

**Filozofická fakulta Univerzity Karlovy v Praze**

Ústav informačních studií a knihovnictví

Studia nových médií

## **Diplomová práce**

Bc. Jan Böhm

### **Dopad crowdfundingu na tradiční distribuční struktury**

The Influence of Crowdfunding on Traditional Distributional Structures

**Praha 2014**

**Vedoucí práce: Ing. Ondřej Zaoral, Ph. D.**

## Poděkování

Děkuji všem, kdo mi pomohli dovést tuto práci do konce.

## Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně, že jsem řádně citoval všechny použité prameny a literaturu a že práce nebyla využita v rámci jiného vysokoškolského studia či k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 17. 4. 2014

.....

## Abstract

The main topic of this diploma thesis is the capital allocation. I focus on crowdfunding and study how the development of crowdfunding during the last years influenced options and effectiveness of the capital allocation. I compare crowdfunding with other distributional models. Under the term of „distributional models“, I understand funding models, namely bilateral model, banks, stock markets and venture capital. I choose start-ups or arising projects as a medium of exploration. The hypothesis of this thesis is as follows: „Crowdfunding is better model for funding arising projects than venture capital, banks, stock market or bilateral model.“

To answer the main hypothesis, I analyze two supporting hypothesis. The first hypothesis studies the principle of crowdfunding. It says, that crowdfunding is able to recognize funding-worthy projects better than other models. I want to know, what makes crowdfunding an innovative concept, I study, how the new media manifest themselves in the concept of crowdfunding. I analyze, how crowdfunding eliminates individual errors by using the „crowd“. And above all, I study how each model addresses the role of an intermediary in the relation between surplus and scarce subjects.

The second hypothesis observes, whether crowdfunding provides more money to the arising projects than other models. At the beginning of the analysis, I provide an overview of the currently available resources on funding in each funding model. Based on available data, I compare, how many funds flow through the crowdfunding and how many flows through other models. Then I study and compare the specialization of the funded projects in venture capital and crowdfunding.

At the conclusion of this thesis, I provide not only the answers to the question asked, but also proposals on next research in this field and an overview of the best current resources for the next study.

## Keywords

Crowdfunding, Venture capital, Disintermediation, Intermediary, Start-up, Funding

## Abstrakt

Tématem diplomové práce je alokace kapitálu. Zaměřuji se na crowdfunding a sleduji, jak možnosti a efektivitu alokace kapitálu jeho rozvoj v posledních letech ovlivnil. Crowdfunding porovnávám s tradičními distribučními modely. Pod tímto pojmem chápu modely financování, jmenovitě bilaterální model, bankovní model, burzu cenných papírů a venture kapitál. Jako prostředek zkoumání jsem vybral startupy, nebo šířeji nově vznikající projekty. Hypotéza této práce zní: „Crowdfunding je pro financování nových projektů vhodnější než venture kapitál, banky, burza a bilaterální model.“

Pro odpověď na hlavní hypotézu analyzuji dvě podpůrné hypotézy. První hypotéza sleduje princip fungování crowdfundingu. Říká, že crowdfunding je schopen podpoření hodné projekty identifikovat lépe než jak to dokážou ostatní modely. Zajímá mě, v čem spočívá inovativnost crowdfundingu, sleduji, jak se projevuje využití nových médií v crowdfundingu, analyzuji, zda dokáže crowdfunding eliminovat chyby jednotlivců efektivněji díky zapojení „davů“. A především porovnávám, jak řeší jednotlivé modely roli zprostředkovatele ve vztahu mezi nedostatkovým a přebytkovým subjektem.

Druhá hypotéza ověřuje, zda crowdfunding poskytuje novým projektům více peněz než ostatní modely. Na úvod této analýzy nabízím přehled dostupných zdrojů o financování skrze jednotlivé modely. Na základě dostupných dat pak porovnávám, kolik prostředků proudí skrze crowdfunding a kolik skrze ostatní modely. Následně sleduji, jaké zaměření mají projekty podpořené venture kapitálem a crowdfundingem.

V závěru této práce nabízím kromě odpovědí na položené otázky také návrhy dalších výzkumů v této oblasti a přehled nejlepších zdrojů pro další seznámení se s problematikou.

## Keywords

Crowdfunding, Venture kapitál, Disintermediace, Zprostředkovatel, Start-up, Financování

# Obsah

Abstract.....	4
Abstrakt.....	5
1. Úvod.....	7
2. Vlastnosti crowdfundingu .....	10
2.1 Crowdfunding je historicky nový nástroj .....	10
2.2 Crowdfunding využívá nová média .....	12
2.3 Crowdfunding eliminuje chyby jednotlivců .....	15
2.4 Crowdfunding nahrazuje zprostředkovatele.....	18
2.4.1 Distribuční modely .....	20
2.4.2 Pokrytí rolí zprostředkovatele v různých modelech.....	24
3. Část druhá: Investice do začínajících firem .....	35
3.1 Růst prostředků v crowdfundingu a ostatních modelech.....	39
<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>53</b>

# 1. Úvod

Všichni obchodujeme. Protože člověk se už neživí tím, co si vypěstoval nebo ulovil, nýbrž tím, co si koupí, je závislý na obchodování. Je závislý na síti interakcí s dalšími lidmi. Úspěšný obchod lze charakterizovat mnoha různými způsoby, s jistotou lze ale říci, že na obchodování nikdo nechce tratit. Podoba obchodování a směňování se vyvíjí, stejně jako se vyvíjí podoba společnosti a míra komplexnosti interakcí mezi lidmi: Od obyčejného směňování ryb za zemědělské produkty v primitivních kulturách na melanéských ostrovech se dostáváme k utrácení peněz na farmářských trzích v Praze. Od soukromých a rozptýlených směn mezi jednotlivci se dostáváme k nakupování v hypermarketu s pevnými cenami. A od přímé směny mezi dvěma stranami se dostáváme k abstraktním systémům, v nichž hrají stále větší a větší roli zprostředkovatelé.

Při zapojení zprostředkovatele roste obava, že by jedna nebo druhá strana mohla tratit: Kolik z prostředků, které získá zprostředkovatel, bych mohl získat já? Nakládá skutečně zprostředkovatel s mými prostředky lépe, než bych s nimi nakládal já? Je zprostředkovatel nezastupitelný, nebo bych jeho odsunutím spíše získal? Odpověď na otázku, jak je role zprostředkovatele přínosná pro různé modely, není prostá. A i když připustíme, že se jedná o komplikovanou otázku, možná na první pohled nevíme, jak složitá otázka před námi leží: Tři výše zmíněné pohyby – od naturální směny k penězům, od kapilární směny k trhu a od přímé směny k obchodu – totiž nejsou jen prostým lineárním vývojem, ve kterém nové nahrazuje staré. Modely primitivní směny úspěšně existují vedle modelů komplexních. I dnes občas směňujeme “něco za něco”, setkáme se s podomními obchodníky a nakupujeme přes inzeráty. Navíc jsou všechny modely směny ovlivněny technologickým vývojem. Nemůžeme se tedy spokojit s konstatováním, že modely mladší, komplexnější, nebo technologicky pokročilejší, jsou automaticky lepší. Stáří modelů, komplexita a technologická “pokrokovost” směny nemusí jít ruku v ruce.

Tématem této diplomové práce je otázka, jak crowdfunding ovlivňuje tradiční distribuční struktury, jaký na ně má dopad. Zvláště nás zajímá, jak se mění možnosti financování pro nedostatkové subjekty (pro subjekty, které mají méně peněz, než potřebují) a jak se mění možnosti investování pro přebytkové subjekty (pro subjekty, které mají více peněz, než potřebují). Pod distribuční strukturou rozumíme systém alokace kapitálu. Mezi tradiční formy alokace kapitálu řadíme banky, burzu cenných papírů, rizikové investory, ale také nejjednodušší model: bilaterální směnu. Právě vedle těchto modelů se v posledních letech postavil crowdfunding. Crowdfunding je způsob financování projektů nebo podniků

shromážděním mnoha malých částek od velké skupiny lidí, typicky s využitím internetu.<sup>1</sup> Na crowdfunding jsou kladena velká očekávání: Má být nástrojem, který zprostředkovává financování nedostatkovým subjektům, již nemohou dosáhnout na jiný typ financování a zároveň dává příležitost investovat lidem, kteří obvykle do tohoto typu aktiv neinvestují. Má být nástrojem, který odstraňuje geografické překážky v investování. Má být nástrojem, který dokáže identifikovat podpoření hodné projekty a poskytnout jim “proof of concept”. Má být nástrojem, který přitahuje investice tím, že investory oslovuje s finanční i nefinanční motivací.<sup>2</sup> Zajímavý je mezi očekáváními také předpoklad, že crowdfunding se zbavuje zprostředkovatele. Toho příznivci crowdfundingu vnímají obvykle buď jako jedince, u něhož hrozí výrazně větší riziko chybného rozhodnutí, nebo jako netransparentní článek řetězce, jehož role je drahá a přínos pochybný.<sup>3</sup> V crowdfundingu proto vidí nástroj, který by měl nedostatky ostatních modelů nahradit moudrostí davu.

Tato práce si klade za cíl potvrdit nebo vyvrátit hypotézu, že crowdfunding je pro financování nových projektů vhodnější než venture kapitál, banky, burza a bilaterální model. Odpověď bychom měli dostat prostřednictvím analýz, kterými budeme zkoumat dvě podpůrné hypotézy. První podpůrná hypotéza zní: „Crowdfunding je schopen podpoření hodné projekty identifikovat lépe než jak to dokážou ostatní modely.“ Druhá podpůrná hypotéza zní: „Crowdfunding nabízí novým projektům více peněz, než ostatní modely.“

V čem by měla spočívat schopnost crowdfundingu odhalit podpoření hodné projekty efektivněji, než jak to dovedou ostatní modely? Předpokládáme, že „lepší“ rovná se „inovativní“. V čem ale inovativnost crowdfundingu spočívá? Stačí, že je historicky nový? Nebo je inovativní to, že crowdfunding využívá principy nových médií? Nebo je crowdfunding inovativní tím, že eliminuje chyby jednotlivců? A do jaké míry skutečně nahrazuje zprostředkovatele? Jak se mu v tomto směru “daří” oproti ostatním modelům? Těmito otázkami se budeme zabývat v první části práce. Na tyto otázky budu hledat odpověď pomocí podrobného zkoumání dostupných výzkumů a studií crowdfundingu samotného a analýzou, ve které porovnáám chápání zprostředkovatelské role různými modely.

---

<sup>1</sup> Definition of Crowdfunding. In: Oxford Dictionaries: Oxford University Press [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/crowdfunding>

<sup>2</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)

<sup>3</sup> STEINBERG, Scott. The Crowdfunding Bible: How To Raise Money For Any Startup, Video Game Or Project [online]. READ.ME, 2012 [cit. 2013-07-15]. ISBN 9781105726286. Dostupné z: <http://www.crowdfundingguides.com>



Při řešení druhé podpůrné hypotézy se zaměřím na to, jak vypadá financování startupů v USA. Omezení analýzy pouze na USA má jednoduchý důvod – crowdfunding i venture kapitál, jako hlavní současné zdroje financování startupů mají v USA velkou tradici a vývoj na americkém trhu lze v této oblasti považovat za reprezentaci globálních trendů. Financování startupů řeším proto, že startupy jsou dobrým příkladem subjektu, který má velký potenciál, ale omezené možnosti financování. Startupy jsou malé a začínající firmy, které mají velký potenciál k růstu. To je zajímavé ze dvou důvodů: Zaprvé začínající firma nemá obvykle dostatečné zdroje financování. Zadruhé „potenciál k růstu“ je poměrně abstraktní hodnota, která se špatně měří a odhaduje. Pokud první analýza ukáže, že crowdfunding dokáže lépe odhalit podpoření hodné projekty, pak by to měla ukázat i čísla, která budu sledovat v analýze druhé.

Odpovědi na otázky obsažené v dvou podpůrných analýzách získáme odpověď na hypotézu hlavní. Cílem této práce je přispět k pochopení, nikoliv vybrat jednoznačného vítěze a všechny ostatní modely zatratit. Práce spíše ukáže, za jakých okolností jsou využitelné jednotlivé modely, jaké jsou limity a přidaná hodnota těchto modelů.

## 2. Vlastnosti crowdfundingu

V první části práce se zaměříme na pracovní hypotézu, že crowdfunding dokáže identifikovat podpoření hodné projekty lépe, než ostatní modely. Základní předpoklad pro to, aby byl crowdfunding schopen dělat něco lépe než ostatní distribuční modely, je, že přináší nějakou inovaci. Těžko můžeme předpokládat, že nástroj, který nepřináší nic nového, bude mít jakýkoliv širší dopad. Slovo “inovace” pochází z latinského “innovare” a znamená změnu nebo novinku. Z očekávání řady autorů můžeme vyabstrahovat čtyři základní tvrzení, která podporují tezi, že crowdfunding je inovativní. Tyto teze si postupně rozebereme podrobněji.

### 2.1 Crowdfunding je historicky nový nástroj

Termín “crowdfunding” sice poprvé zazněl v roce 2006<sup>4</sup>, koncept shromažďování velkého obnosu po drobných částkách od velkého množství jednotlivců však má své historické vzory. V 17. století byl známý koncept “Pränumeration”, kdy čtenáři mohli přispět na tisk knihy autora, kterého chtěli podpořit. Odměnou jim za to bylo uvedení jména v knize.<sup>5</sup> Tímto způsobem získala prostředky také řada velmi známých děl a autorů: W. A. Mozart shromažďoval peníze na koncert ve Vídni, Joseph Pulitzer získal pomocí “crowdfundingu” prostředky na dostavbu sochy Svobody.<sup>6</sup> Stejným způsobem – drobnými dary veřejnosti – se podařilo získat část prostředků na stavbu Národního divadla v Praze.<sup>7</sup> Úplnou novinkou tedy crowdfunding není.

To, že crowdfunding není nástroj bez historie, však není překvapivé, ani to neříká o crowdfundingu nic špatného. Teorie remediace ukazuje, že různá média a různé technologie na sebe působí a ovlivňují se. Nové technologie a nová média přebírají určité prvky starších technologií.<sup>8</sup> Mobilní telefony jsou remediací pevných linek. Online média jsou remediací (mimo jiné) tištěných médií. Neznamená to, že by remediace nenabízela víc než její vzor. Remediace ze svého vzoru vychází, postupně však objevuje svébytný

---

<sup>4</sup> CASTRATARO, Daniela. A Social History Of Crowdfunding. In: Social Media Week [online]. 12. 12. 2011 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z:

<http://socialmediaweek.org/blog/2011/12/a-social-history-of-crowdfunding/>

<sup>5</sup> Crowdfunding. In: Wikipedia: the free encyclopedia [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 2013-07-15]. Dostupné z:

<http://en.wikipedia.org/wiki/Crowdfunding>

<sup>6</sup> KAZMARK, Justin. Kickstarter Before Kickstarter. In: Kickstarter Blog [online]. 18. 7. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/blog/kickstarter-before-kickstarter>

<sup>7</sup> HERMAN, Josef. Chléb a hry. In: Divadelní noviny [online]. 5. 6. 2008 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://host.divadlo.cz/noviny/clanek.asp?id=16746>

<sup>8</sup> GRUSIN, Jay David Bolter and Richard. Remediation: understanding new media. 6. Nachdr. Cambridge, Mass. [u.a.]: MIT Press, 2003. ISBN 978-026-2522-793.

prostor, který vyplňuje. V prvních typech mobilních telefonů jsme mohli vzor stolního telefonu vidět poměrně jasně. Dnes už je sluchátko jen obrázkem na ikonce chytrého telefonu, který prakticky nemá reálný vzor, protože iPhone by si se sluchátkem ciferníkového telefonu spojil málokdo.

V této souvislosti je zajímavé podívat se na to, jaké vlastnosti posunuly crowdfunding dál, než kde před ním zůstaly ostatní modely. Collins našel takové předpoklady čtyři:<sup>9</sup> Crowdfundingové platformy neúčtují za založení nové kampaně, čímž dávají uživatelům možnost začít shánět prostředky s nízkými náklady (platí se až po dokončení kampaně). Crowdfunding se opírá o zavedené a důvěryhodné online platební nástroje, čímž umožňuje jednoduchý přenos finanční podpory mezi podporovateli a tvůrci projektů. Na crowdfundingových platformách je okamžitě vidět, kolik prostředků je na projekt již shromážděno. To může být silný argument při oslovování dalších podporovatelů, ale také motivující podpora pro ty, kdo na projekt narazí náhodou. Čtvrtým faktorem, který výrazně posiluje crowdfunding, je propojení se sociálními médii, díky kterým mohou podporovatelé snadno oslovovat další podporovatele.

Je zajímavé, že všechny čtyři charakteristiky, které Collins pozoruje, mají společného jmenovatele: Nová média. Díky novým médiím je možné poskytnout prostor novému projektu zcela zdarma (v novinách nebo televizi by to bylo podstatně nákladnější). Díky novým médiím je možné přenášet platby virtuálně a odkudkoliv. Díky novým médiím můžeme okamžitě získat a zobrazit informaci, jaká je výše shromážděné částky. A díky novým médiím se mohou naši podporovatelé navzájem propojovat a zpráva o projektu se tak může šířit virtuálními sociálními sítěmi.

Tvrzení, že crowdfunding je historicky novým nástrojem, můžeme tedy přinejmenším zpochybnit. V minulosti nacházíme modely financování, od kterých se crowdfunding v základu neliší. Na druhou stranu určitou odlišnost pozorujeme a je to odlišnost spojená s využitím nových médií. K tomu se váže druhá teze, kterou budu ověřovat.

---

<sup>99</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)

## 2.2 Crowdfunding využívá nová média

V této části se podíváme na to, v čem jsou nová média inovativní a jak z nich čerpá crowdfunding. Přívlastek “nový” znamená v případě nových médií “neprozkoumaný”. Nová média jako nová označujeme proto, že ještě neznáme plně jejich možnosti.<sup>10</sup> Díky principu remediace se v nových médiích zrcadlí řada médií starších, kombinací však vzniká něco nového. Zároveň se nová média sama pořád ještě vyvíjí, mají performativní charakter a nestálou podobu. Změnu, kterou nová média přinášejí, můžeme nahlížet z různých úhlů: Na jedné straně z pohledu lidí, kteří spolu komunikují. Na druhé straně z pohledu technologií, které se ke komunikaci využívají. Tyto dva pohledy se nedají úplně oddělit, protože – jak si dále ukážeme – jedna ze základních charakteristik nových médií je to, že jsou na technologii závislá. Pohled na dvě definice, které nová média nahlížejí každá z jiného pohledu, nám však pro lepší představu poslouží.

Jako komunikaci označujeme někdy také dopravní cesty. Toho si všiml Vin Crosbie, když pro popis vývoje médií využil analogii se zemí, vodou a vzduchem, tedy různými prostředími, která slouží pro dopravu.<sup>11</sup> První dvě prostředí mají tři společné charakteristiky. Zaprvé, využití prostředí je starší, než technologie. Lidé chodili po zemi a plavali ve vodě dříve, než byly vynalezeny různé dopravní prostředky. Ty jen zvýšily rychlost přesunu v rámci těchto prostředí a umožnily převážet větší náklady. Zadruhé, využití prostředí člověkem není vázáno na technologie. Většina z nás může chodit nebo plavat bez pomoci jakýchkoliv technologií. A zatřetí, využití dopravních prostředků je limitováno prostředími. Lodě nemohou jezdit po souši, stejně jako vlaky nemohou do vody. Vedle toho je však prostředí třetí – vzduch. Využití vzduchu jako dopravního prostředí je závislé na technologii. Lidé mohou sami chodit a plavat, ale nemůžou sami létat. Zároveň ale dopravní prostředky, které umožňují létání, nejsou omezené prostředím a jsou využitelné kdekoliv na Zemi. Takže zatímco země a voda mají vzájemně jedinečné výhody a nevýhody, vzduch má výhody a nevýhody oproti oběma prostředím současně.

Analogii s dopravními prostředími využívá Crosbie k definování změny, která nastala v médiích. Tři komunikační prostředí nazývá jako “jeden k jednomu”, “jeden k mnoha” a “mnoho k mnoha”. Podobně jako u dopravních prostředí, jsou i první dvě komunikační prostředí prastará a nezávislá na technologii, zatímco třetí je relativně nové a jeho využití na technologii závislé je. Model jeden k jednomu popisuje interpersonální komunikaci.

---

<sup>10</sup> CHUN, Wendy Hui Kyong, KEENAN, Thomas. *New media, old media: A history and theory reader*. Routledge, New York: 2006. 418 s.

<sup>11</sup> CROSBIE, Vin. *What is New Media? Digital Deliverance* [online]. 2002 [cit. 2013-07-25]. Dostupné z: <http://web.archive.org/web/20020618014948/http://www.digitaldeliverance.com/philosophy/definition/definition.html>

Konverzace je základním způsobem komunikace v tomto modelu, který technologie pouze zrychlila zapojením telefonu, pošty nebo e-mailu. Každý účastník má rovné a vzájemné možnosti upravovat obsah konverzace. Obsah komunikace může být upraven individuálními potřebám a zájmům jednotlivce. Limitem interpersonální komunikace však je, že čím více lidí se komunikace účastní, tím menší kontrolu má jednotlivec nad obsahem a tím méně může upravovat obsah směrem k tomu, co jej zajímá nebo co potřebuje. Druhý model označuje masmediální komunikaci. Jedná se o stejně starý model, jako interpersonální komunikace – jako masmediální komunikaci můžeme vnímat i kmenového vůdce, který mluví ke svému lidu. Charakteristické pro masmediální komunikaci je, že se jeden obsah dostává ke všem účastníkům. Nad tímto obsahem má kontrolu pouze jeden člověk – mluvčí, zatímco posluchač má možnosti značně omezené a nemůže obsah upravit podle svých potřeb. Třetí model je model nových médií: Je to model historicky nejmladší, vzniklý v přímé souvislosti s vývojem nových technologií. Charakteristické na nových médiích je to, že umožňují rozeslat mnoha účastníkům zároveň zprávu, která je pro každého unikátní a individualizovaná. A také to, že všichni účastníci této komunikace – ať už ti kdo zprávy vysílají, vydávají nebo přijímají – mají stejnou kontrolu nad obsahem komunikace. Nová média přebírají výhody starších modelů, aniž by přebírala jejich slabiny.

Poselstvím Crosbieho definice je rostoucí moc jednotlivců na obou stranách konverzace. Člověk, který chce někoho oslovit, má díky novým médiím příležitost dostat se k více a více lidem, aniž by úměrně tomu rostly jeho náklady. Člověk, který informaci přijímá, si jí může mnohem lépe vyhledat, filtrovat nebo porovnat. Toto je fenomén, který crowdfunding dotáhl k dokonalosti tím, že oslovuje co nejširší skupinu lidí a vyzývá je, aby informaci o podpoře projektu sdíleli mezi sebou. Jinými slovy: Virální charakter jednotlivých kampaní přímo vychází z novomediálních základů, na kterých crowdfunding stojí.

Druhé hledisko, které definuje nová média, je hledisko technologické. Manovich popisuje pět principů nových médií, nebo přesněji řečeno dva hlavní principy a tři vlastnosti, které z nich vyplývají.<sup>12</sup> Prvním principem je číselná reprezentace. Informace, ať už byly do digitální podoby převedené, nebo na počítači přímo vytvořené, mají své číselné vyjádření v binárním kódu. Díky tomu se s nimi dá snadno manipulovat. Druhým principem je modularita – nová média jsou konstruována z mnoha samostatných, nespojitých, ale kombinovatelných nástrojů. Webová stránka není jen kombinací textů, obrázků a videí, ale také kombinací různých programovacích jazyků. Tyto prvky mohou společně

---

<sup>12</sup> MANOVICH, Lev. The language of new media. 1st ed. Cambridge: MIT Press, 2002, xxxix, 354 s. ISBN 02-626-3255-1.

fungovat, ale zároveň si zachovávají svébytný charakter. První dvě charakteristiky jsou určující, další tři z nich vyplývají: Díky tomu, že jsou digitální média snadno manipulovatelná a kombinovatelná, děje se řada věcí automaticky. Zároveň může jeden obsah existovat v mnoha různých verzích (online přehrávané video se zobrazuje v různé kvalitě podle kvality připojení, jde ale o stále stejné video). Vrcholným, evolučně nejnáročnějším principem, je pak transkódovatelnost: Nová média vytvářejí jazyk, kterému rozumí člověk i stroj. Díky tomuto společnému jazyku se navzájem ovlivňují: Stroje se vyvíjejí tak, aby odpovídaly potřebám uživatelů. A potřeby uživatelů se vyvíjejí podle toho, co jim nabízejí stroje. Manovichova definice se může na tomto místě zdát jako příliš abstraktní, či možná bez souvislosti s tématem crowdfundingu. Pokud jsme však výše řekli, že nová média jsou na technologiích závislá, musíme sledovat také to, v čem jsou technologie pro komunikaci určující.

Propojení crowdfundingu s novými médii má totiž dvě roviny. Když se podíváme zpět na Collinsovy předpoklady úspěšnosti crowdfundingu (nízké počáteční náklady, důvěryhodné platební nástroje, okamžité zobrazení stavu kampaně, využití sociálních médií), vidíme, že tři z těchto výhod stojí spíše na technologických základech: Nízké počáteční náklady jsou možné, protože pár řádek kódu při založení nového projektu zabere tak zanedbatelné místo na disku provozovatele, že to ani nelze účtovat. Zároveň je možné replikovat šablonu projektů, takže nový projekt neznamena kompletní programování celé stránky. Důvěryhodné platební nástroje, nebo obecně platby přes internet, jsou také umožněné numerickou reprezentací. Stejně tak zpětná informace o tom, kolik je aktuálně na projekt vybráno – což není nic jiného, než zpětný přenos zprávy mezi bankou a webovou stránkou. Až čtvrtý předpoklad úspěchu – propojení se sociálními médii – ukazuje souvislost s posunem ke komunikačnímu modelu nových médií. Dřívější typy financování davem také oslovovaly velké množství přispěvatelů. Je ale příznačné, že historicky známé příklady financování jsou spojené se jmény Mozarta a Pulitzera. Jistě je možné, že méně známí tvůrci prostě “neprosákly” do současnosti. Ale není pochyb o tom, že nová média dala možnost dosáhnout k masám lidí, i když autor projektu nemá renomé jako Mozart.

Tezi, kterou jsem položil na začátku této kapitoly, tedy můžu potvrdit. Vlastnosti, které odlišují crowdfunding od jeho předchůdců, jsou zároveň vlastnostmi, které úzce souvisí s vývojem nových médií. Crowdfunding je tedy inovativní tím, že princip známý z historie obohacuje o konkrétní možnosti, které přinesla nová média.

## 2.3 Crowdfunding eliminuje chyby jednotlivců

Jedním z velkých očekávání od crowdfundingu je, že díky “moudrosti davu” dokáže eliminovat chybné rozhodnutí jednotlivců. Předpoklad, že skupina lidí se často rozhoduje správněji, než jedinec (byť třeba expert v daném oboru), je správný. Crowdsourcing skutečně chyby jednotlivců eliminuje. Je tedy na místě předpokládat, že pokud crowdfunding z crowdsourcingu čerpá, přenáší výhody skupinového rozhodování do prostředí alokace zdrojů.

Crowdsourcing definujeme jako způsob získávání informací (nebo jiných vstupů do projektů) oslovením velké skupiny lidí (dobrovolné nebo finančně ohodnocené), typicky přes internet.<sup>13</sup> Termín crowdsourcing navazuje na termín outsourcing a tím vlastně ukazuje, že práci, kterou firmy a jednotlivci outsourcovali na jiné, konkrétně vybrané firmy a jednotlivce, mohou v prostředí internetu svěřit “davu” (crowdu). Ten prokazuje schopnost vypořádat se i s nejnáročnějšími úkoly. Definice, kterou jsem uvedl, je nejširší možná definice. Neodráží ale vůbec předpoklady, za nichž crowdsourcing může fungovat. Jeff Howe, který termín crowdsourcing v roce 2006 zavedl, vychází z tohoto širokého pojetí.<sup>14</sup> Ovšem stejně jako banka není jen dům, ve kterém jsou peníze, tak crowdsourcing není jakákoliv příležitost, kdy se obrátíme na libovolnou skupinu lidí. Tento popis částečně platí, ale nevystihuje to podstatné.

Princip a podmínky fungování crowdsourcingu popisuje koncept “wisdom of crowd”. Jeho popis vychází z pozorování, který na začátku 20. století uskutečnil britský vědec Francis Galton.<sup>15</sup> Ten se jednou na trhu s dobyt看em stal svědkem soutěže, ve které všichni účastníci trhu mohli po pohledu na živého vola hádat, kolik bude vážit po porážce. Návštěvníky trhu byli jak zkušení řezníci a obchodníci s dobyt看em, tak také lidé, kteří s bouráním hovězího neměli tak velké zkušenosti. Ke Galtonovu překvapení se však průměr všech tipů od skutečného výsledku lišil jen o jednu tisícinu libry. Žádný odborník, který na místě byl, se svým odhadem nedostal tak blízko, jako se dostal “dav” celý.

Surowiecki, který se výzkumem moudrosti davu podrobněji zabýval, popsal čtyři podmínky, za nichž se dav může rozhodovat správně: Rozdílnost názorů, nezávislost, rozptýlenost a agregaci výsledků.<sup>16</sup> Rozdílnost názorů znamená, že každý jednatel se

---

<sup>13</sup> Definition of Crowdsourcing. In: Oxford Dictionaries: Oxford University Press [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z:

<http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/crowdsourcing>

<sup>14</sup> HOWE, Jeff. The Rise of Crowdfunding.

<sup>15</sup> SUROWIECKI, James. *The wisdom of crowds: why the many are smarter than the few*. London: Abacus, 2005c2004, xxi, 295 s. ISBN 978-0-349-11605-12007.

<sup>16</sup> Tamtéž.

rozhoduje na základě svých vlastních poznatků, třebaže takové poznatky jsou jen osobitou interpretací jemu známých skutečností. Nezávislost znamená, názory jedince nejsou ovlivněné názory dalších lidí. Rozptýlenost znamená, že se lidé nerozhodují hromadně, ale každý sám. Agregace výsledků znamená, že odpovědi všech jednotlivců se scházejí na jednom místě, kde je možné je shrnout a jednoduše převést do kolektivního rozhodnutí.

Dává crowdfunding prostor pro projevení širokého spektra názorů? Hezky to ilustruje jedna z nedávných kampaní na portálu Indiegogo. Autoři projektu žádají prostředky na další rozvoj solárních panelů, využitelných jako povrch silnic.<sup>17</sup> Projekt slibuje, že solární panely na silnicích budou nejen dodávat elektřinu, ale také ke své výrobě využijí recyklované sklo, budou schopné upozorňovat na zvěř na silnicích, pomocí vestavěných LED diod budou schopné dynamicky měnit vodorovné dopravní značení a navíc budou schopné se v zimě zahřát, takže odpadnou nároky na odklízení sněhu. Komentáře u kampaně na stránkách Indiegogo sdružují primárně ty, kdo už přispěli. Diskuse pod prezentačním videem na Youtube ale pěkně ukazuje velký rozptyl názorů a svědčí o tom, že každý přispěvatel projekt hodnotí na základě svého soukromého vyhodnocení informací, které jsou právě jemu dostupné a známé.<sup>18</sup> Solární silnice jsou jen jedním konkrétním projektem. Dobře ale ilustrují to, jak se jednotliví lidé vyrovnávají s dostupnými informacemi a jak projevují svůj názor – byť ve výsledku má jen dvě možnosti: Přispět, nebo nepřispět.

Nezávislost přispěvatelů je v případě crowdfundingu velice pochybná. Případ, který pozoroval Galton na dobytčím trhu, zajišťoval nezávislost jednotlivých členů “davů” tím, že každý házel svůj tip napsaný na lístku do uzavřené krabice. Nikdo z hlasujících tedy nevěděl, jak hlasovali ostatní a nemohl podle toho upravovat své rozhodnutí. Každý měl svůj vlastní zájem (za tip nejbližší výsledku dostal výherce cenu), nesledoval nic jiného. Základním prvkem crowdfundingových platforem je “progress bar” – pruh, který ukazuje, jak blízko je projekt ke svému naplnění. Jaký dopad má takováto informace, ukazuje princip “kaskádového myšlení”.<sup>19</sup> Členové skupin mají přirozenou tendenci napodobovat jednání dalších členů skupiny. Pokud na začátku přichází respektovaný expert se špatným úsudkem a ovlivní tímto chybným úsudkem ostatní členy skupiny, pak se chybné uvažování postupně řetězí a posiluje. Kdyby crowdfunding skutečně zajišťoval nezávislost jednotlivých přispěvatelů, nesměli by tito přispěvatelé vidět, jak úspěšný je

---

<sup>17</sup> Solar Roadways. In: Indiegogo [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.indiegogo.com/projects/solar-roadways>

<sup>18</sup> Viz: <https://www.youtube.com/watch?v=qlTA3rnpqzU>

<sup>19</sup> SUROWIECKI, James. The wisdom of crowds: why the many are smarter than the few. London: Abacus, 2005c2004, xxi, 295 s. ISBN 978-0-349-11605-12007.



který projekt.<sup>20</sup> Kaskádové myšlení je však poměrně zásadním prostředkem marketingu: Pokud budeme přemýšlet, do jaké restaurace vkročíme, půjdeme pravděpodobně tam, kam chodí naši známí. Pokud známí nejsou okolo, půjdeme dost možná spíše do té, do které chodí víc lidí, než do jiné, která zeje prázdnotou. Eliminace nezávislého rozhodování crowdu v crowdfundingu do jisté míry pomáhá autorům projektů, protože po překročení určité hranice dosahují svého cíle rychleji a rychleji. Na druhou stranu není možné důvěřovat tomu, že by crowdfunding skutečně projevoval moudrost davu v tom, jaké projekty se podaří realizovat a jaké ne.

Rozptýlenost přispěvatelů představuje prvek, který můžeme považovat pro crowdfunding jako charakteristický. Studie bezmála pěti tisíc autorů projektů z roku 2011 ukázala, že průměrná vzdálenost mezi autorem projektu a jeho podporovatelem je zhruba 4 800 km.<sup>21</sup> Pro srovnání: V případě venture investorů jsou investoři od investovaných vzdáleni jen asi 100 km. Nezávislost rozhodování na místě, kde autor projektu sídlí, potvrzují i dílčí data z největší crowdfundingové platformy Kickstarter (základnu má v USA). Ta uvádí, že v roce 2013 na jejích stránkách přispělo na projekty přes tři miliony lidí z celkem 214 států a oblastí.<sup>22</sup>

Agregace výsledků je rovněž vlastností, kterou nemůžeme crowdfundingu odepřít. Pokud crowdfunding v něčem sehrává roli zprostředkovatele, pak jednoznačně právě v tom, že vytváří místa, na nichž se mohou setkat obě strany, nedostatková i přebytková. Člověk, který chce shánět finance na svůj projekt, má k dispozici kompletní infrastrukturu – stránku, do které jen doplní své texty, fotografie, videa a odměny. Platforma zajišťuje shromažďování příspěvků, jejich uchování na účtu do doby uzavření kampaně i sledování, informace o tom, komu patří která z odměn (v případě “odměnových” typů crowdfundingu), případně za jakých podmínek kdo investuje (v případě equity crowdfundingu).

---

<sup>20</sup> Model platformy, která skutečně propojuje crowdfunding s crowdsourcingem, by mohl být velice zajímavý: Představte si místo, kde jsou prezentace projektů. Nevíte, jak moc je který projekt úspěšný, ale můžete si vybrat, který projekt podpoříte. Na takové platformě by nemuselo jít jenom o prosté hlasování o projektu, který se mi líbí. Pokud má crowdfunding řešit slabinu venture investorů, pak by mohla platforma zaručit, že pokud se podaří vybrat určitou část rozpočtu projektu, druhou investor “doplatí” (respektive koupí podíl). V tu chvíli by byl jednoznačný zájem jednotlivců přispět (příspěvek může pomoci k zrealizování), zároveň by byli uživatelé nezávislí (nemohli by se rozhodovat podle toho, kolik už je vybráno) a venture investoři by získali jednoznačné ověření konceptu.

<sup>21</sup> Viz AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. The geography of crowdfunding. National Bureau of Economic Research, 2011. Agraval ovšem upozorňuje, že tradiční skupina přispěvatelů – rodiny a přátelé – hraje i přes lokální rozprostřenost všech přispěvatelů svou roli. Jako snadno dostupné subjekty mohou být rodiny a přátelé dobrým způsobem, jak získat počáteční investici.

<sup>22</sup> Kickstarter: 2013 Highlights. Kickstarter [online]. 2014 [cit. 2014-04-11]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/year/2013/>

Nemůžeme tedy říci, že by crowdfunding eliminoval chyby jednotlivců. Skupina se může rozhodovat za určitých okolností správněji, než jednatlivec. Crowdfunding ale tyto podmínky nespĺňuje. A nejen to: Podmínka nezávislosti rozhodování stojí přímo proti principu virality, kterým crowdfunding oslovuje přispěvatele. Crowdfunding a crowdsourcing mají jisté společné rysy, ale hypotéza o příbuznosti v jádru obou konceptů není pravdivá.

## 2.4 Crowdfunding nahrazuje zprostředkovatele

Od nejtriviálnějšího tvrzení, že inovativnost crowdfundingu spočívá v jeho historické novosti, jsme se dostali k tomu nejkompexnějšímu. Předpoklad, že crowdfunding otevírá možnost bezprostřednímu kontaktu mezi přebytkovými a nedostatkovými subjekty, je v debatě o crowdfundingu velice silná<sup>23</sup>. Téma, zda v případě crowdfundingu dochází k proměně role zprostředkovatele, je tedy v podstatě opakováním stejné diskuse, která se vedla, když v první polovině devadesátých let minulého století do zásobovacího řetězce vstoupil internet. To je pro nás užitečné, protože tato dřívější diskuse je bohatě zdokumentovaná a zazněla v ní řada trefných poznatků, které můžeme využít i zde.<sup>24</sup> Jak jsem zmínil v úvodu, vstup zprostředkovatele do směny mezi dvěma subjekty s sebou přináší obavy a nechává obě strany pochybovat, zda by bez zprostředkovatele směnu neuskutečnili efektivněji. Význam debaty o zprostředkovateli (intermediary) a o jeho eliminaci (disintermediation) přesahuje rámec této práce, protože zprostředkovatelé se objevují v mnoha situacích, nejen při směňování peněz. Zároveň možnost potvrdit nebo vyvrátit tuto hypotézu není tak snadná, jako v případě z předchozích. Chceme vědět, jaké úkoly na sebe berou zprostředkovatelé při finančních transakcích obecně. A abychom pochopili, jak velkou roli hraje zprostředkovatel v crowdfundingu, budeme porovnávat crowdfunding s dalšími modely.

Když v 90. letech 20. století došlo k masovému rozšíření internetu, upínali někteří lidé své naděje k tomu, že se “konečně” zbaví zprostředkovatelů. Paul Saffo si všimnul, že ačkoliv se původně očekávalo, že díky internetu začnou zákazníci a producenti obcházet zprostředkovatele, tato očekávání se nenaplnila. Místo toho to spíše vypadá, že internet

---

23 Viz například STEINBERG, Scott. The Crowdfunding Bible: How To Raise Money For Any Startup, Video Game Or Project [online]. READ.ME, 2012 [cit. 2013-07-15]. ISBN 9781105726286. Dostupné z: <http://www.crowdfundingguides.com>

24 Viz například SARKAR, M. B., et al. Intermediaries and cybermediaries: A continuing role for mediating players in the electronic marketplace. In: Journal of Computer-Mediated Communication, 1(3), 1995. Dostupné z: <http://jcmc.indiana.edu/vol1/issue3/sarkar.html> nebo RUBINTON, Brian J., Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking. 2011. Dostupné ze SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1807204> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1807204>

vytvořil podmínky pro vznik nové skupiny “kyberprostředníků” a celkově roli zprostředkovatelů posílil. Tento proces opětovného nástupu zprostředkovatelů do nového prostředí internetového obchodu nazval Saffo “disintermediací”. Je to až komicky příznačné: Tam, kde byla s nadějí očekávána disintermediace, remediovalo nové médium vedle jiných vlastností také potřebu zprostředkovatele. Není to ale tak, že by zprostředkovatele internet remedioval omylem: Logika odstranění zprostředkovatele vychází z Coaseho teorie transakčních nákladů.<sup>25</sup> Ta říká, že lidé organizují produkci uvnitř podniků, když jsou očekávané transakční náklady koordinování produkce skrze tržní směnu vyšší než takové náklady uvnitř podniku. Ve chvíli, kdy internet sníží transakční náklady na zanedbatelnou úroveň, byla by internalizace činností logická. Internet však vytvořil zcela nový trh a tím dal také příležitost zprostředkovatelům, aby zvětšili své relativní výhody. Nejde totiž jen o to, aby se ušetřily náklady na koordinování produkce skrze trh, jde také o to, že zprostředkovatelé nabízejí jedinečnou přidanou hodnotu, kterou by jinak musel řešit sám výrobce. Zprostředkovatelé se můžou starat o vyhledávání a hodnocení produktů, řízení rizik zákazníka i výrobce, distribuci, propagaci, můžou zprostředkovávat spotřebitelské informace a také můžou zajišťovat úspory z rozsahu. Protože tohle všechno by jen stěží zajišťovali samotní výrobci, dal internet podnět ke vzniku mnoha e-shopů, vyhledávačů zboží, adresářů, srovnávačů a online bazarů. Samostatným zprostředkovatelem jsou i spotřebitelská diskusní fóra, fankluby a jiné sítě, ale také finanční zprostředkovatelé, kteří zajišťují online platby (např. PayPal). Premisa, že zprostředkovatele je potřeba odstranit, je tedy mylná, alespoň v obecné rovině. Je pravda, že s převedením části nákladů (a příjmů) na zprostředkovatele se zvyšuje riziko neefektivnosti. Proto je ale potřeba v první řadě zprostředkovatele pochopit předtím, než budeme hledat jiná řešení.

Co vlastně musím řešit, když sháním financování? Výše uvedený příklad výrobce, který přenáší část svých nákladů na zprostředkovatele, je poměrně jednoduchý: Buď budu vyrábět boty a prodávat je. Nebo budu pouze vyrábět boty a prodej nechám na samostatném subjektu. V případě, kdy sháním financování, je situace jiná. Domnívám se, že úspěšně uzavřenou smlouvu mezi dvěma subjekty vyžaduje řešení minimálně pěti kroků. Zaprvé potřebuji najít protistranu – někoho, kdo peníze má a nabízí, nebo někoho, kdo si chce peníze půjčit. Zadruhé potřebuji ověřit, že protistrana je tím správným a důvěryhodným partnerem pro jednání. Zatřetí se musíme domluvit na podmínkách, za nichž bude smlouva uzavřena. Začtvrté potřebujeme smlouvu sepsat. Posledním krokem je plnění smlouvy, případně možnosti jednání v případě, že protistrana smlouvu neplní.

---

<sup>25</sup> COASE, R. H. The Nature of the Firm. *Economica* [online]. 1937, vol. 4, issue 16, s. 386-405 [cit. 2013-07-29]. DOI: 10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>

Výše jsem zmínil, že zprostředkovatelé na internetu můžou řídit rizika zákazníka i výrobce: Reklamační lhůty, nezaplacené objednávky a podobně. Otázka právní ochrany obou stran v jednotlivých modelech (ale zejména té, která peníze poskytuje), je velice podstatná. Proto právní ochranu investora přidám jako šestý faktor, který budu sledovat.

### 2.4.1 Distribuční modely

Pokud poptávám nebo nabízím nějaké peníze, mám pět základních možností, kam se obrátit. První a základní možností je oslovit přátele, rodinu, známé a jednat s nimi individuálně a osobně. Tento model nazveme bilaterální.

Druhou možností je obrátit se na banku. Banky vznikly jako prostředníci mezi těmi, kdo vytvářejí úspory (kapitál) a těmi, kdo potřebují více než svůj vlastní kapitál. To znamená, že zprostředkovávají kontakt mezi věřiteli a dlužníky. Banky zajišťují finanční zprostředkování, emisi bezhotovostních peněz, zprostředkování platebního a zúčtovacího styku a zprostředkování finančního investování na peněžním a kapitálovém trhu.<sup>26</sup> Byznys bank spočívá nakládání se svěřenými penězi. Role bank ve finančním zprostředkování si zaslouží podrobnější pohled. Banky zajišťují kvantitativní, časovou a teritoriální transformaci peněz, transformaci z hlediska obchodovatelnosti, úvěrového rizika a také měnovou transformaci. Jsou tedy schopné nejen peníze po určitou dobu uschovat, ale také je zhodnotit, a následně je vydat v jiné měně a na jiném místě, než kde byly uloženy.

Třetím charakteristickým modelem, který umožňuje setkání přebytkových subjektů s nedostatkovými, je burza cenných papírů. Burza je jednou ze základních součástí kapitálového trhu. Ten spolu s peněžním a úvěrovým trhem tvoří trh finanční. My se v této práci nebudeme zabývat celým finančním trhem, ani dalšími typy trhů, pouze trhem kapitálovým. A i trh kapitálový si zúžíme, protože se nebudeme zaměřovat na mimoburzovní obchody, nýbrž pouze na burzu cenných papírů. Cenný papír, se kterým se na burze obchoduje, je nosič informace, která dává svému majiteli právo na hodnotu vtělenou do daného papíru, majetek s papírem spojený nebo majetkový prospěch. Na burzu z jedné strany přicházejí firmy, veřejný sektor, banky (a případně další finanční instituce), které obvykle potřebují získat dlouhodobý kapitál na realizaci svých rozvojových investičních potřeb. Z druhé strany přicházejí investiční a penzijní fondy, domácnosti, banky, pojišťovny a nefinanční firmy, které hledají vyšší zhodnocení kapitálu, než jaké nabízí například peněžní trh. Čím delší splatnost investovaného

---

<sup>26</sup> DVOŘÁK, Petr. Bankovníctví pro bankéře a klienty. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005, 681 s. Vysokoškolská učebnice (Linde). ISBN 80-720-1515-X.

kapitálu nabídnou, tím větší je obvykle i jejich výnos.<sup>27</sup> Když chce na burzu vstoupit nový subjekt, musí provést tzv. primární emisi akcií (initial public offering – IPO). Předpokladem pro to, aby na burzu subjekt vstoupil, je splnění určitých podmínek, zejména změny struktury firmy a účetnictví. Akcionář totiž prakticky odkupuje od majitelů část podílu ve firmě, takže se stává podílníkem nejen na zisku, ale také na rozhodování firmy. Firma, která se na IPO chystá, se proto musí uzpůsobit tomu, aby se mohli akcionáři snadno zorientovat v jejích finančních výsledcích a aby mohli zastávat roli akcionáře i v rozhodovacím procesu. Předpoklad emise akcií znamená, že má firma co emitovat. Jinými slovy, burza je dobrým nástrojem pro subjekty, které hledají financování pro další rozvoj, ale nedostupný pro firmy a projekty začínající. Tím pádem není burza relevantní z hlediska financování nových projektů. V analýze v druhé části této práce, kde budeme sledovat financování nových projektů, se proto burzou nebudeme zabývat vůbec. Pro úplnost však ještě popíšeme druhou stranu tohoto modelu: Subjekt, který chce na burze začít obchodovat z pozice přebytkového subjektu, se musí spojit s burzovním makléřem (označovaným také jako broker). Makléř se stará o nákup a prodej akcií na účet klienta. Makléř je tedy zprostředkovatel, který za poplatek spojí jeden subjekt s druhým podle požadavků, které dostane. Burza představuje prostor, na kterém mohou investoři dynamičtěji ovlivňovat, co se děje s jejich prostředky. Nedostatkové subjekty pak mohou u konkrétních zájemců o akcie získat lepší podmínky, než by jim nabídla banka. Pro investory však na burze roste riziko, že investovaná firma nebude dosahovat takových výsledků, jakých předpokládala. Vyšší zhodnocení investice je tak doprovázeno vyšší mírou rizika.

Čtvrtým modelem financování je rizikový kapitál.<sup>28</sup> Tento typ financování vyplňuje pro začínající firmy mezeru mezi bankou a burzou. Úvěr v bance je v pro podnikatele často obtížně dosažitelný, protože banky se snaží riziku spíše vyvarovat, usilují o dlouhodobé a spolehlivé prostředky, což je opak situace, ve které se nachází začínající projekty. Na začátku firem jako byl Facebook, Google, Microsoft nebo Apple by pravděpodobně žádný bankovní úředník nevěřil, že se jedná o projekty podpoření hodné. A není ani zájmem banky dalekosáhle podnikatelské záměry svých věřitelů prověřovat. Pro banky je rozhodující bonita klienta, tedy jeho schopnost splácet své závazky. Vstup na burzu je však pro začínající projekty také nedostupný, vzhledem k tomu, že se jedná o právě vznikající firmy, ve kterých ještě není co (burzovnímu) trhu nabídnout. Právě tuto mezeru pokrývají rizikovní investoři. Venture investoři se snaží najít projekty, které mají velký

---

<sup>27</sup> Peněžní ekonomie a bankovníctví. 3. vyd. Praha: Management Press, 2000, 634 s. ISBN 80-726-1031-7.

<sup>28</sup> ZIDER, Bob. How Venture Capital Works. Harvard Business Review. 1998, Reprint 98611. ISSN 0017-8012.

potenciál a stát se jejich součástí (buď tím, že do nich přímo vstoupí, nebo odkoupení určitého podílu). Poté, co se firmě podaří uchytit na trhu a rozvinout myšlenku, odprodávají investoři své podíly ve firmách a provádějí tzv. exit. Mezi vstupem a exitem se investor podílí na fungování firmy, pomáhá rozvíjet know-how a přímo ovlivňuje její rozhodování. Cílem rizikového investora je tedy odhalit projekt, který má potenciál, který nikdo jiný nevidí, rozvinout ho a pak prodat. Úspěch rizikového investora spočívá – zjednodušeně řečeno – v tom, že levně nakoupí a draze prodá. Přívlastek “rizikový” má však své opodstatnění. Investor se nespolehá na bonitu klienta (jako banka) nebo na prokazatelné výsledky a zajištění vlastním kapitálem (jako burza). Rizikový investor se spoléhá na vlastní schopnost odhalit potenciál a dovést autory nápadu k rozvinutí tohoto potenciálu. Není proto překvapivé, že se to v mnoha případech nepovede. Rizikovní investoři se dělí na dvě skupiny: Business angels a venture investory. Business angels se soustředí spíše na větší množství menších investic, které poskytují formou úvěru. Venture investoři naproti tomu spravují větší částky, podporují méně projektů a nepodporují formou úvěrů, ale spíše formou equity – tedy podílu. V dalších částech této práce se nebudeme zabývat oběma skupinami zvlášť, protože zprostředkovatelské role, které skupiny hrají, neprojevují velké rozdíly.

Do kompletního výčtu modelů financování zbývá už jen crowdfunding. Crowdfunding jsme vyčerpávajícím způsobem popsali už výše, proto se zaměřím jen na způsoby dělení crowdfundingu. Proces crowdfundingu probíhá následovně: Autor projektu se obrací na provozovatele crowdfundingové platformy se žádostí o umístění projektu. Moderátoři platformy vyhodnocují, zda projekt odpovídá podmínkám platformy a pokud jej schválí, umísťují ho na veřejnou část. Tím se projekt dostává k veřejnosti (crowdu), která má možnost projekt podpořit. Pokud veřejnost shromáždí dostatek prostředků, dostává je autor projektu. Pokud veřejnost neshromáždí dostatek financí, existují dvě základní možnosti dalšího postupu. V modelu „all or nothing“ to funguje tak, že pokud není dosažena v určitém časovém limitu cílová částka, nedostává autor projektu nic. Na tomto principu funguje například největší crowdfundingová platforma Kickstarter. Alternativou je model „keep it all“, který umožňuje autorům projektu ponechat si vše, co bylo v časovém limitu vybráno. Autor projektu je však i v tomto případě motivovaný k dosažení cílové částky, protože za neúplné peníze platí crowdfundingovým platformám vyšší poplatky.<sup>29</sup> Vedle těchto dvou hlavních existují ještě marginální modely, z nichž za pozornost stojí model „bounty“. Ten funguje na jediné platformě BountyFunding, která sdružuje komunitu programátorů. Ti mají možnost skrze platformu hlásit chyby a

---

<sup>29</sup> Pricing & Fees. Indiegogo [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://go.indiegogo.com/pricing-fees>

nedostatky v různých programech, které by si přáli opravit. Na již nahlášené chyby můžou ostatní přihazovat. Peníze si může vzít ten, kdo problém vyřeší. Ze všech modelů by právě tady mohla fungovat výše zmíněná Surowieckiho moudrost davu. Fungují totiž všechny ostatní principy, které jsme u crowdfundingu sledovali, ale přidává se princip nezávislosti: Uživatelé nemají žádnou jinou motivaci k přihazování částky na vyřešení problému, než svůj vlastní zájem. Těžko by mohlo dojít k tomu, že by člověk schopný problém vyřešit mohl ovlivňovat ostatní členy komunity, aby na „jeho“ problém přihazovali další a další peníze. Vzhledem k tomu, že s řešením může přijít kdokoliv, odpadá také riziko spekulace, kdy by si některý z řešitelů držel své řešení do doby, než přihozená částka vystoupá do dostatečné výšky. Z hlediska ekonomie se zdá být model bounty neuvěřitelně efektivní: Strana poptávky ukazuje částku, kterou je ochotna za řešení zaplatit. Strana nabídky přesně vidí mezní užitek, který z jeho řešení bude protistrana mít a nemusí se bát, že by mezní užitek protistrany byl vyšší než částka, o kterou si řekne. Považuji za překvapivé, že model bounty našel tak marginální užití. Na druhou stranu hraje jistě vliv specifická situace v programátorské komunitě: Problém je možné velice dobře definovat a výsledek je možné předpokládat. V případě služeb a produktů, které není možné tak dobře popsat, by se mnohem hůře prokazovalo, že si řešitel odměnu skutečně zaslouží. Další způsob dělení je podle vztahu, který vzniká mezi podporovatelem a podpořeným. V tomto ohledu můžeme sledovat čtyři základní modely: Dárcovský, odměnový, dluhový a investiční (equity).<sup>30</sup> Platformy se často dělí podle toho, které modely umožňují. Kickstarter na své stránky neumísťuje jiné než odměnové projekty, Indiegogo se vedle odměnových dárcovským projektům nebrání. Gofundme, údajně největší platforma z hlediska uživatelského provozu,<sup>31</sup> je zaměřena jen na individuální, dárcovsky orientované „projekty“. Kiva.org je crowdfundingový systém půjčování drobných částek na rozvoj podnikání obyvatelům nejméně rozvinutých zemí. Ti díky drobné půjčce „do začátku“ mohou zakoupit například šicí stroj a ve chvíli, kdy se jejich podnikání rozvine, peníze zase vrátí. Odměnový crowdfunding často funguje jako „presale“ – přispěvatelé dostávají prakticky jen produkt, který podpořili. Tím pádem nejde o nic jiného, než nabídnutí produktu trhu s podmínkou, že produkt bude dodán jen za určitého počtu objednávek. Zvláštní pozornost si zaslouží equity crowdfunding. Tento model, ve kterém přispěvatelé vystupují jako skuteční investoři, dlouho narážel na legislativní limity. V roce 2012 byl v USA schválen tzv. JOBS Act, který již equity

---

<sup>30</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)

<sup>31</sup> Top 10 Crowdfunding Sites by Traffic Rank [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.crowdfunding.com/>

crowdfunding povoluje. Legislativy dalších států postupně equity crowdfunding také začínají zohledňovat. Zatímco ostatní typy crowdfundingových platform si jsou navzájem dost podobné, equity platformy se už na první pohled poměrně výrazně liší. Autoři projektů i provozovatelé platform hledají rovnováhu mezi skutečností, že potřebují oslovit co nejvíc lidí, kteří projekty podpoří. Na druhou stranu úzkostlivě střeží své know how, protože se bojí, aby v „davů“ nebyl někdo, kdo jejich nápad „ukradne“.

## 2.4.2 Pokrytí rolí zprostředkovatele v různých modelech

V následující kapitole se podíváme na to, jak jednotlivé modely pokrývají pět základních rolí zprostředkovatele: Nalezení protistrany, ověření protistrany, sjednání podmínek, uzavření smlouvy a plnění smlouvy. Zvláštní prostor dáme také tomu, jak ošetřuje vztah obou stran v jednotlivých modelech právo. Na tuto část práce bude navazovat analýza toho, jak se jednotlivé modely podílejí na financování startupů. V tuto chvíli jsme však stále u snahy o pochopení jednotlivých modelů a rolí, jaké sehrávají. Následující analýza vychází z obecně známých informací o fungování jednotlivých modelů. Neopírá se o již zpracované výzkumy, protože nejsou pro způsob analýzy relevantní. Hodnota analýzy, kterou provedu na následujících stránkách, je totiž v tom, že konkrétně pojmenovává a porovnává dílčí aspekty jednotlivých modelů, nad kterými jinak neuvažujeme. Opírám se tedy o informace, které jsou lidem, vstupujícím do jednotlivých modelů, známé. Známé informace však třídím a vkládám do nového kontextu, čímž usiluji o lepší porozumění vybraným distribučním modelům.

Prvním krokem při kontaktu mezi nedostatkovým a přebytkovým subjektem je nalezení protistrany. Zajímá nás, do jaké míry se musí protistrany hledat samy, do jaké míry o sobě vědí a do jaké míry usnadňuje hledání konkrétní distribuční model a zprostředkovatelé v tomto modelu.

- V bilaterálním modelu se nedostatkové subjekty obrací na tři typy investorů, označované obvykle jako FFF (zkratka z “family, friends and fools”). Termín "bilaterální model" jsem použil pro snadnější uchopení modelu, nikoliv proto, že by bilaterální model byl nějak institucionálně vymezený. Z toho mimo jiné vyplývá, že bilaterální model nijak kontakt mezi dvěma stranami procesu financování nezajišťuje. Komunikaci mezi nedostatkovými a přebytkovými subjekty výrazně usnadňují nová média. Když však odhlédneme od technických možností, můžeme konstatovat, že bilaterální model nalezení protistrany nezprostředkovává.



- Banky na rozdíl od toho přebírají kontrolu nad nalezením protistrany do takové míry, že klient žádající o úvěr vůbec neví, kdo peníze bance poskytl – a tím pádem díky jakému přebytkovému subjektu si může peníze půjčit. To platí vice versa i pro subjekty přebytkové, které do banky své peníze vkládají.

- Burza řeší nalezení zprostředkovatele částečně: Vytváří prostor, na kterém se mohou obě dvě strany setkat. Nestará se o to, aby se setkali, ale nabízí jim infrastrukturu a společný “jazyk” (ve formě srozumitelně komunikované hodnoty cenných papírů). Venture kapitál se o nalezení protistrany stará částečně.

- V této otázce je venture kapitál hodně podobný bilaterálnímu modelu. Sousedství “venture kapitál” označuje vlastně jen jednu stranu procesu, nikoliv formalizovanou instituci, jakou je například banka. Na druhou stranu je venture kapitál konkrétněji vymezen (než bilaterální model). Přebytkové subjekty se mohou spojovat do syndikátů a fondů, které tím, že sdružují více investorů, pomáhají snižovat náklady každého jednotlivého investora. Tím je myšleno, že pokud se fond rozhodne investovat do určitého startupu, je “skupinová” investice méně nákladná, než kdyby každý z investorů měl investovat sám. Pro nedostatkové subjekty jsou k dispozici přehledy VC fondů, jména a zaměření investorů jsou známá, hledání není tak “naslepo”, jako v případě bilaterálního modelu. Zároveň VC nevytváří tak zřetelný prostor pro setkání obou stran jako burza.

- Crowdfunding se na úrovni zprostředkování setkání obou stran podobá burze. Je na přebytkových subjektech, zda projekt podpoří. Na crowdfundingových platformách mají však uživatelé k dispozici přehledné informace o nedostatkových subjektech i společný jazyk (požadovaná celková částka, podíl získané částky, požadované příspěvky), kterým se mohou dorozumět.

Druhou úlohou, kterou zajišťují zprostředkovatelé, je ověřování protistrany. Ve chvíli, kdy se dvě strany potkají, je potřeba ještě ověřit, zda stojí za to, aby spolu jednaly. Na obou stranách dohody je potřeba jistota schopnosti splácet závazky. Strana přebytková, která chce nabídnout prostředky, musí dané prostředky také mít k dispozici. Pokud nabídnu podíl na projektu investorovi a kvůli tomuto příslibu odmítnu jiné investory, pak může být velký problém, pokud se ukáže, že “můj” investor ve skutečnosti nemá dost prostředků. Strana nedostatková, která prostředky poptává, musí být schopna plnit své závazky ve chvíli, kdy peníze dostává. Pokud někomu poskytnu úvěr s určitou dobou splatnosti, může být velký problém, pokud peníze nedostanu se zpožděním nebo vůbec. Pro úplnost dodávám, že neřešíme, čeho se mohou investoři a investování v případě jednotlivých modelů obávat. Obavy se u jednotlivých modelů liší a porovnání by mohlo

být zajímavé, ale ve středu mého zájmu je v tuto chvíli míra, v jaké vstupuje do procesu zprostředkovatel.

- V případě bilaterálního modelu musí ověřování protistrany řešit obě strany individuálně. Mají k tomu sice řadu veřejně dostupných prostředků (například Centrální registr dlužníků). Pokud tyto nástroje však jedna nebo druhá strana nezná, pak se může opírat akorát o důvěru.

- V případě bank se opakuje situace kompletní oddělenosti přebytkové a nedostatkové strany, kterou jsme komentovali v předchozím modelu. Člověk, který si chce uložit peníze v bance, uzavírá smlouvu s bankou. Banka pak nakládá s jeho prostředky a snaží se je zhodnotit. V rámci toho banka pracuje i s nedostatkovými subjekty, kterým poskytuje úvěry a prostřednictvím úroků věřitelů peníze zhodnocuje. Věřitelé jsou však věřiteli banky, tak jako dlužníci jsou dlužníky banky. Přímý vztah mezi sebou obě strany nenavazují. Ve chvíli, kdy do banky přichází nedostatkový subjekt, může se spolehnout na to, že banka má od přebytkových subjektů dost peněz. Nemusí řešit, o jaké přebytkové subjekty se jedná, nemusí je prověřovat. Naopak banka prověřuje bonitu klienta a má na to standardizovaný aparát. Kvalita tohoto aparátu je základem důvěryhodnosti banky. Banka, která by prostředky poskytovala nedůvěryhodným subjektům a vystavovala se příliš velkému riziku, že dlužníci nebudou schopni své závazky plnit, by nebyla důvěryhodná pro věřitele. Z toho důvodu se banky snaží minimalizovat riziko neplnění závazků dlužníky a při ověřování bonity se nezaměřují na to, jaké plány dlužník má, neprověřuje tržní potenciál podporovaného projektu. Prověřuje pouze výši a stabilitu příjmů a schopnost ručit za půjčené peníze majetkem.

- V burzovním modelu je zajištění této úlohy zprostředkovatelem částečné: Makléř, který zprostředkovává nákup cenných papírů, přijímá požadavek od investorů. Takový požadavek může mít podobu příkazu: “Zakup 200 akcií, pokud cena jedné akcie klesne pod určitou částku.” Makléř sleduje hodnotu akcií a ve chvíli, kdy jsou splněny podmínky, pokusí se uskutečnit investorův požadavek. Ten však probíhá pouze ve chvíli, kdy investor na svém účtu má dostatečný objem peněz k nákupu. Nedostatkový subjekt (firma, která nabízí své akcie), se o prověřování investorů tedy nemusí starat. Jeho akcie se obchodují na burze a podstatné je pouze to, kolik akcií se podařilo prodat a za jakou cenu, nikoliv to, kolik z těch, kdo měli o akcie zájem, si je nakonec nekoupili pro nedostatek vlastních prostředků. Pojistku má také investor. Jak jsme si ukázali výše – firma, která chce vstoupit na burzu, musí splnit řadu podmínek. Splněním těchto

podmínek prokazuje firma určitou stabilitu a tím i garanci schopnosti splácet své závazky. V průběhu času také firmy, které obchodují na burze, reportují své výsledky. Pro investory je tak snazší udržet si přehled o výkonu a stabilitě subjektu, který mají podpořit.

- Ve venture kapitálu se o prověření protistrany musí starat nedostatkové a přebytkové subjekty samy, na rozdíl od bilaterálního modelu je však u venture kapitálu na ověření protistrany kladen velký důraz. Mezi investorem a investovaným vzniká dlouhodobý a individuální vztah. Riziková investice se snaží odhalit projekty s velkým potenciálem, není pro ně tedy podstatná informace o schopnosti ručit nebo splácet, jako je tomu u bank. Nedostatková strana má však v otázce ověřování protistrany podstatně menší možnosti. Může se opírat o přehledy investorů; ve chvíli, kdy majitele startupu osloví neznámý nadšený investor, má však takřka stejné možnosti, jako mají nedostatkové subjekty v bilaterálním modelu.

- Crowdfunding funguje na přebytkové straně podobně jako burza: Kdo projeví zájem o podporu projektu, vybere si částku, kterou projekt chce podpořit (případně odměnu, kterou si chce “koupit”). Transakce je uzavřena ve chvíli, kdy je crowdfundingová platforma přijme na svůj účet od přispěvatele peníze. Mezi úplným uzavřením smlouvy a příspěvkem je ovšem časový rozdíl, protože – jak jsme si ukázali výše – pokud se autorovi projektu nepodaří shromáždit cílovou částku, vrací se zpravidla peníze zpět přispěvatelům. Nedostatková strana má tedy ověření přispěvatelů zajištěné platformou. Na rozdíl od toho přebytková strana takové možnosti nemá: Může se spoléhat na prezentaci projektu, může se spoléhat na volně dostupné informace. Hlavním motivem, který by však měl fungovat jako “ověření kvality projektu”, je projev crowdsourcingu, tedy výběr správných projektů davem. Jak jsem ovšem ukázal v předchozí kapitole, toto očekávání je mylné.

Třetí úlohou, kterou mohou zajišťovat zprostředkovatelé, je sjednání podmínek. Když se podařilo spojit obě strany a je jisté, že s protistranou stojí za to dále jednat, je potřeba domluvit konkrétní podobu smlouvy. Podívejme se na to, zda v jednotlivých modelech domluvení podmínek smlouvy leží zcela na obou smluvních stranách, nebo zda zprostředkovatel nabízí podmínky, za kterých je možné se dohodnout.

- V případě bilaterálního modelu je situace podobná jako výše. Bilaterální model nemá zprostředkovatele a podoba smluvních podmínek je zcela závislá na domluvě obou stran. Dohoda může být ústní nebo písemná, na půjčku se může vztahovat úrok nebo ne, peníze mohou mít termín splatnosti, nebo ne. Vše se

odvíjí od důvěry a osobní vazby, kterou mezi sebou strany mají. V případě, že se bude jednat o velký obnos, je pravděpodobné, že strany využijí služeb právníka a smlouva bude formalizovaná. V takovém případě se můžou opřít o vzory podobných smluv, které do jisté míry pomáhají, aby nezůstal některý z aspektů opomenut. Nicméně zprostředkovatel, který by sjednání podmínek řešil za obě strany bilaterálního modelu, není.

- Banky potvrzují významnou zprostředkovatelskou roli, kterou jsme mohli pozorovat v předchozích dvou zprostředkovatelských úlohách. Banky mají jasně dané produktové portfolio, které explicitně vymezuje podmínky, za nichž je smlouva uzavřena. Ve chvíli, kdy chce nějaký subjekt získat nebo vložit peníze do banky, má v první řadě na výběr různé produkty, mezi kterými si může vybrat. Bude žádat o spotřebitelský úvěr, nebo o hypotéku? Bude si otevírat stavební spoření, nebo spořicí účet? Ve chvíli, kdy je subjekt pro jeden z produktů rozhodnut, může porovnávat nabídku jednotlivých bank: Výši úroku, roční procentní sazbu nákladů, poplatky a další parametry.

- Burzy fungují podobně. Formát cenných papírů a pravidla pro jejich prodej a nákup jsou pevně daná. Přebytkový subjekt se ale může rozhodovat více způsoby: Buď chce vložit své úspory do firmy, které věří a do které chce investovat dlouhodobě. Nebo se zaměří na vysokoobrátkové obchodování a rychle nakupuje a prodává akcie, jejichž cena se dynamicky vyvíjí. V prvním případě je klíčovým parametrem firma, ve druhém případě hraje větší roli vývoj ceny. V obou případech však při obchodování nemusí smluvní strany znovu a znovu vymýšlet podmínky obchodu.

- Jinak je tomu u venture kapitálu. Před domlouváním smlouvy investor s investovaným obvykle podrobně zkoumají byznys plán, analýzu konkurence, stávající a plánovanou pozici projektu na trhu, přesné využití financí, seznamuje se s výsledky za poslední roky, ale i s personálem.<sup>32</sup> Skutečnost, že venture kapitál jako model financování existuje už šedesát let, je také určitou zárukou toho, že dojednávání smluvních podmínek se do jisté míry standardizovalo.<sup>33</sup> Nicméně to není dostatečné pokrytí této úlohy modelem financování samotným, abychom mohli tvrdit, že na sebe u Venture kapitálu bere tuto úlohu zprostředkovatel.

---

<sup>32</sup> BLOOMFIELD, Stephen. *Venture Capital Funding a Practical Guide to Raising Finance*. 2nd ed. London: Kogan Page, 2008. ISBN 978-074-9455-002.

<sup>33</sup> Čtenáře by mohlo napadnout, že podobný argument by bylo možné použít i u bilaterálních vztahů. Bilaterální vztahy však nejsou založené primárně za účelem finančních interakcí. Vztah s rodinou, přáteli a známými obvykle budujeme podle jiných kritérií. Protože venture kapitál je model investování, existuje také snaha dělat ho v oblasti investování co nejefektivnějším.

- V crowdfundingu je situace jiná: Model obchodování je pevně daný. Na jedné straně je velká skupina drobných přispěvatelů (nebo investorů), na druhé straně je autor projektu, který je veden k popsání odměn (nebo jiné protihodnoty), které dostávají přispěvatelé. Tento model není možné narušovat, takže pro obě strany není relevantní otázka dojednávání smluvních podmínek. Autor projektu prezentuje odměny podle různé výše příspěvku. Přispěvatel volí mezi různými příspěvků a při tom vidí, co daná výše příspěvku reprezentuje. Crowdfundingové platformy sice obvykle nekladou požadavky na množství a podobu odměn ve svých podmínkách využívání, princip protihodnoty však obecně jmenují jako základní složku kampaní.<sup>34</sup>

Ve chvíli, kdy jsou podmínky smlouvy dohodnuté, dochází k uzavření smlouvy. Míru převzetí této úlohy zprostředkovatelem můžeme sledovat na tom, zda smlouvu uzavírají dva subjekty mezi sebou, nebo zda smlouvu uzavírá každý samostatně – přebytková strana se zprostředkovatelem a vice versa nedostatková.

- V bilaterálním modelu uzavírají věřitel i dlužník ústní nebo písemnou smlouvu mezi sebou. Je možné se obrátit na notáře, ale i v takovém případě je notář pouze svědkem a pomocníkem ve vztahu, který mezi sebou uzavírají dvě strany.

- V bankovním modelu uzavírají oba subjekty smlouvu odděleně způsobem subjekt-banka. Pro čerpání služeb (mezi které úvěry, hypotéky, stavební spoření a další patří) se subjekt musí stát klientem banky. Pomímám případ, kdy chce přebytkový subjekt poslat peníze přes bankovní účet přímo na účet nedostatkovému subjektu. Převod transakcí mezi jednotlivými subjekty je sice jednou z důležitých rolí, kterou sehrávají banky. Z pohledu distribučních modelů jde ale v takovém případě o jiné modely. A i v tomto případě platí, že obě strany musí být klientem banky.

- V případě burzy cenných papírů dochází ke vztahu bilaterálnímu: Firma, která nabízí své akcie na burze, je prodává přímo akcionářům. Dohodu o koupi cenného papíru mezi sebou uzavírají (prodejem cenného papíru) firma a akcionář. Na fungování burzy cenných papírů se sice podílí makléř, ale jak jsem zmínil výše, jeho úloha je provádět nákup a prodej cenných papírů na vrub účtu svého klienta. Na rozdíl od banky neprocházejí prostředky jeho klientů přes jeho účty.

---

<sup>34</sup> Viz například <https://www.kickstarter.com/terms-of-use> – “Kickstarter is a platform where certain users (“Project Creators”) run campaigns to fund creative projects by offering rewards to raise money from other users (“Backers”).”, Indiegogo: “Campaign Owners can offer gifts in the form of tangible items or intangible services (collectively, “Perks”) to Contributors.” (<https://www.indiegogo.com/about/terms>).

- V případě venture kapitálových investic uzavírají smlouvu dvě strany mezi sebou. To platí i v případě angel investorů, kteří se sdružují do syndikátů. Syndikáty fungují tak, že společně domlouvají možnost investice do určitých projektů, rozhodnutí podpořit či nepodpořit vybraný projekt je však na každém jednotlivci, stejně jako smlouva, která se poté uzavírá mezi investorem a investovaným.<sup>35</sup>

- V případě crowdfundingu fungují platformy jen jako částečný zprostředkovatel, smluvní závazek vzniká mezi autorem projektu a přispěvatelem. Ve chvíli, kdy někdo přispívá na projekt, příspěvek jeho přichází na účet crowdfundingové platformy. Ta má ale pouze účel časové transformace příspěvků. Ve chvíli, kdy fundraisingová kampaň končí, postupuje platforma peníze buď autorovi projektu, nebo zpátky přispěvatelům. Crowdfundingové platformy (zejména ty odměnové) tak fungují prakticky jako e-shopy s budoucím zbožím. Autor projektu (prodejce) nabízí, že dodá jmenované odměny, pokud se k jejich koupi sejde dostatečné množství lidí. V případě crowdfundingových kampaní však nejde primárně o odměny, ale o projekty jako takové, které se buď uskuteční, nebo ne. U některých projektů se odměna může shodovat s projektem samotným (např. hudební skupina, která chce natočit nové album a jako odměnu nabízí přispěvatelům kopii CD nebo festival, který přispěvatelům nabízí jako odměnu vstupenku). Jinde však je odměna spíše symbolická (viz výše zmíněný příklad projektu na silnice ze solárních panelů, který přispěvatelům nabízí hrnečky a trička s logem projektu). V obou případech si přispěvatelé “kupují” realizaci projektu jako takového. Ovšem ono kupování je v uvozovkách, protože smluvní vztah obou stran se váže na dodání objednaného produktu – a tím je odměna.

Poslední nutnost, kterou s sebou přináší uzavření smlouvy mezi dvěma subjekty, je plnění smlouvy. Zajímá nás, zda plnění závazků protistrany musejí hlídat zúčastněné strany, nebo zda tuto úlohu pokrývá zprostředkovatel. Neřešíme vynucovací prostředky, které mají obě strany k dispozici, protože tuto otázku budeme řešit samostatně v následující části.

- V případě bilaterálního modelu jsou obě strany odkázány samy na sebe. Plnění nebo neplnění závazků druhou stranou musejí oba subjekty hlídat samy. Výše zmíněný notář může fungovat jako nástroj k řešení případných sporů. Plnění závazků však i v tomto případě musí sledovat obě strany samy.

---

<sup>35</sup> Help. AngelList [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://angel.co/help/syndicates>

- Vzhledem k tomu, co jsme si popsali výše, je zřejmé, že v bankovním modelu sleduje plnění závazků zprostředkovatel. Otázka sledování závazků protistrany z pohledu nedostatkových nebo přebytkových subjektů zcela irelevantní, vzhledem k tomu, že tyto strany se vůbec v bance nesetkávají. Člověk, který žádá o úvěr, nemá možnost vědět, od koho peníze v důsledku dostává a vzhledem k objemům a transformaci peněz je nemyslitelné, že by takto adresně propojovala oba subjekty i banka. Banka pouze řeší, má-li dostatek prostředků na poskytnutí úvěru, respektive na pokrytí nabízené výše úroku. Pokud tyto prostředky od jedné strany má, může je nabízet druhé straně.

- V případě burzy hlídá plnění závazků rovněž zprostředkovatel: Jak jsem popsal u role ověřování protistrany, i v otázce plnění závazků hraje roli makléř. Tomu investor uloží koupí určitého počtu akcií. Makléř ve chvíli, kdy jsou splněny podmínky dané investorem (cena a počet akcií), kupuje akcie. Ke koupí však dochází pouze za předpokladu, že investor má odpovídající částku na svém účtu. Mezi projevením zájmu o akcie a koupí není žádná prodleva. Pro neplnění závazků z pohledu investora tedy není prostor. Plnění závazků z pohledu obchodované společnosti řeší pravidelný reporting. V tom firma ukáže, zda plní své závazky vůči akcionářům.

- V případě venture kapitálu je plnění závazků úkolem obou stran a není, kdo by tuto roli převzal. Rizikovní investoři však do firem vstupují aktivně, aktivněji než v případě burzy. Přínosem investora je nejen finanční investice, ale také investice v podobě know-how. Venture investor se snaží zvýšit hodnotu své investice sám, tím, že spolupracuje s projektem a pomáhá ho rozvíjet. Forma a plnění závazků je však plně pod kontrolou spolupracujících stran.

- Crowdfunding vytváří prostor pro setkání autorů i přispěvatelů a pomáhá shromážďovat peníze. Role crowdfundingových platforem ale končí společně s koncem fundraisingové kampaně. Ve chvíli, kdy projekt dosáhl svého cíle, předává platforma spolu se shromážděnými penězi také kontaktní údaje na přispěvatele. Plnění závazků vůči přispěvatelům tak musejí hlídat přispěvatelé i autoři projektu. Crowdfundingové platformy tuto část procesu nekontrolují ani nezajišťují.

Poslední popisovaná oblast se týká zákonných možností účastníků smluv v jednotlivých modelech pro případ, kdy protistrana neplní své závazky. Tato otázka už

se netýká přímo zprostředkovatelských rolí. Zařazujeme ji proto, že pro pochopení všech modelů je klíčová.<sup>36</sup>

- Finanční transakce typu půjčky jsou regulovány zákonem č. 89/2012 Sb., občanským zákoníkem (dále jen „OZ“), který tento typ smlouvy nazývá „zápůjčkou“. Obecně platí, že tento typ smlouvy je možno uzavřít ústně i písemně, uzavření ústní smlouvy lze dodatečně potvrdit písemně. V eventuálním soudním sporu je ovšem vždy potřeba předložit doklad o poskytnutí peněz (výpis z účtu, písemné potvrzení o předání peněz – tzv. kvitance, příjmový pokladní doklad atd.). Zápůjčka může být bezúročná nebo lze sjednat úroky (§ 2392 OZ). Není-li dohodnuto jinak, je vrácení peněz (splatnost půjčky) závislé na vypovězení smlouvy. Podle § 2393 OZ platí, že není-li o výpovědi ujednáno nic jiného, je výpovědní doba šest týdnů. Zákon neurčuje minimální výši zápůjčky, kterou je možné poskytnout (a posléze vyžadovat v občanskoprávním sporu). Není tedy nutné, aby výše překročila 5 000 Kč (hranice škody pro trestný čin), pokud bude věřitel vymáhat svá práva skrze občanskoprávní spor, může se teoreticky soudit i o dluh ve výši 1 Kč.
- Ochranu klientů v případě bankovního modelu pokrývá zákon č. 21 / 1992 Sb., o bankách. Podle tohoto zákona má Česká národní banka právo zasáhnout proti bance, která vykazuje nedostatky v činnosti. Mezi nedostatky v činnosti se podle § 26 odst. 3 počítá například nedostatečný souhrn rezerv, ohrožení nebo poškození zájmu vkladatelů, ale dokonce také řízení banky, osobou nebo osobami, které nemají dostatečnou odbornou způsobilost nebo nejsou důvěryhodné. Mezi možnosti zásahu patří podle § 26 odst. 1 výzva ke zjednání nápravy v konkrétních oblastech, omezení nebo změna licence a vedle dalších prostředků také uložení pokuty až do výše 50 milionů Kč. Povinnosti klienta banky se odvíjejí od smlouvy, kterou s bankou uzavřel, a tím pádem podléhají výše zmíněnému ustanovení občanského zákoníku, který se týká smluvních vztahů. Ten zároveň stanoví v souladu s legislativou EU speciální ustanovení na ochranu spotřebitelů. Ke kontrole podmínek a poskytování spotřebitelských úvěrů je oprávněna Česká obchodní inspekce.
- Obchodování na burze cenných papírů pokrývá zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Nás zajímá především část devátá, která řeší ochranu kapitálového trhu a investorů. Tento zákon řeší tři hlavní postavy obchodu: Už v úvodu v § 116 ukládá zprostředkovateli povinnost

---

<sup>36</sup> Za rady a korekturu této části děkuji JUDr. Adamu Rakovskému.



mlčenlivosti o “informaci, která může mít význam pro posouzení vývoje na kapitálovém trhu nebo může významně poškodit osobu využívající služby poskytované na kapitálovém trhu, a která nebyla uveřejněna.” Hlava II. tohoto zákona (zejména § 118 a § 119) popisuje přesnou podobu výroční a půlroční zprávy, které musí zveřejňovat emitent (např. obchodovaná firma). Tyto dva paragrafy podrobně popisují informace, které musí zveřejňované zprávy obsahovat. Hlava III. popisuje povinnosti akcionářů (akcionáři musejí informovat pokaždé, pokud jejich podíl ve firmě přesáhne určité procento akcií). Hlava IV. popisuje ochranu před zneužitím trhu (zejména zkreslování informací). Specificky je pak trestním právem sankcionováno právě ono zneužití informace zprostředkovatele, resp. kohokoliv, kdo se na burze k tzv. citlivé informaci dostane (§ 255 trestního zákona). Výše jsem napsal, že kapitálový trh vytváří prostředí, na kterém se mohou setkávat přebytečné a nedostatkové subjekty a zprostředkovatelská role burzy cenných papírů spočívá v tom, že vytváří “jazyk” srozumitelný pro obě strany. Fakt, že tato role je skutečně klíčová, vlastně česká legislativa potvrzuje tím, že se z největší části stará právě o ochranu toho, co jsem nazval “společným jazykem”, tedy přenos informací.

- Rizikový kapitál se zaměřuje takřka výhradně na investice do společností, jež nejsou veřejně obchodovány, ať již proto, že jde o tzv. start-upy (malé začínající společnosti se zajímavým nápadem, ale nízkým obratem) nebo o společnosti v problémech (a burza je vyloučila nebo nepřijala) nebo o společnosti pro vstup na burzu nevhodné (typicky rodinné firmy, firmy řízené rigidně centrálně majitelem atd.). Tím se liší od burzy cenných papírů, takže ani legislativa týkající se kapitálového trhu tuto oblast nepokrývá. Zákon 240/2013 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech popisuje v § 95 fondy kvalifikovaných investorů a v § 96 mezi tyto fondy řadí také fondy rizikového kapitálu. Dále se odkazuje na Nařízení Evropského parlamentu a Rady o evropských fondech rizikového kapitálu.<sup>37</sup> Toto nařízení v článku 3, písm. b) určuje podobu fondu rizikového kapitálu a v písm. d) určuje podobu “podniku kvalifikovaného pro portfolio”. Protože zákon 240/2013 Sb. zahrnuje fondy rizikového kapitálu mezi fondy kvalifikovaných investorů, vztahují se na fondy rizikových investorů také ustanovení, která v tomto zákoně činnost fondů upravují (§ 272 – § 293). Tato ustanovení se

---

<sup>37</sup> Nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 28. července 2014]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0001:0017:CS:PDF>

ovšem vztahují primárně na ochranu investorů do takového fondu, nikoliv na ochranu společností, do kterých rizikový kapitál investuje. Týkají se zejména formy a četnosti zveřejňovaných informací, což se váže k informacím obecně zveřejňovaným, ale také k investičním nabídkám. Protože rizikový investor vstupuje aktivně do projektu, hrozí samozřejmě riziko, že si know-how “odnese” a spolupráce s investovaným zneužije ke vlastnímu prospěchu. Tuto oblast proto pokrývá zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, případně zákon 207/2000 Sb., o ochraně průmyslových vzorů. Daleko častěji ovšem upravuje vztahy rizikového investora a tzv. cílové společnosti podrobná smlouva, která upravuje, na co je možné prostředky rizikového kapitálu využít, jak bude rizikový kapitál o své investici informován (protože jde většinou o neobchodované akcie, úprava informovanosti akcionáře je nízká), jak bude cílová společnost řízena (nezřídka je zakotveno právo rizikového investora jmenovat některého člena managementu, většinou finančního ředitele) a jak lze z investice vystoupit (tj. v zásadě je predikováno, že (i) smyslem je vstup na burzu do x let, (ii) prodej finančním či odvětvovým investorům na trhu a když to nevyjde, tak (iii) prodej manažerům, tzv. management buy-out, v posledně uvedeném případě bývá stanoveno, jak se určí cena).

- Crowdfunding česká legislativa explicitně nezmiňuje. Možnost equity crowdfundingu není v ČR dosud legální (viz výše zmíněný zákon o kvalifikovaných investorech). Odměnový crowdfunding je z hlediska zákona považován za obchod se službou nebo zbožím, která bude dodána. V duchu tohoto chápání se na obě strany crowdfundingu (autory i přispěvatele) vztahuje zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele, konkrétně hlava druhá, která ošetřuje povinnosti při prodeji výrobků a poskytování služeb. Jeho dodržování zajišťuje a porušení sankcionuje Česká obchodní inspekce.

### 3. Část druhá: Investice do začínajících firem

Ve druhé části se zaměříme na hypotézu, že crowdfunding poskytuje začínajícím firmám více peněz než ostatní modely. Budeme se snažit zjistit, kolik prostředků vkládá crowdfunding a ostatní modely do začínajících projektů. Informace o tom, kolik aktuálně poskytují startupům jednotlivé modely, je pouze ale jednorozměrná informace. Proto se pokusíme zjistit získat odpověď na dvě ještě specifičtější otázky: Zaprvé, jakou rychlostí stoupá objem prostředků, které nabízí crowdfunding a které nabízejí ostatní modely? Zadruhé, jak se liší oborové zaměření projektů, které financuje crowdfunding od oborového zaměření projektů podpořených v rámci ostatních modelů?

Při kvantitativní analýze však tvrdě narážíme na problém dostupnosti dat. Souhrnná data o financování startupů ovšem nejsou dostupná, stejně jako nejsou dostupná souhrnná data o výkonu crowdfundingových platform. Potenciálně nejzajímavějším zdrojem informací je analýza společnosti Massolution.<sup>38</sup> Ta shrnuje výkon 308 crowdfundingových platform v roce 2012, obsahuje podrobné závěry o oborovém zaměření jednotlivých platform, ale také předpověď dalšího růstu. Nepřekonatelným problémem je však skutečnost, že Massolution svou analýzu prodává za téměř 10 000 Kč, čímž ji pro účel této diplomové práce dělá nepoužitelnou. Protože se však jedná o mimořádně přínosný zdroj informací, budu vycházet alespoň ze sekundárních zdrojů, které studii Massolution citují – například Collins<sup>39</sup> nebo Canada Media Fund.<sup>40</sup> Zajímavým zdrojem jsou také statistiky stránky Crowdfundfusion, která funguje jako agregátor více crowdfundingových platform.<sup>41</sup> Statistiky na jejich stránkách shrnují data z platform Kickstarter, Indiegogo, RocketHub, Fundly a Fundrazr. Mezi sledované faktory patří počet získaných peněz, počet otevřených projektů a počet úspěšných projektů. Snahu monitorovat a zpřehledňovat svět crowdfundingových platform projevuje také stránka Crowdsunite.com.<sup>42</sup> Uživatelé na této stránce mohou přidávat hodnocení jednotlivým platformám, platformy jsou přehledně řazené dle řady kritérií. Crowdsunite však nezveřejňuje souhrnná data. Mezi údaji na profilech platform jsou hodnocení uživatelů

---

<sup>38</sup> MASSOLUTION. The Crowdfunding industry report. Crowdsourcing.org, 2013.

Dostupné z: <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>

<sup>39</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)

<sup>40</sup> Facts & Stats. Canada Media Fund [online]. 30. 6. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: [http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts\\_and\\_stats/market-overview](http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts_and_stats/market-overview)

<sup>41</sup> Stats. Crowd Fund Fusion [online]. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.crowdfundfusion.com/stats>

<sup>42</sup> KickStarter Review. CrowdsUnite [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://crowdsunite.com/platforms/kickstarter>

(v množství, které není statisticky vypovídající – v době psaní této práce neměla žádná platforma více než 200 hlasů). Zajímavé jsou informace o počtu měsíčních návštěvníků (byť nejsou u všech platform) a hodnocení společnosti Alexa (to je však možné najít i na stránkách Alexa samotných).

Abychom našli odpověď na hypotézu, kterou jsem formuloval na začátku této části práce, musíme omezit i pohled na crowdfundingové platformy. Smyslem této práce není hodnotit charitativní projekty, ale pochopit změnu možností financování vznikajících projektů. Mezi vznikajícími projekty dobročinné patří, tvoří však jen zlomek toho, co nás zajímá. Mnohem více pozornosti chci věnovat privátním projektům. Z toho důvodu nám z hledáčku vypadávají dárcovské crowdfundingové platformy a dluhové crowdfundingové platformy. Dluhový model – jak ho popisuje Collins<sup>43</sup> – totiž funguje prakticky na principu bilaterálních půjček. Platformy v tomto případě sledují, jak rizikové půjčky daným subjektům jsou. Z toho důvodu není tento typ crowdfundingu vhodný pro startupy a podobné rizikové subjekty a v analýze ho nebudeme zohledňovat. Tím se záběr analýzy zužuje pouze na equity a odměnový crowdfunding. Equity crowdfunding podporovatelům nabízí podíl na zisku, čímž zprostředkovává typ dlouhodobé a stabilní investice. V USA funguje od dob legalizace equity crowdfundingu řada platform – např. AngelList, Early Shares, Fundable, CircleUp, Crowdfunder nebo WeFunder.com. Problém všech těchto platform je ale v tom, že nezveřejňují souhrnná data o úspěšnosti, takže není možné získat relevantní data o jejich fungování. Platformy na svých stránkách občas zveřejňují „success stories“ – příběhy úspěšných projektů. Jedná se však o projekty vybrané platformou samotnou, prezentované za účelem pozitivní prezentace toho, jak je platforma úspěšná. Z těchto dat není možné vyvozovat žádné obecnější závěry. Zbývá tedy odměnový crowdfunding.

Problém nedostupnosti dat, který jsem zúžením zaměření na equity a odměnové platformy ještě prohloubil, jsem se rozhodl pro účely této práce vyřešit následovně: Tam, kde je to možné, budu vycházet z výše uvedených souhrnných údajů. Tam, kde to možné není, budu sledovat trendy z platformy Kickstarter. Kickstarter obsazuje přední příčky ve srovnání podle Alexa, návštěvnosti<sup>44</sup> i podle počtu vybraných peněz<sup>45</sup>. Klíčovou roli

---

<sup>43</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)

<sup>44</sup> KickStarter Review. CrowdsUnite [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://crowdsunite.com/platforms/kickstarter>

<sup>45</sup> Stats. Crowd Fund Fusion [online]. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.crowdfundfusion.com/stats>

Kickstarteru potvrzují i dříve publikované studie, viz například Collins<sup>46</sup>, Mitra<sup>47</sup> nebo Etter.<sup>48</sup> Pro porovnání s dalšími platformami budu sledovat klíčové reprezentanty dalších modelů. Abych odstínil regionální specifika, budu sledovat pouze situaci v USA.

Při porovnání crowdfundingu s ostatními modely budu sledovat banky, venture kapitál a crowdfunding. Analýza v první části této práce ukázala mimo jiné to, že burza cenných papírů je pro financování začínajících podniků nepoužitelná, takže burza není pro tuto část práce relevantní. V případě bilaterálních modelů je problém s nedostupností dat v rámci této práce nepřekonatelný. Bilaterální model vlastně formálně ustanoveným modelem – na rozdíl od všech ostatních modelů – není. Data o investicích uskutečněných rodinami, přáteli a známými je tak mnohonásobně obtížnější měřit, než když sledujeme podobná data u jiných modelů. U bank, venture investorů i crowdfundingu můžeme vycházet z výsledků platform, na nichž se startupy s investory setkávají.

Do analýzy zahrnuji pouze komerční banky. Vycházím z žebříčku největších amerických bank (měřeno podle velikosti aktiv), který pravidelně zveřejňuje The Wall Street Journal.<sup>49</sup> Hodnocení deseti největších bank ukazuje tabulka. Je vidět obrovský rozdíl mezi prvními čtyřmi a zbytkem první desítky. Pro další zkoumání budu vycházet z veřejně dostupných výročních zpráv prvních čtyř bank – JP Morgan Chase & Co., Bank of America Corp., Citigroup Inc. a Wells Fargo & Co.

---

<sup>46</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z:

<sup>47</sup> MITRA, Tanushree a Eric GILBERT. The language that gets people to give: phrases that predict success on kickstarter. New York, USA, 2014. ISBN 978-1-4503-2540-0. Dostupné z: <http://dl.acm.org/citation.cfm?doid=2531602.2531656>. Studie. School of Interactive Computing, Georgia State University.

<sup>48</sup> ETTER, Vincent, Matthias GLOSSGLAUSER a Patrick THIRAN. Launch hard or go home!: Predicting the success of kickstarter campaigns. New York, USA, 2013. ISBN 978-1-4503-2084-9. Dostupné z: <http://dl.acm.org/citation.cfm?doid=2512938.2512957>. Studie. École Polytechnique Fédérale de Lausanne, Lausanne, Švýcarsko.

<sup>49</sup> BENOIT, David. The Top 50 U.S. Banks by Assets. In: The Wall Street Journal: MoneyBeat [online]. 26. 9. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/09/26/the-top-50-u-s-banks-by-assets/>

<b>Tabulka 1: Srovnání velikosti bank podle velikosti aktiv a rezerv</b>			
<b>Pořadí</b>	<b>Jméno banky</b>	<b>Celková hodnota aktiv (mld. USD)</b>	<b>Celková hodnota rezerv (mld. USD)</b>
1	JP Morgan Chase & Co.	2 439,49	1 202,95
2	Bank of America Corp.	2 123,32	1 080,78
3	Citigroup Inc.	1 883,99	938,43
4	Wells Fargo & Co.	1 440,56	1 021,59
5	Bank of New York Mellon Corp.	360,51	244,88
6	U.S. Bancorp	353,42	251,57
7	HSBC North America Holdings Inc.	321,97	109,22
8	PNC Financial Services Group Inc.	304,42	212,28
9	Capital One Financial Corp.	296,54	209,87
10	TD Bank US Holding Co.	228,95	190,21

V případě venture kapitálu je z hlediska dostupnosti dat výhoda, že se investoři sdružují v profesních organizacích. Největší organizací sdružující angel investory je Angel Capital Association, která sdružuje více než 7 000 investorů.<sup>50</sup> V oblasti rizikového kapitálu funguje National Venture Capital Association (NVCA), která sdružuje více než 400 investorů. Dalším významným zdrojem informací o venture kapitálu jsou průzkumy společnosti Pitchbook Data, která se přímo zabývá sledováním výkonu rizikových investorů a business angels.

<sup>50</sup> ANGEL CAPITAL ASSOCIATION. Benefits and Services for Members. Kansas, USA, 2012. Dostupné z: <http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/ACABenefits2012.pdf>

### 3.1 Růst prostředků v crowdfundingu a ostatních modelech<sup>51</sup>

Abychom byli schopni odpovědět na hypotézu, že crowdfunding nabízí novým projektům více peněz, potřebujeme v první řadě zmapovat, jak rychle prostředky v crowdfundingu stoupají. Analýza společnosti Massolution uvádí, že v dubnu 2012 fungovalo celosvětově 586 crowdfundingových platforem. Tabulka níže ukazuje, jak se vyvíjel objem prostředků, které crowdfundingové platformy celosvětově nabízely. Připomínám, že se jedná o globální přehled, zahrnující všechny typy crowdfundingových platforem. Pokud bychom uvažovali, že průměrný meziroční nárůst prostředků za sledované roky je + 77 %, pak se dá očekávat, že v roce 2014 bude crowdfunding distribuovat celosvětově 183,9 mld Kč. Nejsilnějším trhem z hlediska peněz získaných skrze crowdfunding je Severní Amerika – v roce 2012 se zde podařilo získat 56,8 % celkového objemu. Na Evropu připadá 42,7 %, na zbytek světa pak pouhých 0,7 %.<sup>52</sup> Celosvětově nejúspěšnějším modelem je podle Massolution odměnový a dárcovský model<sup>53</sup>. Pro další zkoumání upozorňuji, že Massolution neuvádí data za jednotlivé státy – nejmenší oblast, kterou můžeme sledovat, je tak právě zmíněná Severní Amerika. V roce 2012 tyto dva modely pokryly 52 % všech získaných prostředků a 77 % všech úspěšných kampaní. Skrze dluhový model se v roce 2012 převedlo 44 % všech prostředků, což reprezentuje 22 % všech úspěšných kampaní. Equity model reprezentuje pouze 4,3 % prostředků distribuovaných skrze crowdfunding v roce 2012 a 1 % všech úspěšných kampaní. Výše jsme zmínili JOBS Act, který legalizoval equity crowdfunding v USA. Jak podotýká Collins, v tomto ohledu byla americká legislativa pozadu za tou evropskou, protože na starém kontinentu bylo možné provozovat (například v Dánsku, Německu nebo Švédsku<sup>54</sup>) již dříve. Není tedy možné předpokládat, že by se equity crowdfunding před rokem 2012 neobjevoval. I přesto, že schválení JOBS Act vývoj equity crowdfundingu pozitivně ovlivnilo, je tato forma crowdfundingu nejpomaleji rostoucí. Nárůst mezi roky 2011 a 2012 je u equity crowdfundingu 30 %, zatímco u odměnového je to 85 % a u dluhového dokonce 111 %. Pro přehlednost přidávám do tabulky také údaje z platformy Kickstarter.

---

<sup>51</sup> Všechny údaje v tabulkách jsou přepočítány z USD na Kč podle kurzu 20,392 Kč platného k 25. 7. 2014

<sup>52</sup> Facts & Stats. Canada Media Fund [online]. 30. 6. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: [http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts\\_and\\_stats/market-overview](http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts_and_stats/market-overview)

<sup>53</sup> Massolution tyto dva modely nerozlišuje.

<sup>54</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)

<b>Tabulka 2: Vývoj objemu prostředků, které distribuuje crowdfunding<sup>55</sup></b>				
<b>Rok</b>	<b>Prostředky získané přes CF</b>	<b>Meziroční nárůst (%)</b>	<b>Kickstarter<sup>56</sup></b>	<b>Kickstarter – Meziroční nárůst (%)</b>
<b>2009</b>	10,7 mld Kč	-	-	-
<b>2010</b>	17,4 mld Kč	+ 62, 6 %	0,6 mld Kč	-
<b>2011</b>	30,5 mld Kč	+ 75, 3 %	2 mld Kč	+ 233,3 %
<b>2012</b>	55 mld Kč	+ 80, 3 %	6,5 mld Kč	+ 225 %
<b>2013 (odhad)</b>	103,9 mld Kč	+ 88, 9 %	9,8 mld Kč	+ 50,8 %

V přehledu bank budeme vycházet z výročních zpráv čtyř největších amerických bank.<sup>57</sup> Banky nabízejí prostředky formou úvěrů. Mě zajímají „small business loans“, tedy úvěry pro firmy, které mají podle americké definice méně než 250 zaměstnanců. Definice se ale liší podle oborů.<sup>58</sup> Podobně jako musíme brát s určitou rezervou data týkající se crowdfundingu – není možné z nich vyselektovat podporu startupů – musíme brát s rezervou i data týkající se malých firem. Mezi malými firmami nejsou jen startupy, i přesto nám však pohled na prostředky poskytnuté malým firmám určitou představu dá.

<sup>55</sup> Zdroje dat: Facts & Stats. Canada Media Fund [online]. 30. 6. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: [http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts\\_and\\_stats/market-overview](http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts_and_stats/market-overview), MASSOLUTION.

Crowdfunding industry report: Market trends, Composition and Crowdfunding Platforms. 2012. Dostupné z: <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf>

<sup>56</sup> Viz 2011: The Stats. In: The Kickstarter Blog [online]. 9. 1. 2012 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/blog/2011-the-stats>, The Best of Kickstarter 2012. Kickstarter [online]. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/year/2012> a The Best of Kickstarter 2013. Kickstarter [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/year/2013>

<sup>57</sup> Viz: Annual Report & Proxy: JPMorgan Chase & Co. Annual Report and Proxy Statement. JPMorgan Chase & Co. [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://investor.shareholder.com/jpmorganchase/annual.cfm>, Annual Reports & Proxy Statements. Bank of America: Investor Relations [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol-reportsannual#fbid=gflAN4gR-pb>, Annual Reports & Proxy Statements. Citi Investor Relations [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.citigroup.com/citi/investor/overview.html>, Annual Reports and Proxy Statements. Wells Fargo: Investor Relations [online]. 1999 – 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: [https://www.wellsfargo.com/invest\\_relations/annual](https://www.wellsfargo.com/invest_relations/annual)

<sup>58</sup> What is SBA's definition of a small business concern?. The U. S. Small Business Administration [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.sba.gov/content/what-sbas-definition-small-business-concern>



<b>Tabulka 3: Prostředky poskytnuté malým firmám od pěti největších bank USA</b>				
<b>Rok</b>	<b>JP Morgan</b>	<b>Bank of America</b>	<b>Citibank Group</b>	<b>Wells Fargo</b>
<b>2010</b>	5,1 mld Kč	18,8 mld Kč	122,4 mld Kč	303,8 mld Kč
<b>2011</b>	346,7 mld Kč	130,5 mld Kč	161,1 mld Kč	283,4 mld Kč
<b>2012</b>	407,8 mld Kč	177,4 mld Kč	195,8 mld Kč	326,3 mld Kč
<b>2013</b>	387,4 mld Kč	218,2 mld Kč	185,6 mld Kč	385,4 mld Kč

Třetí sledovanou skupinou jsou venture investoři. Vycházíme ze statistik společnosti Pitchbook Data.<sup>59</sup> Sledovaná data sahají až do roku 2004, ale protože v tabulkách výše jsme sledovali jen poslední čtyři roky (období relevantní pro sledování crowdfundingu), nebudeme roky 2004 – 2009 uvádět. Vývoj za toto období před nástupem crowdfundingu je nicméně zajímavý: V roce 2004 poskytli venture investoři v USA celkem 342,6 mld Kč (což je zhruba stejně jako v roce 2010). Čtyři roky objem prostředků rychle stoupal, aby v roce 2007 dosáhl 748,4 mld Kč. V roce 2008 následoval mírný propad na 548,5 mld Kč, v roce 2009 prostředky dosáhly minima za celé sledované období: 248,8 mld Kč. Data, níže v tabulce tedy ukazují mírný vzestup objemu investic, nicméně v kontextu dat za delší období se jedná pouze o postupný návrat k předchozím hodnotám.

<b>Tabulka 4: Prostředky distribuované rizikovými investory v USA</b>		
<b>Rok</b>	<b>Objem prostředků</b>	<b>Meziročně (%)</b>
2010	367,1 mld Kč	+ 47,5 %
2011	456,8 mld Kč	+ 24,4 %
2012	405,8 mld Kč	- 11,1 %
2013	352,8 mld Kč	- 13,1 %

Pohled na údaje z jednotlivých modelů nám ukazuje, že – i když vezmeme v potaz šum, způsobený globálními údaji o crowdfundingu a širším záběrem dat v bankovním sektoru – crowdfunding distribuuje nejmenší prostředky. Pracovní hypotézu, že crowdfunding poskytuje v absolutních číslech více peněz, tedy můžeme vyvrátit.

Jaká je situace v oborovém zaměření investic, které jednotlivé modely poskytují? Pokrývá crowdfunding alespoň v této oblasti nějakou prázdnou niku? Data na této úrovni

<sup>59</sup> PITCHBOOK. U.S. VC Valuations & Trends: 2014 Annual Report. 2014. Dostupné z: [http://pitchbook.com/2014\\_Annual\\_US\\_VC\\_Valuations\\_and\\_Trends\\_Report.html](http://pitchbook.com/2014_Annual_US_VC_Valuations_and_Trends_Report.html)

podrobnosti je možné porovnávat pouze s daty z venture kapitálu. Porovnávám data, která uvádí analýza Massolution (globální data o crowdfundingu)<sup>60</sup>, data uváděná platformou Kickstarter<sup>61</sup> a data zveřejněná ve zprávě Pitchbook Data.<sup>62</sup> Všechna data ukazují rok 2012. Každý použitý zdroj však používá jiný způsob dělení. Kickstarter je nepodrobnější, rozlišuje celkem třináct kategorií (Umění, komiks, tanec, design, móda, film a video, jídlo, hry, hudba, fotografie, knihy, technologie a divadlo). Massolution i Pitchbook Data pak uvádějí kategorií šest. V případě analýzy Massolution jsou to sociální projekty, soukromé a podnikatelské projekty, film a múzická umění, ostatní umělecké projekty, informační a komunikační technologie a „ostatní“. Pitchbook Data uvádí kategorie software, B2C media (tj. business to customer), komerční služby, zdravotnické služby a prostředky, léky a biotechnologie a „ostatní“.

Pro účely srovnání sdružím kategorie uváděné jednotlivými zdroji do pěti kategorií: Informační a komunikační technologie, ostatní technologie, umělecké a kreativní projekty, sociální projekty a ostatní. Z kategorií uváděných společností Pitchbook Data řadím software a B2C media mezi informační a komunikační technologie, zdravotnické služby a prostředky a biotechnologie do kategorie „ostatní technologie“, kategorie „ostatní“ zůstává bez změny. Kategorie uváděné společností Massolution řadím následovně: Sociální projekty zůstávají beze změny, film a múzická umění, jakož i ostatní umělecké projekty řadím do kategorie „Umělecké a kreativní projekty“, informační a komunikační technologie zůstává bez změny, stejně jako kategorie „ostatní“. V případě Kickstarteru se prakticky všechny kategorie přesouvají do kategorie „umělecké a kreativní projekty“. Výjimkou jsou kategorie hry (řadím ji do informačních a komunikačních technologií) a technologie (řadím je mezi ostatní technologie). Výsledek porovnání ukazuje tabulka.

---

<sup>60</sup> Facts & Stats. Canada Media Fund [online]. 30. 6. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: [http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts\\_and\\_stats/market-overview](http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts_and_stats/market-overview)

<sup>61</sup> The Best of Kickstarter 2012. Kickstarter [online]. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/year/2012>

<sup>62</sup> PITCHBOOK. Pitchbook VC Rundown 2013. 2013. Dostupné z: [http://pitchbook.com/The\\_Venture\\_Capital\\_Rundown\\_Report\\_2013.html](http://pitchbook.com/The_Venture_Capital_Rundown_Report_2013.html)

<b>Tabulka 5: Oborové zaměření financovaných projektů v roce 2012</b>			
<b>Typ</b>	<b>Pitchbook Data</b>	<b>Massolution</b>	<b>Kickstarter</b>
<b>Informační a komunikační technologie</b>	49,9 %	5 %	26 %
<b>Ostatní technologie</b>	13,4 %	0 %	9,1 %
<b>Umělecké a kreativní projekty</b>	0 %	17 %	64,9 %
<b>Sociální projekty</b>	0 %	24,7 %	0 %
<b>Ostatní</b>	36,7 %	52,9 %	0 %

Opět musíme vzít v potaz nízkou kvalitu dat, přesto jsou vidět poměrně jasné tendence: Investice rizikových investorů směřují především do informačních a komunikačních technologií, kreativní projekty leží zcela mimo jejich zájem (byť můžeme připustit, že část se může skrývat v kategorii Ostatní, kterou Pitchbook Data nerozvádí). Globální trendy v crowdfundingu směřují k projektům společensky prospěšným, neopomínají ale ani projekty kreativní. V kategorii ostatní je zahrnuta i kategorie „soukromé a podnikatelské projekty“. Z mého pohledu se jedná o nepřijatelné zjednodušení, protože není jasné, na jaký obor jsou tyto projekty zaměřeny, můžeme ale vyvozovat, že určitou část z poloviny prostředků by si „rozdělily“ kategorie informačních a komunikačních technologií a kategorie technologií obecně. Kickstarter je vedle zbylých dvou zdrojů velmi specifický.

Zatímco Massolution a Pitchbook Data zveřejňují souhrnná čísla za celý model, Kickstarter reprezentuje jen jednu crowdfundingovou platformu. Vzhledem k tomu, jak velký objem peněz a uživatelů přes Kickstarter proudí, je možné Kickstarter považovat za platformu, která určuje crowdfundingové trendy. Rozptyl kategorií na Kickstarteru ukazuje, že platforma se výrazně zaměřuje na kreativní průmysl. To však relativizují výsledky statistiky, když více než čtvrtinu prostředků získal herní průmysl (hry jsou mimochodem kategorie s největším podílem vybraných peněz na Kickstarteru) a téměř desetinu všech prostředků získaly ostatní technologické projekty.

Z pohledu na druhou analýzu můžeme odvodit, že rizikový kapitál a crowdfunding si konkurují jen v omezené míře. Nemáme důvod předpokládat, že by crowdfunding „útočil“ na pozice, které drží rizikovní investoři. Naopak se zdá, že crowdfunding je užitečným nástrojem tím, že přivádí peníze tam, kam tyto peníze neproudí. Zde však

musím připomenout, že s ohledem na dostupnost dat sleduji pouze data za rizikový kapitál a crowdfunding. Zcela opomím bilaterální vztahy i banky. Finance poskytnuté mezi přáteli a v rámci rodiny je v rámci této práce příliš obtížné změřit, to ale neznamená, že tyto prostředky neexistují. Stejně tak finance, které poskytují banky. Intuitivní závěry („umělci a společensky prospěšné projekty si nechodí půjčovat do banky“) není možné na tomto místě dělat, pokud je nemůžeme ověřit.

## 4. Závěr

Když jsem se poprvé přihlásil k napsání diplomové práce na téma crowdfunding, neslavil Kickstarter ani dva roky fungování a většina z pramenů, z nichž jsem na předchozích stránkách čerpal, ještě nebyla napsána. Za poslední tři roky byla skutečně řada aspektů týkající se crowdfundingu prozkoumána a popsána. O to více mě udivuje, že téma, které jsem si vybral já, za celou tu dobu nikdo odpovídajícím způsobem nepopsal. Zajímalo mě, v čem je vlastně crowdfunding specifický, v čem se liší oproti ostatním modelům a jakým způsobem ovlivňuje pole, na které v minulé dekádě vstoupil. Téma mě zajímá proto, že rozvoj crowdfundingu je příznačnou ukázkou příchodu novomediálních inovací. Existuje téma alokace kapitálu. Tímto tématem jsme konfrontováni všichni. Je řada modelů, které se na alokaci kapitálu podílejí. Crowdfunding se objevil jako jeden z nich. J. Vančát<sup>63</sup> v jedné své práci popsal čtyři fáze, kterými prochází nový pojem: Mýtus, metafora, konkrétní pojem označující jednu z aplikací a klišé. Crowdfunding už překonal fázi, ve které se o něm mluví jako o mýtu – už nenarazíme na tolik oslavných řečí, které vychvalují efektivitu prostředků distribuovaných davem, nýbrž stále častěji se setkáváme se studii, které střízlivě a kriticky nahlízejí na crowdfunding a sledují konkrétní jeho aspekty. Ještě pořád se však nesetkáváme ani s vnímáním crowdfundingu jako klišé, jako pojmu vyčerpaného, prozkoumaného, informačně vytěženého. Domnívám se, že jsme ve stavu, kdy crowdfunding potřebujeme pochopit a poznat, na jakých základech stojí a zda s ním můžeme počítat i v budoucnu, či zda se jedná pouze o dočasný trend.

Abych touto prací přispěl k poznání crowdfundingu, zformuloval jsem hypotézu, že crowdfunding je pro financování nových projektů vhodnější než banky, burza, bilaterální financování a venture kapitál. K ověření této hypotézy mi posloužily dvě pracovní hypotézy, které jsem dále ověřoval. První směřovala k pochopení crowdfundingu samotného: Je crowdfunding schopen podpoření hodné projekty identifikovat lépe než jak to dokážou ostatní modely? Zajímalo mě, v čem spočívá domnělá inovativnost crowdfundingu, jeho větší efektivita na úrovni teorie fungování. Druhá podpůrná hypotéza zjišťovala, zda crowdfunding nabízí novým projektům více peněz, než ostatní modely. Při ověřování této hypotézy jsem se podíval na praxi, na to, jak se crowdfunding skutečně projevuje v posledních letech.

Analýza první hypotézy se skládala ze čtyř zkoumání. Zaprvé ukázala že crowdfunding jako takový není historicky novým nástrojem, novinka však spočívá v jeho propojení s

---

63 VANČÁT, Jaroslav. Vývoj obrazivosti od objektu k interaktivitě: gnozeologické předpoklady analýzy obrazové stránky nových médií. Vyd.1. Praha: Karolinum, 2009, 245 s. ISBN 978-802-4616-254.

novými médii. Toto propojení jsem v druhém zkoumání popsal na úrovni konceptuální i technologické. Na konceptuální úrovni je změna spojena se změnou komunikačního prostředí. V mediální komunikaci se vyvinulo prostředí mnoho k mnoha, které přebírá výhody starších dvou modelů, ale nepřebírá jejich slabiny. Zároveň je ovšem jeho využití vázané na využití technologií. Crowdfunding se bez technologií ve své moderní podobě také nedá provozovat a i všechny další charakteristiky, které vyjmenovává Crosbie u „komunikačních prostředí“. V technologické rovině jsem ukázal, jak technologický vývoj determinuje vývoj crowdfundingu. Potvrdili jsme tak tvrzení Crosbieho, že využití crowdfundingu je závislé na technologiích. Třetí oblastí, kterou jsem zkoumal, byla otázka eliminace chyb jednotlivců. Vycházel jsem ze Surowieckiho, který popsal, za jakých okolností může fungovat crowdsourcing, tedy způsob skupinového řešení problémů, který je dokonalejší, než řešení týchž problémů jednotlivci. Porovnání crowdfundingu se Surowieckiho konceptem „wisdom of crowd“ ukázalo, že crowdfunding nelze nazývat formou crowdsourcingu, protože v zásadní otázce (nezávislost rozhodování jednotlivce) se s crowdsourcingem rozchází. Zvláštní pozornost jsem věnoval čtvrté oblasti. V té jsem porovnával zprostředkovatelské role, které hraje crowdfunding, bilaterální vztah, banky, burzy a venture kapitál. Tato analýza ukázala, že crowdfunding neodstraňuje zprostředkovatele, ale spíše ho – v duchu Saffovy terminologie – disintermediují. Tam, kde se očekávalo, že internet zprostředkovatele odstraní, přinesl též internet potřebu nových oblastí, které je potřeba prostřednictvím zprostředkovatelů pokrýt.

První hypotézu tedy nemůžeme potvrdit: Crowdfunding sice vytváří prostředí, ve kterém je snazší pro drobné přebytkové subjekty setkat se s někým, kdo peníze potřebuje. Tomu nahrává efektivní využití nových médií i omezené chápání zprostředkovatelské role. Na druhou stranu však nenabízí nic víc: Není nástrojem, který by skutečně vycházel z wisdom of crowd, není nástrojem, který by efektivně bránil chybným rozhodnutím jednotlivců. Těž crowdfunding, který pomáhá rychle sbírat prostředky na smysluplné projekty, dokáže stejně rychle řetězit špatné rozhodnutí jednotlivce nebo skupiny jednotlivců. Crowdfunding je tak spíš dobrým marketingovým nástrojem, který na jedné straně láká drobné „investory“, kteří jsou v prostředí crowdfundingových platform ochotni poskytnout peníze, které by jinak neposkytli. Na druhé straně dávají autorům projektů možnost dělat reklamní kampaň už ve chvíli, kdy svůj projekt teprve připravují.

Analýza druhé hypotézy sledovala, jaká je současná praxe ve využití crowdfundingu. Záměrem bylo potvrdit nebo vyvrátit hypotézu, že crowdfunding nabízí novým projektům více peněz, než ostatní modely. Klíčový problém, kterému jsem musel čelit při hledání odpovědí na dvě podpůrné otázky (kolik peněz distribuuje crowdfunding a kolik ostatní

modely, jaké je zaměření projektů podporovaných jednotlivými modely), byl problém nedostupnosti dat. Ukázalo se, že jediným dostupným datem o crowdfundingu je fakticky nedostupná analýza Massolution. Ukázalo se, že bilaterální model nejsme schopni sledovat vůbec (jeho sledování by stálo za samostatnou studii, která by se mohla stát zdrojem pro tuto mou práci). Ukázalo se, že detailnější data je možné získat jen u crowdfundingu a venture kapitálu. Zpráva, kterou nám dala získaná data, však byla v případě obou otázek tak jednoznačná, že i když přihlédneme k roztržitosti dat a velkou míru šumu, můžeme odpovědět na obě dílčí hypotézy. Crowdfunding je z hlediska objemu peněz stále marginálním zdrojem. Na druhou stranu oborové zaměření crowdfundingu a projektů investovaných skrze venture kapitál se výrazně lišilo.

Druhou hypotézu tedy můžeme v omezené míře potvrdit. Crowdfunding nabízí některým novým projektům více peněz, než by tyto projekty byly schopny získat skrze jiné modely. Příležitost získat více peněz se neodvíjí od absolutního množství peněz, které crowdfunding alokuje, ale spíše v oborech, na které se zaměřuje. Podle toho, co ukázala druhá analýza, se dá předpokládat, že sociální a umělecké projekty získají finance skrze crowdfunding spíše než skrze venture kapitál.

Jak můžeme rozumět tomu, co ukázaly obě dvě analýzy? Co nám to říká o dopadu crowdfundingu na tradiční distribuční struktury? Domnívám se, že dopad crowdfundingu na ostatní modely je přinejmenším diskutabilní. V první části práce jsme si ukázali, že crowdfunding stojí na jiných základech, než na jakých stojí ostatní modely. Ve druhé části práce jsme si ukázali, že se crowdfunding ani „nesnaží“ konkurovat ostatním modelům tím, že by zprostředkoval peníze na projekty, na které se soustředí i jiné modely (minimálně sledovaný venture kapitál). Domnívám se ale také, že crowdfunding je pro konkrétní projekty užitečný a skutečně nabízí přidanou hodnotu, kterou nenabízejí jiné modely. Na základě toho, co jsem popsal výše, tedy nevěřím tomu, že by crowdfunding byl jen dočasným trendem. Crowdfunding totiž má konkrétní komparativní výhody oproti všem ostatním modelům. Bilaterální model je užitečný tím, že umožňuje získat prostředky s minimem nákladů na jejich získání. Silnou stránkou bilaterálního modelu je také to, že v rozhodování přebytečných subjektů zde hraje roli vztah k nedostatkovému subjektu nebo k jeho projektu, přičemž tento vztah může být silnějším argumentem, než podrobně zkoumaná bonita protistrany. Na nulovém zapojení zprostředkovatele jsou příznivou zprávou také nízké náklady. Nevýhodou bilaterálního modelu je to, že okruh investorů je limitován okruhem přátel a známých. Při překročení této hranice výrazně stoupají náklady. Tím, že investor (nebo věřitel) stojí na osobní vazbě k investovanému (nebo dlužníkovi) nebo jeho záměru, není možné předpokládat, že by investor přinesl do projektu i nějakou nefinanční hodnotu – například know-how.

Crowdfunding přebírá od bilaterálního modelu princip nízkých nákladů na oslovení nejbližších (i když náklady na kvalitní videoprezentaci projektu nejsou tak nízké, jako náklady na oslovení příbuzných a přátel). Zároveň ale snaha o oslovení přispěvatelů z okruhu mimo sociální síť autora projektu nevede k tak výraznému nárůstu nákladů, jako v případě bilaterálního modelu. V otázce osobní vazby na projekt nebo na autora projektu a omezený nefinanční přínos je crowdfunding s bilaterálním modelem podobný. Burza cenných papírů je užitečná tím, že jako kolektivní orgán projevuje „wisdom of crowd“ mnohem efektivněji, než jeden expertní investor.<sup>64</sup> Výhoda také spočívá v tom, že na burze je teoreticky snáze dostupné získání dalších prostředků tím, že obchodovaná firma emituje další cenné papíry. Burza také funguje jako platforma, na které se mohou setkat přebytečné i nedostatkové subjekty. Nevýhodou burzy jsou ovšem velmi vysoké nároky na vstup, který znemožňuje její využití začínajícími projekty. Crowdfunding funguje jako kolektivní orgán, nicméně oproti burze pouze v omezené míře. Získávání dalších prostředků není přes crowdfunding vyloučené, ale protože by v takovém případě bylo nutné vytvořit novou crowdfundingovou kampaň, můžeme říci, že získávání dodatečných prostředků je přes crowdfunding náročnější, než skrze burzu. Charakteristika společná pro oba dva modely je formát platformy, která slouží jako místo setkání dvou strany. Na crowdfundingové platformy, stejně jako na burzu, může přijít investor bez konkrétního záměru podpořit projekt nebo koupit akcie konkrétní firmy – rozhodnout se v takovém případě může až na místě. Jednoznačnou výhodou crowdfundingu oproti burze je však dostupnost pro všechny subjekty. Výhodou bank je možnost získat prostředky bez nutnosti řešit protistranu. Banky jsou ideální pro člověka, který má stabilní příjem (nebo má čím ručit), ale nemá ve svém okolí nikoho, koho by mohl pro svůj projekt získat. Takový člověk má v bance možnost získat prostředky snáze, než například v bilaterálním modelu. Nevýhodou bank je však poněkud strohé vidění klienta. Banky se snaží vyhýbat rizikům, nenabízejí další podporu projektu (formou know-how atp.), neposuzují kvalitu projektu, nýbrž především to, zda bude v budoucnu klient schopen splácet. Nevýhodou bank jsou také náklady, které vznikají zapojením zprostředkovatele. Crowdfunding na rozdíl od bank vyžaduje práci s protistranou, její aktivní hledání a oslovení. Crowdfundingové platformy ale do jisté míry tuto práci usnadňují. Náklady, které autor projektu ušetří tím, že nemusí platit zprostředkovatelské poplatky bance, tak neušetří zcela, protože je musí vložit do hledání protistrany a komunikace s ní. Velkou komparativní výhodou oproti bankám je v crowdfundingu možnost získat prostředku prezentací potenciálu, který projekt má. Investoři nebo přispěvatelé v crowdfundingu

---

<sup>64</sup> Viz str. 173 a následující in: SUROWIECKI, James. The wisdom of crowds: why the many are smarter than the few. London: Abacus, 2005c2004, xxi, 295 s. ISBN 978-0-349-11605-12007.



neřeší platební historii protistrany a její budoucí schopnosti splácet.<sup>65</sup> Největší výhodou venture kapitálu je možnost získat vedle finanční podpory také know how investora. Investor v tomto modelu vstupuje do projektu aktivně a přímo se podílí na jeho rozvoji. Podobně jako modely výše má venture kapitál také výhodu v tom, že posuzuje potenciál projektu, nikoliv pouze jeho aktuální stav. Nevýhodou je riziko přetížených investorů, kteří mohou žádost o podporu projektu prostě přehlédnout, nebo zamítnout pro nedostatek kapacit. V případě crowdfundingu je výhoda v možnosti spojit náklady na získání financí s propagací projektu. Proces crowdfundingu je založený na virálním šíření napříč sociálními sítěmi. Tím se do podpory zapojuje více lidí a část nákladů na propagaci tak přebírají stávající sami podporovatelé projektu. Nevýhodou crowdfundingu oproti venture kapitálu je ovšem absence návazné spolupráce.

Hlavní hypotéza této práce říkala, že crowdfunding je pro financování nových projektů vhodnější, než venture kapitál, burza, banky a bilaterální financování. Tuto hypotézu můžeme částečně potvrdit. Pro některé projekty je skutečně crowdfunding vhodnější (které to jsou, jsem ukázal výše), popsal jsem však i nevýhody, které s sebou crowdfunding nese.

Omezený rozsah této diplomové práce bohužel vedl k tomu, že nebylo možné prozkoumat některé aspekty problematiky dopadů crowdfundingu na tradiční distribuční modely. Na předchozích stránkách jsem se pokusil vytvořit základ pro další zkoumání. Závěrem této práce bych proto rád ještě nastínil, kam by mohlo další studium crowdfundingu směřovat. První cesta pro další zkoumání se nabízí jako doplnění analýzy v druhé části této práce. I když se domnívám, že analýza tak, jak byla provedena, naplnila svůj účel, bylo by jistě užitečné prozkoumat také bilaterální model a banky. Bilaterální model sdílí s crowdfundingem orientaci na sociální vazby. Z pohledu na fungování těchto dvou modelů by se dalo vyvozovat, že crowdfunding akceleruje využití potenciálu „rodiny, přátel a bláznů“. Pokud nějaký model crowdfunding výrazně ovlivňuje, pak nejpravděpodobněji právě bilaterální model. Zapojení zprostředkovatele je v crowdfundingu omezené, zprostředkovatel navíc řeší oblasti, které by mohly být v bilaterálním modelu největším rizikem. Tím by mohl být pro obě strany bilaterálního modelu nejpřirozenější alternativou. Zda tomu tak je, by však bylo potřeba zjistit sociologickým výzkumem, který by odhalil motivace a chování jednotlivců při poptávání

---

<sup>65</sup> GERBER, Elizabeth, Julie HUI a Pei-Yi KUO. Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. Seattle, 2012. Dostupné z: [http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW\\_Crowdfunding\\_Final.pdf](http://www.juliehui.org/wp-content/uploads/2013/04/CSCW_Crowdfunding_Final.pdf). Příspěvek na konferenci: Design Influence and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics. Northwestern University.

a nabízení peněz svým blízkým. Podobně hodnotný by mohl být výzkum mezi autory a přispěvateli na crowdfundingových platformách, který by zjišťoval, do jaké míry poskytují peníze na bilaterální úrovni a jak toto jejich chování crowdfunding proměnil. Banky jsou určitým dluhem této práce. Nedostupnost podrobnějších dat znemožnil detailnější analýzu, která by ukázala priority bank při podpoře nových projektů. Studie vybraných bank a projektů, které banky podpořily, by v porovnání s projekty podpořenými crowdfundingovými platformami mohl rovněž pomoci k lepšímu pochopení. Druhá příležitost pro další zkoumání je ve výzkumu zdrojů financování startupů samotných. Startupy jsem si vybral jako předmět výzkumu i v této práci, protože dobře reprezentují projekty, jejichž potenciál není možné s jistotou předpovědět. Jako alternativa k výše navrženému zkoumání dosud neprozkoumaných modelů financování je tedy zkoumání příjemců těchto financí. Jak ale ukazuje druhá analýza této práce, je možné, že „cílové skupiny“ jednotlivých modelů se liší. A proto je možné, že by zkoumání zdrojů financování akorát potvrdilo, že startupy jsou typem nedostatkového subjektu, který je primárně navázaný na jeden model financování. Ověření této hypotézy by však mohlo vést k výzkumu, který by ověřil, jaké jsou typické protistrany v jednotlivých modelech financování. Třetí možnost dalšího zpracování tématu dopadů crowdfundingu na modely financování je podle mě v porovnání transakčních nákladů. Mou osobní ambicí bylo původně analýzu transakčních nákladů do této diplomové práce zahrnout. Nakonec jsem však dal přednost hlubšímu zpracování dvou oblastí, před povrchním zpracováním třech oblastí. Pracnost analýzy transakčních nákladů spočívá v tom, že aby měla taková analýza výpovědní hodnotu, bylo by potřeba měřit explicitní i implicitní náklady. Situace je však taková, že nemáme jednoznačná data ani pro všechny explicitní náklady. Můžeme měřit poplatky jednotlivých modelů, můžeme měřit daně a další jednoznačné náklady. Obtížněji můžeme měřit například u crowdfundingu nebo venture kapitálu náklady na získání investora. Vůbec nejobtížnější je však možnost měřit implicitní náklady<sup>66</sup>. Ačkoliv tyto faktory mohou tvořit větší část nákladů, jejich měření je obecně velmi obtížné. Domnívám se, že by bylo vhodné změřit finanční a časové náklady na získání 100 000 Kč v distribučních modelech, které jsem sledoval v této práci. Taková analýza by poskytla jasné vodítko při porovnávání jednotlivých modelů.

Zvláštním fenoménem „crowdfundingového diskurzu“ je nedostatek relevantních dat. Je to velice překvapivé, protože v době, kdy se crowdfunding těší velké popularitě, je podle mě oprávněné očekávat, že bude s podobným nadšením taky měřen. Dobrou zprávou je,

---

66 D'Hondt a Giraud jmenují mezi implicitními náklady rozdíl nabídky a poptávky, vliv trhu a náklady příležitosti – viz D'HONDT, Catherine a GIRAUD. EDHEC RISK AND ASSET MANAGEMENT RESEARCH CENTRE. Transaction Cost Analysis A-Z: A Step towards Best Execution in the Post-MiFID Landscape. Francie, Listopad 2008.

že přibývá kvalitních studií. Široká škála témat však dosud pokryta není. Je pozoruhodné, že tolik lidí píše o velkém významu crowdfundingu, když konkrétní data o využití crowdfundingu nabízí jediná studie. Podle mých poznatků při shromažďování podkladů pro tuto diplomovou práci tvoří většinu veřejné diskuse o crowdfundingu blogosféra. Jednotlivé blogy však autoři píšou častěji na základě svých předsudků (pozitivních i negativních), nebo jako součást obsahového marketingu. Exemplárním příkladem je infografika o zdrojích financování startupů.<sup>67</sup> Zdroje dat této tabulky není možné ověřit, není jasná metodologie sběru dat, není jasné ani to, jaký časový interval pokrývá. Přesto tuto infografiku cituje celá řada blogů zaměřených na startupy. Omezená racionalita a ekonomické chování, které z ní vychází, je v ekonomii dobře popsáný problém. Není tedy nic překvapivého, že chování investorů v crowdfundingu ovlivňují právě takto informačně nekvalitní zdroje. Přinášení kvalitních zdrojů informací je ale v případě informačně podvyživeného crowdfundingového diskurzu odpovědností akademické obce, odpovědností, která má konkrétní dopad na chování jednotlivců.

Pozitivní zprávou ale je, že s postupem času vznikají další a další hodnotné studie, které nahlížejí různé roviny crowdfundingu. Čtenářům této diplomové práce bych na tomto místě rád doporučil zejména vynikající charakteristiku crowdfunding, jeho podob, současnosti i budoucnosti od Collinse<sup>68</sup>. Dále také studii vzniklou na Georgia State University,<sup>69</sup> která na vzorku 45 000 crowdfundingových kampaní zkoumá fráze, predikující úspěšnost kampaní na Kickstarteru. Z podobného směru je také studie ze švýcarské École Polytechnique Fédérale de Lausanne,<sup>70</sup> která na vzorku více než 16 000 crowdfundingových kampaní hledá metodu, která by umožnila předpovídat úspěšnost kickstarterových kampaní obecně. Na závěr spolu s doporučením kvalitních pramenů pro studium crowdfundingu vyjadřuji svou naději, že snad i mě se podařilo touto diplomovou prací přispět k hlubšímu pochopení významu a fungování crowdfundingu, případně podnítit ke zkoumání další kolegy.

---

<sup>67</sup> TRAVICKY, Vanessa. The Top Sources of Startup Funding. In: AlleyWatch [online]. 28. 2. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.alleywatch.com/2014/02/the-top-sources-of-startup-funding/>

<sup>68</sup> COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)

<sup>69</sup> MITRA, Tanushree a Eric GILBERT. The language that gets people to give: phrases that predict success on kickstarter. New York, USA, 2014. ISBN 978-1-4503-2540-0. Dostupné z: <http://dl.acm.org/citation.cfm?doid=2531602.2531656>. Studie. School of Interactive Computing, Georgia State University.

<sup>70</sup> ETTER, Vincent, Matthias GLOSSGLAUSER a Patrick THIRAN. Launch hard or go home!: Predicting the success of kickstarter campaigns. New York, USA, 2013. ISBN 978-1-4503-2084-9. Dostupné z: <http://dl.acm.org/citation.cfm?doid=2512938.2512957>. Studie. École Polytechnique Fédérale de Lausanne, Lausanne, Švýcarsko.



## Seznam použité literatury

2011: The Stats. In: The Kickstarter Blog [online]. 9. 1. 2012 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/blog/2011-the-stats>

AGRAWAL, Ajay K.; CATALINI, Christian; GOLDFARB, Avi. The geography of crowdfunding. National Bureau of Economic Research, 2011.

ANGEL CAPITAL ASSOCIATION. Benefits and Services for Members. Kansas, USA, 2012. Dostupné z: <http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/ACABenefits2012.pdf>

Annual Report & Proxy: JPMorgan Chase & Co. Annual Report and Proxy Statement. JPMorgan Chase & Co. [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://investor.shareholder.com/jpmorganchase/annual.cfm>

Annual Reports & Proxy Statements. Bank of America: Investor Relations [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://investor.bankofamerica.com/phoenix.zhtml?c=71595&p=irol-reportsannual#fbid=gflAN4gR-pb>

Annual Reports & Proxy Statements. Citi Investor Relations [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.citigroup.com/citi/investor/overview.html>

Annual Reports and Proxy Statements. Wells Fargo: Investor Relations [online]. 1999 – 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: [https://www.wellsfargo.com/invest\\_relations/annual](https://www.wellsfargo.com/invest_relations/annual)

BENOIT, David. The Top 50 U.S. Banks by Assets. In: The Wall Street Journal: MoneyBeat [online]. 26. 9. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://blogs.wsj.com/moneybeat/2013/09/26/the-top-50-u-s-banks-by-assets/>

BLOOMFIELD, Stephen. Venture Capital Funding a Practical Guide to Raising Finance. 2nd ed. London: Kogan Page, 2008. ISBN 978-074-9455-002.

CASTRATARO, Daniela. A Social History Of Crowdfunding. In: Social Media Week [online]. 12. 12. 2011 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://socialmediaweek.org/blog/2011/12/a-social-history-of-crowdfunding/>

COASE, R. H. The Nature of the Firm. *Economica* [online]. 1937, vol. 4, issue 16, s. 386-405 [cit. 2013-07-29]. DOI: 10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x. Dostupné z: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>

- COLLINS, Liam. WORLD BANK. Crowdfunding: Innovative access to finance and regulatory challenges. [Online]. 2014 [cit. 29. 7. 2014]. The Innovation Policy Platform. Dostupné z: [http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf\\_imported\\_documents/Policy\\_Brief-Crowdfunding.pdf](http://162.220.5.194/sites/default/files/rdf_imported_documents/Policy_Brief-Crowdfunding.pdf)
- CROSBIE, Vin. What is New Media? Digital Deliverance [online]. 2002 [cit. 2013-07-25]. Dostupné z: <http://web.archive.org/web/20020618014948/http://www.digitaldeliverance.com/philosophy/definition/definition.html>
- Crowdfunding. In: Wikipedia: the free encyclopedia [online]. San Francisco (CA): Wikimedia Foundation, 2001- [cit. 2013-07-15]. Dostupné z: <http://en.wikipedia.org/wiki/Crowdfunding>
- D'HONDT, Catherine a GIRAUD. EDHEC RISK AND ASSET MANAGEMENT RESEARCH CENTRE. Transaction Cost Analysis A-Z: A Step towards Best Execution in the Post-MiFID Landscape. Francie, Listopad 2008.
- Definition of Crowdfunding. In: Oxford Dictionaries: Oxford University Press [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/crowdfunding>
- Definition of Crowdsourcing. In: Oxford Dictionaries: Oxford University Press [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.oxforddictionaries.com/definition/english/crowdsourcing>
- DVOŘÁK, Petr. Bankovníctví pro bankéře a klienty. 3. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Linde, 2005, 681 s. Vysokoškolská učebnice (Linde). ISBN 80-720-1515-X.
- ETTER, Vincent, Matthias GLOSSGLAUSER a Patrick THIRAN. Launch hard or go home!: Predicting the success of kickstarter campaigns. New York, USA, 2013. ISBN 978-1-4503-2084-9. Dostupné z: <http://dl.acm.org/citation.cfm?doid=2512938.2512957>. Studie. École Polytechnique Fédérale de Lausanne, Lausanne, Švýcarsko.
- Facts & Stats. Canada Media Fund [online]. 30. 6. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: [http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts\\_and\\_stats/market-overview](http://crowdfunding.cmf-fmc.ca/facts_and_stats/market-overview)
- GERBER, Elizabeth, Julie HUI a Pei-Yi KUO. Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. Seattle, 2012. Dostupné z: <http://www.juliehui.org/wp->

content/uploads/2013/04/CSCW\_Crowdfunding\_Final.pdf. Příspěvek na konferenci: Design Influence and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics. Northwestern University.

GRUSIN, Jay David Bolter and Richard. Remediation: understanding new media. 6. Nachdr. Cambridge, Mass. [u.a.]: MIT Press, 2003. ISBN 978-026-2522-793.

Help. AngelList [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://angel.co/help/syndicates>

HERMAN, Josef. Chléb a hry. In: Divadelní noviny [online]. 5. 6. 2008 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://host.divadlo.cz/noviny/clanek.asp?id=16746>

CHUN, Wendy Hui Kyong, KEENAN, Thomas. New media, old media: A history and theory reader. Routledge, New York: 2006. 418 s.

KAZMARK, Justin. Kickstarter Before Kickstarter. In: Kickstarter Blog [online]. 18. 7. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/blog/kickstarter-before-kickstarter>

KickStarter Review. CrowdsUnite [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://crowdsunite.com/platforms/kickstarter>

Kickstarter: 2013 Highlights. Kickstarter [online]. 2014 [cit. 2014-04-11]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/year/2013/>

MANOVICH, Lev. The language of new media. 1st ed. Cambridge: MIT Press, 2002, xxxix, 354 s. ISBN 02-626-3255-1.

MASSOLUTION. Crowdfunding industry report: Market trends, Composition and Crowdfunding Platforms. 2012. Dostupné z: <http://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf>

MASSOLUTION. The Crowdfunding industry report. Crowdsourcing.org, 2013. Dostupné z: <http://research.crowdsourcing.org/2013cf-crowdfunding-industry-report>

MITRA, Tanushree a Eric GILBERT. The language that gets people to give: phrases that predict success on kickstarter. New York, USA, 2014. ISBN 978-1-4503-2540-0. Dostupné z: <http://dl.acm.org/citation.cfm?doi=2531602.2531656>. Studie. School of Interactive Computing, Georgia State University.

Nařízení Evropského parlamentu a rady (EU) 345/2013 ze dne 17. dubna 2013 o evropských fondech rizikového kapitálu. In: EUR-lex [právní informační systém]. Úřad pro publikace Evropské unie [cit. 28. července 2014]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0001:0017:CS:PDF>

Peněžní ekonomie a bankovníctví. 3. vyd. Praha: Management Press, 2000, 634 s. ISBN 80-726-1031-7.

PITCHBOOK. Pitchbook VC Rundown 2013. 2013. Dostupné z: [http://pitchbook.com/The\\_Venture\\_Capital\\_Rundown\\_Report\\_2013.html](http://pitchbook.com/The_Venture_Capital_Rundown_Report_2013.html)

PITCHBOOK. U.S. VC Valuations & Trends: 2014 Annual Report. 2014. Dostupné z: [http://pitchbook.com/2014\\_Annual\\_US\\_VC\\_Valuations\\_and\\_Trends\\_Report.html](http://pitchbook.com/2014_Annual_US_VC_Valuations_and_Trends_Report.html)

Pricing & Fees. Indiegogo [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://go.indiegogo.com/pricing-fees>

RUBINTON, Brian J., Crowdfunding: Disintermediated Investment Banking. 2011. Dostupné ze SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1807204> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1807204>

SARKAR, M. B., et al. Intermediaries and cybermediaries: A continuing role for mediating players in the electronic marketplace. In: Journal of Computer-Mediated Communication, 1(3), 1995. Dostupné z: <http://jcmc.indiana.edu/vol1/issue3/sarkar.html>

Solar Roadways. In: Indiegogo [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.indiegogo.com/projects/solar-roadways>

Stats. Crowd Fund Fusion [online]. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.crowdfundfusion.com/stats>

STEINBERG, Scott. The Crowdfunding Bible: How To Raise Money For Any Startup, Video Game Or Project [online]. READ.ME, 2012 [cit. 2013-07-15]. ISBN 9781105726286. Dostupné z: <http://www.crowdfundingguides.com>

SUROWIECKI, James. The wisdom of crowds: why the many are smarter than the few. London: Abacus, 2005c2004, xxi, 295 s. ISBN 978-0-349-11605-12007.

The Best of Kickstarter 2012. Kickstarter [online]. 2013 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <https://www.kickstarter.com/year/2012>

The Best of Kickstarter 2013. Kickstarter [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z:



<https://www.kickstarter.com/year/2013>

Top 10 Crowdfunding Sites by Traffic Rank [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.crowdfunding.com/>

TRAVICKY, Vanessa. The Top Sources of Startup Funding. In: AlleyWatch [online]. 28. 2. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.alleywatch.com/2014/02/the-top-sources-of-startup-funding/>

VANČÁT, Jaroslav. Vývoj obrazivosti od objektu k interaktivitě: gnozeologické předpoklady analýzy obrazové stránky nových médií. Vyd.1. Praha: Karolinum, 2009, 245 s. ISBN 978-802-4616-254.

What is SBA's definition of a small business concern?. The U. S. Small Business Administration [online]. 2014 [cit. 2014-07-29]. Dostupné z: <http://www.sba.gov/content/what-sbas-definition-small-business-concern>

ZIDER, Bob. How Venture Capital Works. Harvard Business Review. 1998, Reprint 98611. ISSN 0017-8012.