business Angel investorů k **monitorování a kontrole** svých investic v post-investiční fázi a vyrovnání se s **informační asymetrií**;
4. navrhnout **model rozhodování** Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání.

Prvním z dílčích cílů disertační práce je tedy navázat na provedené studie (např. Zinecker, Koppitz, Režňáková, 2013; v zahraničí např. Stedler, Peters, 2003) a **identifikovat charakteristiky výběrového souboru Business Angel investorů v České republice**. To představuje provedení kroků směřujících k bližší identifikaci, zejména prostřednictvím sociodemografických parametrů, **charakteristik** - kdo jsou osoby, vystupující v roli neinstitutionalizovaného soukromého investora v České republice. Jak vyplývá z řady studií (Benjamin, Margulis, 2005; Ramadani, 2012), činnost (přítomnost) soukromých investorů má pozitivní vliv na zvyšování ekonomické úrovně, konkurenceschopnost, zaměstnanosti a uvádění vědecko-technických poznatků do praxe. Disertační práce navazuje na studie

provedené v zahraničí, mapující **sociální zázemí** Business Angels, jejich **životní zkušenosti** a **postupy, jakým způsobem investují do projektů**.

Určité práce v tomto směru byly provedeny i v českém prostředí (např. Zinecker, 2011; Zinecker, Koppitz, Režňáková, 2013). Činnost neinstitutionalizovaných soukromých investorů je ve srovnání s institucionalizovanými investory mnohem méně zdokumentovaná. I z osobních zkušeností autorky plyne poznatek, že Business Angel investoři často pracují v anonymitě, ve většině případů nestojí o popularitu. V České republice je možno se opřít jen několik málo známých jmen, řada těchto investorů pracuje skrytě, neformálně, z jejich strany to také obvykle není práce na „plný úvazek“, ale jen jedna z více či mnoha aktivit. Dle literatury (např. Ramadani, 2011; Nývltová, Režňáková, 2007), jsou však neinstitutionalizovaní soukromí investoři velice důležití v nejranějších fázích rozvoje projektu; lze říci, že často přicházejí již ve fázi samotného nápadu bez existující formální podnikatelské struktury a pro další rozvoj projektu mohou být určující (neinstitutionalizovaní soukromí investoři zpravidla předcházejí financování prostřednictvím institucionalizovaného soukromého kapitálu). Jedním z cílů disertační práce je tedy zaměřit se na charakteristiky neinstitutionalizovaných soukromých investorů.

Druhým dílčím cílem disertační práce **identifikovat eliminační kritéria a postup při procesu due diligence a vliv atributů projektu na rozhodování Business Angel investora o přijetí projektu k bližšímu zkoumání**. Poznání tohoto procesu a významu jednotlivých posuzovaných faktorů je důležité např. pro start-up podnikatele, kteří se snaží získat financování pro realizaci nebo pokračování svého podnikatelského projektu. Due diligence a posouzení start-up projektů naráží na řadu úskalí při použití běžných metod zabývajících se touto problematikou u zavedených obchodních korporací. Literatura (např. Stanvičienė, Žinytė, 2011; Miloud, Aspelund, Cabrol, 2012; Festel, Wuermseher, Cattaneo, 2013) uvádí řadu modifikačních postupů, jak se vypořádat s nedostatkem dat, např. účetních dat, dat z trhu k ocenění. Data jsou nahrazována určitými atributy start-up projektů, jednak z pohledu jejich potenciálu ovlivnit úspěšnost projektu, a dále též tím, jakým způsobem jsou nahlíženy ze strany soukromých investorů. Rozhodování o takové investici tedy ovlivňuje celá řada aspektů, popsaných různými autory. Tyto aspekty lze rozdělit na aspekty vnitřní (ovlivnitelné podnikatelem) a faktory vnějšího prostředí (podnikatelem neovlivnitelné). Váhy jednotlivých kritérií jsou však v uváděné literatuře stanovovány arbitrárně, či na základě expertního

odhadu. Zpracování informací o významu jednotlivých aspektů start-up projektů z dotazování neinstitutizovaných soukromých investorů při jejich rozhodování může napomoci stanovit důležitost jednotlivých aspektů start-up projektů při jejich hodnocení soukromými investory. Vlastníci start-up projektů se pak budou moci více soustředit na zvládnutí těchto aspektů při jejich snaze získat financování jejich projektů.

Úsilí v rámci tohoto dílčího cíle tedy směřuje v kontextu České republiky na základě dotazování Business Angel investorů k rozpoznání **aspektů ovlivňujících rozhodnutí** Business Angel investorů ohledně start-up projektů v rámci procesu due diligence investičních projektů. Současné návrhy modifikačních postupů hodnocení start-up projektů sice monitorují oblasti, kterým soukromí investoři, na základě již provedených empirických šetření v zahraničí, věnují pozornost a hodnotí je, nicméně tyto přístupy nenabízejí žádná vodítka, jakým způsobem stanovit důležitost těchto oblastí. Výsledky zpracovaných odpovědí Business Angel investorů o jejich rozhodování o financování projektů by mohly posloužit ke stanovení významnosti jednotlivých oblastí pro hodnocení start-up projektů (např. v prostředí francouzských start-up projektů byla testována důležitost jednotlivých atributů těchto projektů prostřednictvím regrese atributů projektů na výsledné hodnocení těchto projektů při získání financování (Miloud, Aspelund, Cabrol, 2012)).

Literatura (např. Groh, Lichtenstein, Lieser, 2010; Månsson, Landström, 2006) upozorňuje dále ještě na důležitost prostředí, v němž se investice do start-up projektů odehrává. Vhodnost prostředí lze chápat v obecné rovině jako jeho vhodnost pro podnikání (Donnelly, Gibson, Ivancevich, 1997), ale též jako prostředí pro specifické investice do start-up projektů. Součástí výzkumu je tak zjištění, jaká **omezení vyplývající z vlivů prostředí** Business Angel investoři ve svém souhrnu považují při svých investicích do start-up projektů jako nejvíce limitující a podvazující jejich ochotu investovat do dalších projektů. Závěry těchto zjištění mohou být pak podnětem pro hospodářsko-politické úvahy o možnostech podpory aktivity neinstitutizovaných soukromých investorů v České republice.

Za podstatnou okolnost ovlivňující rozhodnutí o realizaci investice lze považovat i možnosti jejího **monitorování, kontroly** a ovlivňování (popř. ukončení) ze strany soukromého investora. Na tuto oblast se zaměřuje třetí dílčí cíl disertační práce, kterým je **popsat přístup Business Angel investorů k monitorování a kontrole svých investic v post-investiční fázi a vyrovnání se s informační asymetrií**. Podstatným způsobem souvisí

s náklady a riziky transakce, a tedy významným způsobem ovlivňuje rozhodnutí o investici. **Informační asymetrie** podnikatele a investora je redukována procesem due diligence, následující uspořádání mezi podnikatelem a soukromými investory je však důležité pro průběžné monitorování a kontrolu. Na problematiku vztahu investora a managementu upozorňuje literatura věnující se organizační struktuře a corporate governance (např. Jensen, 2003). Na základě teorie zastoupení (model agent-principál, např. Holmström, 1979) musí investor počítat s určitými náklady a potřebou motivace manažera. Některé studie (např. Norton, 1995; Landstäm a další, 1998; Harrison a Mason, 2002) se však přiklání k pohledu na kontrakty uzavírané Business Angel investory jako na neúplné (Hart, 1995).

Čtvrtým dílčím cílem této disertační práce je **navrhnout model rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání**. Naplnění tohoto dílčího cíle vychází z naplnění dílčích cílů dříve uvedených, když ke konstrukci modelu budou využity výsledky šetření výběrového souboru Business Angel investorů. V rámci šetření jsou mj. zjišťovány preference Business Angel investorů při výběru projektů k bližšímu zkoumání a zároveň **eliminační kritéria**, na jejichž základě Business Angel investoři jednotlivé projekty z výběru bez dalšího vyřadí a k bližšímu zkoumání nepřijmou. Kombinace požadavků Business Angel investorů umožňuje stanovit šance, že podnikatelský projekt nebude okamžitě po oslovení Business Angel investora odmítnut. Model výpočtu těchto šancí nabídne současně možnost reflexe parametrů projektu podnikatele a jejich úpravy tak, aby se zvýšila šance přípustnosti pro Business Angel investora, dále bude využitelný pro Business Angel investory samotné a konečně uplatnění může najít i v oblasti hospodářsko-politické. Touto disertační prací prezentovaný rozhodovací model může být nadto i upraven a využit v jiných oblastech.

Naplnění cílů této disertační práce je prezentováno v kapitolách 5 a 6.

3 Postup zpracování disertační práce

Postup při výzkumu a zpracování disertační práce jsem prováděla v souladu s odbornou literaturou, kdy např. Hendl (2015) uvádí následující etapy a prvky výzkumu:

1. vymezení problému a volba přístupu,
2. plán výzkumu,
3. provedení,
4. analýza a interpretace,
5. zpráva o výzkumu.

Volba tematu disertační práce, kterým je „Role neinstitutionalizovaného soukromého kapitálu v podmínkách nově zakládaných podniků a jejich rozvojových fází“, proběhla již na počátku mého doktorského studia, tedy v roce 2013, kdy jsem k přijímacím zkouškám na doktorské studium předložila esej na uvedené téma s náčrtem své představy o disertační práci. Tato představa se pochopitelně v čase dále vyvíjela a formovala. V roce 2013 jsem také začala intenzivně pracovat na formulování teoretického rámce a na rešerších literárních zdrojů vztahujících se k tématu disertační práce.

V roce 2014 jsem pod vedením svého školitele zahájila vlastní výzkum problematiky a v roce 2015 jsem publikovala první vědecký článek pod názvem Makroekonomické faktory ovlivňující Business Angels aktivitu a tvorbu venture capital v České republice (Skalická Dušátková, 2015). V tomto článku jsem se zabývala studii zahraničních autorů, zkoumajícími makroekonomické veličiny ovlivňující aktivitu soukromých investorů. Provedená rešerše literatury ukázala tři úhly pohledu na danou problematiku. Jeden směr výzkumu, využívající zejména tabelované makroekonomické veličiny, se zabývá vztahem mezi fluktuací jednotlivých veličin a Business Angels aktivitou a tvorbou Venture Capital. Výsledky tohoto výzkumu lze pak chápat jako pokus vyjádření závislosti Business Angels aktivity a tvorby Venture Capital na průběhu ekonomického cyklu, tedy o snahu odhadnout dopady ekonomického cyklu na soukromý kapitál. Druhý směr výzkumu faktorů ovlivňujících Business Angels aktivitu a Venture Capital si všímá širšího ekonomického prostředí jako faktoru Business Angels aktivity a tvorby Venture Capital. Jde o faktory jako je lidský kapitál, podnikatelská kultura, výdaje na výzkum a vývoj nebo úroveň (spíše než

změna) HDP, úroveň HDP na hlavu. Tyto proměnné lze pak chápat jako odraz skutečnosti, že Business Angels aktivita a tvorba Venture Capital se dostavuje s určitým stupněm rozvoje, složitosti a specializace ekonomiky jako celku. Tento směr lze vnímat ve spojení s dalším směrem výzkumu, který se zaměřuje na faktory vytvářející rámec (např. daňové prostředí, ochrana investic) a instituce, které soukromé investory podporují (kapitálový trh, investiční agentury, politika investičních pobídek). Samotné vytvoření institucí však nestačí, ale musí odpovídat rozvoji a úrovni ekonomiky, jinak zůstanou prázdné (z pohledu tvorby Venture Capital je to např. kapitálový trh, kde neprobíhají žádné IPO).

V rámci dalšího výzkumu jsme ve spolupráci se školitelem popsali specifika hodnocení projektů v raných fázích rozvoje (Skalická Dušátková, Zinecker, 2016). V rámci tohoto výzkumu byla provedena rešerše literatury zabývající se aspekty start-up projektů, kterým soukromí investoři věnují pozornost. Modifikované metody hodnocení projektů v raných fázích rozvoje byly kriticky zhodnoceny a byla navržena jejich možná zlepšení. Jednou z možností zlepšení modelů je např. přesnější stanovení důležitosti jednotlivých aspektů projektu z pohledu hodnocení jeho atraktivity soukromými investory. V následujících letech jsem sama či v autorském kolektivu se školitelem a dalšími osobnostmi Ústavu ekonomiky publikovala v souvislosti s tématem disertační práce další články včetně článků indexovaných v databázi Scopus a konferenční příspěvky.

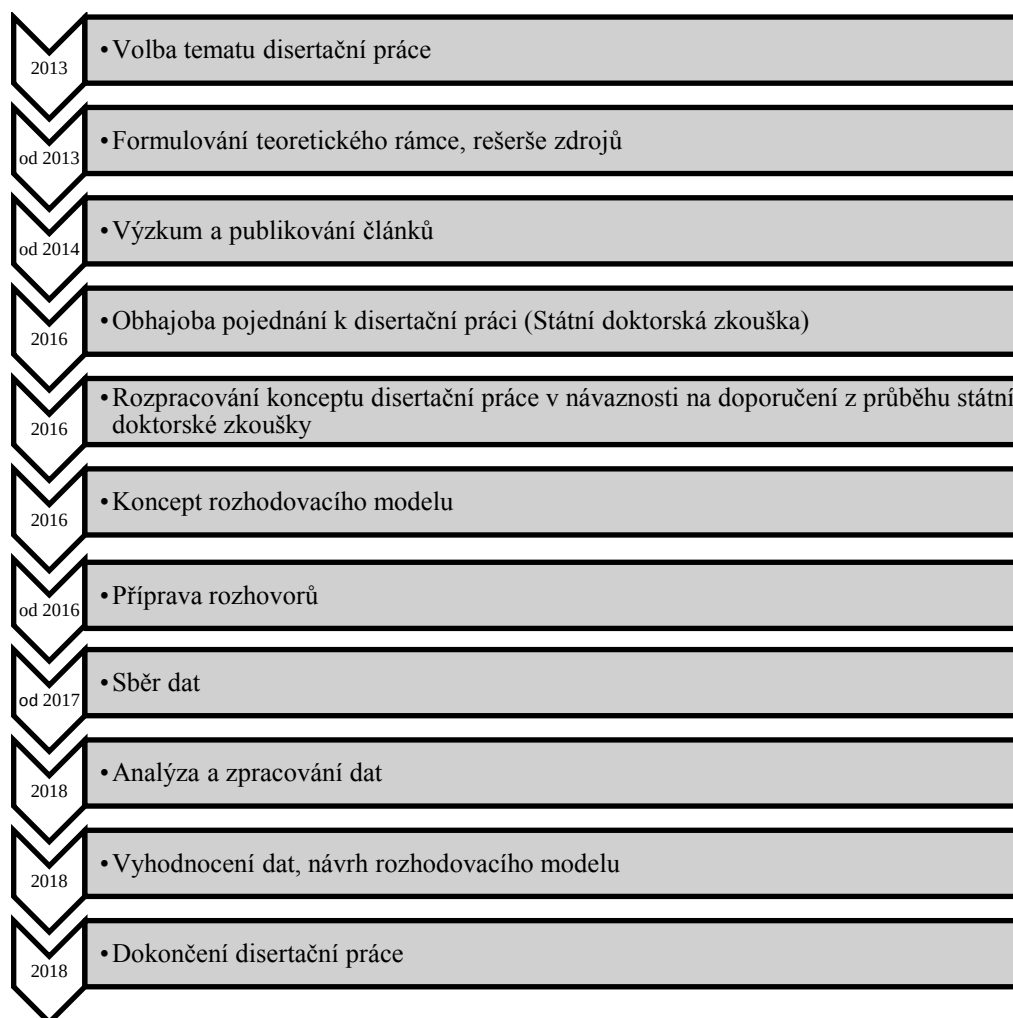
Následně jsem vytvořila plán výzkumu včetně volby vědeckých metod. Konkretizovanou představu disertační práce jsem popsala v pojednání k disertační práci a obhájila v rámci státní doktorské zkoušky v roce 2016. Toto pojednání k disertační práci bylo využito při sepsání této disertační práce zejména v rámci uvedených teoretických východisek. Při obhajobě jsem získala řadu důležitých připomínek a podnětů, se kterými jsem dále pracovala a vytvořila předběžný teoretický koncept rozhodovacího modelu. Na základě zejména široké rešerše literatury jsem připravila okruhy k dotazování.

Sběr primárních dat proběhl zvolenou metodou sněhové koule od počátku roku 2017 do poloviny roku 2018. Rozhovory na základě prvotně sestavených otázek pro Business Angel investory byly nejprve pro otestování provedeny se dvěma autorce osobně známými Business Angel investory. Na základě těchto pilotních rozhovorů došlo k redukci otázek a byly změněny některé formulace. Pilotní rozhovory dále umožnily získat představu o časové náročnosti rozhovoru.

V průběhu doby, kdy byly realizovány rozhovory s Business Angel investory a sbírána data, dopracovala jsem teoretický koncept rozhodovacího modelu a s využitím pojednání k disertační práci jsem začala psát disertační práci samotnou. Sběr dat jsem ukončila na jaře roku 2018, kdy jsem data analyzovala a vyhodnotila za použití metod obsahové analýzy, popisné a matematické statistiky. Následně jsem provedla s využitím metod popisné a matematické statistiky finální návrh a aplikaci rozhodovacího modelu, provedla kritiku a ověření modelu a dokončila disertační práci zanesením výsledků svého výzkumu a návrhu modelu.

Postup zpracování disertační práce jsem graficky vyjádřila v následujícím obrázku:

Obrázek 3: Postup zpracování disertační práce.



Zdroj: vlastní tvorba.

4 Použité metody

V této kapitole uvádím stručný souhrn použitých metod, jejichž aplikace je popsána v jednotlivých kapitolách.

4.1 Metoda sběru dat

V disertační práci je využito primárních i sekundárních dat. Zdrojem primárních dat jsou informace získané prostřednictvím polostrukturovaných rozhovorů (např. Smith, Flowers a Larkin, 2009) s identifikovanými neinstitucionalizovanými soukromými investory.

Z důvodu ztížení přístupu k těmto osobám byla zvolena pro získání preferencí Business Angel investorů metoda sněhové koule, neboli snowball sampling method (Krippendorff, 2013; Miovský, 2003). Metoda je zařazována mezi výběrová šetření. Jde o nepravděpodobnostní, záměrný výběr. Touto metodou se realizuje výběr jedinců z málo početných, hůře dostupných nebo i utajovaných populací. Výběr probíhá tak, že nejprve jsou osloveni jedinci, o nichž je známo, že patří do zkoumané populace. Ti jsou následně požádáni o nominování dalších osob patřících do zkoumané populace.

Přes jedinečnou možnost přístupu k osobám, jejichž populace je obvykle skryta, metoda sněhové koule je náchylná ke zkreslení, a to zvláště v případech, kdy se jedná o velmi citlivá témata, účastníci mohou být vystaveni negativním důsledkům svých sdělení nebo vzájemné vztahy mezi vyšetřovanými osobami jsou slabé (Waters, 2015).

Zdrojem sekundárních dat jsou zejména publikované výstupy provedených odborných výzkumů, již provedená charakteristika neinstitucionalizovaných soukromých investorů zkoumaná jak v tuzemských, tak zahraničních podmínkách.

4.1.1 Rozhovory

Rozhovor (interview) se uplatňuje jak v případě kvalitativních, tak i kvantitativních přístupů. Konkrétní podoba se pak liší především mírou své standardizace. V kvalitativním zkoumání většinou provádí rozhovory jediná osoba, zatímco při kvantitativních šetřeních se do sběru dat běžně zapojuje skupina tazatelů. Největší stupeň volnosti představuje volný, nestrukturovaný rozhovor, kdy otázky nejsou předem dány a vznikají až během přirozené komunikace s informantem. Opakem je strukturovaný neboli řízený rozhovor (Hendl, 2005),

kdy jsou předem určeny jak otázky, tak i jejich pořadí, často též v předem určené, závazné formulaci. Výhodou je srovnatelná tematická struktura a rozsah. (Reichel, 2009)

Pro sběr dat jsem zvolila metodu polostrukturovaného rozhovoru (Smith, Flowers a Larkin, 2009). Otázky jsou zde pracovními pomůckami, nikoliv „pravdami“, které se ověřují. Výzkumník v průběhu rozhovoru může otázky přizpůsobovat tomu, co se v rozhovoru objevuje jako signifikantní. Základem metody jsou podle Gulové a Šípa (2013) otevřené otázky, které nechávají co největší prostor pro vyjádření k danému tématu a které jsou dále doplňovány otázkami, jež podporují rozvíjení a konkretizaci odpovědí. Podstatou je vytvoření prostoru a podmínek pro sebevyjádření. Podle Reichla (2009) může v rámci polostrukturovaného rozhovoru tazatel formulace pokládaných otázek částečně modifikovat, nezbytné ale je, aby byly probrány všechny. Polostrukturovaná varianta rozhovoru pak v podstatě kombinuje výhody a minimalizuje nevýhody volného, resp. strukturovaného rozhovoru.

4.2 Metody vědeckého zkoumání, vyhodnocení a interpretace dat

Podle Hindla (1995) znamená výzkum systematické zkoumání přírodních nebo sociálních jevů s cílem získat poznatky, které popisují a vysvětlují svět kolem nás.

Podle Ochrany (2013) má metodologie vědy klíčový význam pro výstavbu vědy jako celku, jakož i pro utváření jednotlivých druhů věd. Reichel (2009) definuje metodologii jako nauku o metodách vědy, resp. teorii jejích metod, které člení na obecně filosofické, obecně vědní a speciálně vědní.

Vědecké metody se např. dle Demjančuka (2002) rozdělují na metody explanační a interpretační. Klasifikace se však u různých autorů různí. V této disertační práci jsou použity metody explanační, kterými jsou analýza, syntéza, dedukce, indukce, komparace a analogie.

4.2.1 Obsahová analýza

Kvalitativní primární data získaná rozhovory s identifikovanými soukromými investory jsou vyhodnocována metodou obsahové analýzy (Krippendorff, 2013). Jedná se o metodu zaměřenou na analýzu obsahu dokumentu (záznamu rozhovoru, dotazníku). Je založena na předpokladu, že určité významy a fráze, které se nejčastěji opakují, jsou také těmi nejdůležitějšími složkami sdělení (dokumentu, výpovědi apod.). Na základě definování

určitých vlastností projektů a jejich slovních vyjádření lze dále sledovat jejich důležitost v promluvách tázaných investorů.

Disman (2011) definuje obsahovou analýzu jako kvantitativní, objektivní analýzu sdělení jakéhokoliv druhu, která se může zabývat, jak obsahem sdělení, tak i jeho formou, autorem nebo adresátem.

Jiní autoři obsahovou analýzu dělí na kvalitativní a kvantitativní. Kvantitativní obsahová analýza je podle Neuendorfa (2002) systematická, objektivní kvantitativní analýza charakteristik sdělení. Kvalitativní obsahovou analýzu charakterizují Hsieh a Shnanon (2005) jako subjektivní interpretaci obsahu textových dat prostřednictvím systematického třídícího procesu kódování a identifikování témat nebo vzorů. Podle Dismana (2011), který uvažuje obsahovou analýzu pouze jako objektivní, kvantitativní metodu analýzy sdělení, je konstrukce dobrých kategorií, do kterých bude obsah sdělení kódován, asi nejcitlivější operací v procesu obsahové analýzy.

4.2.2 Statistické metody

Podle Hendla (2015) je statistika naukou, jak získat informace z numerických dat. Moore (1997) dělí statistickou praxi na získávání dat zahrnující metody sběru dat, analýzu dat (popisnou statistiku), která představuje organizaci dat a jejich popis a konečně statistické usuzování, které provádí závěry a dodává k nim zhodnocení jejich spolehlivosti (inferenční statistika). Hendl (2015) analýzou dat nazývá jak analýzu dat ve smyslu Moora, tak i používání metod statistického usuzování.

Pro tuto disertační práci byly použity běžné metody popisné statistiky (Hindls, 1995). Jedná se o popis kvantitativních dat prostřednictvím charakteristik polohy, variability, šikmosti apod. Pro zachycení rozložení dat mohou být použity zobrazovací techniky jako histogramy, svícnové grafy apod. umožňující komprimované zachycení většího množství dat.

Dále byly v této práci použity metody matematické statistiky. Získaná kvantitativní data byla podrobena explorační analýze (Tukey, 1977) – souhrnu metod zaměřených na průzkum dat a hledání hypotéz. Dle Hendla pro explorační analýzu platí: (2015):

- účelem je neomezený průzkum dat, hledání zajímavých konfigurací,
- závěry platí pouze pro jedince a měření, jež jsme měli k dispozici,

- závěry jsou neformální, vycházíme z toho, co jsme našli v datech.

Užitím postupů statistické inference (Budíková, Králová, 2010; Hendl, 2015) byly testovány navržené hypotézy, prováděny odhady a usuzováno o vlastnostech základního souboru neinstitucionalizovaných soukromých investorů a jejich vlastnostech. Dle Hendla (2015) pro statistickou inferenci platí:

- cílem je odpovědět na specifickou otázku, kterou jsme položili před tím, než začal sběr dat,
- závěry platí pro větší skupinu jedinců (populaci) nebo širší třídu okolností,
- závěry jsou formální, s upřesněním jejich spolehlivosti.

4.2.3 Modelování

Hendl (2015) rozlišuje při modelování následující fáze:

1. základní formulace modelu,
2. přizpůsobení modelu datům (parametrizace modelu),
3. kritiku modelu,
4. vyhodnocení a interpretaci modelu.

Široký (2011) popisuje modelování jako vědeckou metodu, kdy prostřednictvím formulace problému, vytváření modelu a výzkumu modelu přenáší modelování znalost o modelu, jakožto zjednodušeného obrazu skutečnosti, zpět na realitu.

Metoda modelování je v disertační práci použita pro naplnění čtvrtého dílčího cíle, kterým je návrh rozhodovacího modelu Business Angel investorů o přijetí projektu k bližšímu zkoumání.

Veškeré výpočty byly prováděny prostřednictvím programu MS Excel.

5 Identifikace charakteristik a procesu investičního rozhodování výběrového souboru neinstitutionalizovaných soukromých investorů v prostředí České republiky

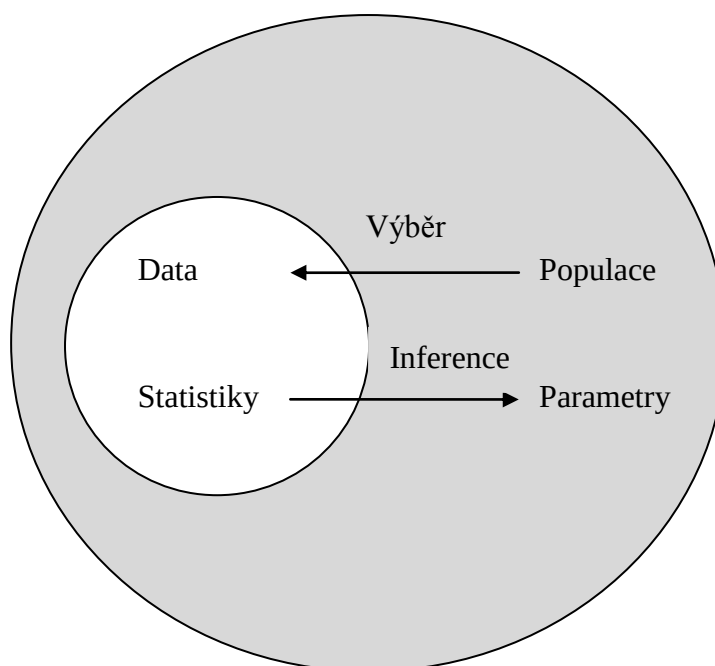
Tato kapitola prezentuje způsob naplnění prvních tří dílčích cílů a zároveň první části hlavního cíle, kterou je identifikovat charakteristiky a proces investičního rozhodování výběrového souboru neinstitutionalizovaných soukromých investorů v prostředí České republiky.

5.1 Základní a výběrový soubor respondentů

Business Angel investoři nejsou oficiálně registrováni a jejich činnost obvykle probíhá neorganizovaně, soukromě. O podobě základního souboru Business Angel investorů panují proto určité pochybnosti. Identifikování Business Angel investorů (ať již na základě vlastního přihlášení se k činnosti Business Angel investora, či případy, kdy bylo Business Angel investorům odpovídající jednání u nich identifikováno vnějším pozorovatelem) mohou tvořit pouze část základního souboru Business Angel investorů.

Zde vzniká podstatná obtíž při zobecňování dosažených výsledků. Explorační a popisná analýza (Hendl, 2015) výběrového souboru plně vychází z nashromážděných údajů o Business Angel investorech, se kterými byl proveden rozhovor. Z těchto údajů může být usuzováno o motivech jednání zkoumaných Business Angel investorů a o činěných rozhodovacích procesech. Situace je však jiná v případě úsudků o charakteristikách základního souboru Business Angel investorů v České republice a jejich případných motivech. Výběrový soubor může být ovlivněn nejen náhodnými výběrovými chybami, jež mohou být při úsudcích o základním souboru kompenzovány např. šířkou intervalu spolehlivosti některých parametrů základního souboru, ale též systematickými výběrovými chybami (Hendl, 2015), pro jejichž kompenzaci nemusí existovat jednoznačné řešení. Vztah mezi výběrovým souborem a základním souborem (populace) zobrazuje následující schéma.

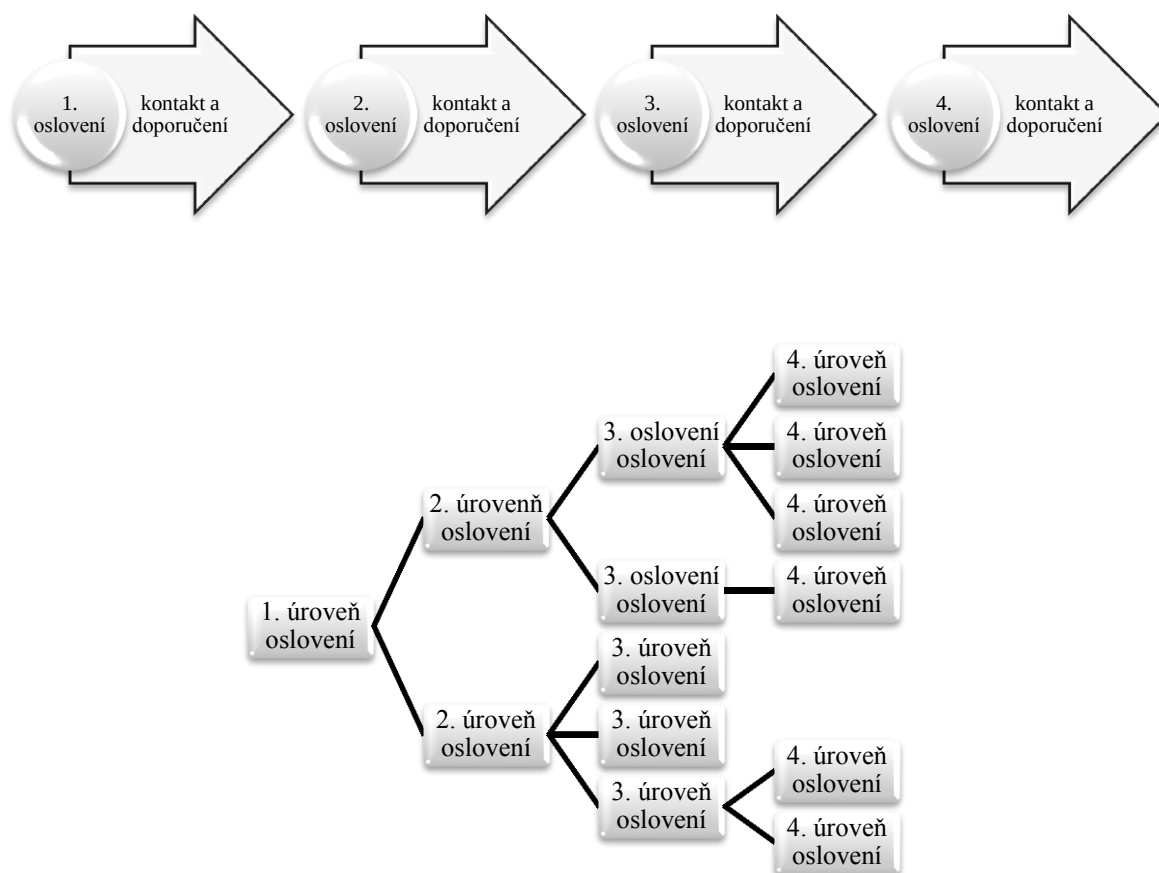
Obrázek 4: Vztah populace a výběru, z nich odvozených statistik a parametrů.



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Hendl (2015).

Výběrový soubor Business Angel investorů působících v České republice byl získán metodou sněhové koule (snowball sampling, např. Goodman, 1961), která je využívána právě pro případy skytých nebo nejasných populací, k jejichž členům je také obtížné získat přístup. Identifikace a přístup k dalším členům základního souboru (kteří se pak stanou členy výběrového souboru) jsou získávány prostřednictvím kontaktu (a případně doporučení) od dříve identifikovaných členů základní populace. Výhoda této metody, kterou je řetězení přístupu k novým, dosud neznámým členům, je také zároveň slabinou této metody při uvažích o základním souboru. Členové výběrového souboru nejsou získávání náhodným výběrem (Budíková et al., 1996). Podstatnou determinatou v tomto způsobu získávání členů výběrového souboru je prvotně oslovený člen. Na základě kontaktu s ním jsou získávání další členové výběru. Viz následující schéma.

Obrázek 5: Možné způsoby řetězení respondentů v rámci získávání nových respondentů metodou sněhové koule.

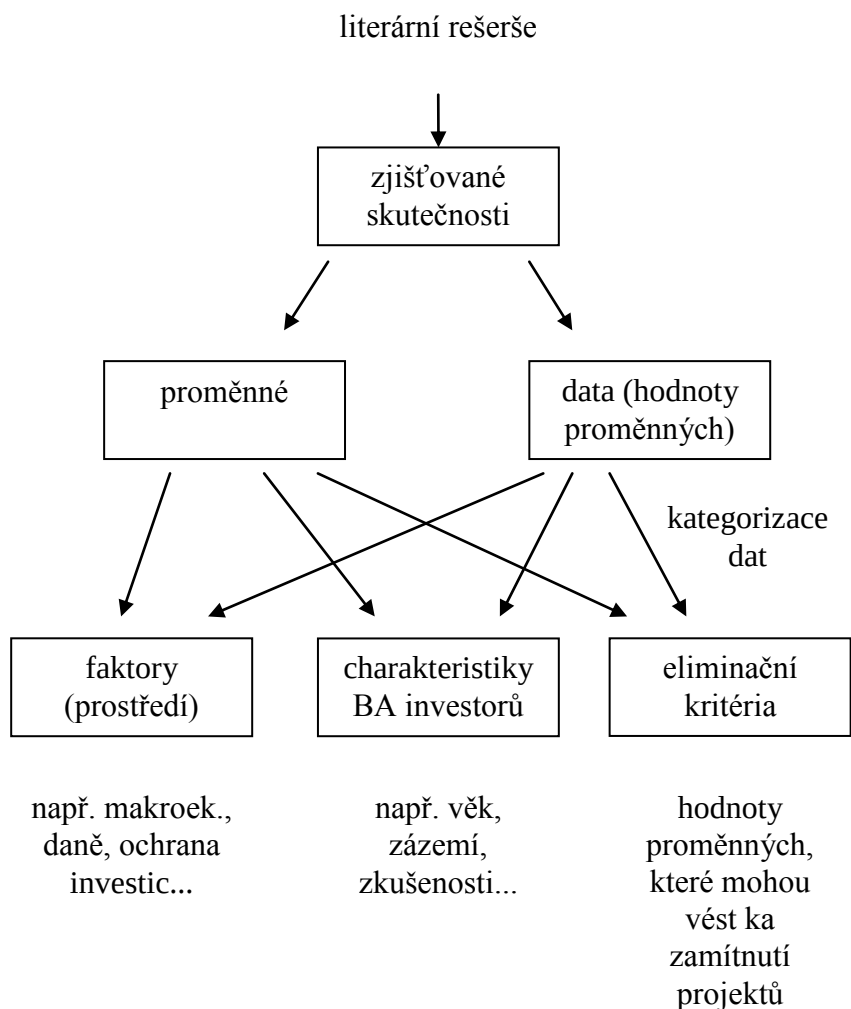


Zdroj: Vlastní zpracování na základě Dudovskiy (2018).

K zamezení přílišnému zatížení výběrového souboru počátečním bodem (osloveným známým členem základního souboru) byly pro tvorbu výběrového souboru užity ne jedna, ale tři odlišné osoby identifikované jako Business Angel investoři. Úskalí při snaze přiblížit charakteristiky výběrového souboru základnímu souboru je celá řada. Zmínit lze např. zvýraznění vlivu sociálně aktivních členů základního souboru a jejich vazeb (z toho důvodu nebyly používány pro další oslovení více než tři získané kontakty), vzhledem k citlivosti výzkumných témat je v literatuře zmiňovaná snaha u dotazovaných osob vynechat z referencí osobně blízké osoby apod. Pro zvládnutí těchto slabin byly použity určité postupy (např. Heckathorn, 1997), které by měly vést k odstranění vychýlení výběrového souboru vzhledem k základnímu souboru. Přestože některá tato doporučení opatření byla při vytváření výběrového souboru uplatněna (viz výše), nedotčena zůstává např. otázka izolovaných (samostně působících) jedinců, nebo např. nejistota ve vztahu k velikosti základního souboru

Business Angel investorů. V otázce úsudků ohledně parametrů základního souboru na základě statistik z dat výběrového souboru je tedy třeba přistupovat nanejvýš obezřetně.

Obrázek 6: Sběr a zpracování dat.



Zdroj: Vlastní tvorba.

Obrázek představuje zjednodušené schéma postupu při sběru a zpracování dat pro tuto disertační práci, jak bude prezentováno v následujícím textu. Na základě literárních rešerší byly prostřednictvím rozhovorů zjišťovány určité skutečnosti týkající se jednotlivých Business Angel investorů z výběrového souboru. Po provedení obsahové analýzy rozhovorů byly definovány proměnné a vytvořena datová matice; data byla kategorizována. Část proměnných, resp. dat, má speciální význam: jednak jsou to faktory prostředí, které představují vnější podmínky, v nichž Business Angel investoři uskutečňují svou činnost, např.

jde o faktory makroekonomického vývoje, daně, ochranu investic apod. Dále jde o charakteristiky Business Angel investorů, kterými jsou například věk, zkušenosti či zázemí. Pro naplnění čtvrtého dílčího cíle této disertační práce jsou důležitá eliminační kritéria, která představují tu část proměnných a jejich hodnot, které mohou být příčinou eliminace projektu Business Angel investorem – tedy eliminační kritéria.

5.2 Sběr dat

5.2.1 Výběr respondentů

Výběr respondentů z populace Business Angel investorů v České republice, která je do jisté míry neurčitá, proběhl metodou sněhové koule (např. Miovský, 2003) kdy na základě apriorní znalosti autorky byly osloveny konkrétní prvotní osoby a jejich prostřednictvím byl získán kontakt na další osoby.

Nejprve byli osloveni tři Business Angel investoři, o jejichž činnosti jsem měla informace již před začátkem dotazování. Protože Business Angel investoři často při financování projektů postupují v neformálních vazbách, a tedy udržují mezi sebou určité vztahy, lze znalost jednotlivých Business Angel investorů využít k získání přístupu k dalším Business Angel investorům (Rubin a Babbie, 2009). Nevýhodou metody je náchylnost ke zkreslení, a zejména v případech, kdy se jedná velmi citlivá témata, účastníci mohou být vystaveni negativním důsledkům svých sdělení nebo vzájemné vztahy mezi vyšetřovanými osobami jsou slabé (Waters, 2015).

Užitím metody sněhové koule lze získat určitou představu o populaci Business Angel investorů, nicméně některá zkreslení jsou metodě inherentní. Větší vahou budou zřejmě například zastoupení Business Angel investoři s delší historií (tedy s větší zkušeností), investoři, kteří obvykle postupují ve skupinách Business Angel investorů (mají více vazeb) nebo investoři, kteří jsou úspěšnější. Např. Business Angel investoři, kteří se činnosti již nevěnují, již nejsou zastoupeni. Zkreslení může pramenit i z neochoty investorů se vyjadřovat o svých ztrátách (Weidig, Mathonet, 2004).

Způsob získávání nových kontaktů na další Business Angel investory od již známých Business Angel investorů vede i k regionálnímu vychýlení vzorku. Samotná velikost vzorku Business Angel investorů je také poměrně malá v porovnání např. se studiemi zabývajícími se běžnými investory z důvodu poměrně náročné dostupnosti vyjádření Business Angel

investorů. Populace Business Angel investorů v České republice, na které bylo dotazování zaměřeno, je také zřejmě poměrně menší než populace Business Angel investorů v rozvinutých zemích, zejména anglosaských, nebo skandinávských, kde vzorky Business Angel investorů nebo Venture Capital investorů ve studiích dosahují velikosti stovek osob (Månsson, Lanström, 2006 ve Švédsku; Reitan, Sørheim, 2000 v Norsku; Feeney a Haines, 1999 v Kanadě; Sullivan a Miller, 1996 v USA; Mason a Harrison, 2004 nebo např. Paul, Whittam a Johnston, 2003 ve Velké Británii).

Tato disertační práce se opírá o osobní rozhovory, které jsem provedla s jedenatřiceti Business Angel investory v období od počátku roku 2017 do poloviny roku 2018. Celkový počet respondentů byl získán nejprve oslovením mně osobně (z mé podnikatelské praxe) známých Business Angel investorů a jejich prostřednictvím získání kontaktu na další Business Angel investory, získání jakési legitimacy a na ní závisějící ochoty těchto dalších osob se mnou rozhovor provést. Záměrem bylo opatřit co nejvíce údajů a názorů různých Business Angel investorů pro zajištění určité reprezentativnosti vzhledem k předpokládané populaci Business Angel investorů. Získání přístupu k dalším Business Angel investorům bylo o poznání snazší v případě prvotně dotazovaných Business Angel investorů, než tomu bylo v případě dále odvozených kontaktů.⁵ Opakovaným úsilím získat přístup k dalším Business Angel investorům se počet nakonec podařilo zvýšit na 31, když zůstal ještě poměrně vysoký počet zaznamenaných kontaktů na investory, které nebyly využity nebo s nimiž se rozhovor nepodařilo realizovat. Nerealizované rozhovory většinou nebyly spojeny s přímým odmítnutím, nýbrž s neurčitým příslibem a opakovaným odsouváním plánovaného setkání Business Angel investorem do budoucnosti.

5.2.2 Způsob zjišťování a zaznamenávání informací

Protože některé otázky jsou pro Business Angel investory poměrně citlivé (např. majetkové poměry) a z důvodu důležitosti uplatňování osobního přístupu pro ochotu odpovídat na otázky byla pro získávání informací o Business Angel investorech a jejich postojích zvolena metoda polostrukturovaného rozhovoru. Formou rozhovoru byl osobní

⁵ Důvod lze patrně shledávat v poměrně vysokém požívaném respektu některých z prvotně oslovených Business Angel investorů v prostředí Business Angel investorů a vzhledem k osobní znalosti s tazatelem v jejich vyšší ochotě se osobně angažovat v navazování kontaktu tazatele s dalšími Business Angel investory.

rozhovor (Opdenakker, 2006). Důvodem volby tohoto postupu proti méně náročnému dotazníkovému šetření tak byla snaha:

- volnější (ve srovnání s dotazníkem) formou rozhovoru Business Angel investory ujistit, že přes z jejich strany poskytnuté informace si udrží vlastní soukromí (Phillips, Stawarski, 2008). Vycházela jsem též z vlastní zkušenosti z dřívějších rozhovorů s investory na burzovním trhu, kteří o svých motivech, záměrech, majetkových poměrech apod. v osobních méně formálních rozhovorech často hovoří otevřeněji, než v případě, kdy písemně zaznamenávají (nebo jsou zaznamenávány někým jiným) standardizované odpovědi do dotazníků,
- dát Business Angel investorům co největší prostor pro jejich vlastní vyjádření (aniž by jim byly nabídnuty varianty odpovědí). Jejich vlastní odpovědi mohou být odlišné, nečekané, nekonzistentní, nesoucí doprovodný vhled do jejich uvažování (Blinder, 1991),
- ujistit se o pozornosti, kterou Business Angel investoři věnují svým odpovědím, poskytnout Business Angel investorům dostatečný kontext a ujistit se o způsobu chápání otázek.

Rozhovory proto byly koncipovány jako polostrukturované (např. Phillips, Stawarski, 2008). Business Angel investorům byly pokládány předem připravené otázky z rozpracovaných okruhů. Zdrojem okruhů otázek, resp. samotných otázek byla široká rešerše literatury zabývající se Business Angel investicemi, Business Angel investory, jejich chováním a rozhodováním. Byly kladeny zejména otevřené otázky. Podle potřeby byly kladeny doplňující otázky. Základní pořadí otázek bylo dáno, ne vždy však bylo dodrženo, neboť někdy investor při širší odpovědi na jednu z otázek již zároveň odpovídal na otázku jinou, která mu již podruhé nebyla kladena; mohly však být kladeny doplňující dotazy k ní. Vždy však byly položeny všechny otázky, resp. otázky byly kladeny tak, aby vždy byly zjištěny všechny zjišťované skutečnosti.⁶ Rozhovory jsem vždy prováděla osobně.

Někteří Business Angel investoři souhlasili s nahrávkou rozhovoru. Pro takový případ jsem přislíbila, že nahrávka bude sloužit jen pro mou osobu a nedostane se k nikomu jinému, a že nikde na nahrávce z mé strany nezazní žádný osobní údaj investora. Nahrávání bylo praktické; umožnilo zkrácení doby trvání rozhovoru, neboť jsem nemusela zaznamenávat tak podrobné poznámky a zároveň to přineslo možnost větší kontroly správnosti. Nenahrávané

⁶ Okruhy otázek, zjišťované skutečnosti a příklady konkrétních otázek jsou uvedeny v příloze této disertační práce.

rozhovory byly asi o polovinu delší než nahrávané. Pro záznam odpovědí jsem vytvořila strukturovaný záznamový arch s cílem urychlení zápisu. Business Angel investora jsem vždy ujistila, že v zápisu figuruje pouze pod číslem a zápis nebude obsahovat žádné osobní údaje, které sám do zápisu nesdělí, což se (z reakcí Business Angel investorů) domnívám, že bylo důležité. Pro důvěrnější atmosféru jsem veškeré poznámky psala ručně a při rozhovoru nepoužívala počítač. Nahrávky jsem pořizovala na mobilní telefon.

Oba typy prvotních záznamů, tedy nahrávka a záznamový formulář, byly dále zpracovány a přeneseny do počítačové evidence pod evidenčním číslem investora bez spojení s jeho osobními údaji.

5.3 Struktura rozhovorů a jejich vedení

K rozhovorům s Business Angel investory byly využity předem (na základě široké literární rešerše) podle převažujícího předmětu zájmu připravené okruhy otázek. Otázky ze stejného okruhu byly kladeny (až na výjimky⁷) v souvislosti s dalšími otázkami téhož tematického okruhu, odděleně od ostatních tematických okruhů. Dotazovaným Business Angel investorům bylo pro jejich lepší orientaci vždy předem sděleno, jakého okruhu se budou následující kladené otázky týkat. Cílem kladení otázek bylo zjistit určité skutečnosti (zde uvádím jako „zjišťované skutečnosti“), např. v prvním okruhu věk, bydliště apod., o kterých bylo uvažováno jako o budoucích proměnných⁸.

Okruhy otázek byly následující:⁹

1. demografické údaje vztahující se k Business Angel investorovi,
2. zkušenosti s Business Angel investicemi a investiční zvyklosti,
3. význam podmínek prostředí pro realizaci investice,
4. podnikatel, projekt a produkt,
5. finanční kritéria,
6. monitoring investice.

⁷ Otázky na úroveň příjmů a bohatství a výši investic byly zařazeny až na konec rozhovoru z důvodu jejich citlivosti.

⁸ Proměnné byly definovány až na základě provedení obsahové analýzy všech realizovaných rozhovorů.

⁹ Okruhy otázek, zjišťované skutečnosti a příklady konkrétních otázek jsou uvedeny v příloze této disertační práce.

První tematickým okruhem otázek byly otázky zjišťující demografické údaje o Business Angel investorech. Cílem bylo určitým způsobem Business Angel investory identifikovat v celkové populaci České republiky a porovnat jejich charakteristiky s charakteristikami zahraničních Business Angel investorů. Některé údaje jsou však známe či rozeznatelné již po identifikaci osoby Business Angel investora, proto v těchto případech otázky ani nebyly kladeny (pohlaví, někdy věk, bydliště), nebo byly zjišťované skutečnosti Business Angel investorem jen odsouhlaseny, např. aby byly v rozhovoru zmíněny. Otázky na minulé zkušenosti (podnikatelské, pracovní, studijní) byly zařazeny na začátek rozhovoru mj. pro jejich potenciál určitého otevření rozhovoru, „rozpovídání“ Business Angel investora. Otázka na úroveň příjmů a bohatství, jako citlivá otázka schopná vyvolat ostražitost, popř. i odmítnutí pokračování v rozhovoru byla s otázkou o výši investic odsunuta až na konec rozhovoru.

Druhým, rozsáhlejším okruhem otázek jsou otázky již směřující ke zkušenostem s Business Angel investicemi a investičním zvyklostem.

Třetím okruhem, který byl po provedených pilotních rozhovorech podstatně zredukován, je význam podmínek prostředí pro realizaci investic. Na základě zbývajících provedených rozhovorů lze zřejmě říci, že rozhodnutí redukovat otázky tímto směrem bylo patrně správné. Přestože literatura dokumentuje souvislost mezi Business Angel investicemi a podmínkami vnějšího prostředí, Business Angel investoři podmínky přímo nehodnotí, ale vnímají je zprostředkovaně, přes jiné ukazatele.

Čtvrtým obsáhlým okruhem kladených otázek bylo hodnocení podnikatele a podnikatelského projektu. Samostatnou skupinou – pátým okruhem byly otázky na finanční kritéria investic a dále pak – šestým okruhem – byly otázky zaměřené na monitoring investic. Závěrem byli Business Angel investoři dotazováni na výši investic, celkový majetek a majetkové poměry obecně.

Na úplný konec byli investoři dotazováni, zda chtějí ještě něco sdělit, či zda se domnívají, že jsem se jich na něco důležitého měla zeptat a nezeptala. V této části obvykle nesdělili žádný postrádaný dotaz, opakovali či utvrzovali však často svoje předchozí sdělení, která považovali za zvlášť důležitá.

Okruhy otázek a samotné zjišťované skutečnosti a z nich plynoucí otázky pro Business Angel investory byly voleny s ohledem na provedenou širokou literární rešerši týkající se problematiky Business Angel investorů. Otázky týkající se demografických údajů a charakteristik Business Angel investorů vycházejí z domácích i zahraničních studií, zejména z prací Ramadani (1995), Månsson a Landström (2006), San José et al. (2005), Maula et al. (2005), Stedler a Peters (2003), Wong a Ho (2007), Zinecker et al. (2013).

Okruh otázek pokrývajících zkušenosti s Business Angel investicemi a investiční zvyklosti Business Angel investorů míří především k tématům rozebíraných v pracích Stankevičienė a Žinytė (2011), Miloud et al. (2012), Johnson, Sohl (2012), Månsson a Landström (2006), Stedler a Peters (2003), San José et al. (2005), Mason a Harrison (1997), Maula et al. (2005).

Otázky týkající se významu podmínek prostřední pro realizaci investice vycházejí zejména z prací Stedler a Peters (2003), Groh et al. (2010), Stimel (2012), Füss a Schweizer (2012), Johnson a Sohl (2012), Mason a Harrison (1997).

Otázky směřující k hodnocení podnikatele, projektu a produktu vycházejí z prací zejména Stedler a Peters (2003), Festel et al. (2013), Stankevičienė a Žinytė (2011), Miloud et al. (2012), Silva (2004), Gimeno et al. (1997), Muzyka et al. (1996), Franke (2008), Stuart et al. (1999), Stankevičienė a Žinytė (2011), Zinecker (2015).

V případě okruhu finančních kritérií hodnocení projektu a monitoringu investice ze strany Business Angel investorů byly zdrojem otázek zejména témata vznesená v pracích Stedler a Peters (2003), Festel et al. (2013), Stankevičienė a Žinytė (2011).

Struktura rozhovoru na základě tématických okruhů, seznamu zjišťovaných skutečností a příkladů otázek kladených Business Angel investorům je uvedena v příloze této disertační práce.

5.4 Předvýzkum (pilotní rozhovory)

Rozhovory realizované na základě definovaných tématických okruhů a seznamu zjišťovaných skutečností byly nejprve pro otestování provedeny se dvěma autorce osobně dlouho (10 let, resp. 26 let) a dobře (i z vlastní podnikatelské praxe) známými Business Angel investory. Tito Business Angel investoři byli v rámci rozhovoru požádáni o vyjádření k a)

celkové koncepci rozhovoru a b) k tomu, zda některé otázky nebo okruhy otázek považují za irelevantní, popř. c) k tomu, zda struktura rozhovoru vynechává některé důležité okruhy, kterými se podle jejich názoru Business Angel investoři zabývají.

Na základě těchto pilotních rozhovorů došlo k určité redukci otázek v oblasti makroekonomického vlivu na chování Business Angel investorů (okruh 3). Pilotně dotazovaní Business Angel investoři se k této oblasti nedokázali podstatněji vyjádřit (přes v literatuře dokumentované vztahy), považovali ji za méně relevantní (nebo vůbec). Oblast také nebyla jádrem zájmu této práce. Okruhy kladených otázek (výše uvedené) se však proti původnímu záměru nezměnily. Některé otázky však byly přeformulovány nebo sloučeny, aby nedocházelo k jejich překrývání, jak upozorňovali pilotně dotazovaní Business Angel investoři. Otázky týkající se obdobných témat z více různých úhlů pohledu byly do původní verze zařazeny záměrně s ohledem na možnost triangulace odpovědí jednotlivých Business Angel investorů (Todd, 1979). Business Angel investoři v pilotním dotazování se však domnívali, že by to mohlo vést k snížení ochoty Business Angel investorů odpovídat na další otázky. Množství takových otázek bylo proto zredukováno. Role těchto Business Angel investorů účastnících se pilotního dotazování lze chápat jako roli klíčových osob (Yin, 2014) s vzhledem do zkoumané oblasti včetně z jejich strany poskytnutí možnosti realizovat rozhovory s dalšími Business Angel investory.

Na základě pilotních rozhovorů byly také precizovány formulace o cílech rozhovoru, na základě připomínek byla v dalších rozhovorech zdůrazněna důvěrnost sdělení. Pilotní rozhovory dále umožnily získat představu o časové náročnosti rozhovoru, neboť bylo nutné schůzky s novými Business Angel investory ve fázi jejich sjednávání předem časově ohraničit.

5.5 Vyhodnocení dat

Po dokončení fáze provádění rozhovorů byla provedena obsahová analýza všech rozhovorů. Dále byly s konečnou platností na základě provedení obsahové analýzy všech realizovaných rozhovorů a s využitím explorační analýzy definovány proměnné (znaky), vycházející ze zjišťovaných skutečností, a to jak kvantitativní, tak i kvalitativní.

Shromážděná data, která byla zapsána do formulářových archů, byla po definování proměnných zaznamenána do datové matice (Hendl, 2015), kdy v každém řádku je popis

jednoho objektu a každý sloupec obsahuje data pro jednu proměnnou. Průsečík řádku a sloupce – buňka – obsahuje právě jeden údaj nebo hodnotu. Při zpracování dat bylo použito kódování.

Po vytvoření datové matice byla provedena kontrola dat. Na základě Hendla (2015), byla použita základní strategie pro minimalizaci výskytu chyb, kterou je určení jednotlivých fází, kdy se mohou objevit, a pokus jim předejít nebo je odstranit. Za rizkovou fází jsem zejména považovala vyplňování záznamového archu v průběhu rozhovoru, neboť jde o fázi náročnou na soustředění. Z určitého pohledu ideální by byla přítomnost dvou osob, z nichž jedna by vedla rozhovor a druhá by data zaznamenávala. Tuto variantu jsem však zavrhl po provedení pilotních rozhovorů, z nichž jeden proběhl za účasti mého školitele, neboť jak podle mého názoru, tak i podle názoru pilotních respondentů by přítomností další osoby utrpěla důvěrnost rozhovoru a ochota Business Angel investorů odpovídat otevřeně na kladené otázky.

Riziko chybného záznamu do záznamového archu jsem eliminovala dvěma způsoby:

- u nahrávaných rozhovorů jsem uskutečnila kontrolní poslech nahrávky s ověřením správnosti záznamu, resp. jeho doplnění;
- u nenahrávaných rozhovorů jsem provedla kontrolu záznamového archu v termínu do 3 dnů od provedení rozhovoru, kdy jsem rozhovor ještě měla v dobré paměti.

Kromě výše uvedených opatření jsem se soustředila na zvýšenou pečlivost při záznamu dat.

Datová matice jako celek byla překontrolována a konstatovala jsem, že se v ní nenacházejí žádné podezřelé hodnoty (hodnoty nějakým způsobem překvapující, vybočující, byly ošetřeny poznámkou již v průběhu jejich přepisování do datové matice).

Scházející hodnoty nebyly pro daný soubor dat identifikovány. Business Angel investoři odpověděli ve všech případech na všechny otázky. Deklarovaná nejistota respondenta ohledně odpovědi na dotaz („nevím“, „nejsem si jist“, „těžko říct“, „to záleží na situaci“... atd.) či odmítnutí odpovědi je přitom považována za zjištěnou hodnotu. Hodnoty byly uvedeny tak, aby v rozumné šíři co nejlépe vystihovaly skutečné prohlášení respondenta.

Např. v otázce vzdělání jsou zaznamenány hodnoty jako např. „inženýr strojař“, „vysokoškolské“, „mám VUT“ apod. Datová matice byla následně s využitím explorační analýzy upravena setříděním hodnot do určitých kategorií. Všechny výše uvedené odpovědi (hodnoty proměnné), tedy „inženýr strojař“, „vysokoškolské“, „mám VUT“, byly v upravené datové matici zařazeny do kategorie „vysokoškolské“.

Upravená datová matice, jejíž proměnné nabývají již pouze kategorizovaných hodnot, byla dále vyhodnocena prostřednictvím metod popisné statistiky, jejichž výsledky jsou uvedeny v následující kapitole.

5.6 Výsledky dotazování - charakteristiky výběrového a proces investičního rozhodování výběrového souboru Business Angel investorů

5.6.1 Demografické údaje vztahující se k Business Angel investorům

Ze 31 Business Angel investorů, s nimiž se podařilo provést rozhovor, bylo 30 mužů, tedy 97 % všech dotazovaných. Přestože takový výsledek může být důsledkem způsobu oslovování Business Angel investorů, ve srovnání s jinými zeměmi (např. Švédsko, Månsson, Landström, 2006; Německo, Stedler, Peters, 2003) není podstatně odlišný. V USA je uváděný počet žen - Business Angel investorů a projektů, které jsou jimi financovány, od 5 do 20 % v období dekády po roce 2004, s tím, že tendence je spíše rostoucí (May, Liu, 2015). V otázce věku Business Angel investorů, relativní četnost jednotlivých věkových kategorií zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 1: Relativní četnosti věkových kategorií Business Angel investorů.

Věková kategorie Business Angel investorů	Do 30 let	Od 30 do 40 let	Od 40 do 50 let	Od 50 do 60 let	Nad 60 let
Relativní četnost	6 %	10 %	23 %	39 %	23 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Nejvíce Business Angel investorů se nachází ve věkové kategorii nad 40 let. Modusovým intervalem je pak věk mezi 50 a 60 roky. Business Angel investoři byli také dotazováni na své současné a na minulá povolání a zkušenosti z oboru. Největší část dotazovaných se označila jako vedoucí osoba nějaké organizace, vlastník nebo podnikatel. Menší část dotazovaných se označila jako manažer nebo osoba, která se zabývá také operativní činností. Zbývající Business Angel investoři označovali sami sebe za bývalé podnikatele nebo přímo za investory. Četnosti jejich odpovědí, i s ohledem na jejich věkovou

kategorii zobrazuje následující kontingenční tabulka simultánních relativních četností (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Tabulka 2: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností věkových kategorií a kategorií povolání Business Angel investorů.

	Vedoucí osoba	Manažer	Bývalý podnikatel	Investor	Celkem
Do 30 let	3 %	3 %	0 %	0 %	6 %
Od 30 do 40let	3 %	3 %	0 %	3 %	10 %
Od 40 do 50 let	16 %	0 %	3 %	3 %	23 %
Od 50 do 60 let	23 %	13 %	3 %	0 %	39 %
Nad 60 let	13 %	0 %	3 %	6 %	23 %
Celkem	58 %	19 %	10 %	13 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z tabulky je patrné, že největší počet Business Angel investorů se považuje za vedoucí osoby ve věku od 40 let. Jako investoři nebo bývalí podnikatelé se označuje menšina Business Angel investorů a tento segment je naplněn zejména v nevyšší věkové kategorii. Podíl Business Angel investorů pod 40 let je z celkového hlediska zanedbatelný. Tyto osoby se také ve větší míře (50 %) věnují operativním záležitostem (kategorie manažer). Ve vyšších věkových kategoriích (přestože vývoj není monotónní) dochází k relativnímu poklesu vlastní identifikace Business Angel investora jako manažera a na významu získává identifikace jako investor, nebo bývalý podnikatel.

V komparaci s výsledky zahraničních odborných studií byli mnou dotazovaní Business Angel investoři o něco starší. Průměrný věk byl 51 let. Studie z Finska (Maula, Autio, Arenius, 2005) zabývající se menšími investicemi uvádí průměrný věk 43 let. V případě studie z Německa (Stedler, Peters, 2003) je silněji zastoupená věková kategorie do 40 let (24 %) a méně zastoupena věková kategorie nad 60 let. Jádrem Business Angel investorů je v jejich případě zastoupeno ve věkové kategorii 40 až 55 let. V případě mnou dotazovaných Business Angel investorů byla nejsilněji zastoupena věková kategorie 50 až 60 let.

Srovnáváme-li věk Business Angel investorů s oborem, ve kterém uvádějí, že mají největší zkušenosti, získáme relativní četnosti dle následující tabulky.

Tabulka 3: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností kategorií odpovědí v otázce týkající se oboru, kde mají největší zkušenosti, vzhledem k jejich věkové kategorii.

	IT	Telekomuni- kace	Projekt/ Výzkum	Výroba	Služby	Celkem
Do 30 let	3 %	0 %	3 %	0 %	0 %	6 %
Od 30 do 40 let	6 %	0 %	0 %	3 %	0 %	9 %
Od 40 do 50 let	10 %	6 %	4 %	0 %	3 %	23 %
Od 50 do 60 let	10 %	3 %	13 %	10 %	3 %	39 %
Nad 60 let	10 %	6 %	3 %	3 %	0 %	23 %
Celkem	39 %	15 %	23 %	16 %	6 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

U nejmladších věkových kategorií je ve vyšší míře zastoupen podíl zkušeností z IT a Výzkumu/Projektu. U starších věkových kategorií nabývají na důležitosti oblasti výroby, služeb, silněji jsou zastoupeny také telekomunikace. Celkově má rozhodující podíl zkušenost z oboru IT a dále práce na nespecifikovaných projektech či výzkumu.

Business Angel investoři mají většinou zkušenost s více pracovními pozicemi. Obvyklé jsou 2 až 3. Kombinace pracovních zkušeností Business Angel investorů zobrazuje následující tabulka (součet podílů v tabulce nedává 100 % pro násobnost zkušeností ze strany jednotlivých Business Angel investorů).

Tabulka 4: Relativní četnosti kategorií profesní zkušenosti dotazovaných Business Angel investorů (většina Business Angel investorů má více profesních zkušeností).

		Podíl Business Angel investorů s další profesní zkušeností (v % podílu první profesní zkušenosti)							
	Podíl Business Angel investorů s profesní zkušeností	Vrcholový management	Prodej	Marketing	Finance	Výroba/Projekt	Právo	Personalistika	Poradce
Vrcholový management	81 %		32 %	56 %	36 %	28 %	4 %	8 %	12 %
Prodej	35 %	73 %		55 %	55 %	45 %	0 %	0 %	27 %
Marketing	52 %	88 %	38 %		50 %	25 %	6 %	13 %	19 %
Finance	42 %	69 %	46 %	62 %		23 %	8 %	8 %	15 %
Výroba/Projekt	29 %	78 %	56 %	44 %	33 %		11 %	22 %	11 %
Právo	10 %	33 %	0 %	33 %	33 %	33 %		67 %	0 %
Personalistika	10 %	67 %	0 %	67 %	33 %	67 %	67 %		0 %
Poradce	13 %	75 %	75 %	75 %	50 %	25 %	0 %	0 %	

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Největší podíl dotazovaných Business Angel investorů má zkušenost z vrcholového managementu. Častá je také zkušenost z prodeje, marketingu a financí nebo kombinace těchto tří oblastí. Zkoumáme-li vzdělání Business Angel investorů, více než 2/3 Business Angel investorů uvádí vysokoškolské vzdělání, téměř třetina absolvovala formální manažerské vzdělávání (MBA, LL.M. apod.), část z nich (6 %) dosáhla vědeckých hodností nižšího stupně (CSc., Ph.D). Ze vzdělání a pracovních zkušeností Business Angel investorů je tak patrné zázemí Business Angel investorů ve vrcholovém managementu – ať již v současné roli vlastníků podílů, nebo pouze jako agenti ve smyslu teorie zastoupení. Business Angel investoři jsou zároveň osobami, které mají ve svém souhrnu bohaté zkušenosti se zakládáním podniků. Jen velmi malá část s nich zkušenosti se založením podniku nemá, nebo to nepovažuje za důležité. Údaje o těchto zkušenostech a vzdělání Business Angel investorů jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 5: Relativní četnosti kategorií vzdělání dotazovaných Business Angel investorů a kategorií jejich zkušeností se zakládáním podniků.

	Zkušenost se založením podniku	Nemá vlastní zkušenost	Nepovažuje to za důležité
Podíl z dotazovaných Business Angel investorů	84 %	6 %	10 %
	Vysokoškolské vzdělání	Manažerské vzdělání	Titul Ph.D. / CSc.
Podíl z dotazovaných Business Angel investorů	68 %	32 %	6 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Výběrový soubor dotazovaných Business Angel investorů není z regionálního hlediska vyrovnaný. Způsob oslovení Business Angel investorů metodou sněhové koule vedl k regionálnímu vychýlení¹⁰ vzhledem celkové populaci České republiky (a předpokládanému regionálnímu rozložení populace Business Angel investorů v České republice). Rozložení dle jejich bydliště uvádí následující tabulka.

Tabulka 6: Relativní četnosti uvedeného regionu bydliště dotazovaných Business Angel investorů.

Jihomoravský kraj	Praha a Středočeský kraj	Královéhradecký kraj	Plzeňský kraj	Liberecký kraj	Ostatní kraje ČR/Mimo ČR/Nespecifikováno
48 %	13 %	13 %	6 %	10 %	10 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

¹⁰ Bydliště a působení autorky této disertační práce je v Jihomoravském kraji.

Z tabulky je patrné, že ve výběrovém souboru je jako bydliště Business Angel investorů nejsilněji zastoupen Jihomoravský kraj, dále pak Praha a Středočeský a Královéhradecký kraj. Není jasné, jakým způsobem se posun v regionálním působení Business Angel investorů mohl promítnout do posunu odpovědí Business Angel investorů v odpovědích na další otázky. Očekávatelné jsou možné posuny v oborech zaměření, popř. v mezinárodních aspiracích Business Angel investorů.

Dotazování Business Angel investoři byli na závěr rozhovoru tázáni na pociťovanou úroveň svých příjmů a bohatství. Většina Business Angel investorů se cítí dostatečně zabezpečená. Tento pocit je silnější ve vyšších věkových kategoriích. Ne úplně spokojeni jsou zejména Business Angel investoři do 40 let. U nich lze tedy předpokládat, že výnos z investic bude silnějším motivem při rozhodování o účasti v projektu. Někteří Business Angel investoři se odmítli k otázce vyjadřovat. Z ostatních odpovědí je ale zřejmé, že Business Angel investoři se obecně považují za majetkově zabezpečené, přinejmenším nadprůměrně.

Tabulka 7: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností kategorií vnímání vlastního bohatství a příjmů Business Angel investory dle jejich věkových kategorií.

	Dostatečné / cítím se zajištěný/á	Velmi nadprůměrné / ale nijak extrémní	Nejsem úplně spokojený/á	Nechce odpovídat	Celkem
Do 30 let	0 %	3 %	3 %	0 %	6 %
Od 30 do 40let	0 %	0 %	10 %	0 %	10 %
Od 40 do 50 let	13 %	0 %	6 %	3 %	23 %
Od 50 do 60 let	23 %	16 %	0 %	0 %	39 %
Nad 60 let	16 %	0 %	3 %	3 %	23 %
Celkem	52 %	19 %	23 %	6 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

5.6.2 Dílčí shrnutí

Zkoumaní Business Angel investoři jsou obvykle muži, nejčastější je věková kategorie od 40 do 60 let, silné je ale i zastoupení nad 60 let. Jsou nadprůměrně vzdělaní, časté je manažerské vzdělávání (např. MBA). Business Angel investoři mají velmi často zkušenost s vedením vlastního podnikání nebo s vedením podniků jako najatí manažeři. Zkušenosti mají ale obvykle z více (uvádějí dvou až tří) pracovních pozic. Velmi často mají zkušenost se zakládáním vlastního podnikání. Zkušenosti obvykle získávali v oblasti IT, telekomunikací, častá je také zkušenost s realizací určitých projektů. Sami sebe nejčastěji považují za vedoucí osoby, méně často za manažery, dále též za podnikatele, bývalé podnikatele nebo investory.

Poslední kategorie je častější u vyšších věkových kategorií. Ty také častěji považují úroveň svých příjmů a bohatství za dostatečné. Obecně se Business Angel investoři považují za majetkově zabezpečené nebo alespoň za nadprůměrnou příjmovou skupinu. V dotazované skupině Business Angel investorů byli nadproporcionálně zastoupeni zejména Business Angel investoři z Jihomoravského kraje.

5.6.3 Zkušenosti a investiční zvyklosti

V rámci tohoto okruhu otázek byli nejprve Business Angel investoři dotazováni na dobu, po jakou se věnují své činnosti. Přehled o udávané délce činnosti dle věku Business Angel investorů a celkem zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 8: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností kategorií délky zkušeností Business Angel investorů v letech dle věkových kategorií Business Angel investorů.

Délka zkušeností → Věková kategorie ↓	do 1 roku	1 až 2 roky	3 až 5 let	5 až 10 let	10 a více let	Celkem
Do 30 let	3 %	0 %	3 %	0 %	0 %	6 %
Od 30 do 40let	0 %	6 %	0 %	4 %	0 %	10 %
Od 40 do 50 let	0 %	6 %	10 %	7 %	0 %	23 %
Od 50 do 60 let	0 %	0 %	10 %	16 %	13 %	39 %
Nad 60 let	0 %	0 %	13 %	3 %	6 %	22 %
Celkem	3 %	12 %	36 %	30 %	19 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z tabulky je patrné, že nejčastější délka zkušenosti s činností u dotazovaných Business Angel investorů byla 3 až 5 let. Vysoká je též četnost v intervalu 5 až 10 let, ale též nad 10 let. Uvedené by mohlo napovídat o určitém rozšiřování fenoménu Business Angel investorů v širší populaci v posledních letech. Pokles v kategorii nad 10 let je odůvodnitelný, pokud předpokládáme, že Business Angel investoři své činnosti v určitém věku zanechávají. Větší podíl investorů v kategorii 3 až 5 let než v kategorii 5 až 10 let svědčí o určitých změnách. Někteří investoři s delší zkušeností mohli činnosti již zanechat (např. v důsledku neúspěšných investic) nebo noví investoři byli přilákáni do oboru Business Angel investic. Pokud bychom měli kalkulovat průměrnou dobu věnování se činnosti, kdy vahami jsou relativní četnosti a odhadem délky investování středy intervalů, získáme průměrnou dobu věnování se činnosti mezi 6 a 7 roky. V tabulce se prosazuje také předpokládatelná tendence, že mladší Business Angel investoři mají obvykle kratší dobu zkušeností, zatímco u vyšších věkových kategorií se promítá delší zkušenost s Business Angel investiční činností.

Porovnáním odpovědí na otázku délky zkušeností s Business Angel investováním a odhadovaným počtem již realizovaných investic získáme představu o průměrné investiční aktivitě průměrného Business Angel investora.

Tabulka 9: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností odpovědí Business Angel investorů na otázku délky doby investování a počtu realizovaných investic.

Počet investic →	Jedna investice	Dvě investice	Do pěti investic	Do deseti investic	Do dvaceti investic	Nad dvacet investic	Celkem
Délka zkušeností ↓							
do 1 roku	0 %	3 %	0 %	0 %	0 %	0 %	3 %
1 až 2 roky	3 %	10 %	0 %	0 %	0 %	0 %	13 %
3 až 5 let	3 %	0 %	10 %	10 %	10 %	3 %	36 %
5 až 10 let	0 %	0 %	3 %	10 %	13 %	3 %	29 %
10 a více let	0 %	0 %	3 %	10 %	0 %	6 %	19 %
Celkem	6 %	13 %	16 %	29 %	23 %	13 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Mezi dotazovanými Business Angel investory dosahuje nejvyšší četnosti kategorie do deseti investic, dále pak do dvaceti investic. Aktivita mezi jednotlivými Business Angel investory se různí, neboť mezi dotazovanými byli Business Angel investoři s desítkami investic, ale i Business Angel investor s jedinou investicí, kterou již realizuje 3 až 5 let. Lze říci, že s délkou doby investování roste počet realizovaných investic, průměrná aktivita Business Angel investorů dle doby investování je různá. Použijeme-li středy intervalů z tabulky 9 k odhadu průměrné doby investování a průměrného počtu realizovaných investic,¹¹ můžeme stanovit průměrný počet přijatých investic ročně v jednotlivých kategoriích dle dosavadní doby investování. Ta je vyjádřena v následující tabulce.

Tabulka 10: Odhadovaný průměrný počet investic Business Angel investorů ročně dle délky doby investování.

Délka zkušeností Business Angel investora	Odhadovaný průměrný počet investic ročně
do 1 roku	2,00
1 až 2 roky	1,17
3 až 5 let	2,55
5 až 10 let	1,75
10 a více let	0,98
Celkem	1,82

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

¹¹ V případě okrajového intervalu „nad dvacet investic“ použijeme odhad 30 a v případě délky investování „nad deset let“ použijeme odhad 15.

Z tabulky je patrné, že aktivita Business Angel investorů, kteří se činnosti věnují kratší dobu, je o něco vyšší než těch, kteří se činnosti věnují delší dobu. Nejvyšších hodnot dosahuje kategorie 3 až 5 let, která je také v případě Business Angel investorů nejčastěji zastoupena (viz tabulku 9). Kombinace těchto údajů by mohla ukazovat na určité změny v zájmu o Business Angel investice a příchod nové skupiny Business Angel investorů do tohoto segmentu v posledních 3 až 5 letech.

Budoucí záměry Business Angel investorů ve vztahu k délce jejich zkušeností zobrazuje tabulka 11.

Tabulka 11: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností odpovědí Business Angel investorů na otázky jejich záměrů vzhledem k rozsahu činnosti.

Záměr → Délka investování ↓	Budu se činnosti věnovat i nadále	Činnosti ukončovat/omezovat	Pravděpodobně zvýším rozsah činnosti	Celkem
do 1 roku	0 %	0 %	3 %	3 %
1 až 2 roky	0 %	3 %	10 %	13 %
3 až 5 let	10 %	3 %	23 %	36 %
5 až 10 let	13 %	3 %	13 %	29 %
10 a více let	13 %	3 %	3 %	19 %
Celkem	35 %	13 %	52 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z tabulky je patrné, že právě Business Angel investoři v kategorii zkušenosti od 3 až 5 let vykazují vyšší ochotu rozšířit rozsah své činnosti. Zatímco u souboru všech dotazovaných Business Angel investorů se jedná zhruba o 1/2 dotázaných, v případě Business Angel investorů se zkušeností 3 až 5 let jde o 64 % z nich (vysoký podíl je i v dalších kratších časových kategoriích). Uvedené může být způsobeno určitou cykličností, aktuální úspěšností v oboru,¹² která posiluje nově přichozí v jejich ochotě rozšiřovat dále svoji aktivitu. Nejvyšší podíl Business Angel investorů (25 % z kategorie zkušenosti), kteří hodlají svoji činnosti ukončovat nebo omezovat, je v kategorii se zkušeností Business Angel investorů od 1 do 2 let. Investoři, kteří se činnosti věnují nejkratší dobu, jsou nejčastěji připraveni ke změně (tj. zvýšit rozsah činnosti, nebo ho naopak omezit). Lze se domnívat, že to odráží určitou konfrontaci jejich představ se skutečností. Mírně nadprůměrnou (17 % z kategorie zkušenosti) ochotu omezovat svoji činnost vyjadřovali pak Business Angel investoři s nejdelší dobou

¹² Ev. lze uvažovat i o nedostatku jiných příležitostí.

zkušenosti. V jejich případě to může být důsledek (jak je ukázáno v tabulce 8) koincidence s jejich vyšším věkem.

V následující tabulce 12 jsou uvedeny podíly Business Angel investorů dle předchozích vlastních zkušeností s oborem (řádky tabulky), kteří investují do jednotlivých oborů (sloupce tabulky). Součet těchto podílů po jednotlivých oborech je vyjádřen v předposledním řádku tabulky 12. V posledním řádku tabulky 12 je pak vyjádřen podíl Business Angel investorů investujících do dané oblasti na celkovém počtu dotazovaných Business Angel investorů (součet posledního řádku je větší než 100 %, protože někteří Business Angel investoři se angažují ve více oborech nebo se rozhodují na základě jiných kritérií).

Tabulka 12: Sloupcově podmíněné relativní četnosti pracovních zkušeností dle oboru investic Business Angel investorů a relativní četnosti oblastí Business Angel investic. Někteří Business Angel investoři se angažují ve více oborech nebo se rozhodují na základě jiných kritérií.

Oblasti Business Angel investic →	IT	Telekomuni- kace	Služby	Nemá preferenci/ ničemu se nebrání	Záleží na lidech
Pracovní zkušenosti z oblasti ↓					
IT	37 %	33 %	38 %	33 %	14 %
Telekomunikace	21 %	33 %	0 %	7 %	14 %
Projekt/Výzkum	11 %	11 %	38 %	27 %	29 %
Výroba	21 %	11 %	13 %	20 %	29 %
Služby	11 %	11 %	13 %	13 %	14 %
Celkem	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Podíl na celkovém počtu dotazovaných Business Angel investorů	61 %	29 %	26 %	48 %	45 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Business Angel investoři v IT oboru mají nejčastěji pracovní zkušenosti v IT a v telekomunikacích (a dále též ve výrobě), stejně tak je tomu i v případě investic do telekomunikací, což nelze považovat za překvapivé. V oboru služeb se sice o něco více než v předchozích oborech angažují Business Angel investoři s pracovní zkušeností z oboru služeb, nicméně převládají investoři z IT oboru, vzhledem k jejich vysoké četnosti. Podstatné je však zvýšení počtu těch Business Angel investorů, kteří mají zkušenosti z výzkumu/práce na projektu. Uvedené zjištění nemá jasné vysvětlení. Silnější zastoupení mají tyto osoby také v rozhodování se podle osoby podnikatele a jeho týmu (kategorie záleží na lidech) a hodnocení projektů podle jiných kritérií (nemám preference oboru). V těchto oborech jsou silněji také zastoupeni jiní Business Angel investoři se zkušenostmi mimo IT a

telekomunikace. Patrně lze usuzovat, že Business Angel investoři, kteří vzešli z oboru IT a telekomunikací, mají silnější tendenci zůstat u těchto oborů, zatímco Business Angel investoři, kteří vzešli z jiných oborů, nejsou tak silně oborově vyhranění.

Business Angel investoři byli také dotazováni na to, jak velký díl ze svého majetku vynakládají na Business Angel investice. Z odpovědí dotazovaných lze rozeznat zřejmě tři přístupy. Pro část Business Angel investorů jde spíše z pohledu jejich celkového majetku o okrajovou záležitost. Nezdá se, že v investici by neznamenal podstatnou změnu v jejich majetkových poměrech. Investici také nevěnují tolik pozornosti. Tito investoři jsou zařazeni do skupiny „Podíl vlastního kapitálu do 10 %“. Druhou skupinou jsou Business Angel investoři, kteří již investují podstatnou část svého majetku (do 20 %), nicméně ať z důvodu finanční bezpečnosti, nebo zaměření pozornosti jiným směrem si stanovují určité limity. Jde o nejširší skupinu z dotazovaných Business Angel investorů. Druhou největší skupinou byli ti Business Angel investoři, kteří do Business Angel investic vkládali více než 20 % svého majetku. Z dalších odpovědí Business Angel investorů také vyplývá, že jde o Business Angel investory, kteří jsou v činnosti nejvíce aktivní. Relativní četnosti finanční angažovanosti Business Angel investorů dle věku zobrazuje následující tabulka 13.

Tabulka 13: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - podíl vlastního kapitálu, který Business Angel investoři vkládají do projektů s rozlišením věku Business Angel investorů.

Podíl vlastního kapitálu → Věk Business Angel investora ↓	Do 10 %	Do 20 %	Nad 20 %	Celkem
Do 30 let	0 %	0 %	6 %	6 %
Od 30 do 40let	3 %	3 %	3 %	9 %
Od 40 do 50 let	10 %	10 %	3 %	23 %
Od 50 do 60 let	3 %	16 %	19 %	38 %
Nad 60 let	4 %	13 %	7 %	24 %
Celkem	20 %	42 %	38 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

V případě Business Angel investorů do 30 let platí, že Business Angel investice představují více než 20 % jejich majetku. V jejich případě to lze částečně připsat nižší absolutní výši majetku a z toho plynoucího vyššího podílu vzhledem k celkovému majetku při jinak stejné výši investic (tomu odpovídají odpovědi na výši majetku uvedené v tabulce 7)). U věkových kategorií do 50 let pak dochází k poklesu této vyhraněnosti. Ve věkové kategorii od 50 do 60 let roste znovu finanční angažovanost v Business Angel projektech, v kategorii nad

60 let je angažovanost nižší, nicméně zůstává nadále vysoká (ve srovnání s ostatními kategoriemi).

Business Angel investoři často nejsou dle odpovědí sami, kdo do projektu vkládají nové prostředky. Nezřídka je jejich vstup doprovázen bankovním financováním nebo vstupem dalších Business Angel investorů do projektu. Někteří Business Angel investoři dokonce podmiňují svůj vstup do projektu vstupem dalších Business Angel investorů. Motivem jsou k tomu jejich zkušenosti, znalosti, kontakty, ale také vědomí, že budou projekt "hlídat". Rozdělení relativních četností odpovědí dle výše prostředků, které do projektu vkládají, uvádí následující tabulka.

Tabulka 14: Simultánní relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů dle toho, jak se na financování projektů podílejí další subjekty. Někteří Business Angel investoři uvádějí více spolufinancujících subjektů nebo více variant přístupu.

Další financující partneři → Výše vlastních prostředků do Business Angel investic ↓	Ano, banka	Ano, partneři	Ne, obvykle sám	Bez dalších partnerů ne
Do 10 %	10 %	13 %	0 %	6 %
Do 20 %	26 %	32 %	6 %	6 %
Nad 20 %	26 %	26 %	10 %	10 %
Celkem	62 %	71 %	16 %	22 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Protože někteří Business Angel investoři uvádějí více spolufinancujících subjektů nebo více variant přístupu, součet relativních četností není 100 %. V případě Business Angel investorů, kteří investují nejmenší podíl svého majetku, je nejsilněji zastoupeno financování s dalšími Business Angel investory; velká část z nich (21 %) dokonce uvádí, že bez dalších partnerů by do projektu vůbec nevstoupila. Tento podíl postupně klesá u Business Angel investorů vkládajících do projektů více vlastních prostředků. V jejich případě naopak roste podíl těch, kteří investují samostatně (bez ohledu na další partnery).

Z odpovědí Business Angel investorů vyplývá, že často (71 % odpovědí) nějakým způsobem spolupracují s jinými investory, což odpovídá teoretickým poznatkům o komunikaci Business Angel investorů mezi sebou, o vytváření určitých sítí a investičních uskupení. Zajímá je však také skutečnost, že vstup Business Angel investora často také znamená pro podnikatele přístup k bankovnímu financování, které je ve značné míře patrně i využíváno. Využití bankovních zdrojů může být ze strany Business Angel investorů chápáno jako užití finanční páky při investování. Na rozdíl od situace, kdy by bankovní zdroje čerpali

sami přímo a následně je investovali do projektu, přímým financováním projektu (na základě jejich vkladu) zvyšují potencionální výnosy, ale i riziko pro ostatní společníky, zejména tedy podnikatele, který Business Angel investora oslovil.

Jak bude podrobněji uvedeno dále, všichni Business Angel investoři nevstupují také do všech fází projektů, ale často si vybírají jen některé fáze projektů. Část Business Angel investorů se také výslovně vyhýbá projektům v krizi. Často poukazují na množství pozornosti a zdrojů, které je takovým projektům třeba věnovat. Následující tabulka zobrazuje rozložení relativních četností ochoty (neochoty) Business Angel investorů vstupovat do projektů dle jejich fáze (součet není 100 %, protože Business Angel investoři často vyjadřují ochotu vstupovat do různých fází projektů) vzhledem k velikosti majetku, který Business Angel investoři svým aktivitám věnují.

Tabulka 15: Simultánní relativní četnosti ochoty (neochoty) Business Angel investorů účastnit se různých fází podnikatelských projektů. Business Angel investoři často vyjadřují ochotu vstupovat do různých fází projektů.

Přípustná fáze projektu → Podíl majetku Business Angel investora v Business Angel investicích ↓	Počátky projektu	Ustavený projekt	Komerzializace projektu	Zvýšení rozsahu	Ne projekty v krizi
Do 10 % majetku	3 %	16 %	3 %	0 %	3 %
Do 20 % majetku	23 %	23 %	10 %	6 %	10 %
Nad 20 % majetku	23 %	19 %	10 %	10 %	10 %
Celkem	49 %	58 %	23 %	16 %	23 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Investoři, kteří vkládají do investic menší podíl svého majetku, jsou připraveni méně vstupovat do projektů v problémech (17 % investorů s výší investic do 10 % majetku vs. 23 až 25 % v ostatních případech). Rozdíly jsou však patrné i v nižší ochotě vstupovat do projektů v úplných počátcích (17 % vs. 54 až 58 %). Investoři s nižším podílem majetku v Business Angel investicích se také nepodílejí na zvyšování rozsahu podnikání. Jejich zastoupení je nadprůměrné v případě ustavených projektů. Rozdíly v preferencích projektů ze strany dalších kategorií Business Angel investorů (do 20 % a nad 20 % majetku Business Angel investora) již nejsou tak významné. Business Angel investoři, kteří do projektů vkládají spíše menší částky vzhledem ke svému majetku, patrně nemají tak velkou ochotu se angažovat, popř. monitorovat projekt, jak je tomu potřeba v případě projektu v krizi nebo v úplných začátcích. Dávají proto přednost ustaveným projektům. Tito Business Angel investoři absentují také v případě projektů, ve kterých jde o zvýšení rozsahu. Příčina může být

v rozsahu potřebných prostředků pro tyto fáze projektů (případně potřebě opakovaných investic).

5.6.4 Získávání prvotních informací, výše, počet a délka investic

Důležitým procesem, který je v literatuře v případě vyspělých zemí částečně popsán, je způsob nalézání nových investic. Z odpovědí Business Angel investorů v rámci mého výzkumu vyplývá, že více než polovina z nich se dozvídá o nových investičních projektech od jim osobně známých lidí. Nutně to však nemusí být podnikatel. Nejčastější způsob získání informací o potencionální investici je prostřednictvím obchodních kontaktů. Je zřejmé, že uvedené množiny se silně prolínají. Zhruba 1/3 Business Angel investorů pak nachází nové projekty prostřednictvím formálních či neformálních kontaktů s dalšími Business Angel investory. Stejně velký podíl investorů uvádí, že bývají osloveni přímo podnikatelem hledajícím financování svého projektu. Relativní četnosti kategorizovaných odpovědí Business Angel investorů jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 16: Relativní četnosti způsobu získávání informací ze strany Business Angel investorů o potencionálních investičních příležitostech. Business Angel investoři uváděli více kategorií současně.

Způsob získávání informací o nových projektech	Obchodní kontakty	Osobní známosti	Sítě Business Angels	Přímo osloven
Relativní četnost	52 %	58 %	32 %	32 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Uskutečnění investice do projektu předchází období zvažování a výběru vhodných projektů. Určitým vodítkem náročnosti tohoto procesu a dále též z pohledu podnikatele určitým indikátorem možné úspěšnosti při postoupení projektu k bližšímu zkoumání ze strany Business Angel investora je poměr takto zkoumaných projektů za časové období a skutečně realizovaných projektů za stejně dlouhé časové období. Následující tabulka udává relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů dle intervalů počtu blíže zvažovaných projektů ročně.

Tabulka 17: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na počet blíže zvažovaných projektů ročně.

Počet zvažovaných projektů ročně	Do 10 projektů	Do 25 projektů	Nad 25 projektů
Relativní četnost	61 %	21 %	18 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Business Angel investoři byli také dotazováni na odhad počtu skutečně realizovaných investic z jejich strany ročně. Tento počet byl již nepřímou odhadnut v tabulce 10, a to na základě délky zkušeností a počtu realizovaných Business Angel investic, na 1,82 projektu

ročně. Relativní četnosti odpovědí na otázku, kolik Business Angel investor běžně realizuje investic ročně, zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 18: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na odhadovaný počet realizovaných Business Angel investic ročně.

Počet realizovaných investic ročně	1 až 2 investice	3 až 5 investic	více než 5 investic
Relativní četnost	79 %	18 %	3 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Z tabulky je patrné, že naprostá většina Business Angel investorů realizuje obvykle jednu nebo dvě investice ročně. Necelá 1/5 Business Angel investorů odpovídá, že realizuje 3 až 5 investic ročně. Business Angel investorů, kteří realizují obvykle více než 5 investic ročně je méně než 3 %. Pokud bychom relativním četnostem z tabulky 18 přiřadili středy intervalů počtu investic ročně (tj. 1,5 a 4) a v případě posledního intervalu přiřadili hodnotu 7, mohli bychom odhadnout střední hodnotu počtu realizovaných investic ročně dle následujícího vztahu pro výpočet odhadu střední hodnoty (Hnilica, Fotr, 2014):

$$E(X) = \sum_{i=1}^n p_i x_i \quad (1)$$

Po dosazení získáme odhad střední hodnoty ve výši 2,12. Můžeme tedy předpokládat, že Business Angel investoři v průměru realizují cca 2 investice ročně. Odhad 1,82 projektů ročně založený na dosavadním počtu investic a délce investování není v rozporu s tvrzeními Business Angel investorů (rozdíl v odhadech může být způsobem volbou středu intervalů v případech obou výpočtů).

Pokud bychom stejným způsobem odhadli množství projektů, které průměrný Business Angel investor ročně posuzuje, získali bychom odhad ve výši cca 13 projektů ročně. Úspěšnost projektů, které se dostanou do užšího zkoumání ze strany Business Angel investorů, je tedy cca 16 %.

Důležitým parametrem je také výše investic, které Business Angel investoři činí. Největší část investorů vkládá do jednotlivých investic částky do 10 mil. Kč.¹³ Nad touto hranicí četnost investic prudce klesá. Druhým vrcholem jsou částky od 20 do 50 mil. Kč.

¹³ Tím není vyloučeno opakované financování projektu např. v dalších letech a růst celkové investované sumy nad uvedený limit.

Jednorázové investice nad 50 mil. Kč jsou již méně časté. Konkrétní hodnoty relativních četností odpovědí v těchto intervalech uvádí následující tabulka.

Tabulka 19: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku obvyklé výše jednorázové investice.

Obvyklá výše jednorázové investice	Do 10 mil. Kč	Od 10 do 20 mil. Kč	Od 20 do 50 mil. Kč	Nad 50 mil. Kč
Relativní četnost	65 %	6 %	23 %	6 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Omezujícím aspektem, který vstupuje do rozhodování o realizaci investice, je i předpokládaná délka investice. Business Angel investoři byli v průběhu rozhovoru, a to v jeho závěru, dotazováni na maximální délku investice (otázka je blíže rozebrána v kapitole věnující se vylučujícím kritériím projektů). Otázky jsou podobné, nicméně nikoliv totožné. Mohou proto posloužit pro kontrolu konzistence tvrzení Business Angel investorů. Relativní četnosti odpovědí na obě otázky jsou uvedeny v následující tabulce 20.

Tabulka 20: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku zamýšlené doby a maximální doby investice.

Kategorie odpovědí	Do 1 roku	1 až 3 roky	Do 5 let	5 až 10 let	Nad 10 let
Zamýšlená doba investice	6 %	30 %	29 %	29 %	6 %
Maximální doba investice	6 %	29 %	29 %	26 %	10 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

V případě plné konzistence odpovědí by mělo docházet k tomu, že dlouhé časové kategorie v případě odpovědi na maximální dobu investic by měly být častější než dlouhé časové kategorie v případě zamýšlené doby investic. Ze srovnání odpovědí je patrné, že tomu tak plně není. Četnosti si spíše odpovídají. To by napovídalo tomu, že Business Angel investoři považují zamýšlenou dobu investic za maximální dobu investic.

Důležitým aspektem je také způsob ukončení investic. V případě dotazovaných Business Angel investorů platí, že v podstatě, na rozdíl od Business Angel investorů v západní Evropě (Stedler, Peters, 2003), prakticky vůbec nespolehají na možnost exitu z investice prostřednictvím uvedení podniku na burzu. Více než 2/3 dotazovaných spoléhá na prodej třetí straně, o něco méně pak uvádí jako možnost zpětný prodej podnikateli a téměř 1/5 je připravena získaný podíl na projektu v případě jeho úspěchu držet dlouhodobě. Taková držba je obvykle zmiňována s určitým pozitivním peněžním tokem. Konkrétní hodnoty pro jednotlivé odpovědi jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 21: Relativní četnosti předpokládaných způsobů ukončení úspěšné investice ze strany Business Angel investorů. Možnost více odpovědí současně.

Předpokládaný způsob exitu	Prodej třetí straně	Prodej podnikateli	Ponechání si podílu dlouhodobě
Relativní četnost	68 %	58 %	19 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

5.6.5 Proces due diligence

Část tématu zabývající se zvyklostmi Business Angel investorů se týkala procesu due diligence. Otázky směřovaly především k tomu, jak Business Angel investoři proces due diligence provádějí, do jakých se zaměřuje oblastí, kdo ho provádí a jaká je jeho časová náročnost. Otázky také směřovaly k důsledkům pro další jednání s podnikateli. Zaměříme-li se na podklady pro due diligence, relativní četnosti nástrojů využívaných Business Angel investory zobrazuje následující tabulka 22.

Tabulka 22: Relativní četnosti nástrojů prováděné due diligence v případě zvažovaného projektu. Možných je více odpovědí současně.

Způsob provádění due diligence	Hospodářské výkazy	Pozorování činnosti	Rozhovory	Smlouvy	To záleží na situaci a lidech
Relativní četnost	84 %	48 %	81 %	65 %	19 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Největší část Business Angel investorů zmiňuje hospodářské výkazy, hospodářské ukazatele a též jejich očekávané hodnoty do budoucna. V tomto případě lze spíše hovořit o určité propracovanosti obchodního plánu. Podobně vysoká část investorů sdělila, že se snaží zmapovat situaci podnikatele prostřednictvím rozhovorů a setkání nejen se podnikatelem a popř. jeho týmem, ale i širším polem zaměstnanců, kteří nejsou těsně spjati s podnikatelem. Někteří zmiňují i rozhovory s významnějšími zákazníky, o jejich představách, důvodech odebrání produktu. Až třetím nejčastěji zmiňovaným způsobem ověření situace projektu je prověření smluvní dokumentace, formálního, smluvního zajištění kontaktů s dodavateli a odběrateli, zajištění klíčových zaměstnanců, dále též zajištění právní ochrany duševního vlastnictví a též stav potencionálních závazků ke třetím osobám. Do jisté míry za překvapivý způsob prověřování situace projektu některými Business Angel investory lze označit „pozorování provozu“. Na rozdíl např. od rozhovorů se zaměstnanci se jedná do určité míry o pasivní formu zjišťování skutečnosti. Část Business Angel investorů během rozhovorů odkazovala na ostatní okolnosti projektu, zejména osobu podnikatele a důvěru k němu. Protože jednotliví Business Angel investoři zmiňovali více způsobů současně, součet četností není 100 %.

Výše uvedené způsoby, jak Business Angel investoři provádějí due diligence, již částečně napovídají o oblastech, na které se zaměřují. Největší pozornost je věnována business plánu, jeho předpokladům, realističnosti a ověření údajů, ze kterých vychází. Druhou nejčastěji zmiňovanou oblastí je právní ochrana produktu, duševního vlastnictví, odběratelsko-dodavatelských vztahů, z nich plynoucích závazků. Na třetím místě se nachází prověření vztahů s klíčovými zaměstnanci, trvalost vztahů, možnosti jejich ukončení, ale i problematika autorství k výsledkům duševní činnosti apod. Nejméně zmiňovanou kategorií je revize majetkových složek a běžných závazků souvisejících s podnikem. Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů jsou uvedeny v následující tabulce 23.

Tabulka 23: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku oblasti, na kterou se due diligence zaměřuje. Možných je více odpovědí současně.

Zaměření oblasti due diligence	Business plán	Právní ochrana produktu	Zaměstnanci	Majetek
Relativní četnost	94 %	52 %	48 %	29 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Další proměnnou týkající se due diligence je hlavní osoba, která ji provádí. Business Angel investoři jen v 1/10 případů spoléhají na vlastní síly. Ve více než polovině případů však Business Angel investoři uvádějí, že v některých částech spoléhají na další Business Angel investory, kteří do projektu vstupují, nebo na třetí osoby, které o to požádají. Asi ve 2/5 případů provádí due diligence osoba, která je pověřena Business Angel investorem a má jeho důvěru. Business Angel investor v takovém případě např. pouze vymezí oblasti zvláštního zájmu. Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů jsou uvedeny v následující tabulce 24.

Tabulka 24: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku osoby, která se na due diligence hlavně podílí.

Hlavní osoba provádějící due diligence	Auditor/ právník/ specialista	Především sám Business Angel investor	Ve skupině Business Angel investorů, pomoc dalších osob
Relativní četnost	39 %	10 %	51 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Realizace procesu due diligence představuje také určité časové nároky. Čas, který tomuto procesu Business Angel investoři věnují, se liší. Konkrétní hodnoty dle osoby, která due diligence vede, jsou uvedeny v následující tabulce 25.

Tabulka 25: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností odpovědí Business Angel investorů na otázku délky procesu due diligence v závislosti na tom, kdo tento proces především provádí.

Délka procesu due diligence →	Do 1 měsíce	Do 2 měsíců	Do 6 měsíců	Více než 6 měsíců	Celkem
Osoba, která due diligence vede ↓					
Auditor/ právník/ specialista	10 %	16 %	13 %	0 %	39 %
Především sám Business Angel investor	6 %	0 %	3 %	0 %	9 %
Ve skupině Business Angel investorů, pomoc dalších osob	7 %	29 %	13 %	3 %	52 %
Celkem	23 %	45 %	29 %	3 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Due diligence trvá obvykle do 2 měsíců. V případě délky trvání do 1 měsíce je nadproporcionálně zastoupena kategorie, kdy due diligence provádí především sám Business Angel investor. Jde o 2/3 případů, které jsou samotným Business Angel investorem vedeny. Lze usuzovat, že jde patrně o jednodušší projekty, jejichž rozsah není veliký a je samotným Business Angel investorem (i s určitou pomocí třetích osob) zvládnutelný. Pokud se Business Angel investoři při procesu due diligence spoléhají sami na sebe, proces jinak trvá do 6 měsíců. V případě, že jsou procesem pověřeni specialisté, většinou je proces hotový do 2 měsíců, druhá nejčastější kategorie je do 6 měsíců. Nejdéle trvá proces due diligence, pokud se do něj zapojuje více Business Angel investorů. Lze předpokládat, že jde o případy projektů, které jsou větší rozsahem (zapojení více Business Angel investorů najednou) nebo jsou více komplikované a zasahují do různých oborů a specializací. Jsou to jediné due diligence, které trvají déle než 6 měsíců. Problémem může být i koordinace mezi Business Angel investory, vliv může mít i průběh vyjednávání.

Business Angel investoři byli také dotazováni, jak dlouho zvažují investici, než ji provedou, jak vyplývá z následující tabulka.

Tabulka 26: Relativní četnost odpovědí Business Angel investorů na dobu zvažování investice vzhledem době trvání due diligence.

Doba zvažování investice →	Do 1 měsíce	Do 6 měsíců	Do 1 roku	Více než rok	Celkem
Doba provádění due diligence ↓					
Do 1 měsíce	3 %	20 %	0 %	0 %	23 %
Do 2 měsíců	0 %	16 %	19 %	10 %	45 %
Do 6 měsíců	0 %	6 %	13 %	10 %	29 %
Více než 6 měsíců	0 %	0 %	3 %	0 %	3 %
Celkem	3 %	42 %	35 %	20 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Z tabulky je patrné, že je běžné zvažování investice v řádu několika měsíců a výjimkou nebývá ani doba zvažování delší než 1 rok. Nejrychleji se rozhodují Business Angel investoři v případě projektů, jejichž due diligence trvá nejkratší dobu (tuto due diligence provádějí také často sami). Jde pravděpodobně o méně náročné projekty a k rozhodnutí dochází již v průběhu due diligence. Často však i po provedení due diligence s investicí do projektu váhají ještě několik měsíců. To může být také jedním z důvodů, proč se Business Angel investoři často vyhýbají projektům, které jsou v krizi. V jejich případě je obvykle třeba rychlé jednání. O investování je však v případě 4/5 projektů rozhodnuto do jednoho roku.

Přestože může běžet a často také běží paralelně s due diligence (např. Petty, Gruber, 2011), vyjednávání s podnikatelem o podmínkách financování může vyžadovat dodatečný čas. Business Angel investor s podnikatelem o podmínkách financování nejedná pouze jednou, ale jednání probíhají v několika kolech. Důvodem této okolnosti nemusí být pouze náročnost vyjednávání podmínek v souvislosti s probíhajícím procesem due diligence, ale též snaha jednotlivých stran o vyjednání posílení své pozice, během něhož plynutí času může hrát důležitou roli. Běžný počet jednání mezi Business Angel investorem a podnikatelem odhadovaný samotnými Business Angel investory je uveden v následující tabulce.

Tabulka 27: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - obvyklý počet jednání Business Angel investora s podnikatelem o podmínkách investice do projektu a doba zvažování investice.

Počet kol jednání s podnikatelem → Doba zvažování investice ↓	Jedno až dvě kola	Dvě až čtyři kola	Pět až sedm kol	Více než sedm kol	Celkem
Do 1 měsíce	3 %	0 %	0 %	0 %	3 %
Do 2 měsíců	10 %	13 %	19 %	0 %	42 %
Do 6 měsíců	6 %	13 %	13 %	3 %	35 %
Více než 6 měsíců	0 %	13 %	7 %	0 %	20 %
Celkem	19 %	39 %	39 %	3 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Nejnižší počet kol jednání je u projektů, které mají krátkou dobu zvažování. S růstem doby zvažování však podstatně neroste počet kol vyjednávání (více než sedm kol jednání je velice málo pravděpodobných). Lze tedy dovozovat, že v těchto případech roste doba mezi jednotlivými koly jednání.

Výsledkem jednání je buď přijetí projektu, nebo jeho odmítnutí. Business Angel investoři byli také dotazováni na počet odmítnutých projektů ročně. Relativní četnosti

intervalů, které Business Angel investoři při svých odpovědích uváděli, jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 28: Relativní četnosti uváděného počtu odmítnutých projektů ročně.

Počet odmítnutých projektů ročně	Do 10 projektů	Do 25 projektů	Nad 25 projektů
Relativní četnost	58 %	29 %	13 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Protože si z předchozích odpovědí Business Angel investorů lze utvořit představu o tom, kolik projektů ročně posuzují (tabulka 17) a kolik projektů ročně realizují (tabulka 18), můžeme na základě kalkulace s těmito údaji odhadnout, že počet takových projektů je cca 11. Pokud bychom kalkulovali na základě četností a středů intervalů počtu odmítnutých projektů ročně (v případě posledního intervalu bychom dosadili 30), odhad průměrného počtu odmítnutých projektů bychom získali na úrovni 11,8. To lze vzhledem k výše uvedenému prvotnímu odhadu považovat za konzistentní.

5.6.6 Spolupráce s dalšími Business Angel investory

Jak již vyplynulo z předchozích odpovědí, Business Angel investoři při posuzování projektů, ale i dále při samotném investování spolupracují s dalšími Business Angel investory. Na četnost této spolupráce byli Business Angel investoři dotazováni. Více než 3/4 Business Angel investorů přisvědčilo, že nějakým způsobem spolupracuje s dalšími Business Angel investory, 16 % jich připouští příležitostnou spolupráci a jen 6 % z nich odpovědělo, že jednají výhradně sami. Způsoby spolupráce se různí. Často jmenovanými oblastmi je sdílení informací a často je to také cesta, jak se Business Angel investoři o projektu dozvědí nebo jsou k němu přizváni. Kontakty na další Business Angel investory jsou často využívaným zdrojem při získávání referencí na podnikatele, kteří Business Angel investora oslovují. Důvody pro spolupráci s dalšími Business Angel investory Business Angel investoři spatřují v odbornosti, znalostech nebo kontaktech dalších Business Angel investorů, které by mohly být pro projekt užitečné. Vysoký podíl Business Angel investorů uvádí jako důvod ke spolupráci s dalšími Business Angel investory spolufinancování.

Tabulka 29: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku, zda spolupracují s dalšími Business Angel investory a jak tato spolupráce probíhá.

Spolupráce s jinými Business Angel investory	Ano		Někdy		Ne
Relativní četnost	78 %		16 %		6 %
Způsob spolupráce	Sdílení příležitostí/přizvání	Reference/kontakty	Odbornost/kontrola	Spolufinancování	
Relativní četnost	48 %	84 %	68 %	68 %	

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Business Angel investoři byli také dotazováni na výhody a nevýhody spolupráce s jinými Business Angel investory. Kromě výše uvedených charakteristik Business Angel investoři mezi výhodami dále uváděli snížení rizika souvisejícího s výší vkladu do projektu, společnou kontrolu projektu a další kontakty a pomoc pro projekt. Jako nevýhody uvádějí možné spory mezi Business Angel investory. Zajímavou skutečností je, že sdílení rizika (spolufinancování) je nejméně oceňovanou výhodou, přestože k němu poměrně často dochází (viz tabulku 29). Častěji oceňovanou výhodou spolupráce je společná kontrola nad projektem. Tu lze vnímat jako využití určité kompetence, kterou další Business Angel investor do projektu má a o níž se může hodnotící Business Angel investor opřít. Nejčastěji oceňovanou výhodou jsou však další kontakty a pomoc pro rozvíjení projektu. V případě nevýhod projektu Business Angel investoři nejčastěji zmiňují možné spory nebo střety mezi Business Angel investory. Relativní četnosti hodnocení výhod a nevýhod spolupráce mezi Business Angel investory zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 30: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku výhod a nevýhod spolupráce s dalšími Business Angel investory. Možnost více odpovědí současně.

Výhody a nevýhody spolupráce s dalšími Business Angel investory	Sdílení rizika (vklad)	Společná kontrola	Další kontakty, pomoc pro projekt	Možnost sporů
Relativní četnost	26 %	48 %	71 %	65 %

Zdroj: Vlastní výpočty a zpracování.

5.6.7 Dílčí shrnutí

Business Angel investorům, kteří se účastnili mého výzkumu, je obvykle více než 40 let, nejčastější věková kategorie je 50 až 60 let. Dotazovaní Business Angel investoři měli zkušenosti se svou činností průměrně v délce 6 až 7 let. S růstem zkušeností roste obvykle jejich aktivita. Průměrný Business Angel investor realizuje ročně cca 2 investice a posuzuje cca 13 projektů. Méně zkušení Business Angel investoři mají častěji tendenci rozsah činnosti zvýšit nebo snížit. Nejčastějším zdrojem pracovních zkušeností Business Angel investorů je

obor IT a telekomunikací. To jsou také obory, kam nejčastěji investují. Bez ohledu na obor mají největší tendenci investovat Business Angel investoři se zkušeností na projektu nebo výzkumu. Business Angel investoři nejčastěji do Business Angel projektů investují do 20 % svého majetku. Často je však jejich investice do projektu doprovázena dodatečným financováním projektu ze strany banky. Tím využívají finanční páku. Častým jevem je také vstup do projektu realizovaný společně více Business Angel investory, někteří Business Angel investoři svůj vstup takovým vstupem podmiňují (jde zejména o ty, kteří investují menší částky). Podstatná část Business Angel investorů se vyhýbá projektům, které jsou v krizi. Nižší ochota je také vstupovat do projektů, které jsou teprve ve svých úplných počátcích a dále těch, které vyžadují podstatné zvýšení rozsahu (a tedy i financí).

O investičních příležitostech se Business Angel investoři dozvídají obvykle zprostředkovaně. Přímé oslovení ze strany neznámého podnikatele nepatří k nejobvyklejším způsobům oslovení. Nejčastěji se o nových kontaktech dozvídají prostřednictvím osobních známostí a obchodních kontaktů. Většina Business Angel investorů nezvažuje více než 10 projektů ročně, průměrný Business Angel investor jich však zvažuje cca 13. Pokud projekt postoupí k bližšímu zvažování, je zde asi 16 % šance, že projekt získá od Business Angel investora financování. Nejčastěji investované částky ze strany Business Angel investorů jsou do 10 mil. Kč, nicméně investice v řádech vyšších desítek miliónů Kč nejsou výjimkou.

Při zvažování investice a při procesu due diligence se Business Angel investoři zajímají zejména o hospodářské výkazy a na nich postavené prognózy, dále též si informace ověřují rozhovory se zainteresovanými osobami, zkoumána je smluvní dokumentace, dokumentace majetku, závazků, možných rizik. Předmětem zájmu je zejména business plán a jeho předpoklady a právní vztahy subjektu, zejména otázka ochrany produktu. Due diligence Business Angel investor jen velmi zřídka provádí sám. Často najímá specialisty, popřípadě postupuje ve spolupráci s dalšími Business Angel investory zainteresovanými na projektu. Samotný proces due diligence trvá obvykle do 2 měsíců, delší období než 6 měsíců je výjimkou. Zvažování investice je však obvykle delší. Přestože je o financování téměř 1/2 projektů rozhodnuto do půl roku, v případě 1/5 projektů trvá takové rozhodnutí déle než 1 rok. Toto období je doprovázeno jednáními s podnikatelem. Je obvyklé, že těchto kol bývá více. Jednat více než 7 kol je však neobvyklé. S délkou zvažování investice počet kol podstatně neroste.

Naprostá většina Business Angel investorů připouští nějakou spolupráci s dalšími investory (od získávání referencí po společné investování). Za největší přínos takové spolupráce Business Angel investoři považují získání dodatečných znalostí nebo kontaktů pro projekt. Sdílení rizika (snížení vlastního vkladu) je méně významné.

5.6.8 Význam podmínek vnějšího prostředí pro realizaci investice

Určitá část otázek pro Business Angel investory směřovala k významu prostředí pro realizaci jejich investic. Z literatury je zřejmé (např. Groh et al., 2010; Stimel, 2012; Füss a Schweizer, 2012), že v případě Venture Capital investic sehrává prostředí investic důležitou roli. Přehled literatury výzkumu těchto vlivů, včetně vlivu na Business Angel investice jsem uvedla např. v Skalická Dušátková (2015). Business Angel investoři byli proto dotazováni na hodnocení makroekonomických podmínek, obecných podmínek prostředí nebo specifických oborových podmínek při jejich rozhodování o realizaci investice. V případě makroekonomické situace byli Business Angel investoři dotazováni, jaký má pro ně význam makroekonomický vývoj. Přestože jej sledují s různou intenzitou, lze říci, že makroekonomický vývoj skoro pro 2/3 z nich není rozhodující při rozhodování o investici. Méně než 1/10 Business Angel investorů naopak odpovídá, že makroekonomický vývoj má přímý vliv na obor investice a je jedním z rozhodujících faktorů při rozhodování o realizaci investice. V případě zhruba 1/4 Business Angel investorů lze říci, že makroekonomickou situaci sledují, nicméně přisuzují jí spíše celkový vliv.¹⁴ Podle pocítované intenzity důležitosti makroekonomického vývoje jsou seřazeny relativní četnosti postojů Business Angel investorů v následující tabulce.

Tabulka 31: Relativní četnosti hodnocení podmínek makroekonomického vývoje ze strany Business Angel investorů.

Pocítovaná důležitost makroekonomického vývoje	Není rozhodující	Má celkový vliv (druhotný)	Je důležitá (v některých oborech)
Relativní četnost	68 %	26 %	6 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Business Angel investoři byli dále požádáni, aby ohodnotili měnovou politiku České národní banky (ČNB). Zhruba 1/2 z nich uvádí, že jí nevěnuje podstatnou pozornost. Asi 1/5 ji nepovažuje za rozhodující při své činnosti a cca 1/5 ji považuje za více či méně příznivou.

¹⁴ Nerozhodují se např. podle očekávaných hodnot makroekonomických ukazatelů, ale jsou si vědomi toho, že hodnoty těchto ukazatelů se určitým způsobem promítají do parametrů projektu, které sami sledují. Považují je tedy za druhotné proměnné.

Vůči politice ČNB v posledních letech nezazněly vzhledem k jejich investiční činnosti a investičnímu rozhodování podstatné výhrady.

Tabulka 32: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - hodnocení politiky ČNB Business Angel investory v závislosti na hodnocení důležitosti makroekonomického vývoje.

Hodnocení politiky ČNB → Důležitost makroekonomického vývoje ↓	Nesledují	Není rozhodující	Příznivá	Celkem
Není rozhodující	35 %	20 %	13 %	68 %
Má vliv na obor	0 %	3 %	3 %	6 %
Má celkový vliv	4 %	6 %	16 %	26 %
Celkem	39 %	29 %	32 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Business Angel investoři, kteří se vyjadřovali ve smyslu, že makroekonomických vývoj není vzhledem k jejich činnosti důležitý, také častěji vědomě nesledovali politiku ČNB. Business Angel investoři, kteří považovali makroekonomické podmínky za důležité (ať pro obor, nebo celkově) častěji považovali politiku ČNB za příznivou. Jak je patrné z odpovědí investorů na otázku financování projektů (viz tabulku 14), v případě řady investic je vklad Business Angel investora doprovázen využitím bankovního financování. Náklady cizího kapitálu takového financování jsou faktorem, na který může politika ČNB působit víceméně přímo (nikoliv prostřednictvím změn ekonomické aktivity v oboru nebo v celé ekonomice).

Důležitým faktorem prostředí (jak z pohledu podniku, tak z pohledu investora) je otázka zdaňování. Business Angel investoři byli proto dotazováni na jejich názor v otázce daňové politiky. Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů dle jejich vnímání důležitosti makroprostředí jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 33: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností - hodnocení daňové problematiky Business Angel investory v závislosti na hodnocení důležitosti makroekonomického vývoje.

Daňová politika → Důležitost makroekonomického vývoje ↓	Příznivá	Hlavně, když se nemění	Není rozhodující	Moc složitá	Celkem
Není rozhodující	10 %	42 %	13 %	3 %	68 %
Má vliv na obor	0 %	3 %	0 %	3 %	6 %
Má celkový vliv	3 %	20 %	3 %	0 %	26 %
Celkem	13 %	65 %	16 %	6 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z vyjádření Business Angel investorů vyplývá, že daňovou problematiku nepovažují za podstatnou překážku své činnosti. Jako příznivou (13 %) nebo lhostejnou (16 %) oblast ji hodnotí téměř 3/10 Business Angel investorů. Vyjadřované připomínky se netýkají výše

zdanění, ale určité složitosti, popř. nepřehlednosti daňového systému. Nejčastěji vyslovovaný požadavek v této oblasti ze strany Business Angel investorů je stálost systému. Uvedené lze vnímat tak, že daňová politika není při současném nastavení důležitým faktorem při rozhodování o investici do projektu. Business Angel investory však mohou ovlivnit náklady spojené se změnou daňového systému (popř. výše daňových sazeb). Zdrojem těchto nákladů mohou být náklady přizpůsobení (současně i monitorování změn) a vyplývající změny v rentabilitě již financovaných projektů. Vnímání daňové problematiky Business Angel investory se liší v důležitosti, jakou přiřkládají podmínkám prostředí. U Business Angel investorů, kteří podmínky prostředí vnímají nejcitlivěji (vliv prostředí na obor) jsou nadproporcionálně (v polovině těchto případů) zastoupeni ti, kteří považují daňový systém za příliš složitý.

Business Angel investoři byli dotazováni také na vhodnost legislativního prostředí v České republice k provádění Business Angel investic. Relativní četnost jejich odpovědí dle jejich postoje k daňovým otázkám a celkem jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 34: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - odpovědi Business Angel investorů na otázku vhodnosti legislativního prostředí pro Business Angel investice vzhledem k jejich odpovědím o vhodnosti daňového systému.

Legislativa →	Příznivá	Hlavně, když se příliš nemění	Nedostatečná	Celkem
Daňová politika ↓				
Příznivá	75 %	25 %	0 %	100 %
Hlavně, když se nemění	30 %	45 %	25 %	100 %
Není rozhodující	40 %	60 %	0 %	100 %
Moc složitá	0 %	0 %	100 %	100 %
Celkem (bez rozlišení)	35 %	42 %	23 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z tabulky je patrné, že panuje značná shoda v tom, jak Business Angel investoři hodnotí vhodnost daňové problematiky a jak hodnotí vhodnost legislativního prostředí. Business Angel investoři, kteří považují daňové podmínky za příznivé, považují ze 75 % též příznivé podmínky legislativní (celkově to je pouze 35 % Business Angel investorů). Naopak Business Angel investoři, kteří považují daňové podmínky za příliš složité, nejsou zároveň spokojeni s úrovní legislativy jako celku (celkově je to však pouze 23 % Business Angel investorů). Business Angel investoři pravděpodobně vnímají daňové podmínky jako součást legislativních podmínek jako celku a tak se k nim i vyjadřují. Jednou z přirozeně důležitých

úloh právního prostředí v případě investiční aktivity je ochrana investic. Jak hodnotí Business Angel investoři tuto oblast, je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 35: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - odpovědi Business Angel investorů na otázku vhodnosti legislativního prostředí pro Business Angel investice vzhledem k jejich odpovědím vhodnost daňového systému.

Podmínky ochrany investic →	Dobré	Špatné	Nebyl problém	Celkem
Legislativa ↓				
Příznivá	64 %	9 %	27 %	100 %
Hlavně, že se příliš nemění	54 %	46 %	0 %	100 %
Nedostatečná	43 %	57 %	0 %	100 %
Celkem	55 %	3 %	10 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Podmínky ochrany investic v České republice hodnotí jako dobré více než 1/2 dotazovaných Business Angel investorů, další zhruba 1/3 ochranu hodnotí jako špatnou a 1/10 Business Angel investorů zatím neměla negativní zkušenost. Jak je patrné z podmíněných relativních četností dle odpovědí Business Angel investorů na kvalitu legislativního prostředí, postoj těchto skupin investorů se liší. Business Angel investoři, kteří hodnotí jako příznivé legislativní prostředí, hodnotí často také příznivě podmínky ochrany investic. Business Angel investoři mající připomínky k legislativnímu prostředí jsou také často kritičtí k podmínkám ochrany investic. Ochranu investic lze tak považovat za jednu z důležitých oblastí legislativního rámce pro realizaci Business Angel investic.

Jednou z důležitých institucí umožňujících v zahraničí Business Angel investorům a Venture Capital investorům exit ze svých investic je kapitálový (burzovní) trh. Business Angel investoři byli proto dotazováni, jak silně pocítují potřebu kapitálového (burzovního) trhu, zda při svých investicích zvažují možnost exitu prostřednictvím kapitálového (burzovního) trhu. Relativní četnosti kategorií odpovědí Business Angel investorů zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 36: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku důležitosti instituce kapitálového (burzovního) trhu jako způsobu exitu Business Angel investic.

Důležitost kapitálového trhu při úvahách o exitu investice	Není to důležité	Nesleduji to	Nemám zkušenost
Relativní četnost	74 %	6 %	19 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Z odpovědí v tabulce vyplývá, že oslovení Business Angel investoři prakticky nepočítají při zvažování investic s možností exitu prostřednictvím IPO na kapitálovém trhu. Z odpovědí ani neplyne, že by tuto okolnost považovali za nedostatek nebo omezení ve své činnosti. Za omezení považují jiné oblasti (viz tabulku 37).

Tabulka 37: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku klíčových bariér rozvoje Business Angel investic a nových projektů.

Klíčové bariéry rozvoje Business Angel investic/rozvoje projektů	Nejsou velké	Náklady práce/ produktivita	Kvalitní pracovníci /absolventi	Legislativa/ státní správa
Relativní četnost	38 %	23 %	13 %	26 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Největší část Business Angel investorů neshledává žádné podstatné bariéry nebo omezení ve své činnosti. V otázce podmínek prostředí se nejčastěji jejich výtky týkají trhu práce a zdá se, že odrážejí současnou obecnější situaci na trhu práce v České republice. Reflektují zejména nedostatek určitých kvalifikací (popř. absolventů; 13 %). Druhé omezení, které též neplatí pouze pro Business Angel investice, jsou zvyšující se náklady práce a vychýlení rovnováhy na trhu práce ve prospěch nabídky (23 %). Až třetí skupina Business Angel investorů (26 %) zmiňuje překážky vyplývající z legislativního uspořádání (viz výše) a ze způsobu fungování státní správy. Business Angel investoři byli v této souvislosti požádáni o vyjádření se k otázce náročnosti zahájení podnikatelského projektu v České republice – zda zahájení projektu (podnikání) je v České republice náročné a pakliže ano, pak v jakém směru (oblasti). Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 38: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů v otázce, zda považují zahájení podnikání (projektu) v České republice za náročné a pokud ano, ve které oblasti.

Oblast náročnosti zahájení projektů	Administrativní náročnost	Časová náročnost	Finanční náročnost	Není to náročné
Relativní četnost	16 %	29 %	3 %	52 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Více než polovina Business Angel investorů nepovažuje proces zahájení projektu (podnikání) za náročný. Odpovědi největší části Business Angel investorů, kteří nějaké překážky (bariéry) zahájení projektu vnímají, jsou souhrnně označeny jako „časová náročnost“. Jde zejména o organizační nároky, náročnost zajištění projektu po stránce personální, materiální apod. Vyjadřují skutečnost, že od myšlenky k realizaci projektu je třeba vykonat řadu opatření, než vůbec dojde k zahájení jádrové činnosti. Tyto náročnosti lze chápat v obecné rovině, nikoliv se vztahem specificky k České republice. Stejným způsobem

Lze vnímat uváděnou finanční náročnost zahájení nového projektu. Jde spíše o obecné vyjádření této náročnosti spojené se zahajováním projektu, než o jeho přímou vazbu na podmínky pro Business Angel investory v České republice. Jinak je tomu však v případě uváděné administrativní náročnosti zahajovaných projektů, kterou uvedlo 16 % Business Angel investorů. Tento výsledek může být vztažen k situaci v České republice (aniž by však z něho plynulo, nakolik je situace v České republice více či méně příznivá než v jiných zemích). Napovídá tomu i skutečnost, že Business Angel investoři, kteří mají výhrady k nepříznivému nebo proměnlivému legislativnímu prostředí častěji uvádějí, že pocítují administrativní náročnost procesu zahájení podnikání. Výhrady Business Angel investorů k administrativní náročnosti vzhledem k jejich vyjádřeným či nevyjádřeným připomínkám k legislativnímu rámci v České republice jsou uvedeny v následující čtyřpolní tabulce.

Tabulka 39: Kontingenční čtyřpolní tabulka absolutních četností vyjádření Business Angel investorů k legislativní úpravě Business Angel investic a podnikání v České republice a pocítované administrativní náročnosti zahájení nových projektů.

	Administrativní náročnost		Celkem
	Zmíněna	Nezmíněna	
Připomínky k úpravě legislativy v ČR	3	4	7
Bez připomínek k úpravě legislativy v ČR	2	22	24
Celkem	5	26	31

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Na základě testové statistiky (Budíková et al., 2010):

$$K = \frac{n(ad-bc)^2}{(a+b)(c+d)(a+c)(b+d)} \quad (2)$$

kde a, b, c, d jsou hodnoty kontingenční tabulky odpovídající pozicím v matici A(2,2) v pořadí jejích prvků a_{11} , a_{12} , a_{21} , a_{22} . n je počet pozorování. Testová statistika K se asymptoticky řídí rozložením $\chi^2(1)$. Při volbě hladiny významnosti α můžeme stanovit kritický obor $W = \leq \chi^2_{1-\alpha}(1); \infty)$. Při hodnotě hladiny významnosti $\alpha = 5 \%$, tak určíme kritický interval $W = \leq 3,841; \infty)$. Vypočtená hodnota testové statistiky K je rovna 4,77 a patří tak do kritického intervalu. Zamítáme tedy nulovou hypotézu o nezávislosti obou vyjádření. Business Angel investoři, kteří mají připomínky k legislativní úpravě v ČR ohledně Business Angel investic a podnikání si také obvykle stěžují na administrativní náročnost zahájení projektů.

Business Angel investoři byli vyzýváni, aby zmínili i jiné překážky, nejen při zahajování podnikatelských projektů. Jejich odpovědi byly kategorizovány do oblastí uvedených v následující tabulce.

Tabulka 40: Relativní četnosti nejvýznamnější uvedené oblasti kromě zahajování podnikatelských projektů bránící rozvoji podnikatelských projektů.

Oblasti bránící rozvoji projektů	Změny předpisů	Velké sankce	Dotační politika	Daně
Relativní četnost	61 %	16 %	13 %	10 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Nejčastěji zmiňovanou oblastí byla oblast změn předpisů, nikoliv jejich stav. Business Angel investoři se tedy podstatně nevymezovali proti současnému stavu prostředí. Někteří Business Angel investoři (kteří měli možnost srovnání) tuzemské prostředí považovali za příznivější, než prostředí v jiných zemích. Z odpovědí lze patrně vyvozovat, že Business Angel investoři jsou ochotni akceptovat i méně výhodné podmínky za předpokladu, že určitou oblast těchto podmínek mohou považovat za konstantu a nevěnovat jí další pozornost. Nutnost věnovat pozornost změnám podmínek odvádějící jejich pozornost je pro ně patrně vyšší obětí. V této souvislosti menší část Business Angel investorů zmiňuje výši možných sankcí při porušení (i neúmyslném) některých zákonných povinností. Zhruba v obdobné míře je zmiňována oblast dotační politiky. Terčem kritiky je od jedné skupiny Business Angel investorů narušování rovných podmínek soutěže (od těch, kteří je nečerpají). Druhou skupinou jsou ti, kteří je považují za příliš restriktivní, nedostatečné nebo komplikované. V menší míře je opětovně zmiňována daňová problematika, zejména v souvislosti s kompenzací úspěšných a neúspěšných projektů.

5.6.9 Dílčí shrnutí

Pro Business Angel investory není makroekonomický vývoj rozhodujícím faktorem při hodnocení projektů. Ukazatele makroekonomického vývoje při rozhodnutích považují za druhotné. (Tím není dotčen závěr některých zahraničních studií o souvislosti makroekonomického vývoje a Business Angel aktivity. Pokud v případě dotazovaných Business Angel investorů k této souvislosti dochází, jejím zdrojem je spíše dopad makroekonomické situace na očekávané vyhlídky konkrétních hodnocených projektů, např. očekávaného růstu tržeb, než rozhodování Business Angel investorů dle skutečných nebo očekávaných makroekonomických veličin.)

Při rozhodování Business Angel investorů nehraje patrně podstatnou roli ani politika ČNB, v otázce jejího vlivu na hospodářství jako celek.¹⁵ Politika ČNB se Business Angel investorů a jejich rozhodování dotýká bezprostředněji v případě ovlivnění nákladů cizího investovaného kapitálu, protože vstup Business Angel investora do projektu také často znamená bankovní financování projektu. Business Angel investoři relativně příznivě hodnotí daňovou politiku v České republice. Výslovné připomínky má asi 10 % dotazovaných Business Angel investorů. Za hlavní požadavek v této oblasti lze považovat neměnnost nebo transparentnost změn. Business Angel investoři hodnotí poměrně příznivě pro svoji činnosti i legislativní prostředí. Nespokojenost projevuje pouze cca 1/4 až 1/5 Business Angel investorů. Největší část Business Angel investorů by s podmínkami byla patrně spokojena, pokud by nedocházelo k jejich postupným změnám (nebo kdyby byly pomalejší). Hodnocení legislativních podmínek své činnosti a podnikání obecně se v případě Business Angel investorů významně překrývá s jejich hodnocením ochrany investic (vymahatelnosti) a daňových podmínek.

V otázce institucionálních podmínek Business Angel investoři nijak nepostrádají aktivní (z pohledu IPO) kapitálový trh a problematice prakticky nevěnují pozornost. Značná část Business Angel nepocítuje podstatné překážky pro rozvoj své činnosti (rozvoj Business Angel projektů). Nejčastěji zmiňovaná jsou omezení vyplývající ze situace na trhu práce a profilu veřejného vzdělávání. Část Business Angel investorů se vyjadřuje kriticky k legislativě a státní správě. V případě úvah o zahájení určitého projektu se nejdůležitějším limitem jeví časová náročnost. Business Angel investoři, kteří zmiňují administrativní náročnost projektů, se také často negativně vyjadřují k legislativní úpravě. Nejčastěji pocítovaná zátěž v rozvoji projektů je oblast monitorování změn v legislativním prostředí s nutností implementace přizpůsobovacích procesů, která brání soustředění se na obchodní cíle projektů. Nespokojenost panuje s výší hrozících sankcí za porušení některých předpisů, podmínky dotační politiky a některými Business Angel investory je opakovaně zmiňována daňová politika.

¹⁵ Uvedené tvrzení může být odrazem skutečnosti, že Česká republika, na rozdíl od některých jiných zemí, neprochází výrazným měnovým nebo inflačním vývojem.

5.6.10 Podnikatel a jeho tým, produkt a jeho postavení na trhu

Business Angel investoři kladou na projekty, do kterých investují, určité požadavky. Specifickou roli v úvahách o realizaci projektu sehrává osoba podnikatele (v širším pojetí i jeho tým). Protože je to osoba, která je nositelem projektu, projekt představuje, ale zároveň se předpokládá, že bude jedním z hlavních realizátorů,¹⁶ Business Angel investoři u této osoby zkoumají především dvě důležité otázky. A to důvěryhodnost této osoby: zda plány, které prezentuje, jsou reálné. Zda cílem není pouze získat peněžní prostředky od Business Angel investora na další činnost.¹⁷ Druhou klíčovou otázkou je kompetence podnikatele, neboť z důvodu snížení rizika plynoucího z první otázky je vhodná participace a zainteresovanost podnikatele na projektu. Podnikatel je také nositelem určité kontinuity projektu. Zároveň je vhodné zabránit jeho angažovanosti vzhledem k jím neseným znalostem a zkušenostem v potencionálně konkurenčních projektech.

Z uvedených důvodů Business Angel investoři v naprosté většině případů usilují o získání referencí na osobu podnikatele. Značná část z nich považuje reference za velmi důležité nebo důležité (viz tabulku 41).

Tabulka 41: Relativní četnosti postojů Business Angel investorů k otázce získávání referencí o podnikatelích ucházejících se o financování projektů.

Postoj Business Angel investorů k referencím	Jsou velmi důležité	Jsou důležité	Zjišťuji
Relativní četnosti	71 %	19 %	94 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Z uvedených hodnot je patrné, že úsilí k získání referencí na podnikatele je automatickou součástí procesu hodnocení projektů. Jde o jednu z prvních aktivit Business Angel investora při posuzování předloženého projektu.¹⁸ Business Angel investoři byli proto také dotazováni na obvyklé zdroje těchto referencí. Relativní nejčastější odpovědi Business Angel investorů uvádí tabulka 42.

¹⁶ Jak bude uvedeno dále, Business Angel investoři projevují značnou neochotu investovat do projektů, na kterých by se podnikatel dále neúčastnil.

¹⁷ To může být jedním z důvodů, proč Business Angel investoři, jak bude uvedeno dále, projevují neochotu investovat do projektů v krizi. Kromě otázky kompetence podnikatele (projekt je v krizi) patrně vzrůstá naléhavost otázky důvěryhodnosti. Neboť podnikatel může být okolnostmi tlačěn k vylepšování budoucího výhledu a zamlčování negativních aspektů.

¹⁸ Pokud není odmítnut pro nesplnění některých kritérií, viz kapitolu 5.6.13.

Tabulka 42: Relativní četnosti způsobů zjišťování referencí na podnikatele ze strany dotazovaných Business Angel investorů (více odpovědí je možných).

Nejčastěji uváděné způsoby získávání referencí na podnikatele	Sociální síť	Společní známí	Jiní Business Angel investoři, obchodní partneři	Zaměstnanci, zákazníci	Požádám o reference podnikatele
Relativní četnost	71 %	68 %	58 %	42 %	29 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Business Angel investoři obvykle nejdříve usilují o nalezení nějaké osoby, kterou oni sami znají a která zná i samotného podnikatele nebo s ním má nějakou zkušenost. K získání informací o podnikateli (ale i nalezení společných známých) často využívají sociální síť. Často byla jmenovaná profesní síť LinkedIn. Zdrojem informací jsou také často jiní Business Angel investoři nebo obchodní partneři Business Angel investora. Pokud dojde k bližšímu prověřování projektu, velká část Business Angel investorů se snaží udělat si obrázek o podnikateli prostřednictvím rozhovorů se zaměstnanci podnikatele, popř. jeho zákazníky, dodavateli či obchodními partnery. Ve fázi vážnějšího zájmu někteří Business Angel investoři také vyzývají podnikatele, aby sami jmenovali osoby, které by mohly uvést referenci na ně samotné.

Pro některé Business Angel investory je klíčové, aby se podnikatel na projektu nadále podílel a investoval do něj. Spolu s dalšími požadavky na podnikatele, jako je jeho vzdělání, jeho zkušenosti a dosavadní pokrok na projektu, což se může týkat i jeho týmu, jde často o nepřekročitelné podmínky, proto je jim věnována pozornost samostatně v kapitole 5.6.14.

Jako oceňované vlastnosti podnikatelů (popř. jejich týmů) jsou často uváděny důvěryhodnost, vytrvalost a důslednost. Naplnění těchto hodnot Business Angel investoři často odvozují od dosavadní práce podnikatele na projektu. V otázce týmu pracovníků oceňují Business Angel investoři určitou vyváženost - tedy, že tým je složený z osob s různým vzděláním, pracovní a životní zkušeností. Nejčastěji však zaznívalo určité lidské porozumění, „*abychom si sedli*“, porozumění v základních otázkách, patrně lze říci, obdobná hodnotová orientace. Jde o poměrně nespecifickou kategorii, která je každým Business Angel investorem vnímána odlišně, dle jeho osobního naladění (uvedený požadavek není proto zahrnut do modelu rozhodování Business Angel investorů založeném na eliminaci dle aspektu

projektu).¹⁹ Business Angel investory oceňované vlastnosti podnikatelů a jejich týmů zobrazuje následující tabulka 43 s relativními četnostmi Business Angel investorů, kteří je zmiňují.

Tabulka 43: Relativní četnosti odpovědí v otázce Business Angel investory oceňované vlastnosti podnikatelů a jejich týmů (více odpovědí je možných).

Oceňovaná vlastnost	Vyváženost týmu	Důvěryhodnost	Vytrvalost	Zkusili vše	Porozumění
Relativní četnost	13 %	29 %	39 %	39 %	68 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Patrně kvůli otázkám porozumění, poznání a důvěry někteří Business Angel investoři uvádějí osobní znalost podnikatele nebo alespoň delší znalost jeho prostředí či sledování jeho činnosti jako výhodu při navazování kontaktu s podnikatelem a faktor, který usnadňuje rozhodování (popř. možnost dohody) o vstupu Business Angel investora do projektu. Tuto skutečnost kladně hodnotí více než polovina Business Angel investorů (tabulka 52).

Tabulka 44: Relativní četnosti hodnocení Business Angel investorů v otázce předchozí osobní znalosti nebo znalosti činnosti podnikatele při posuzování účasti v projektu.

Postoj Business Angel investora k otázce předchozí znalosti podnikatele	Má vliv, usnadnění	Velká výhoda	Není nutné
Relativní četnost	35 %	19 %	46 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Některé vlastnosti produktu podobně jako některé vlastnosti podnikatele jsou pro Business Angel investory natolik důležité, že jejich splnění je pro některé z nich podmínkou nutnou pro další zvažování produktu (postoje Business Angel investorů v této oblasti jsou blíže analyzovány v kapitole 5.6.14. Za podpůrnou charakteristiku produktu (projektu) v případě rozhodování Business Angel investorů lze však označit patentovou ochranu, ochranu označení, označení původu atd. Zhruba třetina Business Angel investorů považuje ochranu duševního vlastnictví produktu nebo jeho podstatné komponenty za důležitou. Další téměř třetina Business Angel investorů se o získání ochrany duševního vlastnictví vyjadřuje pozitivně, nicméně nepovažuje ji za klíčovou vlastnost produktu. Více než desetina Business

¹⁹ Samotná otázka „porozumění“ je otázkou jiného vědního oboru. Zde mohu vznést pouze otázku, zda „porozumění“ (byť mylné) lze považovat za předpoklad důvěry. Důvěry založené na (alespoň domnělém) pochopení vnitřního ustrojení podnikatele a souhlasu. Pro Business Angel investora může vzniknout dilema v případě vlastností podnikatele, se kterými nesouhlasí nebo které považuje za nepříznivé pro vložení důvěry v podnikatele, nicméně jež mohou být užitečné pro prosazování projektu.

Angel investorů pak uvedla, že patentová ochrana s ohledem na charakter produktu nebo uvažovaný obchodní model není možná, nebo by byla neúčinná.²⁰ Pro cca čtvrtinu investorů pak registrovaná ochrana duševního vlastnictví není rozhodná pro úspěch produktu. Postoje Business Angel investorů se však liší dle oborů, na které se zaměřují. Relativní četnosti jejich odpovědí jsou uvedeny v následující tabulce. Údaje dle zaměření Business Angel investorů na obory ve srovnání s údaji o jejich vztahu k ochraně duševního vlastnictví celkem (poslední řádek tabulky) ukazují, že Business Angel investoři zaměřující se na obory IT a telekomunikace v menší míře považují ochranu duševního vlastnictví za důležitou, než je tomu bez rozlišení oboru, na který se Business Angel investor zaměřuje. Nejvíce oceňují ochranu duševního vlastnictví Business Angel investoři, kteří zároveň uvádějí, že se neřídí pouze na jeden obor (několik oborů), ale orientují se podle jiných kritérií.

Tabulka 45: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - postoj Business Angel investorů k patentové ochraně produktu dle oboru, na který se zaměřují a celkem.

Postoj Business Angel investorů k ochraně duševního vlastnictví souvisejícího s produktem →	Je to důležité	Není to rozhodující	Někdy to nejde	Není to důležité
Skupina Business Angel investorů ↓	Relativní četnost odpovědí:			
Aktivních v oboru IT	16 %	21 %	21 %	42 %
Aktivních v telekomunikacích	22 %	34 %	33 %	11 %
Aktivních ve službách	38 %	24 %	13 %	25 %
Oborově nevyhraněných	53 %	27 %	7 %	13 %
Orientujících se dle osoby podnikatele	36 %	36 %	7 %	21 %
Celkem	32 %	29 %	13 %	26 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Business Angel investoři při hodnocení projektu a s ním spojeného produktu často také hodnotí, jaké je postavení projektu vzhledem ke konkurenci. Kategorizaci jejich odpovědí s relativními četnostmi dle jejich postoje k ochraně duševního vlastnictví uvádí následující tabulka.

²⁰ Zde byla jmenována doba zřízení patentové ochrany, náročnost řízení, pokud nemá být pouze lokální, jakož i rozporování zápisu patentu ze strany konkurence nebo subjektů, které na procesu registrace patentů kořistí.

Tabulka 46: Kontingenční tabulka řádkově podmíněných relativních četností - hodnocení Business Angel investorů ohledně postavení projektu vzhledem ke konkurenci dle jejich vztahu k ochraně duševního vlastnictví a celkem.

Hodnocení projektu Business Angel investorem vzhledem ke konkurenci na trhu →	Je třeba disponovat nějakou výhodou	Důležité je být první a rychlý	Důležitý je vývoj celého trhu	Nezabývá se	Malí konkurenti nevadí	Celkem
Postoj Business Angel investora k ochraně duševního vlastnictví ↓	Relativní četnost odpovědí:					
Je to důležité	60 %	10 %	20 %	0 %	10 %	100 %
Není to rozhodující	56 %	22 %	11 %	0 %	11 %	100 %
Někdy to nejde	0 %	25 %	25 %	50 %	0 %	100 %
Není to důležité	37 %	13 %	13 %	24 %	13 %	100 %
Celkem bez rozlišení	45 %	16 %	16 %	13 %	10 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Téměř polovina investorů se domnívá, že projekt nebo jeho produkt musí disponovat nějakou podstatnou výhodou proti konkurenci. Business Angel investoři, kteří zaujímají tento postoj, se častěji vyskytují mezi Business Angel investory, kteří považují ochranu duševního vlastnictví za důležitou, nebo alespoň nikoliv rozhodující. Často je tedy mohou spatřovat v ochraně duševního vlastnictví nebo jiných bariérách vstupu na trh. Za specifickou podobu určité výhody lze považovat skutečnost, že podnikatel je první (nebo mezi prvními) ve svém oboru a rychle se na trhu etabluje. Takový názor zastává asi 1/6 Business Angel investorů. U těchto Business Angel investorů již není zřejmý tak silný důraz na ochranu duševního vlastnictví, patrně vzhledem k předpokládanému rychlému vývoji trhu. Cca 1/6 Business Angel investorů se pak zaměřuje spíše na vývoj nebo perspektivu celého trhu než na konkrétní postavení jednotlivých konkurentů na něm. Tento postoj bude patrně převládat v případě méně rozvinutých trhů s nejasným vývojem, procházejících významnými, např. technologickými změnami. Část Business Angel investorů také uvedla, že se konkurencí výslovně nezabývá, ale soustředí se na charakteristiky projektu. Tito Business Angel investoři vnímají konkurenci jako nevyhnutelnou a koncentrují se na jedinečnost řešení a užitek pro spotřebitele. Desetina Business Angel investorů se pak především zajímá, zda v oboru je již etablovaný nějaký větší konkurent. Takový subjekt by mohl být pro tyto Business Angel investory důvodem pro odmítnutí projektu. Menší konkurenti, kteří na trhu nezískali rozhodující postavení, však nemusí být pro vstup do hodnoceného projektu překážkou.

5.6.11 Dílčí shrnutí

Business Angel investoři předpokládají, že podnikatel bude jednou z hlavních osob, které budou realizovat podnikatelský plán. Zásadní je pro ně tedy otázka důvěryhodnosti této osoby a její schopnosti. Pro vyjasnění si těchto otázek a snížení s nimi souvisejících rizik usilují o získání referencí o podnikateli. Prvotními zdroji jsou sociální sítě a osobní kontakty, v pokročilejší fázi jednání pak spolupracovníci a obchodní partneři podnikatele. Velká většina Business Angel investorů také požaduje finanční a osobní spoluúčast podnikatele. Business Angel investoři také hodnotí širší vedení projektu a míru jeho dosavadního úspěchu a nasazení. Předchozí osobní znalost podnikatele snižuje bariéry, které je třeba překonat pro získání Business Angel investora pro projekt.

Business Angel investoři při hodnocení projektu (produktu) vyhledávají (požadují) určitou výhodu, o kterou by se projekt mohl v konkurenci s ostatními poskytovateli opřít. Pro část Business Angel investorů je důležitá z tohoto pohledu zajištěná ochrana duševního vlastnictví. Postoj k této otázce se liší dle oborů, ve kterých jsou Business Angel investoři aktivní. Všichni Business Angel investoři však nepřístupují k požadavku ochrany duševního vlastnictví stejně. Zdroje budoucích perspektiv podnikatele odvozují např. od jeho vedoucího postavení na trhu, rychlého získání pozic, příznivého vývoje celého trhu nebo absenci podstatně větších (významnějších) konkurentů na trhu.

5.6.12 Monitoring investice a její uzavření

Business Angel investoři byli dotazováni, zda vyžadují předložení, ať již při samotném jednání o vstupu do projektu nebo později v průběhu jeho monitorování, obchodního plánu s např. s cílem tržeb apod. Většina Business Angel investorů (cca 60 %) připouští, že plány jsou velice nepřesné, častokrát nedojde k jejich splnění, proto k nim přistupují s určitou rezervou. Nicméně ve svém souhrnu je považují za vhodný nástroj pro monitoring a kontrolu investice. Asi 16 % Business Angel investorů také uvedlo, že tvorba plánu vytváří určitou představu o tom, co je možné, tj. následnou základnu pro analýzu příčin odchylek od původního plánu. Prvotním východiskem je obvykle předpoklad představený podnikatelem. Jakým způsobem hodnotí Business Angel investoři vývoj současných investic vzhledem k jejich plánům, zobrazuje následující tabulka. Asi v polovině případů jsou Business Angel investoři v současnosti s vývojem svých projektů spokojeni. V dalších případech vyjadřují určitou míru nespokojenosti. V kategorizaci vyjádření Business Angel investorů se patrně

projevují mechanismy jednání Business Angel investorů v případě nepříznivého vývoje Business Angel investice. Významnějším změnám v uspořádání projektu a investice patrně předchází jakési dodatečné období, kdy projekt funguje podle dosavadního konceptu, přestože doposud nepřinesl očekávané výsledky. Z hodnotících odpovědí Business Angel investorů je patrné také zaměření hodnotit projekty celkově, nikoliv jednotlivě, přestože spolu nemusí přímo souviset. Pro Business Angel investory je důležitý především celkový výsledek, nikoliv nutně úspěšnost v každém jednotlivém projektu.

Tabulka 47: Relativní četnosti odpovědi Business Angel investorů v otázce naplňování plánů jejich současných investic.

Hodnocení současných projektů	Je to odpovídající/ jsem spokojen	Ještě tomu nechám čas	Jak který projekt	Budeme muset udělat nějaké změny
Relativní četnost	51 %	23 %	13 %	13 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

V průběhu investice do projektu se Business Angel investoři podílejí na činnosti projektu různou měrou. Na pravidelné bázi se projektu účastní téměř třetina Business Angel investorů. Na druhé straně desetina Business Angel investorů se osobně na projektu nepodílí vůbec nebo skoro vůbec. Zbývajících cca 60 % Business Angel investorů se na projektu podílí různou měrou. Zhruba šestina se účastní nepravidelně, v otázkách, v nichž může svým specifickým postavením přispět. Téměř čtvrtina Business Angel investorů se podílí na pravidelném rozhodování o strategických otázkách a stejná část se navíc účastní důležitých jednání s obchodními partnery, zákazníky apod. Lze tedy říci, že aktivně se podnikatelského záměru účastní přibližně tři čtvrtiny Business Angel investorů. Zbýající Business Angel investoři se na projektu podílejí menší měrou, jejich role se omezuje na spolufinancování a obvykle působí ve spojení s jinými Business Angel investory. Relativní četnosti rolí, které dotazovaní Business Angel investoři obvykle zastávají, zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 48: Relativní četnost kategorií odpovědí Business Angel investorů v otázce jejich osobní aktivní účasti na projektu.

Obvyklá účast Business Angel investora na projektu	Vůbec / skoro vůbec	Rada / pomoc	Strategická témata	Jednání s partnery	Pravidelně: operativa
Relativní četnost	10 %	16 %	23 %	23 %	28 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

V souvislosti s častou aktivní angažovaností Business Angel investorů v projektech byli Business Angel investoři dále dotazováni, jak sami sebe vnímají. Jejich vnímání vlastní role s ohledem na jejich angažovanost v projektech uvádí následující tabulka.

Tabulka 49: Kontingenční tabulka simultánních relativních četností vnímání vlastní role Business Angel investory v závislosti na uváděné míře angažovanosti v projektech.

Vnímání vlastní role Business Angel investora → Angažovanost Business Angel investora v projektu ↓	Investor	Investor a rádce/ konzultant	Investor a manažer	Celkem
Vůbec / skoro vůbec	7 %	3 %	0 %	10 %
Rada / pomoc	10 %	3 %	3 %	16 %
Strategická témata	3 %	6 %	13 %	22 %
Jednání s partnery	3 %	4 %	16 %	23 %
Pravidelně: operativa	0 %	6 %	23 %	29 %
Celkem	23 %	22 %	55 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Business Angel investoři, kteří se častěji považují pouze za investory, zaujímají v podporovaných projektech spíše pasivní roli (až 2/3 z nich). Investoři, kteří se aktivně podílejí na projektu, např. účastí na jednáních s klíčovými partnery nebo pravidelnými činnostmi, sami sebe častěji označují též za manažery nebo konzultanty.

Vlastní angažovanost v projektu je jedním ze způsobů, jak monitorovat vývoj investice nebo jak zabránit případnému k investorům nepřátelskému jednání podnikatele nebo osob z jeho týmu. Jak bude uvedeno v další kapitole 5.6.13, nástroje pro monitoring investice užívají Business Angel investoři rozdílně. Možnost aplikovat tyto nástroje kontroly je jedním z kritérií pro eliminaci potenciálních projektů.

Kromě finančních kritérií, která jsou uvedena dále v kapitole 5.6.14.8 jako vlastnosti investice, dle kterých provádí Business Angel investoři eliminaci projektů, se Business Angel investoři vyjadřovali k otázce likvidnosti investice. Z odpovědí uvedených v tabulce 50 vyplývá, že Business Angel investoři otázku likvidnosti investice do projektu úzce vnímají v souvislosti s úspěchem projektu.

Tabulka 50: Relativní četnosti představ Business Angel investorů o likvidnosti investic do projektů.

Předpoklady Business Angel investorů ohledně likvidnosti investice	Počítám s tím, že to není hned	To řešíme později, když se to ujme	Když to funguje, vždy je zájem
Relativní četnost	64 %	26 %	10 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Cca 2/3 Business Angel investorů jsou srozuměny s tím, že brzká likvidace investice není prakticky (bez pravděpodobných cenových ústupků) možná. Zbývající část investorů chápe likviditu investice v úzkém sepětí s úspěchem projektu. Úspěch projektu je způsobem, jakým zajistit, že investice do projektu bude zpeněžitelná, protože projekt častokrát nemá

(stabilní) pozitivní cash-flow a prostředky vkládané do projektu jsou často prostředky na specifické hmotné nebo nehmotné investice, nebo přímo na osobní náklady a běžné využití jiných zdrojů. V případě neúspěchu projektu je likvidační, zbytková, hodnota velmi malá, častokrát i nulová. Proto je pro mnohé Business Angel investory otázka likvidity investice úzce spojena s otázkou úspěchu projektu.²¹ V případě jeho neúspěchu pozbývá významu. V případě úspěchu projektu (dosažení pozitivního peněžního toku) se z Business Angel investice stává běžná investice do podniku.

S tím, jak je projekt úspěšný (obvykle v tom smyslu, že generuje pozitivní peněžní tok), vyvstává pro Business Angel investory otázka, zda získat část prostředků vložených do investice zpět formou dividend (popř. podílů na zisku). Business Angel investoři byli proto dotazováni, jak tuto možnost využívají a zda inkaso podílů na zisku je cestou, kterou využívají, aby získali prostředky vložené do projektu zpět. Odpovědi Business Angel investorů zaznamenává následující tabulka.

Tabulka 51: Relativní četnosti postoje Business Angel investorů k využívání výplaty podílu na zisku jako způsobu zajištění návratnosti investice.

Užití podílu na zisku jako zdroje návratnosti investice do projektu	Ne, nikdy, vždy reinvestice	Prodej podílu	Ponechání části podílu dlouhodobě	Ano, v pozdější fázi
Relativní četnost	52 %	32 %	10 %	6 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Pokud je projekt natolik úspěšný, že dojde ke vzniku pozitivního výsledku hospodaření, více než polovina Business Angel investorů se i nadále zaměřuje na posilování růstu nebo ziskovosti projektu. Třetina Business Angel investorů pak na otázku výslovně uvádí, že návratnost investice zajišťují prostřednictvím prodeje podílu. Jen asi šestina Business Angel investorů je připravena použít podíl na zisku jako formu návratnosti vložených prostředků. Z nich pak většina tuto formu návratnosti investice považuje pouze jako jednu z možností.

²¹ Situace je jiná v případě investic, které dosahují (relativně stabilní) pozitivní peněžní tok. V jejich případě je předmětem obchodu součet časově očištěných budoucích peněžních toků. V případě Business Angel investice, kde pozitivní peněžní tok velice často není dosažen, je budoucí hodnota závislá především na pravděpodobnosti úspěchu, peněžní hodnotě tohoto úspěchu, snižená však o kumulaci ztrát, než tento úspěch bude dosažen.

Z postojů Business Angel investorů vyplývá, že předmětem jejich zájmu je právě přeměna záměru nebo doposud neprosazeného projektu v ekonomicky rentabilní podnik. Další účast na takovém (již rentabilním) podniku není pro většinu Business Angel investorů (pokud např. neskýtá další možnosti posunu na ještě vyšší úroveň) atraktivní. Business Angel investoři se tedy, na rozdíl od běžných investorů, zaměřují spíše na investice, jejichž cílem je nastolit určitou změnu, na rozdíl od běžných investic založených na budoucích tocích, kdy je zpravidla za jejich pozitivum považována jejich podstatná neměnnost vzhledem k minulým tokům.

5.6.13 Důvody odmítání projektů

Tato zjišťovaná skutečnost, resp. proměnná, je zásadní pro naplnění čtvrtého dílčího cíle, resp. druhé části hlavního cíle této disertační práce, kterou je navrhnout model rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání. Bylo tedy uvažováno o důvodech a byly velmi podrobně zkoumány důvody, pro které Business Angel investoři odmítají vzít projekty k bližšímu zvažování. Jejich odpovědi na tuto otázku byly roztrženy do několika kategorií, přičemž většina z nich uvedla více kategorií najednou. Oblasti a relativní četnost jejich zmínění zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 52: Relativní četnosti důvodů odmítání projektů ze strany Business Angel investorů (více odpovědí je možných).

Oblasti důvodů odmítání projektů	Podíl dotazovaných
Nezná podnikatele/nelíbí/nedůvěřuje podnikateli	84 %
Nerozumí projektu/oblasti	52 %
Není to domyšlené	58 %
Jsou v existenčních problémech	32 %
Podnikatelé se nechtějí podílet, jen chtějí peníze	77 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Jako nejčastější důvod odmítnutí je uváděna nedůvěra v osobu podnikatele. Tato nedůvěra je však často vyslovována ve spojitosti s dalším důvodem odmítnutí, kterým je nedostatečná předpokládaná participace podnikatele na projektu. Tyto odpovědi jsou Business Angel investory často uváděny současně, jak zobrazuje test dobré shody v následující tabulce.

Tabulka 53: Kontingenční čtyřpolní tabulka simultánních absolutních četností odpovědí na otázku odmítnutí projektu.

	Neuvedení nedostatku participace	Uvedení nedostatku participace	Celkový součet
Neuvedení nedůvěry v podnikatele	4	1	5
Uvedení nedůvěry v podnikatele	3	23	26
Celkový součet	7	24	31
Testová statistika K ($K=11,34$) se asymptoticky řídí rozložením $\chi^2(1)$; hladina významnosti $\alpha = 5\%$; kritický obor $W = (-\infty, -3,841] \cup (3,841, \infty)$.			

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Jde o nejsilnější vztah mezi odpověďmi Business Angel investorů ve vztahu k zamítání projektů. Korelační matici všech variant odpovědí zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 54: Korelační koeficienty odpovědí na otázku odmítnutí projektu.

	A	B	C	D	E
A - Nedůvěra v podnikatele	1,00	0,10	0,52	0,30	0,60
B - Nerozumí projektu		1,00	0,09	-0,02	-0,21
C - Není to domyšlené			1,00	0,17	0,32
D - Existenční problémy				1,00	0,37
E – Nedostatek participace podnikatele					1,00
Kritická hodnota na hladině významnosti $\alpha = 5\%$, při počtu odpovědí $n=31$ je 0,36.					

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Statisticky významné jsou kromě vztahu zamítnutí pro neochotu podnikatele participovat na projektu (E) a nedůvěry v podnikatele (A) dále vztah zamítnutí pro nedomyšlenost projektu (C), nedůvěry v podnikatele (A), existenční problémy (D) a neochota podnikatele participovat na projektu (E). Ostatní vztahy jsou statisticky nevýznamné.

Uvedené vztahy lze patrně interpretovat tak, že neochota podnikatele dostatečně participovat na projektu vede k celkové nedůvěře v podnikatele.²² Tu posiluje také nedomyšlenost projektu. Existenční problémy projektu však patrně nejsou přímým zdrojem nedůvěry v podnikatele²³. Existenční problémy zřejmě oslabují podnikatelskou ochotu se v projektu dále podstatněji finančně angažovat. Samotná neochota Business Angel investorů vstupovat do projektů, které jsou v existenčních problémech, patrně nemá přímou souvislost

²² Opačný směr působení: nedůvěra Business Angel investora → neochota podnikatele participovat není pravděpodobný, protože postoj Business Angel investora není podnikateli a priori nebo okamžitě znám.

²³ Vzájemná korelace je sice pozitivní, ale není statisticky významná. Vzájemný pozitivní vztah je patrně zprostředkovaný pozitivním vztahem mezi existenčními problémy a neochotou podnikatele dále zvyšovat participaci. Jeho neochota může být výsledkem předchozího vývoje podnikání.

s nedůvěrou v podnikatele, ale s naléhavostí situace, se kterou je třeba se vypořádat a která vyžaduje značné finanční a jiné zdroje.

5.6.14 Podrobná eliminační kritéria

V rozhovorech Business Angel investoři výslovně uvedli kritéria, při jejichž neplnění (nebo naopak splnění) projekty bez dalšího zkoumání odmítají. Z odpovědí jednotlivých Business Angel investorů na další otázky lze však odvodit i další kritéria, která mohou vést, bez dalšího zkoumání, k odmítnutí projektů jednotlivými Business Angel investory.

Někteří Business Angel investoři se totiž zaměřují pouze na určitou oblast, do které investují. Nabídky investovat do jiných oblastí odmítají. Někteří Business Angel investoři podmiňují investici i určitou fází rozpracovanosti a pokročilosti projektu vzhledem k jeho komerčnímu využití. Jako zásadní se jeví spoluúčast podnikatele nebo jeho týmu na financování projektu. Business Angel investoři kladou také (byť navzájem rozdílné) požadavky na vlastnosti produktu, se kterým má podnikatel přijít na trh, a též na vlastnosti samotného trhu a míry jeho růstu, na kterém má nacházet svůj odbyt. Business Angel investoři kladou určité požadavky na návratnost a zhodnocení svých investic do projektů, časový rámec investice a možnosti její kontroly. Kritéria, jejichž nesplnění může vést k zamítnutí projektu, aniž by byl detailněji hodnocen, tak, jak přímo či nepřímo vyplynula z rozhovorů s Business Angel investory, jsou uvedena v následující tabulce.

Tabulka 55: Kritéria Business Angel investorů při hodnocení projektů, jejichž nesplnění může vést k zastavení dalšího zvažování projektu.

Kritérium (hodnocená oblast)	Popis hodnocené oblasti	Nutnost naplnění
Obor zaměření	Někteří Business Angel investoři investují pouze do vybraných oborů	Neúplné
Fáze projektu	Někteří Business Angel investoři investují pouze do pokročilejší fáze projektu	Neúplné
Znalost podnikatele	Osobní, obchodní, nebo prostřednictvím referencí	Neúplné
Osoba podnikatele	Důvěra v osobu podnikatele a jeho schopnosti	Neúplné
Promyšlenost	Konzistentní plán postupu, aplikace řešení a jeho rozšíření	Neúplné
Absence zásadních problémů	Projekt není existenčně ohrožen, není v sestupné fázi	Neúplné
Spoluúčast	Podnikatel investuje do projektu také	Neúplné
Produkt	Jeho vlastnosti pro spotřebitele v kontextu konkurence	Úplné
Trhu	Jeho existence, velikost, konkurence, potenciál	Úplné

Růst	Růst trhu nebo růst firemního řešení	Úplné
Finance	Kritéria pro sledování finanční návratnosti projektu pro Business Angel investora	Úplné
Zhodnocení	Návratnost vložených prostředků	Úplné
Exit	Doba investice	Neúplné
Monitoring	Způsoby kontroly a možnosti ovlivnění investice	Úplné

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Pro některé Business Angel investory je splnění některých jimi stanovených hodnot kritérií podmínkou přípustnosti dalšího zvažování projektu. Všichni dotazovaní Business Angel investoři však nemají nastaveny stejné hodnoty kritérií nebo dokonce naplnění některých kritérií nepovažují za nezbytně nutné. Pokud tedy existují mezi dotazovanými takoví Business Angel investoři, kteří při zvažování projektu nepožadují v dané hodnocené oblasti naplnění určitého kritéria, taková oblast je v předešlé tabulce označena jako „Nutnost naplnění – neúplné“.

5.6.14.1 Obor investice

Prvním případem takového neúplného naplnění je obor zaměření investic. Někteří dotazovaní Business Angel investoři uvádějí, že se věnují jen některým oborům a rozložení mezi obory není rovnoměrné. Zhruba 61 % dotazovaných Business Angel investorů uvedlo, že se věnuje projektům, které mají základ v oblasti IT, 29 % v oblasti telekomunikací, 26 % v oblasti služeb (někteří Business Angel investoři se však věnují i více oborům najednou). Investorů, kteří se výslovně věnují i jiným (než uvedeným) oborům podnikání, je 48 %, a těch kteří je nepřímo připouštějí (uvádějí, že záleží zejména na lidech), je 45 %.

Varianty odpovědí Business Angel investorů nejsou rozděleny rovnoměrně a vzájemně spolu souvisí (viz následující tabulku).

Tabulka 56: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku oboru zaměření investic.

	A	B	C	D	E
A – IT a příbuzné obory	1,00	0,22	-0,29	-0,42	0,08
B – Telekomunikace a příbuzné obory		1,00	-0,05	-0,19	0,13
C – Služby			1,00	0,31	0,06
D – Nebrání se jiným oborům				1,00	0,42
E – Záleží zejména na lidech a dalším					1,00
	A	B	C	D	E
Relativní četnost	61 %	29 %	26 %	48 %	45 %
Kritická hodnota na hladině významnosti $\alpha = 5 \%$, při počtu odpovědí $n=31$ je 0,36.					

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Business Angel investoři, kteří častěji investují do IT oboru, také často investují do telekomunikací, ale dále se pak spíše vyhýbají jiným oborům. Platí to i v případě Business Angel investorů v oboru telekomunikací, tendence je však mnohem slabší. Business Angel investoři, kteří se nebrání investicím v jiných oborech, jsou také často investory, kteří dávají při rozhodování přednost jinému kritériu, jako je např. osoba podnikatele.

Pokud bychom předpokládali, že podnikatelé budou oslovovat zkoumaný vzorek Business Angel investorů (nebo širší množinu Business Angel investorů, která má však obdobnou strukturu), šance podnikatelů, že úspěšně osloví Business Angel investora, který se nebrání žádným oborům (možnost D v tabulce 56), je $P(X) = 0,48$. Šance, že osloví Business Angel investora, který dá především na jiné aspekty jako lidé a další (možnost E v tabulce 56) je $P(Y) = 0,45$.

Šance podnikatele hledajícího financování u Business Angel investora investujícího bez ohledu na obor však nejsou prostým součtem pravděpodobností $P(X)$ a $P(Y)$, neboť část těchto Business Angel investorů jsou zároveň těmi, kteří uvádějí, že se nebrání žádným oborům a zároveň se orientují zejména podle lidí (popř. jiných parametrů). Šance takového podnikatele odpovídá součtu těchto pravděpodobností snížených o pravděpodobnost jejich průniku, tedy:

$$P(\text{získání financování}) = P(X) + P(Y) - P(X \cap Y) \quad (3)$$

Přítomnost či nepřítomnost určitého znaku u Business Angel investora můžeme chápat jako realizaci binomického rozdělení, jehož střední hodnota, rozptyl a kovariance je (Anděl, 2007):

$$E(X) = np_x \quad (4)$$

$$D(X) = np_x(1 - p_x) \quad (5)$$

$$\text{Cov}(X, Y) = E(XY) - E(X)E(Y) \quad (6)$$

kde $E(X)$ je střední hodnota Business Angel investorů s určitým znakem, n je počet dotazovaných investorů, p_x je pravděpodobnost znaku u individuálního investora, $D(X)$ je rozptyl Business Angel investorů s určitým znakem, $\text{Cov}(XY)$ je kovariance přítomnosti dvou znaků u Business Angel investorů, $E(XY)$ střední hodnota současného výskytu obou znaků. Kovarianci binomického rozložení je možné též vyjádřit jako:

$$\text{Cov}(X, Y) = n(p_{xy} - p_x p_y) \quad (7)$$

kde p_{xy} je pravděpodobnost společné přítomnosti znaku X a Y u Business Angel investora a p_x , resp. p_y je pravděpodobnost přítomnosti znaku X , resp. Y ; n je počet Business Angel investorů. Dle obecnějšího vztahu lze kovarianci též vyjádřit jako součin korelačního koeficientu a směrodatných odchylek:

$$\text{Cov}(X, Y) = \rho_{x,y} \sigma_x \sigma_y \quad (8)$$

kde σ je směrodatná odchylka a ρ je korelační koeficient. Dosazením (8) do (7) a vyjádřením p_{xy} získáme:

$$p_{xy} = \frac{\rho_{x,y} \sigma_x \sigma_y}{n} + p_x p_y \quad (9)$$

Dosazením za směrodatné odchylky ze vztahu (9) získáme:

$$p_{xy} = \rho_{x,y} \sqrt{p_x p_y (1 - p_x)(1 - p_y)} + p_x p_y \quad (10)$$

Pravděpodobnost získání financování ze vztahu (3) tak můžeme vyjádřit jako:

$$P(\text{získání financování}) = p_x + p_y - p_x p_y - \rho_{x,y} \sqrt{p_x p_y (1 - p_x)(1 - p_y)} \quad (11)$$

K odhadu pravděpodobnosti, že podnikatel nebude v daném případě pro dané kritérium odmítnut, dostačuje podíl Business Angel investorů, kteří takové projekty

neodmítají z různých důvodů (jako odhad pravděpodobností p_x a p_y), a dále jejich vzájemný vztah vyjádřený korelačním koeficientem ($\rho_{x,y}$).

Dosažením za proměnné zjistíme pravděpodobnost získání financování projektů, které nespádají do oborů IT, telekomunikace a služby:

$$P(\text{získání financování}) = 0,48 + 0,45 - 0,48 * 0,45 - 0,42\sqrt{0,48 * 0,45(1 - 0,48)(1 - 0,45)} = 0,61 \quad (12)$$

Business Angel investorů, kteří investují mimo obory IT, telekomunikací a služeb je 61 %. Vysoký průnik odpovědí je patrně způsoben tím, že Business Angel investoři jsou do jiných oborů přilákáni určitými parametry projektů, jinak svou pozornost směřují zejména k IT a telekomunikacím.

Podobným vyloučením současné ochoty Business Angel investorů investovat do jednotlivých oborů a zároveň investovat bez ohledu na obor získáme pravděpodobnosti, že podnikatel s projektem v určitém oboru nebude odmítnut z důvodu oboru projektu (viz tabulku 57).

Tabulka 57: Pravděpodobnost, že Business Angel investor se zabývá investicemi v daném oboru.

Obor projektu	IT	Telekomunikace	Služby	Ostatní
Přípustnost pro investora	97 %	74 %	68 %	61 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Z tabulky vyplývá, že pravděpodobnost úspěchu získat financování projektu od Business Angel investorů (za jinak stejných podmínek) je nejvyšší v případě projektů v IT, než v oborech, na které se Business Angel investoři tolik nezaměřují.

5.6.14.2 Nároky na podnikatele a manažerský tým

Business Angel investoři hodnotí zvažované projekty také podle podnikatele a jeho manažerského týmu, který projekt zajišťuje. Někteří dotazovaní investoři se vyslovovali ve směru požadavků na vzdělání podnikatele a jeho týmu ve vztahu k oboru podnikání a činnosti jednotlivých pracovníků. Větší podíl Business Angel investorů však požadoval u podnikatele předchozí zkušenost se start-up projektem, nebo předchozí zkušenosti z oboru. Jako podstatně důležitější však Business Angel investoři pro přípustnost financování projektu hodnotí manažerské zkušenosti podnikatele. Nejdůležitějším kritériem při hodnocení podnikatele a jeho týmu je doposud dosažený pokrok při realizaci projektu. Hodnocení není jednotné,

v některých případech je zmiňováno srovnání s jinými projekty, v některých případech dotazovaní Business Angel investoři uváděli výchozí podmínky jako srovnávací základnu, nejčastěji je však uváděno určité vyčerpání možností – zda podnikatel a jeho tým již udělali „všechno, co udělat šlo“. Jde tedy o určité hodnocení dosavadního úspěchu, byť jeho způsoby se různí. Druhou nejčastěji zmiňovanou podmínkou je určitá vyváženost, popř. kompletnost týmu. Business Angel investor chce být také často tím „posledním článkem“, který chybí (ať z finančního, odborného, obchodního aj. hlediska) pro další rozvoj projektu. Proto také byla často zmiňována kompletnost, vyváženost nebo určitá připravenost manažerského týmu.²⁴ V menší míře hodnotili Business Angel investoři postoje podnikatelů. Četnosti zmiňovaných personálních nároků a jejich vzájemnou korelaci zobrazuje následující tabulka 58.

Tabulka 58: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku nároků na podnikatele a jeho manažerský tým.

	A	B	C	D	E	F	G
A – Vzdělání v oboru	1,00	-0,16	-0,10	-0,21	-0,45	0,45	-0,21
B – Start-up zkušenosti		1,00	0,18	0,23	0,21	-0,21	0,19
C – Manažerské zkušenosti			1,00	0,38	0,07	-0,25	-0,09
D – Zkušenosti z oboru				1,00	0,09	-0,09	-0,12
E – Dosavadní pokrok na projektu					1,00	-0,52	0,59
F – Postoje podnikatele						1,00	-0,22
G – Kompletnost týmu							1,00
	A	B	C	D	E	F	G
Relativní četnost	10 %	19 %	48 %	29 %	81 %	16 %	65 %
Kritická hodnota na hladině významnosti $\alpha = 5 \%$, při počtu odpovědí $n=31$ je 0,36.							

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z korelační tabulky vyplývá, že mezi Business Angel investory se patrně prosazují dva odlišné pohledy. Jedním přístupem je pohled zaměřený na hodnocení určitých vnitřních předpokladů podnikatele (vzdělání a postoje), druhý přístup je zaměřený spíše na podnikatelovu historii (zkušenosti, popřípadě úspěchy). Z četností uvedených v tabulce je zřejmé, že převládá hodnocení prostřednictvím určité zkušenosti (sloupce B, C, D) nad teoretickou připraveností (sloupce A a F). Nejdůležitějším kritériem je však hodnocení dosavadního pokroku na projektu (sloupec E), které je často doprovázeno požadavkem připravenosti týmu pro další rozvoj (sloupec G).

²⁴ Někteří Business Angel investoři zařazení v této kategorii sice výslovně nepožadovali kompletnost manažerského týmu, zmiňovali však jasnou představu o budoucích krocích v rámci projektu, včetně personálních nároků a způsobů jejich řešení.

5.6.14.3 Fáze projektu a kritické ohrožení projektu

Z rozhovorů s Business Angel investory také vyplývá, že si vybírají mezi fázemi projektů, do kterých investují. Někteří investují již od samých začátků, někteří Business Angel investoři se účastní až pozdějších fází projektů. Část Business Angel investorů také odmítá vstoupit do projektů, které jsou v potížích.²⁵ Relativní četnosti odpovědí investorů, na které fáze projektu se zaměřují, a vztah mezi nimi zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 59: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku oboru zaměření investic.

	A	B	C	D	E
A – Úplné začátky	1,00	-0,22	-0,21	-0,25	0,40
B – Již ustanoveno a existuje		1,00	-0,32	-0,16	0,01
C – Komericializace			1,00	0,18	-0,29
D – Zvýšení rozsahu				1,00	-0,24
E – Ne v existenčních problémech					1,00
	A	B	C	D	E
Relativní četnost	48 %	58 %	23 %	16 %	23 %
Kritická hodnota na hladině významnosti $\alpha = 5 \%$, při počtu odpovědí $n = 31$ je 0,36.					

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Business Angel investorů, kteří připouštějí investici do projektu ve fázi úplných začátků²⁶ je méně než polovina. Tito Business Angel investoři projevují současně také větší ochotu vstupovat do projektů, které se ocitly v existenčních problémech. Tato shoda může být způsobena jejich pravděpodobnou ochotou podstupovat větší riziko nebo též charakterem investice, která může vyžadovat větší míru pozornosti. Na pomyslné druhé straně stojí Business Angel investoři, kteří se zaměřují až na fázi komercializace projektu či zvýšení jeho rozsahu, tedy po ověření nosné myšlenky, řešení v menším rozsahu. Pro vyjádření pravděpodobnosti přípustnosti fáze projektu pro Business Angel investory budeme předpokládat, že existují tři fáze projektů: *úplné počátky*, *ustanovené projekty* a *pokročilé projekty*.²⁷ Fáze úplných počátků bude přípustná pouze pro investory typu A, fáze již ustanovených projektů pro investory typu A a B a fáze pokročilé projekty pro investory typu

²⁵ Jde o uváděné důvody, jako je akutní nedostatek finančních zdrojů, vážné organizační a personální nedostatky, neujasněné směřování apod., které vedou k regresi v projektu.

²⁶ K realizaci záměru dosud nebyly učiněny podstatné prvotní kroky, typicky např. založení entity, příp. vývoj prototypu apod.

²⁷ Zjednodušení rozdělení typů investic, jak jsou uvedeny v kapitole 1.6.

B, C a D. Dále budeme zvlášť rozlišovat u těchto fází investic ochotu investorů vstupovat do projektů, které se ocitly v problémech. Relativní četnosti Business Angel investorů dle přípustností fází projektů zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 60: Pravděpodobnost, že Business Angel investor se zabývá investicemi v dané fázi rozvoje.

Fáze projektu	Úplné počátky	Ustanovené projekty	Pokročilé projekty
Přípustnost pro Business Angel investory	48 %	84 %	77 %
Přípustnost pro Business Angel investory v případě krize projektu v dané fázi	19 %	23 %	13 %
Podíl krizového financování na běžném financování v dané fázi	40 %	27 %	17 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Z tabulky vyplývá, že nejsnadnější je pro podnikatele získat od Business Angel investorů financování pro již ustanovené projekty. O něco nižší úspěšnost by podnikatelé měli v případě již pokročilých projektů, nejmenší však v případě, kdy je projekt v úplných začátcích. Situace se však podstatně liší v případě, kdy je projekt v existenčních potížích. Business Angel investoři, kteří investují do úplných začátků, se v případě vážných problémů projektu investování nevyhýbají tak často, jako v případě Business Angel investorů již do pokročilejších projektů. Příčinu lze pravděpodobně spatřovat v jiném přístupu k riziku, ale také v rozdílných velikostech financovaných částek pro odlišné fáze projektů.²⁸

Pokud sledujeme ochotu Business Angel investorů vstupovat do kriticky ohrožených projektů (tj. projektů, které se z nějakého důvodu dostaly na sestupnou trajektorii) samostatně, zjistíme, že celková ochota investovat do takových projektů ze strany oslovených Business Angel investorů je relativně malá.

Tabulka 61: Pravděpodobnost, že Business Angel investor vstoupí do projektu dle stavu projektu.

Stav projektu	Kriticky ohrožený projekt	Kriticky neohrožený projekt
Přípustnost pro Business Angel investory	23 %	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

5.6.14.4 Spoluúčast

Business Angel investoři považují za zcela zásadní otázku finanční spoluúčasti podnikatele na dalším rozvíjení projektu. Spoluúčast má za cíl především udržet podnikatele

²⁸ Nutné investice pro projekt v krizi ve fázi komercializace a zvyšování rozsahu mohou být řádově jiné, než pro projekt v krizi v úplných začátcích.

(a další klíčové osoby) na projektu a motivovat ho k naplňování zájmů investorů do projektu. Za nutnou podmínku nebo přinejmenším za podstatné téma považuje finanční spoluúčast 90 % Business Angel investorů. Jen 10 % investorů připouští, že taková spoluúčast není vždy podmínkou. Splnění této podmínky má tedy podstatný vliv na potencionální úspěšnost podnikatele při oslovování Business Angel investora. Pravděpodobnost úspěchu při oslovení jednoho Business Angel investora v otázce spoluúčasti zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 62: Pravděpodobnost, že Business Angel investor vstoupí do projektu, dle finanční spoluúčasti podnikatele.

Spoluúčast podnikatele na projektu	Ano	Ne
Připustnost projektu pro Business Angel investory	100 %	10 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

5.6.14.5 Vlastnosti produktu

V otázce požadovaných vlastností produktu uváděli Business Angel investoři často jedinečnost produktu, někteří z nich dokonce zdůrazňovali význam patentové ochrany jedinečného řešení. Naopak za slabší verzi jedinečnosti řešení lze považovat požadavek na jeho novost (požadavek novosti nezbytně nepředpokládá trvání jedinečnosti do budoucnosti, ale nepřímo připouští možné následování konkurencí). Druhou často zmiňovanou požadovanou vlastností produktu Business Angel investory je rozšiřitelnost produktu, patrně v souvislosti s úvahami o potencionálním růstu hodnoty projektu. Třetí nejčastěji zmiňovanou požadovanou vlastností produktu je jeho přínos (užitečnost) pro spotřebitele. Hodnoty uvádí následující tabulka.

Tabulka 63: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku požadovaných vlastností produktu.

	A	B	C	D	E
A – Jedinečnost	1,00	0,35	0,25	0,11	-0,22
B – Patentová ochrana		0,07	0,50	-0,18	-0,20
C – Novost			1,00	-0,11	-0,22
D – Potenciál rozšíření				1,00	0,37
E – Přínosy pro spotřebitele					1,00
	A	B	C	D	E
Relativní četnost	71 %	23 %	29 %	84 %	61 %
Kritická hodnota na hladině významnosti $\alpha = 5 \%$, při počtu odpovědí $n = 31$ je 0,36.					

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Odpovědi Business Angel investorů vykazují pozitivní korelaci v případě odpovědi jako jedinečnost, patentová ochrana a novost. Statisticky významná je korelace uváděných požadavků na rozšiřitelnost a užitečnost pro spotřebitele. Sdružením²⁹ požadavků na jedinečnost, patentovou ochranu a novost pod jednu souhrnnou kategorii „*nové řešení*“ získáme následující tabulku relativních četností odpovědí a jejich korelačních koeficientů.

Tabulka 64: Relativní četnosti a korelační koeficienty zredukovaných kategorií odpovědí Business Angel investorů na otázku požadovaných vlastností produktu.

	A	B	C
A – Nové řešení	1,00	0,06	-0,32
B – Potenciál rozšíření		1,00	0,37
C – Přínosy pro spotřebitele			1,00
	A	B	C
Relativní četnost	74 %	84 %	61 %
Kritická hodnota na hladině významnosti $\alpha = 5 \%$, při počtu odpovědí $n = 31$ je 0,36.			

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z tabulky vyplývá, že Business Angel investoři se při posuzování produktu často soustředí na užitečnost pro spotřebitele. A pokud tomu tak je, pak se zajímají i o potenciál rozšíření. Ve druhém případě se soustředí na jedinečnost, novost řešení. Potenciál rozšíření není tak často explicitně zmiňován. Důvodem je patrně skutečnost, že potenciál nových řešení na stávajících trzích je snadněji odhadnutelný. Podmínku přípustnosti projektu pro Business Angel investora můžeme přeformulovat tak, že požaduje novost řešení nebo užitečnost pro spotřebitele. Doplnující podmínkou je pak v řadě případů rychlá rozšiřitelnost produktu. Požadavek splnění pouze jedné z vlastností je velmi málo četný.

Tabulka 65: Relativní četnosti požadavků Business Angel investorů na splnění vlastností produktu a jejich kombinace.

Vlastnosti produktu	Relativní četnost
Požadovaná je pouze užitečnost produktu pro spotřebitele	3 %
Požadovaná je pouze novost řešení	13 %
Požadovaná je pouze rozšiřitelnost	3 %
Produkt je užitečný pro spotřebitele a má potenciál rychlé rozšiřitelnosti	58 %
Produkt je novým řešením problému (potřeby) a má potenciál rychlé rozšiřitelnosti	61 %
Produkt je novým řešením problému (potřeby) a je užitečný pro spotřebitele	39 %
Produkt je novým řešením problému, je užitečný pro spotřebitele a je rychle rozšiřitelný	39 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

²⁹ Všechny tyto kategorie odpovědí dohromady – Business Angel investor zmínil alespoň jednu z těchto tří kategorií.

5.6.14.6 Vlastnosti trhu a postavení podnikatele na něm

Požadavků Business Angel investorů na vlastnosti trhu se částečně již týkal požadavek na rychlou rozšiřitelnost produktu nebo nového řešení. Jde o nejčastěji zmiňovaný požadavek. Business Angel investoři dále ve svých odpovědích konkretizují své představy. Více než třetina Business Angel investorů požaduje, aby trh, na kterém podnikatel působí (nebo bude působit), byl mezinárodní. Více než polovina investorů požaduje, aby už byl ustaven určitý trh s produktem a podnikatel již realizoval určitý odbyt. Business Angel investoři zaměřením na kritérium existence trhu a prokázání odbytu také častěji hodnotí konkurenci – zda neexistuje silný konkurent, zda má podnikatel alespoň určitý náskok před konkurencí, který si udrží. Četnosti odpovědí Business Angel investorů a jejich vzájemné korelace zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 66: Relativní četnosti a korelační koeficienty odpovědí Business Angel investorů na otázku požadovaných vlastností trhu.

	A	B	C	D
A – Možnost působit na mezinárodní úrovni	1,00	0,41	-0,33	-0,22
B – Rychlý růst trhu		1,00	-0,36	-0,35
C – Identifikovaný trh/ odbyt			1,00	0,45
D – Nevýznamná konkurence				1,00
	A	B	C	D
Relativní četnost	35 %	65 %	58 %	32 %
Kritická hodnota na hladině významnosti $\alpha = 5 \%$, při počtu odpovědí $n = 31$ je 0,36.				

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování. Výpočty na základě (Budíková, Králová, Maroš, 2010).

Z odpovědí vyplývá, že Business Angel investoři, kteří požadují možnost působit na mezinárodní úrovni, obvykle požadují také potenciál rychlého růstu trhu. Business Angel investoři, kteří požadují, aby byl již ustaven trh³⁰ s produkty podnikatele, věnují také větší pozornost konkurenčním producentům - jejich počtu, velikosti, postavení apod.

Z šetření tak vyplývají dvě základní, avšak prolínající se skupiny Business Angel investorů. První klade důraz na potenciál růstu trhu a uplatnění projektu v mezinárodním prostředí. Druhá skupina spíše požaduje potvrzení určitého zájmu ze strany potencionálních zákazníků podnikatele. Pravděpodobnosti, že podnikatel nebude při oslovení Business Angel investora vyloučen z dalšího zvažování při splnění kombinace podmínek růstu trhu, zobrazuje následující tabulka.

³⁰ Existuje konečná podoba produktu, existují spotřebitelé, kteří ho pravidelně kupují a užívají.

Tabulka 67: Pravděpodobnost, že Business Angel investor ihned neodmítne projekt při splnění podmínek vlastností trhu a postavení podnikatele na něm.

	Bez dalších podmínek	Mezinárodní rozměr	Rychlý růst trhu	Existují zákazníci	Výhoda vůči konkurenci
Bez dalších podmínek	-	3 %	16 %	13 %	3 %
Mezinárodní rozměr + Rychlý růst trhu	39 %	-	-	68 %	42 %
Mezinárodní rozměr + Existující zákazníci	16 %	-	68 %		35 %
Mezinárodní rozměr + Výhoda vůči konkurenci	6 %	-	42 %	35 %	-
Rychlý růst trhu + Existující zákazníci	39 %	68 %	-		65 %
Rychlý růst trhu + Výhoda vůči konkurenci	19 %	42 %	-	65 %	-
Existující zákazníci + Výhoda vůči konkurenci	32 %	35 %	65 %	-	-
Splnění všech podmínek	100 %				

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Na průsečíku sloupců a řádků jsou zaznamenány pravděpodobnosti, že Business Angel investor projekt při splnění podmínek v nadpisu sloupců a řádků ihned neodmítne. Prostupnost splnění kritéria snižuje požadavek Business Angel investorů na splnění dvou a více podmínek týkajících se vlastností trhu zároveň. Splnění pouze jednoho požadavku (druhý řádek tabulky) nebo dvou podmínek (druhý sloupec tabulky) znamená jen nižší pravděpodobnost prostupnosti do dalšího zvažování Business Angel investorem.

5.6.14.7 Realizace růstu projektu

Požadavek na růst trhu je některými Business Angel investory explicitně zmíněn v otázce vlastností cílového trhu produktu podnikatele. Ze zachycených odpovědí Business Angel investorů a na základě doplňujících otázek k bližší konkretizaci požadavku růstu trhu lze stanovit tři hlavní způsoby, jakými Business Angel investoři hodnotí (nebo také, jaký požadují) růstový potenciál projektů. Často jako splnění požadavku potenciálu růstu projektu chápou budoucí podstatné rozšíření trhu s produktem, v menší míře pak proniknutí na mezinárodní úroveň. Část Business Angel investorů však neklade požadavek na růst celého trhu, na kterém podnikatel působí, ale zaměřuje se na růst podílu jeho řešení na celkovém objemu trhu.³¹ Vyjádřené četnosti odpovědí Business Angel investorů na podmínku růstu trhu

³¹ Celkový trh v širším významu může tedy dokonce i klesat, ale u řešení nebo modifikace, které nabízí podnikatel, se předpokládá růst.

a tedy i pravděpodobnost, že podnikatel při oslovení Business Angel investora nebude při splnění této podmínky odmítnut, zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 68: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku požadavku míry růstu trhu a z toho vyplývající pravděpodobnosti, že Business Angel investor ihned neodmítne projekt při splnění podmínek.

	Potenciál podstatného růstu trhu	Potenciál mezinárodní úrovně	Růst individuálního řešení
Potenciál podstatného růstu trhu	39 %	58 %	81 %
Potenciál mezinárodní úrovně	58 %	19 %	61 %
Růst individuálního řešení	81 %	61 %	42 %
Splnění všech podmínek	100 %		

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Podnikatelé mohou zvýšit pravděpodobnost, že nebudou ihned odmítnuti při žádosti o financování tím, že současně splní více kritérií, jimiž je hodnocena míra růstu trhu. Pravděpodobnost okamžitého neodmítnutí ze strany Business Angel investora při kombinaci splnění předpokladů v záhlaví sloupců a řádků je uvedena v jejich průsečíku. V případě splnění všech tří způsobů hodnocení je uvedena v posledním řádku tabulky.

5.6.14.8 Finanční kritéria

V otázce finančního hodnocení investic přistupují Business Angel investoři k potencionálním projektům různě. Nejčastěji se Business Angel investoři orientují podle možnosti zvyšovat hodnotu projektu v čase. Ačkoliv to nebylo ve všech případech výslovně uvedeno, za „hodnotu“ považují obvykle hodnotu pro třetí stranu, potencionálního kupce. To je v určitém rozporu s finanční teorií, která akcentuje hodnocení projektů prostřednictvím posuzování volných peněžních toků pro vlastníka.³² Druhým nejčastěji uváděným hlavním finančním kritériem hodnocení projektu je možnost zvyšovat tržby. Až na třetím místě je uváděna návratnost projektu (což lze považovat za konformní s finanční teorií). Menší část Business Angel investorů však také uvádí, že nejsou motivováni při svém rozhodování pouze finančními kritérii. Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů zobrazuje následující tabulka.

³² Brealey, Myers, Allen (2011).

Tabulka 69: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na klíčové finanční kritérium projektu.

Finanční kritérium Business Angel investora	Finanční kritérium není rozhodující	Návratnost investice	Růst prodeje	Růst hodnoty podniku
Relativní četnost	10 %	26 %	29 %	35 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Hodnoticí kritéria jsou v tabulce uspořádána ve vzestupné náročnosti. Prvních 10 % Business Angel investorů je potencionálně ochotno investovat i v případě, že projekt nesplňuje jasné finanční kritérium. Prostou návratnost investice lze považovat za předpoklad budoucího zvyšování hodnoty. Růst prodeje pak může být jedním ze způsobů zvyšování hodnoty projektu.³³ Na základě plnění finančních kritérií Business Angel investorů ze strany podnikatele lze usuzovat na pravděpodobnost, že projekt nebude při oslovení Business Angel investora podnikatelem ihned odmítnut. Relativní četnost individuálních požadavků (na diagonále) a relativní četnost splnění alespoň jedné ze dvou podmínek zobrazuje následující tabulka.

Tabulka 70: Pravděpodobnosti, že Business Angel investor neodmítne ihned projekt pro neplnění finančních kritérií.

	Bez plnění finančních kritérií	Pozitivní návratnost	Růst prodeje	Růst hodnoty
Bez plnění finančních kritérií	10 %	36 %	39 %	45 %
Pozitivní návratnost	36 %	36 %	65 %	71 %
Růst prodeje	39 %	65 %	39 %	84 %
Růst hodnoty	45 %	71 %	74 %	45 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Hierarchicky lze požadavky patrně uspořádat do sekvence: neplnění jasných finančních kritérií < růst prodeje; pozitivní návratnost < růst hodnoty. Mezi růstem prodeje a pozitivní návratností není jasná relace. Obě podmínky lze však chápat (alespoň z dlouhodobého hlediska) jako předpoklad pro růst hodnoty.

5.6.14.9 Výše zhodnocení

Protože Business Angel investoři uvádějí různá kritéria finančního hodnocení projektů, byli také dotazováni na důležitost vysokého zhodnocení investic (aniž by bylo explicitně stanoveno, jaká přesná výše „vysokého zhodnocení“ je). Rozhodující většina

³³ Pořadí nemusí ve všech případech nutně znamenat posun k náročnějšímu kritériu. Růst prodeje může být přechodně nebo trvale nerentabilní. Naopak hodnota podniku může růst i v případě negativní návratnosti podniku (alespoň dočasně).

investorů považuje vysoké zhodnocení investovaných prostředků za velmi důležité. Menší část považuje vysoké zhodnocení za důležité (lze tedy předpokládat, že by tedy zřejmě byla ochotna z požadavků na zhodnocení určitým způsobem slevit proti první skupině Business Angel investorů). Třetí skupina investorů považuje vysoké zhodnocení za důležité z dlouhodobého hlediska (byla by tedy ochotna slevit v krátkodobém horizontu – je ochotna se smířit s delším horizontem návratnosti). Pozitivní zhodnocení lze tedy považovat za podmínku nutnou k vstupu Business Angel investora do projektu. Z odpovědí Business Angel investorů lze pak odvodit pravděpodobnost, že nebudou odmítnuti pro nízkou míru zhodnocení vložených prostředků do projektu. Hodnoty uvádí následující tabulka.

Tabulka 71: Relativní četnosti odpovědí Business Angel investorů na otázku důležitosti vysokého zhodnocení investice a pravděpodobnosti, že Business Angel investor neodmítne projekt pro neplnění podmínky vysokého zhodnocení.

Odpovědi Business Angel investorů ohledně důležitosti vysokého zhodnocení	Vysoké zhodnocení je důležité	Zhodnocení je důležité dlouhodobě	Vysoké zhodnocení je velmi důležité
Relativní četnost odpovědí	13 %	6 %	81 %
Pravděpodobnost neodmítnutí projektu ze strany Business Angel investora pro nízké zhodnocení:			
Bez pozitivního zhodnocení	0 %		
Pozitivní zhodnocení	6 %		
Vysoké zhodnocení, popř. časový odklad	19 %		
Vysoké zhodnocení je velmi důležité	100 %		

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Škála sice nenabízí konkrétní hodnoty (a vnímání jednotlivých Business Angel investorů může být rozdílné), ve svém souhrnu ji lze však chápat v relativním srovnání k možnostem výnosu Business Angel investorů z jiných investic. Lze tedy říci, že Business Angel projekt musí nabízet v naprosté většině případů vyšší zhodnocení než Business Angel investorům jiné dostupné investice (např. do zralých podniků nebo do podniků obchodovaných na veřejných trzích). S růstem výnosnosti pak roste pravděpodobnost, že podnikatel nebude pro dané kritérium podnikatelem odmítnut.

5.6.14.10 Doba investice

Business Angel investoři mají také svou představu o délce doby trvání své investice do projektu. Jejich zaznamenané kategorizované odpovědi uvádí následující tabulka. Většina investorů uvažuje o časovém horizontu investic do 5 let. Není však výjimkou výrazně delší časový horizont investic, někteří Business Angel investoři dokonce uvádějí, že pro ně časový horizont není rozhodující. Na druhé straně je však také několik Business Angel investorů,

kteří zmiňují investice do projektů, které realizovali nebo hodlají realizovat, jejichž časový horizont je do jednoho roku. Odčítáním kumulativních četností dle rostoucího časového horizontu Business Angel investora od celku (100 %) získáme pravděpodobnost, že podnikatel nebude při náhodném oslovení Business Angel investora odmítnut pro nesplnění podmínky doby investice. Pravděpodobnosti jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 72: Relativní četnosti předpokládané doby investice do projektu ze strany Business Angel investora a pravděpodobnosti, že podnikatel nebude odmítnut pro překročení doby investice.

Doba investice do projektu	Do 1 roku	1 až 3 roky	Do 5 let	Do 10 let	Nad 10 let
Relativní četnost odpovědí Business Angel investorů	6 %	29 %	29 %	26 %	10 %
Pravděpodobnost neodmítnutí pro překročení časového horizontu investice	100 %	94 %	65 %	35 %	10 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

5.6.14.11 Nástroje kontroly a monitoringu

Business Angel investoři mají také určité požadavky na sledování a kontrolu svých investic. Nástroje, které používají a míra jejich využití se různí (i s ohledem na jejich osobní angažovanost v projektu). Část investorů se spoléhá na pravidelná setkání s podnikateli, kteří pravidelně reportují o vývoji projektu. Za vyšší formu kontroly lze považovat zmiňovaný pravidelný přístup (např. na měsíční bázi) k účetním dokladům společnosti. V některých případech pak Business Angel investoři požadují zavedení podnikových informačních systémů (ERP), které integrují většinu činností společnosti a Business Angel investor prostřednictvím přístupu k jejich výstupům získává přehled o vývoji činnosti. Jinou zmiňovanou formou kontroly investice je i přijetí nového pracovníka do vedení podniku, který sleduje chod společnosti a kromě jiného hájí zájmy Business Angel investora (nebo zpřístupnění interních informací organizací pracující ve prospěch Business Angel investora; uváděny byly účetní a poradenské společnosti). Za nejsilnější zmiňovaný nástroj lze považovat kontrolu finančních toků (nebo nadlimitních toků), popř. omezení dispozic s některým majetkem. Ve vzestupném pořadí dle míry formalizovanosti poskytovaných informací a zásahů do činnosti podnikatele či přímo předání určité kontroly nad jednotlivými kroky podnikatelského subjektu zobrazuje spolu s relativními četnostmi odpovědí následující tabulka.

Tabulka 73: Relativní četnosti Business Angel investory požadovaných minimálních nástrojů kontroly a monitorování jejich investic.

Minimální požadovaný nástroj monitorování a kontroly investice	Relativní četnost odpovědí
Pravidelná setkávání s managementem	23 %
Přístup k pravidelným průběžným výkazům podniku	19 %
Zavedení podnikového informačního systému	35 %
Osoba hájící zájmy Business Angel investora v podniku/vedení účetnictví Business Angel investorem nebo jeho společností	13 %
Kontrola nad peněžními prostředky nebo důležitými majetkovými hodnotami	10 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

6 Návrh modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání

Tato kapitola prezentuje způsob naplnění čtvrtého dílčího cíle a zároveň druhé části hlavního cíle, kterou je navrhnout model rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání. Nejprve jsou popsána metodologická východiska pro návrh modelu, následuje vlastní modelování, které proběhlo v souladu s lit. Hendl (2015) v následujících krocích:

1. základní formulace modelu,
2. přizpůsobení modelu datům (parametrizace modelu),
3. kritika modelu,
4. vyhodnocení a interpretace modelu.

6.1 Výběr projektů k bližšímu zkoumání ze strany Business Angel investorů – metodická východiska pro návrh modelu

Projekty předkládané Business Angel investorům ke zvážení mají celou řadu aspektů, jež mohou nabývat různých hodnot. Vše zahrnující procedura výběru projektů postihující zvážení všech aspektů projektu (přičemž každý aspekt může mít odlišnou váhu, jež se může měnit s jím nabytými hodnotami) může být značně (zejména výpočtově) náročná. Při zvažování projektů musí nutně docházet (alespoň v určité fázi) k volbě mezi přesností a úsilím vynakládaným na rozhodovací proces (Payne et al. 1988). Jednou z rozhodovacích procedur snižujících náročnost celého rozhodovacího procesu (při snížení jeho přesnosti) je alespoň v určité fázi zvažování eliminace některých možností dle určitých (nevyhovujících) aspektů³⁴ (Tversky, 1972). Jedná se o poměrně nenáročnou proceduru, která rozhodovací proces podstatně zjednodušuje. Její skutečné uplatnění je podepřeno empirickými pozorováními. V případě rozhodování Business Angel investorů využívání této metody dokumentují např. Maxwell et al. (2011), v případě rozhodování skupiny Business Angel investorů dokumentují určitou formu před-výběru Carpentier a Suret (2015), v případě

³⁴ Elimination by aspects.

Venture Capital investorů před-výběr a stupně procesu zvažování dokumentují Petty a Gruber (2011).

6.1.1 Metodologie výběru variant

Konvenční přístup k analýze individuálního rozhodování mezi diskrétními možnostmi představuje užití znáhodněného modelu užitku (Batley a Daly, 2006). Model, aby se vypořádal s ne vždy dodržovanou konzistencí lidského jednání, umožňuje určitou náhodnost v (opakovaném) rozhodování. Pokud bychom uvažovali pouze o náhodné složce, pravděpodobnost výběru možnosti (i) z množiny všech možností (S) by odpovídala:

$$P(i|S) = \Pr\{U_i \geq U_j \text{ pro } \forall j \in S\} \quad (13)$$

Pokud však předpokládáme, že U_i má i deterministickou složku, celkový užitek varianty pro rozhodovatele můžeme vyjádřit jako:

$$U_i = V_i + \varepsilon_i \quad (14)$$

kde V_i je deterministická složka a ε_i je náhodná složka.

Model lze interpretovat nikoliv pouze v individuální rovině, ale též jako model populace subjektů, které rozhodují, které mají navzájem různé preference.

Zobecněný model uvažující s extrémními hodnotami je založený na funkci:

$$G = G(Y_i, \dots, Y_j) \quad (15)$$

$$Y_i = \exp(V_i) \quad (16)$$

V případě, kdy G_i je definováno jako $\partial G / \partial Y_i$, funkce G je pozitivní pro všechny pozitivní hodnoty Y_i , pro všechna (i) z (S); dále je homogenní stupně jedna a směřuje k nekonečnu, pokud Y_i pro jakékoliv (i) směřuje také k nekonečnu, pak v rámci takového modelu je pravděpodobnost výběru varianty (i):

$$P(i|S) = Y_i \frac{G_i}{G} \quad (17)$$

Užitek dosahovaný rozhodovatelem (n) z možnosti (i) v čase (t) lze zapsat jako (Daniel, Persson a Sandorf, 2018):

$$U_{nit} = \beta U X_{nit} + \varepsilon_{nit} \quad (18)$$

kde U_{nit} je užitek spojený s možností (i) pro rozhodovatele (n) v čase (t). X_{nit} je úroveň jednotlivých vlastností volených variant, které rozhodovatel posuzuje a ε_{nit} je předpokládaná náhodná složka rozhodnutí.³⁵ β je potom vektor parametrů určujících důležitost jednotlivých kritérií. Pravděpodobnost výběru varianty (i) rozhodovatelem (n) v čase (t) lze pak zapsat jako (Erdem, Campbell a Thompson, 2014) :

$$P(i_{nt}|\beta, X_n) = \exp(\beta U_{nit}) / \sum \exp(\beta X_{njt}) \quad (19)$$

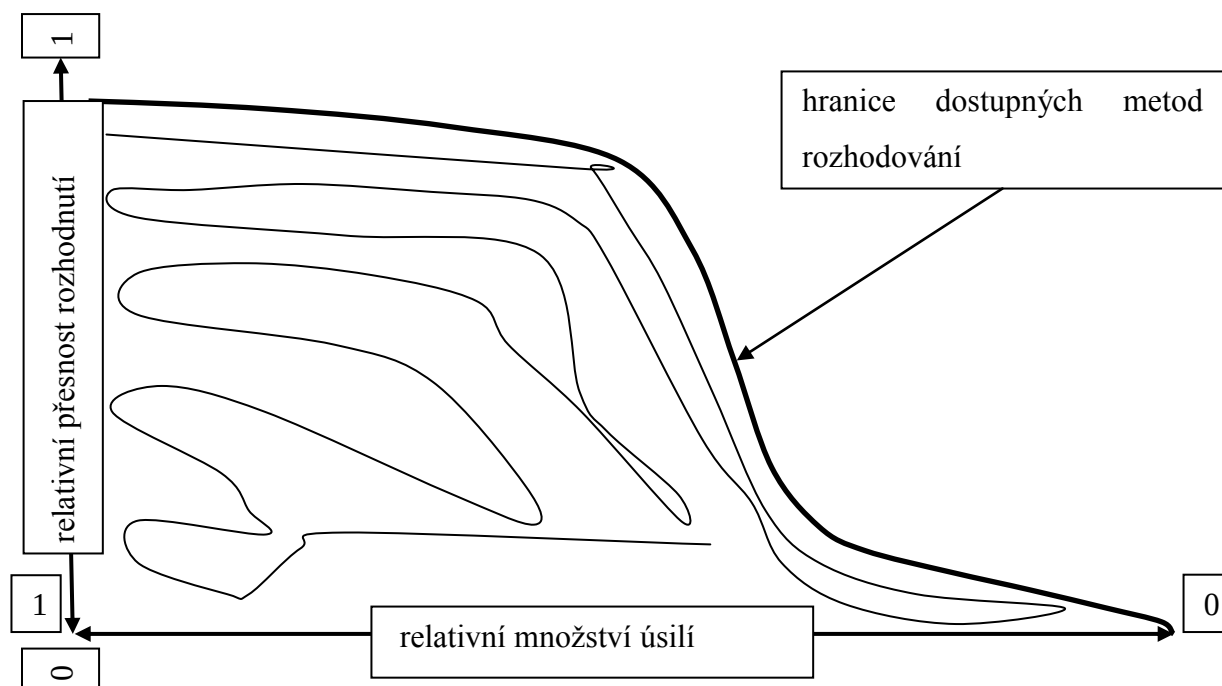
Takovýto model předpokládá, že rozhodovatel při svém rozhodnutí bere v úvahu všechny varianty, všem vlastnostem přisoudí určitou váhu a ohodnotí je. Výsledkem je pak jeho příklon k variantě, která pro něj přináší nejvyšší užitek (na základě ohodnocení a zvážení všech dostupných variant). Přestože takovýto postup bude patrně poskytovat relativně velmi přesné (správné) výsledky rozhodování (pokud vyloučíme výpočetní chyby), bude zřejmě vysoce náročný na úsilí ze strany rozhodovatele. Rozhodovatel tedy také stojí před rozhodnutím, kolik zdrojů (např. svého času) bude rozhodování obětovat. Payne, Bettman a Johnson (1988) ukázali, že zapojení odlišných metod má rozdílné nároky na vynaložené úsilí a výsledkem je různá přesnost rozhodnutí. Dilema rozhodovatele spočívá ve volbě mezi přesností rozhodnutí a úsilím, které na jeho dosažení musí subjekt vyvinout. Jak takové omezení může vypadat, zobrazuje následující obrázek 7. Rozhodovatel musí zvolit metodu, kterou dojde k rozhodnutí. Metody mají různé nároky na úsilí a různé výsledky. Metody, pro něž platí, že vedou ke stejné přesnosti rozhodnutí, ale vyžadují méně úsilí, než s nimi srovnávané metody, lze považovat za preferované při dané hladině požadované přesnosti. Každé úrovni přesnosti může být tak přiřazena metoda, s níž je dosažena daná hladina přesnosti s nejnižším úsilím. Nadále však rozhodovatel musí rozhodnout o míře úsilí, které bude rozhodování věnovat.

Payne, Bettman a Johnson (1988) uvádějí řadu rozhodovacích metod, které se více či méně blíží hranici dostupných metod rozhodování. Průběh hranice a její obsazení jednotlivými metodami však může být při řešení odlišných problémů různé.

³⁵ Jde o způsob vypořádání se se skutečností, že rozhodování rozhodovatele nemusí být nutně konzistentní.

Rozhodovací modely (viz výše) odvozené na práci Marschaka (1960) uvažující se všemi variantami řešení zároveň se mohou ukázat pro rozhodovatele jako příliš náročné na vynakládané úsilí (musí být všechny prozkoumány, posouzeny, vzájemně porovnány).

Obrázek 7: Omezení rozhodovatele množstvím vynaloženého úsilí a z toho plynoucí omezená relativní přesnost rozhodnutí.



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Payne, Bettman a Johnson (1988).

Rozhodovatel při svém jednání, alespoň v určité části rozhodovacího procesu, bude tedy patrně užívat zjednodušená rozhodovací kritéria, aby dosáhl snížení náročnosti rozhodovacího procesu.

Příkladem takového zjednodušujícího přístupu je například užívání předpokladu o dostatečně uspokojujících podmínkách pro přijetí varianty, přičemž další varianty již nejsou zkoumány (Simon, 1955).³⁶ Jiným zjednodušujícím způsobem rozhodování je lexikografická strategie (Payne, 1982), kdy je vybírána ta varianta, která dosahuje nejpříznivějších hodnot v kritériu, které je považováno za nejdůležitější. Zkoumány jsou aplikace i modifikace tohoto zjednodušujícího pravidla (Tversky, 1969).

³⁶ Příkladem užití takového pravidla může být z pohledu prodejce dostatečně vysoká nabídka např. za prodáváný dům (prodejce na nabídky dalších kupců již nečeká a prodej realizuje).

V případě řešení problémů, které mají značné množství aspektů, a v případech, kdy důležitost některého aspektu podstatně nepřevládá, se jako užitečné zjednodušující pravidlo pro výběr variant jeví metoda eliminace variant pro nedostatečné naplnění určitého kritéria³⁷ (Payne, 1972). Rozhodovatel při využití této metody zjednodušuje rozhodovací proces vyloučením celých skupin (množin) variant. Celý rozhodovací proces může být řízen výlučně užitím této metody, nebo v určité fázi, po redukci variant, zjednodušením rozhodovacího problému může dojít ke změně rozhodovací metody na komplexnější.

Z empirických studií, které docházejí k závěru, že k takovému procesu, kdy jsou rozhodovateli nejprve eliminovány některé varianty pro nesplnění minimálních požadavků, a až následně jsou zbývající varianty hodnoceny komplexně, lze jmenovat např. studii v oblasti dopravních projektů (Khraibani et al., 2016), poptávky po elektřině (Daniel, Persson a Sandorf, 2018), v oblasti zdraví (Erdem, Campbell a Thomson, 2014), v oblasti on-line nákupů ze strany spotřebitelů (Wang a Qiang, 2014).

Především je však takové jednání rozhodovatelů dokumentováno v oblasti rozhodování Business Angel investorů při výběru projektů, do kterých investují (Maxwell, Jeffrey a Lévesque, 2011), v případě organizací sdružujících Business Angel investory (Carpentier a Suret, 2015) při zařazování projektů do užšího výběru a v případě posuzování Venture Capital investorů o postoupení vyhodnocovaných projektů vhodných pro investice k dalšímu zkoumání (Petty, Gruber, 2011). Ve všech těchto případech je zdokumentován vícestupňový proces, během něhož jsou potencionální investice předběžně hodnoceny a na základě splnění či nesplnění omezeného počtu vybraných kritérií přijaty či nepřijaty k dalšímu hodnocení.

6.1.2 Eliminace variant pro nesplnění kritéria

Základ konceptu metodologie užití v této návrhové části disertační práce vychází z Tverského (1972) teorie volby za pomoci vyřazování variant podle aspektů. Předpokládejme, že $T = \{x, y, z, \dots\}$ je konečná množina možných variant rozhodnutí. $A, B, C, \dots$ jsou pak neprázdné podmnožiny T a $A_i, B_j, C_k, \dots$ označuje proměnné vyskytující se v neprázdných množinách. $\{A_i | A_i \supseteq B, \dots\}$ je pak množina všech podmnožin, které obsahují B . Počet prvků množiny A je označen a . Prázdná množina je označena $\emptyset$. Pravděpodobnost

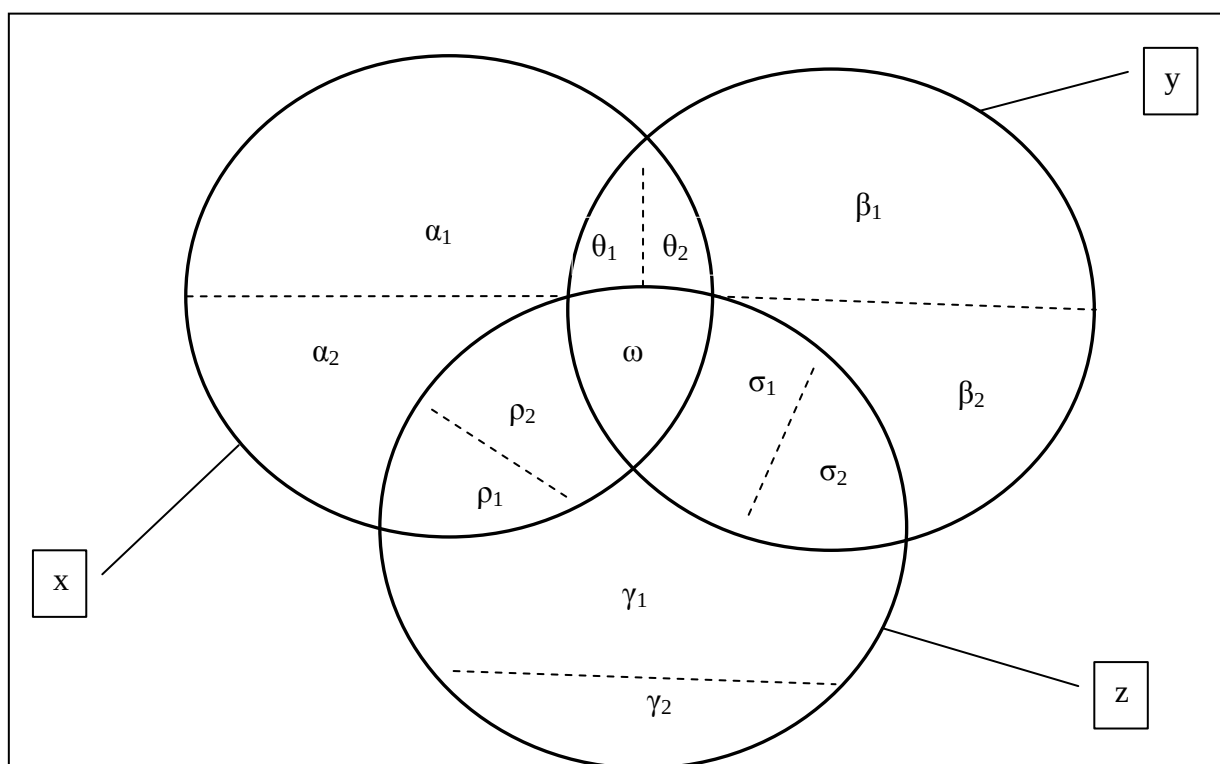
³⁷ Elimination by aspect.

výběru varianty x z nabízené množiny $A \subseteq T$ je $P(x, A)$. Pro každé A platí, že $P(x, A) \geq 0$, $\sum P(x, A) = 1$ pro všechna x z A a $P(x, A)$ pro všechna x , která nejsou z A . Zápis $P(x; y, z)$ s využitím středníku je užíván jako zkrácené označení pro $P(x, \{x, y, z\})$.

Pokud budeme předpokládat, že každá varianta rozhodnutí se skládá z množiny aspektů (vlastností), pak množinu aspektů varianty x budeme označovat jako $x' = \{\alpha, \beta, \dots\}$. Aspekt může být reprezentován přítomností určitého kvalitativního znaku nebo určitou úrovní kvantitativního znaku, či jejich kombinacemi. Možné kombinace takových aspektů při možném výběru pouze ze tří variant zobrazuje následující Obrázek 8.

Ze zápisu (i z obrázku 8) je patrné, že pokud by byla eliminačním kritériem zvolena přítomnost (či nepřítomnost) aspektu ω , všechny varianty by byly rovnocenné.

Obrázek 8: Možné varianty rozhodnutí (x, y, z) a atributy jednotlivých variant ($\alpha, \beta, \dots$).



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Tversky (1972).

Obrázek vychází z předpokladu, že množina variant obsahuje tři možnosti ($T = \{x, y, z\}$). Množiny aspektů spojených s jednotlivými variantami jsou následující:

$$x' = \{\alpha_1, \alpha_2, \theta_1, \theta_2, \rho_1, \rho_2, \omega\} \quad (20)$$

$$y' = \{\beta_1, \beta_2, \theta_1, \theta_2, \sigma_1, \sigma_2, \omega\} \quad (21)$$

$$z' = \{\gamma_1, \gamma_2, \rho_1, \rho_2, \sigma_1, \sigma_2, \omega\} \quad (22)$$

Pokud by to však byla jiná vlastnost, vedlo by to k eliminaci některých variant (v případech volby eliminačního kritéria dle α_i , β_i a γ_i pro $i = (1; 2)$ by zbývala pouze jedna z variant).

Pravděpodobnost výběru jednotlivých variant rozhodovatelem je v přístupu určována přiřazením určitého měřítka (důležitosti) každému aspektu. Pro aspekt α_1 lze takovou míru označit jako $u(\alpha_1)$. Sumu těchto měr přes všechny aspekty, vyjma aspektu společného všem variantám, označme K .

Tversky (1972) na základě těchto měr kalkuluje pravděpodobnost výběru varianty. Pravděpodobnost výběru varianty x , $P(x, T)$ je stanovena jako výsledek eliminačního procesu, ve kterém jsou postupně vyřazeny ostatní varianty. Cesty k tomuto konečnému stavu jsou tři. V prvním případě může být varianta x vybrána přímo prostřednictvím eliminace podle α_1 nebo podle α_2 (stanovení požadavku na přítomnost těchto aspektů). Pravděpodobnost takového výsledku je stanovena na základě přidělených hodnot jednotlivým aspektům:

$$[u(\alpha_1) + u(\alpha_2)]/K \quad (23)$$

Druhou možností je výsledek na základě prvotní eliminace, která vede k vyřazení varianty z při současném zachování varianty x a y (eliminace podle atributu θ_1 nebo θ_2). Ve druhém kroku je pak dána přednost x před y (tedy eliminace dle atributu α_1 nebo α_2). Pravděpodobnost takového výsledku je stanovena na základě hodnot přidělených jednotlivým atributům:

$$[u(\theta_1) + u(\theta_2)]/K * P(x; y) \quad (24)$$

přičemž $P(x; y)$ lze určit na základě následujícího vztahu:

$$P(x; y) = \frac{u(\alpha_1) + u(\alpha_2) + u(\rho_1) + u(\rho_2)}{u(\alpha_1) + u(\alpha_2) + u(\rho_1) + u(\rho_2) + u(\beta_1) + u(\beta_2) + u(\sigma_1) + u(\sigma_2)} \quad (25)$$

Třetí cestou, jak se dostat k výběru varianty x , je postup složený z eliminace varianty y a následné eliminace varianty z . Pravděpodobnost takového výsledku je takto:

$$[u(\rho_1) + u(\rho_2)]/K * P(x; z) \quad (26)$$

přičemž $P(x; z)$ lze určit na základě následujícího vztahu:

$$P(x; z) = \frac{u(\alpha_1) + u(\alpha_2) + u(\theta_1) + u(\theta_2)}{u(\alpha_1) + u(\alpha_2) + u(\theta_1) + u(\theta_2) + u(\gamma_1) + u(\gamma_2) + u(\sigma_1) + u(\sigma_2)} \quad (27)$$

Celková pravděpodobnost výběru varianty x je součtem všech tří cest vedoucích k výběru varianty x , tedy:

$$P(x, T) = \frac{u(\alpha_1) + u(\alpha_2) + [u(\theta_1) + u(\theta_2)]P(x; y) + [u(\rho_1) + u(\rho_2)]P(x; y)}{K} \quad (28)$$

Ve jmenovateli je tedy součet všech atributů, které nejsou společné pro všechny varianty. V čitateli je pak suma hodnot atributů x vážená podílem hodnoty varianty x na společné hodnotě s další variantou obsahující stejný aspekt.

Pro zobecnění uvedeného vztahu předpokládejme, že pro každou množinu $A \subseteq T$ existuje množina A' , pro kterou platí, že aspekt α je součástí množiny aspektů x' pro některá x , která jsou prvkem A . A' je tedy množinou aspektů, které jsou zastoupeny v A . Dále předpokládejme, že existuje A° , pro kterou platí, že aspekt α je součástí množiny aspektů x' pro všechna x , která jsou prvkem A . Množina A° je tedy množinou aspektů, které jsou pro všechny varianty a v A společné. A_α pak označme varianty, pro které platí, že jsou současně z A a zároveň mají aspekt α , které je součástí množiny aspektů x' . Pravděpodobnost výběru varianty x z množiny variant A lze pak zapsat následovně:

$$P(x, A) = \frac{\sum_{\alpha \in x' - A^\circ} u(\alpha) P(x, A_\alpha)}{\sum_{\beta \in A' - A^\circ} u(\beta)} \quad (29)$$

6.1.3 Kritické zhodnocení Tverského modelu

Výhodou Tverského eliminačního modelu je, že svou konstrukcí na předpokladu postupného vyřazování preferovaných variant řešení rozhodovacího problému se patrně více přibližuje jednání skutečných lidských bytostí, jak bylo výše dokumentováno empirickými studiemi. Tím, že výběr variant nezávisí pouze na úrovni hodnot jednotlivých variant, ale na jejich relativních hodnotách vzhledem k jiným variantám, napravuje nedostatky založené na sledování pouze absolutního užitku plynoucího z jednotlivých variant. Zejména však odstraňuje požadavek, že všechny varianty ve všech svých aspektech musí být hodnoceny

rozhodovatelem současně, a umožňuje postupný opakující se proces vyřazování jednotlivých variant vedoucí ke zjednodušení rozhodovacího problému.

Plná aplikace Tverského modelu (t. j. až do výběru jediné varianty řešení) však naráží na předpoklad vyčíslení hodnoty jednotlivých aspektů variant, popř. stanovení vzájemné relace mezi sebou navzájem. Následný způsob výpočtu pravděpodobnosti volby varianty jako poměru určité hodnoty aspektů varianty k hodnotě všech aspektů přepokládá u rozhodovatelů určité rozložení postupů eliminace dle aspektů variant v relaci k hodnotovému vyjádření variant. Je otázkou, zda je takový předpoklad důvodný (proč by měly být preferovány podřadné aspekty vzhledem k hodnotnějším aspektům alespoň v určité relaci odpovídající jejich poměrům hodnot).

Studiemi zachycený postup Business Angel investorů, postup organizací sdružujících Business Angel investory nebo postup Venture Capital investorů při rozhodování o umístění investic se také liší od výše popsaného eliminačního postupu. Za nejdůležitější odlišné momenty považují následující:

- v případě rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání není celý hodnotící proces založen pouze na metodě eliminace variant dle aspektu. Eliminace dle aspektu je pouze jeho součástí. Je pouze první fází, po které následuje komplexní hodnocení, kdy může docházet ke kompenzaci mezi hodnotami jednotlivých aspektů. Je tedy pouze prvotním výběrem projektů k bližšímu zkoumání.
- zvolena nemusí být žádná varianta. Zatímco Business Angel investor se nemusí (a často tomu tak je) rozhodnout pro žádnou z variant, Tverského eliminační metoda vychází z předpokladu nutného výběru z dostupných variant.

6.2 Základní formulace modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání

Při formulaci mnou navrhovaného modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání využívám skutečnost, že způsoby, jakými Business Angel investoři, organizované skupiny Business Angel investorů nebo Venture Capital investoři užívají při svém rozhodování rozhodovací metodu eliminace variant dle aspektu, značně zjednodušují nutné předpoklady pro její užití.

Protože Business Angel investoři metodou eliminace variant dle aspektu nedocházejí až k finálnímu výběru variant a ani nemusí některou variantu nutně vybrat, odpadá nutnost pracovat s poměry vzájemných hodnot jednotlivých aspektů pro investory.

Pokud se zabýváme problematikou na úrovni jednotlivého investora, můžeme jím požadovaný set aspektů x' , např. $x' = \{\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n\}$, který musí být splněn, aby varianta prošla do dalšího zkoumání, chápat jako jeho individuální nastavení získané minulými zkušenostmi a znalostmi. Pokud je hlavním motivem užití této metody (která na škále přesnosti není výše než hodnocení zahrnující vzájemné působení nebo kompenzaci aspektů) zjednodušení a urychlení rozhodování (snížení nákladů na rozhodování), lze předpokládat, že množství a úrovně požadovaných aspektů se budou měnit i s ohledem na počet variant, které tímto procesem nebudou vyloučeny.³⁸

Pokud jsou z pohledu Business Angel investora v daném okamžiku eliminační aspekty dané (a není nutné nalézt právě jedno řešení) není třeba se zabývat hodnotovými vztahy eliminačních kritérií (pořadím jejich důležitosti pro Business Angel investora). Výsledkem takové eliminace jsou pouze varianty, které mají požadovaný set aspektů x' .

Eliminační aspekty jednotlivých Business Angel investorů však nejsou stejné. Jsou utvářeny jejich vlastními zkušenostmi, vlastním pozorováním a odhady. Po Business Angel investorovi I_1 s eliminačním setem $x' = \{\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_n\}$, může podnikatel oslovit Business Angel investora I_2 s eliminačním setem $y' = \{\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_n\}$ atd. s žádostí o financování u Business Angel investora I_2 uspět, přestože u investora I_1 neuspěl.

Pravděpodobnost, že bude projekt pro nedostatek v určitém aspektu ve fázi předvýběru odmítnut, je závislá na počtu Business Angel investorů, kteří toto eliminační kritérium uplatňují. Z pohledu podnikatelů usilujících o získání financování svých projektů je pak nejdůležitějším aspektem ten, na jehož splnění trvá nejvíce Business Angel investorů. Hodnotu splnění aspektu $u(\alpha)$ můžeme definovat jako:

$$u(\alpha) = G\left(\frac{BA_T}{BA_\alpha}\right) \quad (30)$$

³⁸ V případě, že na základě vyloučení některých nabídek z důvodu eliminace dle nepřítomného aspektu počet zbývajících nabídek postupivších do podrobnějšího hodnocení Business Angel investorem je nadále příliš vysoký, je pravděpodobné, že Business Angel investor přistoupí k náročnějšímu nastavení některých požadovaných hodnot některých aspektů. Naopak, v případě nedostatku projektů mohou být hodnoty některých aspektů sníženy. Změny v nastavení setu požadovaných aspektů u individuálního investora mohou být vyvolány i dalšími okolnostmi, jako jsou např. změny v majetkové situaci, změny v kapacitě věnovat se investicím apod.

kde $u(\alpha)$ je hodnota splnění aspektu α , BA_α je počet Business Angel investorů uplatňujících eliminační aspekt α , BA_T je počet všech Business Angel investorů a G je rostoucí funkce.

V případě různých Business Angel investorů mohou mít eliminační aspekty podobu různých úrovní hodnot parametrů stejných vlastností.³⁹ Z pohledu podnikatele je tak vhodné převést eliminační problém na eliminaci dle vlastností a jim příslušných parametrů. Eliminační set Business Angel investora (i) pak bude mít podobu:

$$x_i' = \{v_1(p_{i1}), v_2(p_{i2}), \dots, v_n(p_{in})\} \quad (31)$$

kde x_i' je eliminační set i-tého Business Angel investora, v_1 až v_n jsou první až n-tá zvažovaná vlastnost zvažovaného projektu, který je předmětem eliminace a p_{i1} až p_{in} jsou realizace sledovaných vlastností, které i-tý Business Angel investor požaduje.

Požadované realizace dané určité vlastnosti z množiny vlastností v_1 až v_n mohou být uspořadatelné do určitého hierarchického hodnotového pořadí, kdy požadovaná hodnota vlastnosti p_{in} Business Angel investora (i) dominuje požadované hodnotě stejné vlastnosti p_{jn} jiného Business Angel investora (j),⁴⁰ jiné hodnoty vlastností být uspořadatelné nemusí⁴¹ a některé hodnoty si mohou dokonce vzájemně odporovat.⁴²

V případě, že zvolený Business Angel investor (i) danou vlastnost v_n neuplatňuje, je hodnota požadovaného parametru dané vlastnosti nastavena na nejnižší (či nejširší) hodnotu tak, aby všechny realizace dané vlastnosti byly pro Business Angel investora (i) přijatelné. Doplněním tak získáme stejný počet zvažovaných vlastností ze strany Business Angel

³⁹ Příkladem může být požadavek na určitou minimální návratnost projektu. Business Angel investor I_1 může např. uplatňovat eliminační pravidlo v podobě: návratnost > 20 % p. a. Business Angel investor I_2 může uplatňovat odlišné, nicméně velmi podobné eliminační pravidlo: návratnost > 15 % p. a.

⁴⁰ Splnění požadavku hodnoty vlastnosti p_{in} automaticky znamená splnění vlastnosti p_{jn} . Např. Business Angel investor (i) požaduje výnos z projektu ve výši 20 % p. a. ($p_{in} \geq 20\%$), Business Angel investor (j) požaduje výnos z projektu ve výši 15 % p. a. ($p_{jn} \geq 15\%$).

⁴¹ V případě Business Angel investory hodnocených projektů se např. může jednat o skupiny oborů, v kterých své investice realizují.

⁴² V případě Business Angel investory hodnocených projektů se může jednat např. o požadavek investovat pouze do určité fáze projektu.

investorů při vyhodnocování projektů. Hodnoty n eliminačních aspektů vyžadovaných od k Business Angel investorů pak můžeme zapsat jako eliminační matici E o rozměru $k \times n$:

$$E = \begin{bmatrix} v_1(p_{11}) & \dots & v_n(p_{1n}) \\ \vdots & \ddots & \vdots \\ v_1(p_{k1}) & \dots & v_n(p_{kn}) \end{bmatrix} \quad (32)$$

Pokud (izolovaně) uvažujeme o možném úspěchu podnikatele se svým projektem, jehož vlastnost v_j dosahuje hodnoty $v_j(p_I)$, pak jeho úspěch závisí na počtu Business Angel investorů, kteří se s touto hodnotou vlastnosti spokojí, nebo se dokonce spokojí s hodnotou nižší (pokud je takové srovnání možné). Takovou množinu označme S_j a počet jejích prvků s_j . Pravděpodobnost splnění tohoto eliminačního kritéria tedy dosahuje:

$$Pv_{jI} = P(v_j(p_{ij}) \geq v_j(p_I)) = \frac{s_j}{k} \quad (33)$$

Stejným způsobem můžeme odhadnout pravděpodobnost úspěchu podnikatele se svým projektem v případě vyhodnocování všech dalších eliminačních vlastností, které Business Angel podnikatelé uplatňují na hodnocené projekty. V případě, že předpokládáme, že eliminační pravidla Business Angel investorů nejsou vzájemně podmíněna, můžeme z těchto dílčích pravděpodobností, že projekt I uspěje v jednotlivém eliminačním pravidle, odhadnout celkovou pravděpodobnost, že projekt I získá od Business Angel investora financování, takto:

$$P_I = \prod_{j=1}^n Pv_{jI} = k^{-n} \prod_{j=1}^n s_j \quad (34)$$

V případě, že podnikatel se svým projektem neuspěje v některém eliminačním pravidle (jakékoliv $Pv_{jI} = 0$), celková pravděpodobnost P_I úspěchu v získání financování je také nulová. To odpovídá principu rozhodovací metody eliminace dle aspektu.

Pokud je hodnota P_I z intervalu $(0;1)$ výpočtový vztah je také vodítkem, ve které vlastnosti hodnoceného projektu by měl usilovat o zlepšení dosažené hladiny přijatelnosti, aby co nejvíce zvýšil celkovou pravděpodobnost přijetí hodnoceného projektu.

Předpokládáme-li, že a a b jsou kladné hodnoty ($a, b > 0$), přičemž platí, že $b > a$, pak jejich celkový součin se zvýší více, pokud dojde ke zvýšení menší hodnoty o kladnou hodnotu d ($d > 0$), než v případě zvýšení o kladnou hodnotu d větší hodnoty b , tedy:

$$(a + d) * b > (b + d) * a \text{ pro: } a, b, d > 0; b > a \quad (35)$$

Protože vztah (34) lze opakovaně rozdělit na součiny dvou kladných hodnot, lze pro maximalizaci efektu na hodnotu P_1 projektu doporučit pro podnikatele usilovat nejprve o zlepšení těch dosažených hodnot vlastností projektu, ve kterých projekt dosáhl nejnižší pravděpodobnosti na úspěch.

Hodnoty požadovaných vlastností projektu ze strany Business Angel investorů však nemusí být vzájemně nezávislé. Sdružená relativní četnost Business Angel investorů, kteří se spokojí s hodnotou jedné určité vlastnosti, a zároveň se spokojí s hodnotou jiné určité vlastnosti, nemusí být pouhým součinem relativních četností obou vlastností v celkové populaci Business Angel investorů. Vyslovený požadavek určité hodnoty eliminační vlastnosti projektu ze strany dotazovaných Business Angel investorů můžeme chápat jako realizaci binomického rozdělení $X \sim Bi(n, p)$, kde n je počet zkoumaných Business Angel investorů a p je pravděpodobnost daného jevu. Kovarianci dvou binomických rozdělení X, Y (požadované přítomnosti cílových hodnot dvou vlastností projektu, podle kterých Business Angel investor eliminuje projekty), můžeme zapsat jako:

$$Cov(X, Y) = E(XY) - \mu_X \mu_Y \quad (36)$$

kde $E(XY)$ je střední hodnota součinu náhodných veličin a μ_X a μ_Y jsou střední hodnoty náhodných veličin X a Y .

V případě binomického rozložení můžeme vztah (36), kdy veličiny X a Y nabývají pouze hodnot 1 (v případě přítomnosti vlastnosti) a 0 (v případě nepřítomnosti požadované vlastnosti) převést do podoby:

$$Cov(X, Y) = n(p_S - p_X p_Y) \quad (37)$$

kde p_S je sdružená pravděpodobnost požadování hodnoty X první vlastnosti a hodnoty Y druhé vlastnosti, n je počet pozorování Business Angel investorů, p_X a p_Y jsou pravděpodobnosti spokojení se s hodnotou vlastnosti X a Y ze strany Business Angel investorů.

$$Cov(X, Y) = n(p_S - p_X p_Y) \quad (38)$$

Kovarianci můžeme za pomoci obecného vztahu vyjádřit v podobě:

$$Cov(X, Y) = \rho_{XY} * \sigma_X * \sigma_Y \quad (39)$$

V případě binomických rozdělení pak kovarianci můžeme vyjádřit v podobě:

$$Cov(X, Y) = \rho_{XY} * \sqrt{np_X(1 - p_X)} * \sqrt{np_Y(1 - p_Y)} \quad (40)$$

Ze vztahů (38) a (40) pak můžeme vyjádřit sdruženou pravděpodobnost, že pro Business Angel investory bude dostatečná zvolená kombinace hodnot vlastností projektu, takto:

$$p_S = \rho_{XY} * \sqrt{p_X(1 - p_X)} * \sqrt{p_Y(1 - p_Y)} + p_X p_Y \quad (41)$$

Pokud tedy opustíme předpoklad o vzájemné nezávislosti požadovaných hodnot dvou vlastností ze strany Business Angel investorů a připustíme, že jejich sdružená relativní četnost výskytu se může odlišovat od součinu relativních četností jednotlivých požadovaných hodnot vlastností, nahradíme pro dvojici vlastností součin $p_X p_Y$ výrazem ze (41):

$$(\rho_{XY} * \sqrt{p_X(1 - p_X)} * \sqrt{p_Y(1 - p_Y)} + p_X p_Y).$$

Pravděpodobnost $P_I = k^{-n} \prod_{j=1}^n s_j$ předpokládající nezávislost požadovaných hodnot různých vlastností pak pro zohlednění vzájemné závislosti násobíme podílem:

$$\frac{\rho_{XY} * \sqrt{p_X(1 - p_X)} * \sqrt{p_Y(1 - p_Y)} + p_X p_Y}{p_X p_Y} \quad (42)$$

pro každý pár hodnot vlastností X a Y, kde předpokládáme pozitivní nebo negativní souvislost mezi volbou požadovaných vlastností ze strany Business Angel investorů. Pokud bychom vztah (34) upravili pro každé dvě hodnoty různých vlastností, vztah pro výpočet pravděpodobnosti, že náhodně oslovený Business Angel investor projekt ihned neodmítne, bude mít při zobecnění následující podobu:

$$P_I = \prod_{i=1}^n p_i^{-n+2} \prod_{j=i+1}^n (\rho_{ij} \sqrt{p_j(1 - p_j) p_i(1 - p_i)} + p_i p_j) \quad (43)$$

Pokud mezi volbou dvou požadovaných hodnot vlastností ze strany Business Angel investorů není patrná souvislost, pak ρ_{ik} nabývá hodnoty nula a čítec ve výrazu (42) se opět zjednoduší do původního tvaru. Jmenovatel výrazu (42) je pak jen úpravou, která z původního výrazu (34) nezatíženého vzájemnými vztahy požadovaných vlastností odstraňuje opakované užití hodnoty p_i pro vyjádření sdružené pravděpodobnosti v čitateli.

6.3 Vědecký přínos návrhu rozhodovacího modelu

Tverského model eliminace dle aspektu je založen na apriorním přiřazení hodnot jednotlivým aspektům ve výši $u(\alpha_1)$, $u(\alpha_2)$ atd. a na základě těchto hodnot je následně kalkulována pravděpodobnost, že varianta bude, vzhledem k hodnotě jejich vlastností, zachována, vybrána. Takový model však neodpovídá na otázku, jakým způsobem nastavit relace mezi různými hodnotami stejné vlastnosti projektu,⁴³ tj. o kolik bodů má mít více upřednostňovaná hodnota vlastnosti, ani jakým způsobem nastavit bodové relace mezi různými vlastnostmi projektu a jejich hodnotovými realizacemi.⁴⁴

Návrh modelu pro rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání, který jsem formulovala ve vztahu (43), vychází z jednotlivých pravděpodobností, že při náhodném oslovení Business Angel investora podnikatelem nebude projekt pro realizované hodnoty daných vlastností projektu odmítnut. Podkladem je odhad hodnocení realizace konkrétní vlastnosti projektu Business Angel investorem. Takový odhad může vycházet z šetření mezi Business Angel investory v otázkách jejich postojů při hodnocení Business Angel investic nebo ze zkoumání jejich minulého chování. Po přiřazení pravděpodobnosti, že daná realizace vlastnosti bude považována za dostačující, lze odvodit hodnotu realizace dané vlastnosti v závislosti na zvýšení šance na úspěch při žádosti o financování. Hodnota daných realizací není v tomto modelu vyjádřena a priori.⁴⁵ Vyjádření relativní důležitosti jednotlivých vlastností a jejich realizací je proměnlivé v závislosti na konečné realizaci všech zvažovaných vlastností, dle kterých probíhá eliminace. Pokud by hodnoty vlastností byly spojitě, bylo by možné ji vyjádřit derivací:

$$\frac{\delta P_I}{\delta s_j} \quad (44)$$

Tu lze chápat jako přírůstek celkové pravděpodobnosti úspěchu projektu v případě zvýšení hodnoty realizace vlastnosti s_j . Jak bylo ukázáno výše, vlastnosti projektů, které jsou

⁴³ Např. návratnost projektu 15 % vs. návratnost projektu 20 %.

⁴⁴ Např. návratnost projektu 15 % vs. projekt, na kterém se podnikatel nepodílí.

⁴⁵ Zatímco Tverského model vychází z apriorní znalosti hodnot jednotlivých vlastností a jejich vzájemného uspořádání a na základě těchto hodnot je prováděn eliminační proces, mnou formulovaný návrh modelu vychází z pravděpodobností, že daná vlastnost bude Business Angel investorem akceptována. „Hodnotu“ splnění vlastnosti projektem lze pak dovozovat ze zvýšení pravděpodobnosti, že projekt bude přijat, při splnění požadované realizace vlastnosti.

nejméně uspokojivé, budou mít při zvýšení hodnot největší pozitivní vliv na zvýšení celkové pravděpodobnosti úspěchu projektu při získávání financování. Pokud tento posun ve zvýšení pravděpodobnosti úspěchu vztáhneme k úsilí (času, nákladům), které musí podnikatel vynaložit pro zlepšení dílčí vlastnosti, můžeme určit, které vlastnosti by podnikatel měl věnovat pozornost nejdříve.⁴⁶

Zdroj nejistoty v navrhovaném modelu vychází z nejistoty v otázce preferencí a podmínek kladných Business Angel investory při vyhodnocování projektů. Preference jednotlivých Business Angel investorů se liší. Při aplikaci Tverského modelu je nejistota výsledku eliminačního procesu dosahována prostřednictvím relativních poměrů hodnot jednotlivých aspektů. Více hodnotné aspekty získávají větší váhu a jsou častěji vybírány. Pokud jsou však takovéto hodnotové stupnice všeobecně sdíleny, proces eliminace variant je pak bez složky nejistoty.⁴⁷

Model, který navrhuji, řeší také otázku možné vzájemné závislosti nastavených hodnot vlastností sloužících pro eliminaci projektů ze strany Business Angel investorů. Tato skutečnost může v některých případech podstatně ovlivňovat očekávanou přijatelnost podnikatelských projektů pro další zvažování. Předpokládejme, že projekt, který není profilován oborově,⁴⁸ je přijatelný pouze pro 61 % Business Angel investorů. Projekt, na kterém se nehodlá podnikatel dále podílet, je přijatelný pouze pro 10 % Business Angel investorů. Pokud by požadavky Business Angel investorů byly vzájemně nezávislé, pravděpodobnost, že projektem se náhodně oslovený Business Angel investor bude blíže zajímat, je $p_1 \cdot p_2$, tedy $61 \% \cdot 10 \% = 6,1 \%$. Business Angel investoři, kteří jsou ochotni investovat mimo hlavní zájem Business Angel komunity, však již nejsou obvykle ochotni se angažovat v projektech, na kterých se podnikatel nehodlá podílet (korelační koeficient jejich postojů je -0,41). Možnost takového projektu postoupit do užšího zvažování se tím prakticky blíží nule.⁴⁹

⁴⁶ Protože ne všechny realizace vlastností jsou spojité, lze postup nahradit poměřováním diskrétních přírůstků a nákladů na ně.

⁴⁷ Tuto otázku pak řeší modely náhodného užitku (RUM), které kromě deterministické složky zavádí do modelu i složku náhodnou.

⁴⁸ Obory, do kterých Business Angel investoři nejčastěji investují.

⁴⁹ $\rho_{12}\sqrt{p_1(1-p_1)p_2(1-p_2)} + p_1p_2 = -0,41\sqrt{0,61 \cdot (1-0,61) \cdot 0,1 \cdot (1-0,1)} + 0,61 \cdot 0,1 = 0,001$

Opačným příkladem vzájemného provázání preferovaných hodnot vlastností projektů ze strany Business Angel investorů může být vztah mezi ochotou Business Angel investorů vstupovat do projektů ve službách a hodnocení užitečnosti produktu pro konečného spotřebitele a jeho rozšiřitelnosti. Zatímco samotný projekt ve službách neodmítne 68 % Business Angel investorů a projekt, který má užitečný produkt pro konečného spotřebitele a je rozšiřitelný neodmítne 74 % Business Angel investorů, vzhledem k tomu, že Business Angel investoři, kteří investují v oboru služeb, se často orientují na užitečnost pro spotřebitele, pak apriorní úspěšnost takových projektů v postoupení k podrobnějšímu zvažování není jen 50 %⁵⁰, ale 58 %.⁵¹

Odchylné sdružené pravděpodobnosti vyhovujících hodnot vlastností projektu od běžného součinu samostatných pravděpodobností nemusí být bezpodmínečně výsledkem inklinace Business Angel investorů právě k těmto vlastnostem projektu. Pravděpodobnosti, že hodnota dané vlastnosti projektu bude vyhovovat, je kalkulována jako podíl počtu Business Angel investorů, pro které je daná vlastnost dostačující, nicméně nemusí nabývat dané konkrétní hodnoty. Odchylné sdružené pravděpodobnosti vyhovujících hodnot vlastností tak mohou vznikat i jako důsledek inklinace Business Angel investorů i k variantám, které jsou z pohledu hodnocených hodnot vlastností podřadné.

6.4 Parametrizace navrhovaného modelu

6.4.1 Návrh parametrů rozhodovacího modelu na základě výsledků empirického výzkumu

6.4.1.1 Katalog eliminačních kritérií

Návrh modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání eliminací variant dle jejich aspektu formulovaný ve vztahu (34) je založen na předpokladu znalosti jednotlivých pravděpodobností, že Business Angel investor, kterého podnikatel oslovil s žádostí o financování projektu, akceptuje hodnoty vlastností projektu. Odhad těchto hodnot může být založen na výběrovém šetření mezi Business Angel investory. Jedná se však převážně o osoby jednající neorganizovaně, často s cílem udržet si svoji

⁵⁰ 74 % * 68 %

⁵¹ $\rho_{12}\sqrt{p_1(1-p_1)p_2(1-p_2)} + p_1p_2 = 0,38\sqrt{0,74 * (1 - 0,74) * 0,68 * (1 - 0,68)} + 0,74 * 0,68 = 58 \%$

anonymitu. Velikost jejich populace, její charakteristiky jsou tak proto těžko odhadnutelné (např. Wetzel, 1983; Kelly a Hay, 2000) a je tak obtížné získat reprezentativní vzorek.

V rámci empirického výzkumu, jehož výsledky byly prezentovány v kapitole 5, byli Business Angel investoři na eliminační kritéria (důvody odmítání projektů) dotazováni přímo a další eliminační kritéria vyplynula z jiných částí rozhovorů.⁵² Na základě jejich odpovědí lze sestavit odhad pravděpodobnosti, že konkrétní projekt nebude odmítnut.

V případě oboru podnikatelského projektu má největší přijatelnost sám o sobě projekt v oblasti IT, dále to jsou telekomunikace a pak služby. Úspěš v jiných oblastech mohou podnikatelé oslovující 48 % Business Angel investorů, dalších 45 % pak dává přednost jiným kritériím při hodnocení. Protože však odpovědi Business Angel investorů v posledních dvou kategoriích mají vysoký průnik,⁵³ můžeme dle vztahu⁵⁴ získat celkovou pravděpodobnost 61 % úspěchu s projektem v ostatních oborech (ochota Business Angel investorů investovat bez ohledu na obor posiluje i šanci získat financování i ve jmenovaných oborech IT, v telekomunikace a služby). Viz následující tabulku 74 Tabulka 74.

V případě požadavků na podnikatele a jeho tým je situace komplikovanější v tom, že Business Angel investoři vyslovují různé požadavky a jejich kombinace. Požadavky jsou proto vymezeny negativně s mírou akceptovatelnosti jejich nesplnění. Pokud některý požadavek byl opakovaně vyslovován v kombinaci s jiným požadavkem tak, že korelace mezi těmito odpověďmi Business Angel investorů byla statisticky významná, je uvedena i míra akceptace nesplnění požadavku pro tuto kombinaci (podnikatel, který neplní tuto kombinaci požadavků, kalkuluje se sdruženou mírou akceptovatelnosti kombinace, nikoliv s jejich jednotlivými izolovanými hodnotami). V případě, že podnikatel a jeho tým nezaznamenali žádnou absenci požadované vlastnosti, nedochází ke snížení pravděpodobnosti úspěchu (do vztahu (42) dosadí hodnotu 1).

⁵² Do kterých fází projektů investují, do kterých oborů investují, nároky na podnikatele, podnikatelské riziko managementu, požadované vlastnosti produktu, kritéria cílového trhu, míra růstu trhu, finanční kritéria, výše zhodnocení, doba investice, možnosti monitoringu a kontroly investice.

⁵³ $P(\text{přijitelnost oboru}) = P(X) + P(Y) - P(X \cap Y)$

⁵⁴ $P_{xy} = \rho_{x,y} \sqrt{p_x(1-p_x)p_y(1-p_y)} + p_x p_y$

V otázce vlastnosti fáze projektu je důležitým sekundárním kritériem skutečnost, zda se projekt nachází v krizové fázi. Pravděpodobnosti akceptace projektu ze strany Business Angel investora jsou převzaty z tabulky 60.

Podstatně celkovou pravděpodobnost, že projekt by mohl být ze strany Business Angel investorů podrobněji zkoumán, snižuje neochota podnikatele převzít podnikatelské riziko projektu (zdroj tabulka 62).

V případě vlastností produktu musí podnikatel, aby získal šanci na jednání o financování projektu, dosáhnout alespoň některých požadovaných vlastností produktu. Shrnutí orientace Business Angel investorů v otázkách vlastností produktu je uvedeno v tabulce 64. Vyplývá z ní orientace na vlastnosti produktu: nové řešení, potenciál rozšíření, přínosy pro spotřebitele. Míru akceptace projektu pro další zvažování však podstatně zvyšují kombinace vlastností produktu (projekt, jehož produkt nedisponuje některou z požadovaných vlastností, je pro další zvažování nepřijatelný).

V případě vlastností trhu a postavení podnikatele na něm požadují obvykle Business Angel investoři možnost mezinárodního působení trhu, rychlý růst trhu, existenci zákazníků, zřetelnou výhodu podnikatele vůči konkurenci a kombinace těchto vlastností. Pravděpodobnosti, že projekt s těmito vlastnostmi jednotlivě a v kombinaci bude akceptován, jsou uvedeny v následující tabulce 74 prezentující katalog eliminačních kritérií (vycházejí z tabulky 67).

Růstové možnosti se pak odvozují od hodnocení možností růstu celého trhu, možnosti proniknout na mezinárodní úroveň nebo i jen od růstových možností individuálního řešení v rámci širšího trhu, který růstovým potenciálem disponovat nemusí. Výpočty pravděpodobností úspěchu podnikatele v hodnocení tohoto kritéria vycházejí z tabulky 68.

Hodnocení přípustnosti projektů z pohledu finančních hodnotících kritérií vychází z tabulky 69.

S nejasným plněním finančních kritérií projektu je ochotno se smířit jen 10 % Business Angel investorů. Větší podíl jich požaduje alespoň růst obrátu, pozitivní návratnost prostředků a růst hodnoty. Na základě kombinací těchto podmínek můžeme odhadnout pravděpodobnost přípustnosti projektů pro další hodnocení.

Přestože někteří Business Angel investoři nemusejí mít jasná finanční kritéria pro hodnocení projektů (která požadují splnit), pro všechny platí, že požadují návratnost svých prostředků. Pouze malá část Business Angel investorů je ochotna odsunout tuto otázku v některých případech do pozadí, nicméně trvá na ní alespoň z dlouhodobého hlediska. Druhým diskvalifikačním kritériem je pak lpění na vysoké návratnosti. Kalkulace míry akceptovatelnosti projektu na základě tohoto kritéria, vycházející z tabulky 71 na základě hierarchického uspořádání požadavků Business Angel investorů je uvedena v katalogu eliminačních kritérií v tabulce 74.

Hierarchicky je možno uspořádat také plnění podmínky vztahující se k délce doby investice. Projekty, jejichž očekávaná délka trvání je kratší, popř. mají předpokládanou kratší dobu návratnosti, lze považovat za superiorní vzhledem k projektům s delší dobou investice nebo delší dobou návratnosti. Odhad míry akceptace v případě této vlastnosti v katalogu eliminačních kritérií v tabulce 74 ze strany Business Angel investora vychází z tabulky 72.

Míra akceptovatelnosti projektu pro důvody ležící v oblasti možnosti kontrolovat a monitorovat investici do projektu vychází z tabulky 73.

Požadované způsoby kontroly nad investicí jsou hierarchicky uspořádány. Připravenost poskytnout Business Angel investorovi nejvyšší míru kontroly je tak doprovázena nejvyšší mírou akceptovatelnosti ze strany Business Angel investorů.

Tabulka 74: Katalog eliminačních kritérií: míra akceptovatelnosti hodnocených vlastností projektu ze strany Business Angel investorů dle realizace těchto vlastností.

Kód	Hodnocená vlastnost projektu	Realizace hodnocených vlastností projektu	Pravděp. nevyřazení
K01	Obor projektu		
K01.1		IT	97 %
K01.2		Telekomunikace	74 %
K01.3		Služby	68 %
K01.3		Ostatní	61 %
K02	Podnikatel a jeho tým		
K02.1		Absence vzdělání v oboru	90 %
K02.2		Absence start-up zkušeností	81 %
K02.3		Absence manažerských zkušeností	52 %
K02.4		Absence zkušeností z oboru	71 %
K02.5		Nedostatečný pokrok v projektu	16 %
K02.6		Nedostatky v postojích podnikatele	84 %

K02.7		Nekompletní manažerský tým	35 %
	Kombinace podmínek		
K02.8		Absence vzdělání v oboru a nedostatek pokroku na projektu	10 %
K02.9		Absence vzdělání v oboru a nedostatky v postojích podnikatele	81 %
K02.10		Nedostatečné manažerské zkušenosti a nedostatečné zkušenosti z oboru	45 %
K02.11		Jinak	100 %
K03	Fáze projektu		
K03.1		Úplné počátky	48 %
K03.2		Úplné počátky v krizi	19 %
K03.3		Ustavené projekty	84 %
K03.4		Ustavené projekty v krizi	23 %
K03.5		Pokročilé projekty	77 %
K03.6		Pokročilé projekty v krizi	13 %
K04	Spoluúčast		
K04.1		Absence spoluúčasti	10 %
K04.2		Jinak	100 %
K05	Vlastnosti produktu		
K05.1		Pouze užitečnost pro spotřebitele	3 %
K05.2		Pouze novost řešení problému	13 %
K05.3		Pouze rozšiřitelnost	3 %
	Kombinace podmínek		
K05.4		Užitečnost pro spotřebitele s potenciálem rozšíření	74 %
K05.5		Nové řešení problému (potřeby) s potenciálem rozšíření	77 %
K05.6		Nové řešení problému (potřeby) a užitečnost pro spotřebitele	55 %
K05.7		Užitečnost pro spotřebitele, nové řešení problému s potenciálem rozšíření	100 %
K05.8		Jinak	0 %
K06	Vlastnosti trhu a postavení podnikatele na něm		
K06.1		Mezinárodní rozměr	3 %
K06.2		Rychlý růst	16 %
K06.3		Existující zákazníci	13 %
K06.4		Výhody vůči konkurenci	3 %
	Kombinace podmínek dvou podmínek		
K06.5		Mezinárodní rozměr a rychlý růst trhu	39 %
K06.6		Mezinárodní rozměr a existující zákazníci	16 %
K06.7		Mezinárodní rozměr s výhodou vůči konkurenci	6 %
K06.8		Rychlý růst trhu a existující zákazníci	39 %
K06.9		Rychlý růst trhu a výhoda vůči konkurenci	19 %
K06.10		Existující zákazníci a výhoda vůči konkurenci	32 %
	Kombinace tří podmínek		
K06.11		Mezinárodní rozměr, rychlý růst a existující zákazníci	68 %
K06.12		Mezinárodní rozměr, rychlý růst a výhoda vůči konkurenci	42 %
K06.13		Mezinárodní rozměr, existující zákazníci a výhoda vůči konkurenci	35 %
K06.14		Rostoucí trh, existující zákazníci a výhoda vůči	65 %

		konkurenci	
K06.15		Splnění všech podmínek	100 %
K06.16		Nesplnění žádné podmínky	0 %
K07	Realizace růstu projektu		
K07.1		Růst prostřednictvím podstatného růstu trhu	39 %
K07.2		Potenciál mezinárodní úrovně	19 %
K07.3		Růst individuálního řešení	42 %
	Kombinace podmínek		
K07.4		Očekávaný růst trhu a proniknutí na mezinárodní úroveň	58 %
K07.5		Očekávaný růst trhu a růst individuálního řešení	81 %
K07.6		Individuální řešení s potenciálem mezinárodní úrovně	61 %
K07.7		Očekávání růstu trhu, růst individuálního řešení a proniknutí na mezinárodní úroveň	100 %
K07.8		Nesplnění žádné z podmínek	0 %
K08	Plnění finančních kritérií		
K08.1		Projekt není finančně ohodnocený (ohodnotitelný)	10 %
K08.2		Existuje předpoklad růstu prodeje	39 %
K08.3		Existuje předpoklad pozitivní návratnosti investice	35 %
K08.4		Existuje předpoklad růstu hodnoty podniku	45 %
	Kombinace podmínek		
K08.5		Existuje předpoklad návratnosti a růstu prodeje	65 %
K08.6		Existuje předpoklad návratnosti a zvyšování hodnoty	71 %
K08.7		Existuje předpoklad růstu prodeje a zvyšování hodnoty	74 %
K08.8		Existuje předpoklad růstu prodeje, návratnosti a zvyšování hodnoty	100 %
K08.9		Žádné jmenované kritérium není splněno	10 %
K09	Výše zhodnocení		
K09.1		Pozitivní zhodnocení	6 %
K09.2		Vysoké zhodnocení	19 %
K09.3		Velmi vysoké zhodnocení	100 %
K10	Doba investice		
K10.1		Do 1 roku	100 %
K10.2		1 až 3 roky	94 %
K10.3		Nad 3 roky, do 5 let	65 %
K10.4		Na 5 let, do 10 let	35 %
K10.5		Nad 10 let	10 %
K11	Způsoby kontroly investice		
K11.1		Pravidelná setkávání s managementem	23 %
K11.2		Průběžný přístup k účetním výkazům	42 %
K11.3		Přístup k podnikovému informačnímu systému	77 %
K11.4		Osoba hájící zájmy Business Angel investora v podniku/ vedení účetnictví Business Angel investorem, resp. jeho společností	90 %
K11.5		Kontrola nad peněžními prostředky nebo důležitými majetkovými hodnotami	100 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Pravděpodobnost, že oslovený Business Angel investor přijme projekt k dalšímu podrobnějšímu zvažování, je možné spočítat jako součin pravděpodobností úspěchu projektu v jednotlivých parciálních kritériích:

$$P = \prod_{i=1}^{11} \prod_v K_{i,v} \quad (45)$$

kde P je pravděpodobnost přijetí projektu k dalšímu zkoumání a $K_{i,v}$ je pravděpodobnost, že v -tá varianta naplnění i -té hodnocené vlastnosti projektu bude akceptovatelná.

6.4.1.2 Katalog souvztažností

Při úsudcích, zda požadované hodnoty různých vlastností spolu vzájemně souvisí, můžeme vyjít ze skutečně požadovaných hodnot vlastností projektů ze strany dotazovaných Business Angel investorů. Chápeme-li požadavek na přítomnost určité hodnoty určité vlastnosti jako realizaci alternativního rozložení (1 – požadavek na danou hodnotu vlastnosti je přítomen; 0 – požadavek na danou hodnotu vlastnosti není přítomen), můžeme v případě hodnot dvou odlišných vlastností sledovat korelaci požadavků ze strany Business Angel investorů na hodnoty těchto vlastností. Katalog souvztažností, který tvoří následující tabulka, pak uvádí korelační koeficienty mezi požadovanými hodnotami odlišných vlastností projektu v případě, že na hladině významnosti $\alpha = 5 \%$ lze zamítnout nulovou hypotézu, že korelační koeficient mezi požadovanými hodnotami páru odlišných vlastností má hodnotu nula. Při nulové hypotéze předpokládáme, že korelační koeficient r je roven nule: $H_0: r = 0$. Alternativní hypotéza předpokládá, že korelační koeficient je odlišný od nuly: $H_A: r \neq 0$. Kritická hodnota testovacího kritéria při $\alpha = 5 \%$ a $n = 31$ je $r = \pm 0,36$.

Páry požadovaných hodnot různých vlastností, u nichž došlo k překonání kritické hodnoty testovacího kritéria, jsou uvedeny v následující tabulce.

Tabulka 75: Katalog souvztažností: vzájemné korelace požadovaných hodnot vlastností projektu ze strany Business Angel investorů (uváděné ve vzestupném pořadí kódu vlastnosti a pouze korelace s vyššími hodnotami kódu hodnoty vlastnosti).

Kód	Vlastnost	Realizace vlastnosti projektu	Korelace s realizacemi jiných vlastností projektu
K01	Obor projektu		
K01.1		IT	-
K01.2		Telekomunikace	K06.5: -0,44; K06.12: -0,4
K01.3		Služby	K04.1: -0,47; K05.4: 0,38
K01.3		Ostatní	K04.1: -0,41; K02.9: -0,39
K02	Podnikatel a jeho tým		
K02.1		Absence vzdělání v oboru	K03.2: -0,39;
K02.2		Absence start-up zkušeností	K11.4: 0,39

K02.3		Absence manažerských zkušeností	K11.1: 0,37
K02.4		Absence zkušeností z oboru	-
K02.5		Nedostatečný pokrok v projektu	K06.1: 0,42; K10.5: 0,45
K02.6		Nedostatky v postojích podnikatele	K03.2: -0,45; K03.4: -0,39; K10.5: -0,45
K02.7		Nekompletní manažerský tým	-
K02.8		Absence vzdělání v oboru a nedostatek pokroku na projektu	K05.6: -0,36; K06.1: 0,56
K02.9		Absence vzdělání v oboru a nedostatky v postojích podnikatele	K03.2: -0,38; K10.3: -0,36; K10.5: -0,39
K02.10		Nedostatečné manažerské zkušenosti a nedostatečné zkušenosti z oboru	-
K03	Fáze projektu		
K03.1		Úplné počátky	-
K03.2		Úplné počátky v krizi	K05.1: 0,37; K10.5: 0,39
K03.3		Ustavené projekty	K04.1: -0,45; K11.3: 0,39
K03.4		Ustavené projekty v krizi	-
K03.5		Pokročilé projekty	-
K03.6		Pokročilé projekty v krizi	-
K04	Spoluúčast		
K04.1		Absence spoluúčasti	K09.1: 0,36
K05	Vlastnosti produktu		
K05.1		Pouze užitečnost pro spotřebitele	K08.1: 0,56
K05.2		Pouze novost řešení problému	-
K05.3		Pouze rozšiřitelnost	K06.9: 0,37; K10.2: -0,7; K11.4: -0,56
K05.4		Užitečnost pro spotřebitele s potenciálem rozšíření	
K05.5		Nové řešení problému (potřeby) s potenciálem rozšíření	K06.7: -0,45; K10.4: 0,45
K05.6		Nové řešení problému (potřeby) a užitečnost pro spotřebitele	K10.4:0,4
K06	Vlastnosti trhu a postavení podnikatele na něm		
K06.1		Mezinárodní rozměr	-
K06.2		Rychlý růst	-
K06.3		Existující zákazníci	-
K06.4		Výhody vůči konkurenci	K09.1: 0,7; K09.2: 0,37

K06.5		Mezinárodní rozměr a rychlý růst trhu	-
K06.6		Mezinárodní rozměr a existující zákazníci	-
K06.7		Mezinárodní rozměr s výhodou vůči konkurenci	K09.1: 0,47
K06.8		Rychlý růst trhu a existující zákazníci	-
K06.9		Rychlý růst trhu a výhoda vůči konkurenci	K09.2: 0,38
K06.10		Existující zákazníci a výhoda vůči konkurenci	-
K06.11		Mezinárodní rozměr, rychlý růst a existující zákazníci	-
K06.12		Mezinárodní rozměr, rychlý růst a výhoda vůči konkurenci	K09.2: 0,41
K06.13		Mezinárodní rozměr, existující zákazníci a výhoda vůči konkurenci	-
K06.14		Rostoucí trh, existující zákazníci a výhoda vůči konkurenci	-
K07	Realizace růstu projektu		
K07.1		Růst prostřednictvím podstatného růstu trhu	K08.3: 0,38; K08.5: 0,45
K07.2		Potenciál mezinárodní úrovně	K08.2: 0,38
K07.3		Růst individuálního řešení	-
K07.4		Očekávaný růst trhu a proniknutí na mezinárodní úroveň	-
K07.5		Očekávaný růst trhu a růst individuálního řešení	K07.5: -0,38
K07.6		Individuální řešení s potenciálem mezinárodní úrovně	K08.3: -0,38; K08.5: -0,45
K08	Plnění finančních kritérií		
K08.1		Projekt není finančně ohodnocený (ohodnotitelný)	-
K08.2		Existuje předpoklad růstu prodeje	-
K08.3		Existuje předpoklad pozitivní návratnosti investice	-
K08.4		Existuje předpoklad růstu hodnoty podniku	-
K08.5		Existuje předpoklad návratnosti a růstu prodeje	-
K08.6		Existuje předpoklad návratnosti a zvyšování hodnoty	-

K08.7		Existuje předpoklad růstu prodeje a zvyšování hodnoty	-
K09	Výše zhodnocení		
K09.1		Pozitivní zhodnocení	-
K09.2		Vysoké zhodnocení	K10.3: 0,36
K10	Doba investice		
K10.2		1 až 3 roky	K11.4: 0,36
K10.3		Nad 3 roky, do 5 let	-
K10.4		Na 5 let, do 10 let	-
K10.5		Nad 10 let	-
K11	Způsoby kontroly investice		
K11.1		Pravidelná setkávání s managementem	-
K11.2		Průběžný přístup k účetním výkazům	-
K11.3		Přístup k podnikovému informačnímu systému	-
K11.4		Osoba hájící zájmy Business Angel investora v podniku/ vedení účetnictví Business Angel investorem, resp. jeho společností	-

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Doplnění údajů o vzájemných korelacích přípustných hodnot vlastností projektů hodnocených Business Angel investory do vztahu (43) umožňuje zpřesnit celkový výsledek odhadu pravděpodobnosti, že projekt po oslovení náhodného Business Angel investora bude přijat k bližšímu zvažování.

6.5 Kritika, vyhodnocení a interpretace modelu

Kritiku a vyhodnocení modelu popisují především v kapitole 7 Přínosy a omezení disertační práce. V rámci vyhodnocení a interpretace modelu jsem provedla ověření modelu na konkrétních datech konkrétního modelového příkladu, který prezentuji na modelovém příkladu v této kapitole.

Projekt prezentovaný v modelovém příkladu je projektem se zaměřením v telekomunikacích, kdy podnikatel nemá zkušenosti v oboru, má ale zkušenosti z již realizovaného start-up projektu. Manažerský tým je kompletní, nemá vzdělání v oboru, ale má manažerské zkušenosti. Projekt je dostatečně pokročilý (je realizováno, co s dosavadními

zdroji realizovat šlo), projekt není v krizi a je již ustaven. Produkt je užitečný pro spotřebitele a existuje předpoklad jeho rozšiřitelnosti, v současnosti však nikoliv do zahraničí. Trh je již ustaven (existují zákazníci produktu) a podnikatel disponuje určitou výhodou oproti konkurenci. Rychlý růst a přechod na mezinárodní úroveň však nejsou pravděpodobné. Spoléhat lze na růst individuálního řešení. V případě projektu existuje předpoklad růstu prodeje produktu a rychlé dosažení návratnosti, možnost dlouhodobého pravidelného zvyšování hodnoty je však omezená. Projekt ale potenciálně nabízí vysoké zhodnocení. Předpokládaná doba investice (čas do možného exitu) je od 3 do 5 let. Business Angel investor může projekt monitorovat prostřednictvím podnikového ERP systému nebo převzetí vedení účetnictví vlastní účetní firmou. Podnikatel se bude na projektu i nadále finančně podílet.

Rozborem jednotlivých vlastností podnikatelského projektu a jejich srovnáním s katalogem eliminačních kritérií v tabulce 74 získáme potenciální míru akceptace jednotlivých vlastností projektu. Hodnocení akceptace jednotlivých vlastností tohoto modelového příkladu je uvedeno v následující tabulce.

Tabulka 76: Způsob hodnocení modelového příkladu - předpokládaná míra akceptace jednotlivých vlastností projektu ze strany Business Angel investora dle katalogu eliminačních kritérií uvedeného v tabulce 74.

Kód	Vlastnost	Realizace vlastnosti	Míra akceptace
K01	Obor projektu		
K01.2		Telekomunikace	74 %
K02	Podnikatel a jeho tým		
K02.1		Absence vzdělání v oboru	90 %
		Zkušenosti se start-up	-
		Manažerské zkušenosti	
K02.4		Absence zkušeností v oboru	71 %
		Manažerský tým je kompletní	-
		Dostatek pokroku na projektu	-
K03	Fáze projektu		
K03.3		Ustavený projekt, který není v krizi	84 %
K04	Spoluúčast		
K04.2		Spoluúčast na projektu	100 %
K05	Vlastnosti produktu		
K05.4		Užitečnost pro spotřebitele s potenciálem rozšíření	65 %
K06	Vlastnosti trhu a postavení podnikatele na něm		
K06.10		Existující zákazníci a výhoda vůči konkurenci	32 %
K07	Realizace růstu projektu		
K07.3		Růst individuálního řešení	42 %
K08	Plnění finančních kritérií		
K08.5		Existuje předpoklad návratnosti a růstu prodeje	65 %

K09	Výše zhodnocení		
K09.2		Vysoké zhodnocení	19 %
K10	Doba investice		
K10.3		Nad 3 roky, do 5 let	65 %
K11	Způsoby kontroly investice		
K11.4		Osoba hájící zájmy Business Angel investora v podniku/ vedení účetnictví Business Angel investorem, resp. jeho společností	90 %

Zdroj: Vlastní výzkum, výpočty a zpracování.

Na základě stanovení předpokládané míry akceptace jednotlivých vlastností projektu můžeme s pomocí vztahu (12) odhadnout pravděpodobnost akceptace projektu pro podrobnější zvažování při oslovení náhodného Business Angel investora. Výslednou míru pravděpodobnosti lze kalkulovat takto:

$$P = K_{01.2} * K_{02.1} * K_{02.4} * K_{03.3} * K_{04.2} * K_{5.4} * K_{06.10} * K_{07.3} * K_{08.5} * K_{09.2} * K_{10.3} * K_{11.4} = 0,74 * 0,9 * 0,71 * 0,84 * 1 * 0,65 * 0,32 * 0,42 * 0,65 * 0,19 * 0,65 * 0,9 = 0,0025 \quad (46)$$

Šance podnikatele, že při oslovení jednotlivého náhodného Business Angel investora se Business Angel investor bude možností investovat do projektu podrobněji zabývat, je 0,25 %.

6.5.1.1 Zohlednění korelace mezi požadovanými hodnotami vlastností projektu

Z tabulky 76 je patrné, že hodnocený projekt má kromě jiných eliminačních kritérií i hodnotu vlastnosti K09.2 (Vysoké zhodnocení) a dále též hodnotu vlastnosti K10.3 (požadovaná doba investice do 5 let). Z katalogu souvztažností v tabulce 75 je patrné, že mezi hodnotami vlastností K09.2 a K10.3 je pozitivní korelace ve výši 0,36. Business Angel investoři, kteří se vyslovili, že požadují „pouze“ vysoké zhodnocení, se často spokojí s tím, že doba investice trvá do 5 let. Aplikací vztahu:

$$P = \prod_{i=1}^n p_i^{-n+2} \prod_{j=i+1}^n (\rho_{ij} \sqrt{p_j(1-p_j)p_i(1-p_i)} + p_i p_j) \quad (47)$$

který zohledňuje vzájemné vztahy požadovaných hodnot vlastností, získáme přesnější odhad míry pravděpodobnosti, že projekt při oslovení náhodného Business Angel investora bude podrobněji zvažován.

Dosazením konkrétních hodnot vlastností projektu a vykrácení těch částí výrazu, v jejichž případě předpokládáme, že ρ_{ij} se neliší od nuly, získáme:

$$\begin{aligned}
P &= K_{01.2} * K_{02.1} * K_{02.4} * K_{03.3} * K_{04.2} * K_{5.4} * K_{06.10} * K_{07.3} * K_{08.5} ** (r_{09.2;10.3} * \\
&\sqrt{K_{09.2} * (1 - K_{09.2}) * K_{10.3} * (1 - K_{10.3})} + K_{09.2} * K_{10.3}) * K_{11.4} = 0,74 * 0,9 * 0,71 * \\
&0,84 * 1 * 0,65 * 0,32 * 0,42 * 0,65 * (0,36 * \sqrt{0,19 * (1 - 0,19) * 0,65 * (1 - 0,65)} + \\
&0,19 * 0,65) * 0,9 = 0,0039
\end{aligned} \tag{48}$$

Výsledná hodnota je zhruba 1,5 krát vyšší než v případě, kdy jsme se nezabývali vzájemnými korelacemi přípustných hodnot vlastností zvažovaných projektů. Tuto metodu odhadu celkové pravděpodobnosti, že projekt bude podrobněji zvažován osloveným Business Angel investorem, lze považovat za přesnější. Absolutní rozdíly mezi metodou výpočtu nezahrnující vzájemné vztahy požadovaných hodnot vlastností a metodou zahrnující vzájemné korelace dosahují maxima v případě hodnot vlastností, které vedou k eliminaci projektu z 50 %.⁵⁵ Velké relativní rozdíly výsledků použití použitých metod vznikají v případech, kdy pravděpodobnost postoupení projektu k bližšímu zvažování je velmi malá a dodatečné zvýšení pravděpodobnosti v důsledku korelace je proto relativně významné. Opačně je tomu v případě projektů s vysokou mírou pravděpodobnosti, že budou přijaty k dalšímu zvažování.

6.5.1.2 Návrh doporučení pro podnikatele

Z výpočtového vztahu šancí projektu získat financování přímo vyplývá, na které vlastnosti projektu by se měl podnikatel zaměřit, pokud by usiloval o zvýšení svých šancí na získání financování. Nejnižší míry akceptovatelnosti projekt dosahuje v realizaci vlastnosti K09.2 (19 %), K06.10 (32 %) a K07.3 (42 %). Z uvedených vlastností projektu (vlastnosti trhu a postavení podnikatele na něm; realizace růstu projektu a výše zhodnocení) vyplývá, že snížené šance projektu plynou zejména z omezených možností růstu, které se pak patrně promítají do omezeného zhodnocení.

Pokud by tedy podnikatel např. projekt přehodnotil, upravil jeho zaměření, aby byl např. realizovatelný na mezinárodní úrovni (i např. za cenu vyšších kapitálových požadavků na výši investice), mohlo by dojít k posunu realizovaných vlastností projektu: od vlastností trhu omezených lokálně k vlastnostem trhu obsahující mezinárodní prvek: od K06.10 (32 %)

⁵⁵ V případě vyšší pravděpodobnosti, v extrémním případě 1, nebo nižší pravděpodobnosti, v extrémním případě 0, jsou efekty vzájemné korelace na celkovou pravděpodobnost jevů nižší, nebo v extrémních případech nulové.

ke K06.13 (35 %); od K07.3 (42 %) ke K07.6 (61 %) s možným dopadem na výši zhodnocení: posun od K09.2 (19 %) ke K09.3 (100%).

Promítnutí těchto předpokládaných změn do ocenění šancí projektu na získání pozornosti vede ke změně výsledné pravděpodobnosti, že projekt bude osloveným Business Angel investorem zvažován. Původní hodnota 0,25 % ze vztahu (45) vzroste na 2 %, tedy více než osminásobně.

S ohledem na okolnosti projektu, možnosti změn jeho vlastností a náklady a náročnost těchto změn může podnikatel činit kroky, které budou projekt pro potencionálního Business Angel investora činit více atraktivním. Tím může aktivně ovlivnit šance získat financování projektu.

7 Přínosy a omezení disertační práce

7.1 Přínosy pro ekonomickou teorii

Jak vyplývá z řady studií (Benjamin, Margulis, 2005; Ramadani, 2012), činnost, resp. přítomnost soukromých investorů se pozitivně promítá do zvyšování ekonomické úrovně, konkurenceschopnosti, zaměstnanosti a uvádění vědecko-technických poznatků do praxe. Disertační práci jsem zaměřila (v návaznosti na studie provedené v zahraničí) na popsání sociálního zázemí Business Angel investorů, jejich životní zkušenosti, postupy a zvyklosti, jakým způsobem investují do projektů, identifikovala jsem způsoby realizace due diligence start-up projektů ze strany neinstitucionalizovaných soukromých investorů v České republice a vliv jednotlivých zjištění na jejich rozhodnutí o investici.

Rozhodování Business Angel investorů se opírá o nejen hodnocení investičních projektů, ale i o hodnocení podnikatele, jeho týmu spolupracovníků a určitý vliv má i hodnocení prostředí, ve kterém se investice odehrává. Hodnocení projektů v rané fázi rozvoje, start-up projektů, které dosud nemají vlastní tržby, trhy jejich zamýšlené produkce dosud nevznikly ani není jisté, zda vzniknou, je specifickým případem oproti podnikům s určitou historií. Metody hodnocení start-up projektů se snaží vyrovnat s nedostatkem zejména výstupních dat podniku (zejména účetních dat), nedostatkem tržních dat prostřednictvím různých modifikačních přístupů k obecným metodám. Jednak na základě empirie, pozorování a dotazování investorů si všímají oblastí, které tito investoři považují za klíčové pro úspěch (ziskovost) projektu, a dále též na základě deduktivních úvah o vztahu vstupních (zdroje, konkurenční výhody) a výstupních proměnných (tržby, zisky, tržní podíl) v procesu tvorby firemních hodnot. Modifikace standardních postupů nacházejí tedy své těžiště ve studiu předpokladů projektů (materiálních, organizačních, personálních aj.) pro jejich budoucí úspěch. Zejména na základě rozhovorů s investory je popsána množina těchto předpokladů, nicméně dosavadní modifikace přístupů zůstávají u rovnoměrného, či do jisté míry arbitrárního (expertní odhad) stanovení důležitosti podmínek v jednotlivých oblastech pro stanovení hodnoty projektu. Přínosem této disertační práce je proto (prostřednictvím zpracování vyjádření Business Angel investorů o důležitosti jednotlivých oblastí pro ohodnocení projektu) získání eliminačních pravidel a pravděpodobnosti jejich uplatnění

v případě hodnocení projektů v rámci jejich prvotního screeningu: rozhodnutí, zda projektu věnovat bližší pozornost, či projekt odmítnout.

Určení významu jednotlivých oblastí pro celkové hodnocení projektu v této fázi vede ke zpřesnění odhadovaného výsledného hodnocení. Přínosné pro ekonomickou teorii by mělo být také objasnění mechanismu rozhodování Business Angel investorů o investicích do jim předkládaných podnikatelských projektů. Přestože se závěry týkají pouze prostředí České republiky a jsou odvozeny z omezeného vzorku Business Angel investorů, není je tedy možné přímo zobecnit, mohou patrně přispět jako jeden z parciálních poznatků k vyvození obecně platných tendencí.

Představený návrh modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání by mohl být patrně aplikovatelný i v dalších oblastech rozhodování ekonomických subjektů, u kterých náklady získávání informací, jejich zpracování, vzájemné srovnávání a vyhodnocování mohou být ve vztahu k potencionální hodnotě jednotlivého zkoumaného objektu značné. K volbě takového procesu rozhodování budou patrně inklinovat subjekty, které musí vybírat z velkého množství objektů, které mají velké množství znaků, ale jen velice malý podíl objektů z celkového počtu objektů získá pozitivní hodnocení.

7.2 Přínosy pro ekonomickou praxi

Schopnost predikovat výsledek posouzení projektu ve fázi prvotního screeningu má praktický význam především pro podnikatele, kteří usilují o získání financování ze strany Business Angel investorů, tedy o financování neinstitucionalizovaným soukromým kapitálem. Prostřednictvím navržení modelu rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání lze provést výpočet šancí, že jejich projekt nebude při náhodném oslovení Business Angel investora odmítnut bez dalšího zkoumání. Navíc z ozřejmění důležitosti jednotlivých parametrů posuzovaných projektů pro Business Angel investory vyplývá doporučení, jak parametry projektu (je-li to možné) upravit, aby byly akceptovatelné pro co největší skupinu Business Angel investorů, a tím zvýšit šanci, že projekt získá financování.

Výsledky této disertační práce tak mají praktické využití především pro podnikatele ucházející se o financování svých start-up projektů. Z literatury a realizovaného dotazování je zřejmé, že Business Angel investoři kromě samotné základní myšlenky start-up projektu

posuzují řadu aspektů (např. personální, organizační připravenost atd.), které ve výsledku ovlivní jejich rozhodnutí, zda do projektu investovat, či nikoliv, ale také, zda mu vůbec věnovat určitou pozornost. Znalost důležitosti jednotlivých posuzovaných oblastí, znalost pravděpodobnosti, s jakou je projekt pro Business Angel investora přípustný (popř. jakým způsobem tuto pravděpodobnost zvýšit) je pro podnikatele ucházejícího se o financování důležitou pomůckou v jeho jednání. Při vědomí omezených možností a zdrojů mu umožní se soustředit na ty aspekty, kterým tyto investoři přikládají největší důležitost (a které je zároveň schopen ovlivnit s minimálním úsilím).

Přínos pro start-up podnikatele lze spatřovat v identifikaci atributů projektů, které jsou důležité pro rozhodnutí neinstitutionalizovaných soukromých investorů o realizaci investice do daného projektu. Identifikace těchto charakteristik představuje možnost změny atributů projektu (vlastnická struktura, personální zázemí apod.) tak, aby se staly pro potencionálního soukromého investora akceptovatelné.

Výsledky této disertační práce by měly umožnit zpřesnit odhad výsledku hodnocení start-up projektu na základě provedené due diligence ze strany Business Angel investora. To by mohlo vést k určitému sladění vzájemných očekávání Business Angel investora a podnikatele a vést ke snazší domluvě mezi investory a start-up podnikateli na ceně jejich vstupu do projektu. Lepší pochopení východisek a na ně navazujících požadavků Business Angel investorů (tak, jak jsou v disertační práci zdokumentována) ze strany podnikatelů by mělo přinést pokles transakčních nákladů spojených s vyjednáváním podmínek vstupu Business Angel investora do projektu. Lze také uvažovat, že nedostatečná schopnost podnikatele vcítit se do požadavků Business Angel investora a připravenost upravit některé parametry projektu tak, aby pro Business Angel investora byl projekt přípustný nebo aby byl projekt akceptovatelný pro širší okruh Business Angel investorů, mohla být v praxi u řady projektů příčinou toho, že nedošlo k jejich realizaci.

V disertační práci navržený model rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání by mohl přinést ze strany podnikatelů ucházejících se o financování svých projektů lepší pochopení toho, v čem Business Angel investoři spatřují hodnotu, v čem spatřují rizika a omezení, a tedy snad i schopnost nejen získat bližší pozornost Business Angel investorů, ale i dosáhnout dohody na realizaci projektu.

Přínos pro Business Angel investory lze naproti tomu spatřovat v možnosti aplikace struktury eliminačního rozhodovacího modelu pro vlastní rozhodování o posuzovaných projektech, která by však odrážela nikoliv pohled předpokládané komunity Business Angel investorů, ale specifické podmínky a nastavení konkrétního Business Angel investora. Tím by bylo možno dosáhnout nejen eliminaci některých projektů z dalšího rozhodovacího procesu, ale u neodmítnutých projektů dosáhnout vyjádření skóre, které by umožňovalo srovnávat projekty, které nebyly eliminovány, mezi sebou. Přínosem by tak bylo snížení transakčních nákladů souvisejících s vyhodnocováním investice pro Business Angel investory a vyjádření srovnatelnosti projektů.

Pro potencionální investory je z pohledu kontraktační teorie důležité uspořádání vztahů po případném vstupu do investice. Schopnost nabídnout potencionálním investorům jim vyhovující uspořádání vztahů může být důležitou podmínkou pro samotné získání takových investorů. Pochopení, jakým způsobem Business Angel investoři chápou svůj vztah se start-up podnikateli, kde spatřují rizika, může být přínosné pro vhodné strukturování podmínek vstupu těchto investorů.

Business Angel investice jsou realizovány v určitém ekonomickém, právním, politickém, kulturním aj. prostředí. Soukromé investice obvykle přinášejí pozitivní impulsy pro konkurenceschopnost a rozvoj ekonomiky, akvizici znalostí a zkušeností často uplatnitelných v mezinárodním prostředí a vedou obvykle ke vzdělanostní a ve svých důsledcích sociální kulturní kultivaci společnosti. Z pohledu veřejných autorit tak může být žádoucí podporovat aktivity Business Angel investorů. Přínos této disertační práce pro tyto veřejné autority, které mají možnost (alespoň částečně) ovlivňovat nastavení některých parametrů prostředí, je objasnění potřeb Business Angel investorů a jejich preferovaných představ o vlastnostech prostředí, v kterém realizují své investice.

Rozpoznání charakteristik Business Angel investorů a dále též okolností, které spatřují důležité pro realizaci svých investic (např. prostředí investice, daňový systém apod.) dávají prostor k úvahám o možných opatřeních hospodářské politiky k jejich podpoře.

Výhodou navrhovaného modelu model rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání je jeho snadná použitelnost – výpočet odhadu šancí, že

projekt nebude náhodně osloveným Business Angel investorem zamítnut bez bližšího zkoumání lze snadno provést pomocí programu MS Excel.

7.3 Přínosy pro pedagogiku ekonomických věd

Získané poznatky a výsledky této disertační práce bude možno využít v rámci výuky a cvičení z předmětů jako je makroekonomie, mikroekonomie, ekonomika podniku nebo investiční rozhodování. Identifikace faktorů, které hrají důležitou roli v případě rozhodování Business Angel investorů, lze chápat jako zachycení procesu investičního rozhodování ve specifickém případě těchto investorů. Disertační práce zachytila, jaké faktory jsou rozhodující pro přijetí projektů k bližšímu hodnocení. Zachytila také sociální okolnosti a charakteristiky Business Angel investorů.

V disertační práci navržený rozhodovací model Business Angel investorů, na němž jsou pak založeny odhady pravděpodobností úspěchu hodnocených projektů, může v pedagogické praxi sloužit jako model rozhodování, který vědomě odhlíží od dostupných dodatečných informací, protože předpokládá, že náklady na získání a zpracování takovýchto informací mohou být vyšší než efekty z nich. Model tak může být demonstrací toho, že v mikroekonomické literatuře běžně prezentované koncepty rozhodování odhlízející od nákladů získávání a zpracování informací nemusí plně odpovídat realitě lidského jednání v některých specifických situacích a mohou vést k jiným výsledkům s jinou úrovní vynaloženého úsilí na zajištění rozhodovacího procesu.

7.4 Omezení disertační práce

Za určité omezení přínosu disertační práce lze chápat ztotožnění „spravedlivého“ ohodnocení start-up projektu s tím, jakým způsobem ohodnocují start-up projekt Business Angel investoři. Vnímanou hodnotu je sice třeba chápat jako subjektivní kategorii, hodnota start-up projektu však může být nahlížena i z pohledu různých subjektů, např. samotných podnikatelů, ale i subjektů mimo předpokládanou potencionální financující operaci. Použitím pouze hlediska Business Angel investorů jistým způsobem předpokládáme, že nabídka start-up projektů k financování je neomezená a limitujícím faktorem je pouze ochota osoby Business Angel investora do projektu vstoupit (což zřejmě platí v řadě případů, nicméně mohou nastat i případy, kdy se více investorů zajímá o tentýž start-up projekt, a pak do jeho hodnocení promlouvá i pohled podnikatelů ucházejících se o financování Business Angel investory).

Dále je třeba mít především na zřeteli, že získané odhady jsou založeny pouze na omezeném souboru Business Angel investorů působících v České republice. Vybraný soubor však nemusí být vzhledem k metodě oslovování Business Angel investorů a neurčitosti základního souboru nejvhodnějším reprezentantem základního souboru (ať již v České republice, nebo i jejím širším okolí). Získané výsledky se tak vztahují k osloveným Business Angel investorům, nicméně vzhledem k základnímu souboru Business Angel investorů působících v České republice jde pouze o určité přiblížení, které však nemusí být plně vystihující.

Podle Dismana (2011) obecně závěry sociálních výzkumů mohou mít téměř vždy jen pravděpodobnostní charakter. Korektní důkaz kauzality v sociálních situacích je krajně obtížný a v naprosté většině případů nemožný. K tomu Reichel (2009) vymezuje, že uvedené platí všude tam, kde se jedná o empirická zkoumání prvků, jevů a procesů a jejich vzájemných vztahů jako součástí sociální skutečnosti.

Omezení vyplývají i z použitých metod interpretace dat. Na výsledky výzkumu mohou mít vliv některá rozhodnutí související s použitými metodami, jako např. volba jednotlivých kategorií u kvalitativních dat, volba podrobnosti členění. Výsledky těchto rozhodnutí mohou být často subjektivní nebo arbitrární. Další omezení pro širší zobecnění získaných výsledků vyplývá z toho, že cílem dotazování byli pouze tuzemští neinstitutionalizovaní soukromí investoři. Jejich uvažování, rozhodování může být podmíněno určitou historickou zkušeností,

socioekonomickými podmínkami. Důraz, který pak kladou na určité charakteristiky jimi hodnocených projektů, může být odlišný od způsobu, jakým projekty hodnotí Business Angel investoři v zahraničí. Odlišnosti se mohou objevit také v jejich socioekonomickém zázemí. Odlišnosti lze také spatřovat ve skutečnosti, že přestože existují v České republice určité snahy o organizaci neinstitutionalizovaných soukromých investorů a vzájemnou komunikaci, je na mnohem nižší úrovni než v zemích s rozvinutou podnikatelskou kulturou. Výsledky této disertační práce tak mohou být dobrou indikací, jakým způsobem hodnotí tuzemští Business Angel investoři start-up projekty, do kterých hodlají investovat. Výsledek disertační práce je tak podkladem pro hlubší srovnání charakteristik, postojů a rozhodování Business Angel investorů z jiných zemí, k výzkumu zabývajícím se identifikaci společných a odlišných rysů Business Angel investorů a jejich hodnocení projektů.

Závěr

Business Angel investoři sehrávají důležitou roli v počátečních fázích rozvoje projektů, které mohou mít dalekosáhlý dopad na způsoby uspokojování potřeb zákazníků nebo organizaci produkční činnosti. Činnost těchto investorů je však často neformální a není obvykle (i v jiných zemích) zachycena oficiálními statistikami. Důležitost těchto osob při podpoře projektů v rané fázi rozvoje je však podnětem k získávání informací o těchto subjektech a k snaze pochopit proces jejich rozhodování v případě úvah o potencionální investici do start-up projektu.

V případě výzkumu realizovaného v rámci této disertační práce byl způsob zjišťování informací o Business Angel investorech založen na široké rešerši zejména zahraniční literatury věnující se problematice Business Angel investorů, jejich charakteristikám, jednání, rozhodování, organizování apod., které potom sloužily jako tematický podklad pro rozhovory s Business Angel investory působícími zejména v České republice. Protože nejde o formálně organizované subjekty, voleným postupem bylo oslovení několika osobně známých identifikovaných osob prostřednictvím osobního rozhovoru a pokračování dále užitím metody tzv. „sněhové koule“ k dalším osobám, které je možné podle obecně přijímaných měřítek označit jako Business Angel investory. S takto identifikovanými osobami byl veden polostrukturovaný rozhovor na základě okruhů témat získaných rešerší odborné literatury vztahující se k problematice Business Angel investorů. Odpovědi Business Angel investorů byly pro naplnění prvních tří dílčích cílů zachyceny, kategorizovány a zpracovány nástroji popisné a matematické statistiky.

Kromě socioekonomického zázemí, zvyklostí Business Angel investorů, oblastí ovlivňujících jejich aktivitu, způsobu podílení se na projektu a jeho kontroly, byla pozornost věnována především kritériím, která Business Angel investoři uplatňují při výběru projektů, v kterých se budou angažovat.

K simulaci rozhodování Business Angel investorů o přistoupení k bližšímu zkoumání projektu nebo jeho zamítnutí byl k naplnění čtvrtého dílčího cíle navržen rozhodovací model vycházející z pravidel eliminace jednotlivých variant projektů. Model vychází z předpokladu založeného na odborných studiích a na odpovědích Business Angel investorů o jejich

činnosti, že v případě výběru z velkého množství variant je výběr prováděn alespoň dvojstupňově. Nejprve jsou dle jednodušších kritérií vyřazeny některé varianty (většina variant), zbývajícím variantám je pak věnována větší pozornost a jsou hodnoceny zevrubněji. Takovýto přístup, přestože může opominout nejvhodnější variantu řešení, zohledňuje náklady hledání vhodné varianty řešení, tím, že za minimálního úsilí vyřazuje varianty, které s vysokou pravděpodobností (nikoliv však s jistotou) nepřinesou Business Angel investorovi užitek z dalšího zkoumání.

Navržený model rozhodování Business Angel investorů o výběru projektů k bližšímu zkoumání vychází z obecnějšího eliminačního rozhodovacího modelu navrženého Tverským (1972), který předpokládá eliminaci všech konkurenčních variant až na jednu konečnou a předpokládá znalost užtkové funkce jednotlivých variant rozhodovatele.

V disertační práci navržený rozhodovací model v souladu s chováním Business Angel investorů předpokládá ve srovnání s modelem Tverského eliminaci variant pouze do určité míry. Není tedy konečným rozhodovacím pravidlem. Výsledek eliminačního procesu není deterministicky založen na znalosti užtkové funkce, ale je prezentován ve formě modelu vycházejícího ze znalostí preferencí jednotlivých Business Angel investorů. Kombinace požadavků Business Angel investorů pak umožňuje stanovit šance, že podnikatelský projekt nebude okamžitě po oslovení Business Angel investora odmítnut. Model stanovení těchto šancí nabízí také možnost reflexe parametrů projektu podnikatele a jejich úpravy tak, aby se zvýšila šance přípustnosti pro Business Angel investora.

Zpracování pořízených primárních dat přispělo nejen k poznání, kdo jsou Business Angel investoři realizující svoji činnost v České republice, ale také přispělo k bližšímu porozumění rozhodovacímu procesu těchto investorů, ve fázi prvotního seznamování s parametry projektu, předcházejícímu hlubšímu due diligence zvažovaného start-up projektu. Z výzkumu vyplynuly klíčové charakteristiky projektu, které jsou podstatné pro rozhodnutí Business Angel investora o jeho investici a citlivost na tyto charakteristiky. Tyto pak vstupují do rozhodovacího modelu jako eliminační kritéria. Parametry modelu jsou propustnosti start-up projektů jednotlivými eliminačními pravidly. Jejich hodnoty jsou získány na základě výpovědí jednotlivých Business Angel investorů. Disertační práce pak v rámci ověření modelu demonstruje aplikaci rozhodovacího eliminačního modelu na příkladu projektu s konkrétními parametry.

Výsledky výzkumu mohou sloužit jako vodítko pro ohodnocení start-up projektů před procesem due diligence ze strany Business Angel investora. Pro start-up podnikatele mohou být vodítkem v úsilí pro zatraktivnění svého projektu, aby dosáhl potřebného financování a start-up projekt mohl být realizován (nebo mohlo být pokračováno v jeho realizaci).

Výsledky mohou být i podkladem pro návrhy hospodářsko-politických opatření pro podporu činnosti soukromých investorů v České republice.

Literární zdroje

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. In: *Uncertainty in Economics*. 1978. p. 235-251.

ANDĚL, Jiří. *Statistické metody*. 4. vyd. Praha: Matfyzpress, 2007, 299 s. ISBN 978-80-7378-003-6, 2003.

BATLEY, Richard; DALY, Andrew. On the equivalence between elimination-by-aspects and generalised extreme value models of choice behaviour. *Journal of Mathematical Psychology*, 2006, 50.5: 456-467. DOI: 10.1016/j.jmp.2006.05.003. ISSN 00222496.

BENJAMIN, G. A., MARGULIS, J. B. *Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2005. 373 p. ISBN 978-0-471-69063-4.

BLACK, B., GILSON, R. Venture Capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, 1998, 47(3), pp. 243-277. ISSN: 0304-405X.

BLINDER, ALAN S. Why are Prices Sticky? Preliminary Results from an Interview Study. *The American Economic Review* [online]. 1991, **81**(2), 89-96 [cit. 2018-08-08]. ISSN 00028282.

BLOOR, M. *Focus Groups in Social Research*. SAGE, 2001, 110 p. ISBN 9780791957430.

BRADLEY, W. J., BENJAMIN, G. A., MARGULIS, J. *Angel Capital*. Oxford: Express Exec. Capstone Publishing, 2002. 106 p. ISBN 978-1-8411-2235-9.

BREALEY, R. A., MYERS, S. C., ALLEN, F. *Principles of Corporate Finance*. Global ed of 10th revised ed Edition. McGraw-Hill/Irwin, 2011. 944 p. ISBN 978-00-7131-417-6.

BREALEY, Richard; LELAND, Hayne E.; PYLE, David H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance*, 1977, 32.2: 371-387.

BUDÍKOVÁ, M., KRÁLOVÁ, M., MAROŠ, B. *Průvodce základními statistickými metodami*. Praha: Grada Publishing, 2010, 272 s. ISBN 9788024775111.

CARPENTIER, Cécile a Jean-Marc SURET. Angel group members' decision process and rejection criteria: A longitudinal analysis. *Journal of Business Venturing* [online]. 2015, **30**(6), 808-821 [cit. 2018-07-12]. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2015.04.002. ISSN 08839026.

CULLEN, J. B., GORDO, R. H. Taxis and entrepreneurial activity: theory and evidence for the U. S., *NBER Working Paper 9015*, 2002.

CUMMING, D., FLEMING, G., SCHWIENBACHER, A. Legality and Venture Capital exits, *Journal of Corporate Finance*, 2006, 12, pp. 214-245. ISSN: 0923-1199.

DANIEL, Aemiro Melkamu, Lars PERSSON a Erlend Dancke SANDORF. Accounting for elimination-by-aspects strategies and demand management in electricity contract choice. *Energy Economics* [online]. 2018, **73**, 80-90 [cit. 2018-07-30]. DOI: 10.1016/j.eneco.2018.05.009. ISSN 01409883.

DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. Hoboken: Wiley, 2006. ISBN: 978-0471751212.

DEMJANČUK, N. *Filosofie a vědecké myšlení. Proměna obrazu vědy v analytické tradici*. Brno: Aleš Čeněk, 2002. 245 s. ISBN 80-86473-8.

DISMAN, M. *Jak se vyrábí sociologická znalost*. Praha: Karolinum Press, 2011. 374 s. ISBN 978-80-2461-966-8.

DJANKOV, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE -SILANES, F., SHLEIFER, A. The regulation of entry, *Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117(1), pp. 1-37. ISSN: 1531-4650.

DJANKOV, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE -SILANES, F., SHLEIFER, A. Courts. *Quarterly Journal of Economics*, 2003, 118(2), pp. 453-518. ISSN: 1531-4650.

DJANKOV, S., LA PORTA, R., LOPEZ-DE -SILANES, F., SHLEIFER, A. The law and economics of self-dealing. *NBER Working Paper 11883*, 2005.

DJANKOV, S., GANSER, T., MCLIESH, C., RAMALHO, R., SHLEIFER, A. The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship, *NBER Working Paper 13756*, 2008.

DONELLY, J. H, GIBSON, J. L., IVANCEVICH, J. M. *Management*. 1. vyd. Praha: Grada, 1997, 821 s. ISBN 80-7169-422-3.

DRUKARCZYK, J. *Finanzierung: Eine Einführung mit sechs Fallstudien*. UTB GmbH, 2008. 458 s. ISBN 978-3-8252-1229-2.

DUDKOVSKYI, John. Snowball Sampling. Research Methodology [online] 2018. Dostupné: <https://research-methodology.net/sampling-in-primary-data-collection/snowball-sampling/>

DVOŘÁČEK, J, BOUKAL, P, KLEČKA, J, MIKAN, P. *Due diligence - podstata, postupy, použití*. Praha: Wolters Kluwer 2014. 172 s. ISBN 978-80-7478-597-9.

DVOŘÁK, I., PROCHÁZKA P. *Rizikový a rozvojový kapitál*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1998. 169 s. ISBN 978-80-85943-74-3.

ECKERMAN, Matthias. *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry: Evidence from the US Venture Capital Market*. Springer Science & Business Media, 2007.

ERDEM, Seda, Danny CAMPBELL a Carl THOMPSON. Elimination and selection by aspects in health choice experiments: Prioritising health service innovations. *Journal of Health Economics* [online]. 2014, **38**, 10-22 [cit. 2018-07-30]. DOI: 10.1016/j.jhealeco.2014.06.012. ISSN 01676296.

FEENEY, Lisa, George H. HAINES JR. a Allan L. RIDING. Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital* [online]. 1999, **1**(2), 121-145 [cit. 2018-08-03]. DOI: 10.1080/136910699295938. ISSN 13691066.

FESTEL, G., WUERMSEHER, M., CATTANEO, G. Valuation of Early Stage High-tech Start-up Companies. *International Journal of Business*, 2013, **18**(3), pp. 216-231. ISSN: 1083-4346.

FRANKE, Nikolaus, et al. Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2008, **32**.3: 459-483.

FÜSS, Roland a Denis SCHWEIZER. Short and long-term interactions between Venture Capital returns and the macroeconomy. *Review of quantitative finance and accounting* [online]. 2012, **38**(3), 391-410 [cit. 2018-08-24]. ISSN 0924865X.

GE, D., MAHONEY, J. M., MAHONEY, J. T. *New Venture Valuation by Venture Capitalists: an Integrative Approach*. Federal Reserve Bank of New York. New York, 2005.

GEYER, A., HANKE, M., LITTICH, E., NETTEKOVEN, M. *Grundlagen der Finanzierung*. 2. Auflage. Wien: Linde Verlag Wien, 2006. 349 s. ISBN 978-3-7143-0041-4.

GIMENO, Javier, et al. Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms. *Administrative science quarterly*, 1997, 750-783.

GOMPERS, P., LERNER, J. What Drives Venture Fundraising? *Brooking Papers on Economic Activity: Macroeconomics*, 1998, pp. 149-192.

GOMPERS, P., LERNER, J. Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations, *Journal of Financial Economics*, 2000, 55, pp. 281-325. ISSN: 0304-405X.

GOODMAN, Leo A. Snowball sampling. *The annals of mathematical statistics*, 1961, 148-170.

GORSUCH, R. L. *Factor Analysis*. Classic second edition. New York: Routledge, 2014, 464 p. ISBN 9781317564898.

GREEN, P. G. Dimensions of perceived entrepreneurial obstacles. In: REYNOLDS., P. (Ed.). *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Center for Entrepreneurial Studies, Babson College, Babson Park, 1998, pp. 48-49.

GROH, A. P., LICHTENSTEIN, V. H., LIESER, K. The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 2010, Vol. 16, No. 2, pp. 205-224.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. An analysis of the principal-agent problem. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1983, 7-45.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of political economy*, 1986, 94.4: 691-719.

GULOVÁ, L., ŠÍP., R. *Výzkumné metody v pedagogické praxi*. Praha: Grada Publishing, 2013. 248 s. ISBN 978-80-2474-368-4.

HARRISON, R. T., MASON, C. M. Backing the Horse or the Jockey? Agency Costs, Information and the Evaluation of Risk by Business Angels. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, Welleley MA, 2002.

HART, O. *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford University Press, 1995.

HART, Oliver; MOORE, John. Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of political economy*, 1990, 98.6: 1119-1158.

HECKATHORN, Douglas D. Respondent-driven sampling: a new approach to the study of hidden populations. *Social problems*, 1997, 44.2: 174-199

HENDL, Jan. *Přehled statistických metod: analýza a metaanalýza dat*. Páté, rozšířené vydání. Praha: Portál, 2015. ISBN 978-80-262-0981-2.

HENDL, J. *Kvalitativní výzkum: základní metody a aplikace*. Vyd. 1. Praha: Portál, 2005, 407 s. ISBN 80-736-7040-2.

HINDLS, R. *Statistické metody v tržním hospodářství*. Victoria Publishing, 1995, Praha, 1995, 435 s. ISBN 9789071870586.

HILLIER, Brian. *The Economics of Asymmetric Information*. London: Palgrave Macmillan International Higher Education, 1997, 208 p. ISBN 978-0-333-64750-9.

HNILICA, J., FOTR, J. *Aplikovaná analýza rizika ve finančním managementu a investičním rozhodování: 2.*, aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2014. 304 s. ISBN 978-80-2475-104-7.

HOLMSTRÖM, B. Moral hazard and observability, *The Bell Journal of Economics*, 1979, Vol. 10, Issue 1, pp. 74-91.

HSIEH, Hsiu-Fang; SHANNON, Sarah E. 2005. Three Approaches to Qualitative Content Analysis, *Forum: Qualitative Health Research*, Vol. 15, No. 9, November 2005, pp. 1277 - 1288.

HUNT, Peter A. *Structuring mergers: a guide to creating shareholder value*. 2nd ed. New York: Aspen Publishers, 2004, 744 s. ISBN 07-355-4204-X

JENG, L. A., WELLS, Ph. C. The determinants of Venture Capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance*, 2000, 6(3), pp. 241-289. ISSN: 0923-1199.

JENSEN, M. C. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organization forms*. Second printig, First Harvard University Press, 2003, 311 p. ISBN 0-674-01229-1.

JOHNSON, William C.; SOHL, Jeffrey. Angels and Venture Capitalists in the initial public offering market. *Venture Capital*, 2012, 14.1: 27-42.

KELLY, Peter a Michael HAY. 'Deal-makers': reputation attracts quality. *Venture Capital* [online]. 2000, 2(3), 183-202 [cit. 2018-08-02]. DOI: 10.1080/13691060050135073. ISSN 13691066.

KINCL, J., URFUS, V., SKŘEJPEK, M. *Římské právo*. 2., doplněné a přepracované vydání. Praha: C. H. Beck, 1995. 386 s. ISBN 978-80-7179-031-0.

KHRAIBANI, R., A. DE PALMA, N. PICARD a I. KAYSI. A new evaluation and decision making framework investigating the elimination-by-aspects model in the context of transportation projects' investment choices. *Transport Policy* [online]. 2016, 48, 67-81 [cit. 2018-07-30]. DOI: 10.1016/j.tranpol.2016.02.005. ISSN 0967070X.

KOLLER, T., GOEDHART, M., WESSELS, D. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 5th ed. Hoboken, N.J.: Wiley, c2010, xvii, 811 s. ISBN 978-0-470-42465-0.

KRIPPENDORFF, K. *Content analysis: an introduction to its methodology*. 3rd ed. Los Angeles: SAGE, 2013, xiv, 441 s. ISBN 978-1-4129-8315-0.

LANDSTRÖM, H., MANIGART, S., MASON, C. M., SAPIENZA, H. J. Contracts Between Entrepreneurs and Investors: Terms and Negotiating Process. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Babson College, Wellesley MA, 2006.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 1997, 52(3), pp. 1131-1150. ISSN: 1540-6261.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Law and finance, *Journal of Political Economy*, 1998, 106(6), pp. 1113-1155. ISSN: 1537-534X.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 2002, 57(3), pp. 1147-1170. ISSN: 1540-6261.

LEE, Raymond M. *Doing research on sensitive topics*. 3rd. ed. London: Sage, 1999, 240 s. ISBN 9781446226919.

LEE, S. M., PETERSON, S. J. Culture, entrepreneurial orientation and global competitiveness, *Journal of World Bussiness*, 2000, 35(4), pp. 401-416. ISSN: 1090-9516.

LERNER, J., SCHOAR, A. Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in Private Equity, *Quarterly Journal of Economics*, 2005, 120(1), pp. 223-246. ISSN: 1531-4650.

MÅNSSON, N., LANDSTRÖM, H. Business Angels in a Changing Economy: The Case of Sweden. *Venture Capital*, 2006, Vol. 8, No. 4, pp. 281-301. ISSN: 1369-1066.

MARSCHAK, Jacob. Binary-choice constraints and Random utility indicators. *Mathematical methods in the social sciences*, 1959 [online]. 1960, , 312-328 [cit. 2018-07-30].

MARKKU MAULA, ERKKO AUTIO a PIA ARENIUS. What Drives Micro-Angel Investments?. *Small Business Economics* [online]. 2005, 25(5), 459 [cit. 2018-08-17]. DOI: 10.1007/s11187-004-2278-4. ISSN 0921898X.

MASON, Colin M.; HARRISON, Richard T. Business Angel networks and the development of the informal Venture Capital market in the UK: Is there still a role for the public sector. *Small Business Economics*, 1997, 9.2: 111-123.

MASON, Colin M. a Richard T. HARRISON. Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by Business Angels. *Venture Capital* [online]. 2004, 6(4), 313-332 [cit. 2018-08-03]. DOI: 10.1080/1369106042000286471. ISSN 13691066.

MASON, C. M., STARK, M. What Do Investors Look for in A Business Plan? *International Small Business Journal*, 2004, 22, pp. 227-248.

MAULA, Markku; AUTIO, Erkkö; ARENIUS, Pia. What drives micro-angel investments?. *Small Business Economics*, 2005, 25.5: 459-475.

MAXWELL, Andrew L., Scott A. JEFFREY a Moren LÉVESQUE. Business Angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing* [online]. 2011, **26**(2), 212-225 [cit. 2018-07-12]. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2009.09.002. ISSN 08839026.

MAY, John a Manhong Mannie LIU (ed.). *Angels Without Borders: Trends And Policies Shaping Angel Investment Worldwide*. Singapore: World Scientific Publishing, 2016. ISBN 9789814733052.

MILOUD, T., ASPELUND, A., CABROL, M. Startup valuation by Venture Capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, 2012, Vol. 14, Nos. 2-3, pp. 151-174. ISSN:1369-1066.

MIOVSKÝ, M. *Příručka k provádění výběru metodou sněhové koule (snowball sampling)*. 1. vyd. Praha: Úřad vlády České republiky, 2003, 108 s. ISBN 80-858-3460-X.

MIRRLEES, James A. The theory of moral hazard and unobservable behaviour: Part I. *The Review of Economic Studies*, 1999, 66.1: 3-21.

MOORE, D. S. *Basic practice of statistics*. New Yourk: W. H. Freeman, 1997.

MUZYKA, Dan; BIRLEY, Sue; LELEUX, Benoit. Trade-offs in the investment decisons of European Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, 1996, 11.4: 273-287.)

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 1984, 13.2: 187-221.

NEUENDORF, K. A. *The Content Analysis Guidebook*. Thousand Oaks, London, New Delhi: Sage Publications, 2002.

NORTON, E. Venture Capital as an Alternative Means to Allocate Capital: An Agency Theoretic View. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1995, Vol. 20, Issue 2, pp. 19-29.

NÝVLTOVÁ, R., REŽŇÁKOVÁ, M. *Mezinárodní kapitálové trhy – zdroj financování*. Praha: Grada Publishing, 2007. 224 s. ISBN 978-80-247-1922-1.

OCHRANA, F. *Metodologie sociálních věd*. Praha: Karolinum Press, 2013. 136 s. ISBN 978-80-2462-380-1.

OPDENAKKER, Raymond. Advantages and Disadvantages of Four Interview Techniques in Qualitative Research. *Forum: Qualitative Social Research* [online]. 2006, 7(4), 1-10 [cit. 2018-08-03]. ISSN 14385627.

OSNABRUGGE, V. M., ROBINSON, R. J. *Angel investing: Matching Startup Funds with Startup Companies: The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalist*. Jossey-Bass. San Francisco, 2000. 448 p. ISBN 978-07-879-5202-0.

PAYNE, John W. Contingent decision behavior. *Psychological Bulletin* [online]. 1982, 92(2), 382-402 [cit. 2018-07-30]. DOI: 10.1037/0033-2909.92.2.382. ISSN 00332909.

PAYNE, John W., James R. BETTMAN a Eric J. JOHNSON. Adaptive strategy selection in decision making. *Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition* [online]. 1988, 14(3), 534-552 [cit. 2018-07-12]. DOI: 10.1037/0278-7393.14.3.534. ISSN 02787393.

PEEMÖLLER, V. H., GEITER, T., BARCHET, H. Bewertung von Early-Stage Investment im Rahmen der Venture Capital Finanzierung, *Finanz Betrieb*, 2001, 5, pp, 334-344. ISSN: 1437-8981.

PETTY, Jeffrey S. a Marc GRUBER. □In pursuit of the real deal. A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing* [online]. 2011, 26(2), 172-188 [cit. 2018-07-12]. DOI: 10.1016/j.jbusvent.2009.07.002. ISSN 08839026.

PHILLIPS, Patricia Pulliam; STAWARSKI, Cathy A. *Data collection: Planning for and collecting all types of data*. John Wiley & Sons, 2008.

RAMADANI, Veland. The importance of angel investors in financing the growth of small and medium sized enterprises. *Venture Capital*, 1999, 25: 000.

RAMADANI, V. The Importance Of Angel Investors In Financing The Growth Of Small And Medium Sized Enterprises. *International Journal of Academic Research and Social Sciences*, 2012, Vol. 2, No. 7, pp. 306-322. ISSN: 2222-6990.

REICHEL, J. *Kapitoly metodologie sociálních výzkumů*. Praha: Grada Publishing, 2009. 184 s. ISBN 978-80-2473-006-6.

REITAN, Björn a Roger SÖRHEIM. The Informal Venture Capital Market in Norway-- Investor Characteristics, Behaviour and Investment Preferences. *Venture Capital* [online]. 2000, 2(2), 129-141 [cit. 2018-08-02]. ISSN 13691066.

REJNUŠ, O. *Finanční trhy*. 4., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2014. 760 s. ISBN 978-80-247-3671-6.

REŽŇÁKOVÁ, M. *Efektivní financování rozvoje podnikání*. Praha: Grada Publishing, 2012. 144 s. ISBN 978-80-2478-092-4.

ROMAIN, A., VAN POTTELSBERGHE DE LA POTTERIE, B. *The determinants of Venture Capital: a panel analysis of 16 OECD countries*. Université Libre de Bruxelles Working Paper WP-CEB 04/015, 2004.

ROTHSCHILD, Michael; STIGLITZ, Joseph. Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information. In: *Uncertainty in economics*. 1978. p. 257-280.

RUBIN, Allen a Earl BABBIE. *Essential Research Methods for Social Work*. 2nd ed. Belmont: Brooks/Cole, 2009. ISBN 978-0-495-60437-2.

SANDERS, W. G., BOIVIE, S. Sorting Things Out: Valuation of New Firms in Uncertain Markets, *Strategic Management Journal*, 2004, 25, pp. 167-186. ISSN: 1097-0266.

SAN JOSÉ, Amparo; ROURE, Juan; AERNOUDT, Rudy. Business Angel academies: Unleashing the potential for Business Angel investment. *Venture Capital*, 2005, 7.2: 149-165

SEIDMAN, Irving. *Interviewing as Qualitative Research: A Guide for Reserchers in Education and the Social Sciences*. 3rd ed. New York: Teachers College Press, 2006, 162 s. ISBN 978-0-8077-4666-0.

SILVA, Jorge. Venture Capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture Capital*, 2004, 6.2-3: 125-145

SIMON, Herbert A. A BEHAVIORAL MODEL OF RATIONAL CHOICE. *Quarterly Journal of Economics* [online]. 1955, 69(1), 99-118 [cit. 2018-07-30]. ISSN 00335533.

SCHERTLER, A. Driving forces of Venture Capital investment in Europe: a dynamic panel data analysis. *European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC)*, Working Paper No. 03-27, United Nations University, 2003.

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M. Makroekonomické faktory ovlivňující Business Angels aktivitu a tvorbu Venture Capital v České republice. *TRENDY EKONOMIKY A MANAGEMENTU*, 2015, Roč. 9, Č. 22, s. 47-58. ISSN: 1802- 8527.

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M.; ZINECKER, M. Valuing start-ups – selected approaches and their modification based on external factors. *Business: Theory and Practice*, 2016, roč. 17, č. 4, s. 335-344. ISSN: 1648-0627.

SMEJKAL, V. a RAIS, K. *Řízení rizik ve firmách a jiných organizacích*. 4. vydání. Praha: Grada Publishing, 2013. 488 s. ISBN 978-80-247-4644-9.

SMITH, J. A., FLOWERS, P., LARKIN, M. *Interpretative phenomenological Analysis: Theory, Method and Research*. London: Sage Publications, 2009.

SMITH, J. A., OSBORN, M. Interpretative phenomenological analysis. In SMITH, J. A. (ed.): *Qualitative psychology: A practical guide to research methods*. London, Thousand Oaks, New Delhi: Sage Publications, 2003.

SPENCE, Michael. Job market signaling. In: *Uncertainty in Economics*. 1978. p. 281-306.

STANEVIČIENĖ, J., ŽINYTĖ. Valuation model of new start-up companies: Lithuanian case. *Business: Theory and Practice*, 2011, 12(4), pp 379-389. ISSN: 1648-0627.

STEDLER, R. H., PETERS, H. H. Business Angels in Germany: an empirical study. *Venture Capital*, 2003, 5(3), pp. 269-269.

STEWART, D. W. SHAMDASANI, P. N. *Focus Groups: Theory and Practice*. 3rd. ed. SAGE., 2014, 224 p. ISBN 9781483323961.

STIMEL, D. The Short-Run Effects of the Macro-economy on Venture Capital: US Evidence. *Economics and Finance Review*, 2012, 2.3: 38-45.

STUART, T., HOANG, H., HYBELS, R. Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures, *Administrative Science Quarterly*, 1999, 44, pp. 315-49.

SUDEK, R. Angel Investment Criteria, *Journal of Small Business Strategy*, 2006, 17, pp. 89-103. ISSN: 2380-1751.

SULLIVAN, Mary Kay a Alex MILLER. Segmenting the informal Venture Capital market: Economic, hedonistic, and altruistic investors. *Journal of Business Research* [online]. 1996, 36(1), 25-35 [cit. 2018-08-03]. DOI: 10.1016/0148-2963(95)00160-3. ISSN 01482963.

ŠIROKÝ, J. at al. Tvoříme a publikujeme odborné texty. Brno: Computer Press, 2011. ISBN 978-80-251-3510-5.

TODD, JICK, D. Mixing Qualitative and Quantitative Methods: Triangulation in Action. *Administrative Science Quarterly* [online]. 1979, 24(4), 602-611 [cit. 2018-08-08]. DOI: 10.2307/2392366. ISSN 00018392.

TSCHÖPL, R. Legal Due diligence. *Právní rozhledy* č. 12/2000.

TUKEY, J. V. *Exploratory data analysis*. Reading, MA: Adison-Wesley, 1977.

TVERSKY, Amos. Intransitivity of preferences. *Psychological Review* [online]. 1969, 76(1), 31-48 [cit. 2018-07-30]. DOI: 10.1037/h0026750. ISSN 0033295X.

TVERSKY, Amos. Elimination by aspects: A theory of choice. *Psychological Review* [online]. 1972, 79(4), 281-299 [cit. 2018-07-12]. DOI: 10.1037/h0032955.

VEBER, J. a kolektiv. *Management – základy, prosperita, globalizace*. Praha: Management Press, 2001. ISBN 978-80-7261-029-5.

WANG, M., BIN GU a QIANG YE. Elimination by Aspects in Electronic Commerce -- Evidence from Online Marketplace and Implications for Empirical Model Specification. 2014 47th Hawaii International Conference on System Sciences, *System Sciences (HICSS)*, 2014 47th Hawaii International Conference on, *System Sciences (HICSS)*, 2013 46th Hawaii International Conference on [online]. 2014, 4142-4147 [cit. 2018-07-30]. DOI: 10.1109/HICSS.2014.511. ISBN 9781479925049. ISSN edsee.IEEEConferenc.

WALDFOGEL, Joel; CHEN, Lu. Does information undermine brand? Information intermediary use and preference for branded web retailers. *The Journal of Industrial Economics*, 2006, 54.4: 425-449.

WATERS, Jaime. Snowball sampling: a cautionary tale involving a study of older drug users. *International Journal of Social Research Methodology* [online]. 2015, **18**(4), 367-380 [cit. 2018-08-02]. DOI: 10.1080/13645579.2014.953316. ISSN 13645579.

WEIDIG, Tom a Pierre-Yves MATHONET. *The Risk Profile of Private Equity* (January 2004). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=495482> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.495482>

WETZEL JR., William E. Angels and informal risk capital. *Sloan management review* [online]. 1983, **24**(4), 23-34 [cit. 2018-08-02]. ISSN 0019848x.

WONG, Poh Kam; HO, Yuen Ping. Characteristics and determinants of informal investment in Singapore. *Venture Capital*, 2007, 9.1: 43-70.

YIN, Robert K. *Case study research: design and methods*. 5th ed. Los Angeles: SAGE, 2014. ISBN 978-1-4522-4256-9

ZHENG, Y., LIU, J., GEORGE, G. The dynamic impact of innovative capability and inter-firm network on firm valuation: A longitudinal study of biotechnology start-ups, *Journal of Business Venturing*, 2010, 25, pp. 593-609. ISSN: 0883-9026.

ZINECKER, M. Private Equity and Venture Capital: investment fund structures in the Czech republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 2011, LIX, No. 7, pp. 541-552. ISSN: 1211-8516.

ZINECKER, M., BOLF, D. Venture Capitalists Investment Selection Criteria in CEE Countries and Russia. *Business: Theory and Practice*, 2015, 16(1), pp. 94-103. ISSN: 1822-4202.

ZINECKER, M., KOPPITZ, D., REŽŇÁKOVÁ, M. Investigaton of Busines Angels and Issues with Innovative Entrepreneurship in the Czech Republic. *International Journal of Economics and Statistics*, 2013, Vol. 1, Issue 2. pp. 37-48. ISSN 2309-0685. ISSN: 2309-0685.

Internetové zdroje

CZECH PRIVATE QUITTY AND VENTURE CAPITAL Association. [online].
<http://www.cvca.cz>.

GROH, A., LIECHTENSTEIN, H., LIESER, K., BIESINGER, M. *The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index*. Dostupné na World Wide Web: <[http://](http://blog.iese.edu/vcpeindex/)
(<http://blog.iese.edu/vcpeindex/>>).

INVEST EUROPE. *Europe's Private Equity, Venture Capital and infrastructure sector association*. Dostupné na World Wide Web: <[http://](http://http://www.investeurope.eu/about-us/who-we-are/)
<http://www.investeurope.eu/about-us/who-we-are/>>.

Příloha

Okruhy témat, zjišťované skutečnost a příklady otázek pokládáných Business Angel investorům během rozhovorů s nimi.

Demografické údaje vztahující se k respondentovi (investorovi)

Zjišťovaná skutečnost:	Otázka na Business Angel investora:
Pohlaví	
Bydliště: kraj	Ve kterém kraji máte bydliště?
Současné povolání	Jaké je vaše současné povolání?
Zkušenosti v oboru (doma/v zahraničí – kde?)	Ve kterých oborech a jak hluboké jsou vaše zkušenosti?
Zkušenosti se zakládáním podniků, s podnikáním	Jak byste popsal(a) své zkušenosti se zakládáním podniků a s podnikáním?
Zkušenosti s typem pracovní pozice	Se kterými typy pracovních pozic máte zkušenosti?
Úroveň příjmů a bohatství ⁵⁶	Co jste ochoten (ochotna) mi sdělit o úrovni vašich příjmů a vašeho bohatství?
Úroveň a obor dosaženého vzdělání (doma/v zahraničí – kde?)	Co mi řeknete o vašem vzdělání?

Zkušenosti s Business Angel investicemi a investiční zvyklostí

Zjišťovaná skutečnost:	Otázka na Business Angel investora:
Doba	Jak dlouho se Business Angel investicím věnujete?
Počet investic	Kolik Business Angel investic jste již uskutečnil?
Budoucí ochota investovat (<i>údaje o investicích, kategorie...</i>)	Jaké investice plánujete do budoucna?
Obor zaměření investic/místo realizace investic	Které obory podnikání preferujete/považujete za perspektivní? V jakém teritoriu (zemi) plánujete realizaci investic? Důvody?
Podíl vlastního kapitálu, který investuje	Jak velký je podíl vlastního kapitálu, který investujete?
Další kapitál	Jaké jsou další zdroje kapitálu, pakliže je tento využíván?
Fáze, do které investuje	Do kterých fází životního cyklu podniku směřujete investice?
Způsob nalézání potencionálních investic (<i>akvizice, kategorie...</i>)	Jakým způsobem získáváte informace o možných investicích? (otázka prospekce trhu)
Způsob ukončení investice	Jakými způsoby ukončujete investice?
Počet a objem (Kč) zvažovaných projektů ročně ⁵⁵	Jaký je počet a finanční objem vámi zvažovaných projektů ročně?

⁵⁶ Otázka byla po zralé úvaze přesunuta na konec dotazování, jako poslední před očekávaným ukončením rozhovoru.

Počet a objem (Kč) zainvestovaných projektů ročně?	Jaký je průměrný počet a finanční objem vámi zainvestovaných projektů?
Předpokládaná délka investic	Jakou vyžadujete dobu návratnosti investice?
Prověřování investice (proces due diligence)	Jakým způsobem provádíte due diligence?
	Jaké části due diligence zpravidla má?
	Kdo due diligence zpracovává? (interní vs. externí due diligence?)
	Jaká je v průměru časová náročnost due diligence?
Čas zvažování investice	Jak dlouho investici zvažujete, než se rozhodnete do projektu vstoupit?
Počet jednání s podnikateli	Kolik jednání s podnikateli předchází vašemu rozhodnutí o vstupu do projektu?
Odmítnuté projekty (<i>počet a důvody</i>)	Jaké investiční projekty jste v minulosti odmítl a proč? Kolik jich zhruba bylo? Jaké jsou nejčastější důvody odmítnutí investice?
Význam sítí, organizací a vztahů mezi BA investory navzájem	Jak spolupracujete s dalšími Business Angels? Jaké jsou vaše zkušenosti? Výhody a nevýhody spolupráce?
Přístup k riziku	Jaký je váš vztah k riziku? Jaké metody/přístupy řízení rizika uplatňujete?

Význam podmínek prostředí pro realizaci investice

Zjišťovaná skutečnost:	Otázka na Business Angel investora:
Makroekonomický vývoj	Jaký význam pro vás má makroekonomický vývoj a makroekonomické prostředí?
Politika ČNB/ politika vlády – např. investiční pobídky nebo daňová politika /legislativní rámec – ochrana investic /vymahatelnost práva / rozvinutost kapitálového trhu (jak ovlivňuje likvidnost investice)	Které makroekonomické, legislativní a daňové podmínky považujete za důležité pro vaše Business Angel investice a proč? Zhodnoťte jednotlivé kategorie: politika ČNB ve vztahu k úrokovým sazbám a regulaci/daňová politika/legislativa ovlivňující činnost soukromých investorů, zejména ochrana investic a vymahatelnost práva/rozvinutost kapitálového trhu ve vztahu k likvidnosti investic, aj.
Překážky při zahájení podnikání	Označte klíčové bariéry rozvoje podnikání v ČR z pohledu soukromého investora. Jak důležitá je pro vás administrativní/časová/finanční náročnost zahájení podnikatelské činnosti v ČR?
Další bariéry	Jaké jiné bariéry jsou pro vás důležité a proč?

Podnikatel, projekt a produkt

Zjišťovaná skutečnost:	Otázka na Business Angel investora:
Podnikatel a manažerský tým	Jaké máte požadavky na osobnost podnikatele a manažerský tým z hlediska kompetencí (zkušeností a vzdělání)? Jaké psychologické faktory sehrávají při hodnocení osoby podnikatele a manažerského týmu roli? Sehrávají nějakou roli reference? Jakou? Jaké

	jsou zdroje referencí? Jakou roli sehrává fakt, že management podniku nese podnikatelské riziko v podobě podílu na základním kapitálu?
Osobní známost podnikatele	Jak je pro vás důležitá osobní známost podnikatele?
Vlastnosti produktu nebo služby	S jakým produktem by měla společnost přijít na trh? Ptáme se na vlastnosti produktu zejména z hlediska užitku pro spotřebitele a potenciál generování cash flow (jedinečnost produktu).
Patentová ochrana	Jak je pro vás důležitá patentová ochrana produktu?
Trh	Jaká kritéria berete v úvahu při posuzování relevantního trhu? Zajímá nás míra růstu trhu, míra konkurence, přístup na trhy (lokální/mezinárodní)
Otázka (budoucího) trhu a plán prodeje	Jakou máte představu očekávaného vývoje trhu a plánu prodeje?
Plán obchodního rozvoje	Jak důležitý je pro vás plán obchodního rozvoje, jaké nároky máte na jeho podobu?

Finanční kritéria

Zjišťovaná skutečnost:	Otázka na Business Angel investora:
Finanční kritéria	Která finanční kritéria jsou pro vás při hodnocení potenciálu projektu důležitá a proč?
Jak významná jsou následující kritéria?	Dosažení vysoké míry zhodnocení investovaného kapitálu (ROI/IRR), likvidnost investice (možnost rychlého prodeje), možnost průběžného inkasa dividend (podílů na zisku), jaká je maximální doba do exitu?

Monitoring investice

Zjišťovaná skutečnost:	Otázka na Business Angel investora:
Osobní zapojení (formy monitoringu)	Jakým způsobem a v jaké míře se osobně zapojujete do projektu? (Úroveň strategického řízení? Úroveň operativního řízení? Institucionální a právní postavení investora v rámci podniku...?)
Monitorovací nástroje	Jaké nástroje využíváte k monitoringu investice?
Hodnocení právě monitorovaných investic (naplňují očekávání, potřebují hlídat, problémy...)	Jak hodnotíte své právě probíhající investice?

Ukončení

Zjišťovaná skutečnost:	Otázka na Business Angel investora:
	Je něco, co byste mi rád řekl a já jsem se na to nezeptala? Je něco, na co si myslíte, že jsem se měla zeptat a nezeptala?

Přehled publikačních výstupů

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M. Makroekonomické faktory ovlivňující business angels aktivitu a tvorbu venture capital v České republice. *TRENDY EKONOMIKY A MANAGEMENTU*, 2015, roč. 9, č. 22, s. 47-58. ISSN: 1802- 8527.

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M. Firma, podnik nebo obchodní závod? Některé termíny ekonomických disciplín v konfrontaci s jejich legální definicí. In *Sborník konference: Interdisciplinární mezinárodní vědecká konference doktorandů a odborných asistentů QUAERE 2015*. Hradec Králové: MAGNANIMITAS, 2015. s. 534-542. ISBN: 978-80-87952-10- 8.

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M. Booked securities: are they securities or not? In *Financial Management of Firms and Financial Institutions, Proceedings*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2016. s. 1129-1133. ISBN 978-80-248-3865-6.

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M. Nástrahy pojmů: aktiva, majetek, jmění, závazek, dluh. *ACTA STING*, 2016, roč. 2016, č. 2, s. 92-111. ISSN: 1805-6873.

SKALICKÁ DUŠÁTKOVÁ, M.; ZINECKER, M. Valuing start-ups – selected approaches and their modification based on external factors. *Business: Theory and Practice*, 2016, roč. 17, č. 4, s. 335-344. ISSN: 1648-0627.

SKALICKÁ, M.; ZINECKER, M.; MELUZÍN, T. Private equity fund structures in Czech Republic within the framework of the new institutional economics. In *Proceedings of the 9th International Conference on Applied Economics Contemporary Issues in Economy. Finance*. Toruń, Poland: Institute of Economic Research, 2017. s. 165-173. ISBN: 978-83-65605-05- 4.

SKALICKÁ, M.; ZINECKER, M.; MELUZÍN, T. Institutional Determinants of Private Equity Market in Czech Republic. *Economics and Sociology*, 2017, roč. 10, č. 4, s. 83-98. ISSN: 2071-789X.

V recenzním řízení:

SKALICKÁ, M.; ZINECKER, M.; DOHNAL, M.; MELUZÍN, T. Financial Impact Analysis of Going Public at the Warsaw Stock Exchange: Using Fuzzy Logic to Understand Behaviours of Mature Companies

SKALICKÁ, M.; ZINECKER, M.; MELUZÍN, T. Why Do Companies Go Public? Evidence from the Prague Stock Exchange