

# Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów *venture capital*\*

Bożena Mikołajczyk, Marzena Krawczyk

W dzisiejszych czasach założyciele i właściciele biznesu mają do dyspozycji dość szeroki zakres form pozyskiwania kapitału, zarówno początkowego, jak i niezbędnego do dalszego rozwoju i ekspansji przedsięwzięcia. Oprócz tradycyjnych źródeł, którymi są własne oszczędności, środki pożyczone od rodziny i przyjaciół, kredyty bankowe czy kapitał pozyskany za pośrednictwem rynku giełdowego, coraz popularniejszą formą, a co za tym idzie coraz częściej wykorzystywaną, staje się formalny i nieformalny rynek *venture capital*, w tym przede wszystkim działalność *venture capitalists*<sup>1</sup> czy aniołów biznesu (*business angels*). Niniejsza publikacja jest poświęcona właśnie tym dwóm podmiotom rynku podwyższonego ryzyka.

Rozwój rynku finansowego powoduje powstawanie coraz to nowszych jego podzbiorów i instrumentów, które służą głównie do poprawy efektywności jego funkcjonowania, jak również polepszenia warunków działania funkcjonujących na nim podmiotów, aby wzbudzić większe zainteresowanie i przyciągnąć inwestorów na ten rynek.

Jednym z jego segmentów jest rynek *private equity*. Choć jest to relatywnie mała część sektora finansowego, bez wątpienia ma on ważną rolę do odegrania, gdyż współtworzy pewien łańcuch zależności, którego brak może spowodować, że prędzej czy później inne elementy systemu finansowego pośrednio bądź bezpośrednio odczują problemy w swojej działalności. Chodzi zwłaszcza o istnienie tzw. luki kapitałowej definiowanej jako różnica pomiędzy potrzebami poszukujących kapitału a wymaganiami stawianymi przez posiadaczy nadwyżki kapitału. Jest to najczęściej wskazywa-

nym powodem braku efektywności działania rynku, w szczególności przedsięwzięć, dla których potrzebna kwota finansowania jest za niska lub które są zbyt mało płynne i zbyt ryzykowne, by spełnić wymagania funduszy *venture capital* i działających w ich ramach *venture capitalists*. Dla przedsiębiorców uruchamiających przedsięwzięcie i ich rodzin wymagany kapitał jest natomiast za wysoki.

Rynek *private equity* jest bardzo rozbudowany. Jego największym podzbiorem jest rynek *venture capital*, zarówno formalny, jak i nieformalny. W segmencie tym inwestycje kapitałowe dotyczą etapu uruchamiania (*seed*), wczesnego rozwoju lub początkowej fazy ekspansji firmy (*start-up*)<sup>2</sup>.

Oprócz formalnego rynku podwyższonego ryzyka, obejmującego działalność funduszy *venture capital* zarządzanych przez tzw. *venture capitalists*, w ostatnich latach szczególne znaczenie i coraz większą popularność zdobywa rynek nieformalny, a więc rynek, na którym aktywnie działają tzw. aniołowie biznesu. Strukturę rynku podwyższonego ryzyka przedstawia schemat.

Mianem aniołów biznesu określa się prywatnych inwestorów, którzy prowadzą działalność gospodarczą w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw. W większości są to osoby mające doświadczenie, niekiedy nawet bardzo duże, w prowadzeniu własnej działalności i wywodzące się ze środowiska biznesowego. Oferują oni przedsiębiorcy nie tylko finansowanie rozwoju działalności, ale również (a nawet w większym stopniu) wsparcie merytoryczne<sup>3</sup>.

Aniołowie odgrywają bardzo istotną rolę w rozwoju przedsiębiorczości. Wynika to przede wszystkim z faktu, że dzięki swojej działalności zapełniają istniejącą na rynku lukę inwestycyjną pomiędzy możliwo-

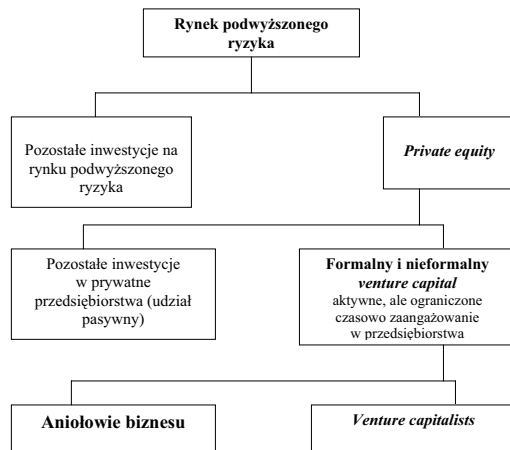
\* Operatorzy *venture capital* w publikacjach poświęconych temu tematowi nazywani są wymiennie: *venture capitalists*, inwestorzy kapitału udziałowego, operatorzy funduszy.

<sup>1</sup> Porównaj również: B. Mikołajczyk: *Venture Capital formą finansowania Małych i Średnich Przedsiębiorstw*. Acta Universitatis FOLIA OECONOMICA nr 176/2004, s. 127.

<sup>2</sup> *EVCA Yearbook 2004*. European Venture Capital Association, 2004, s. 293.

<sup>3</sup> *Anioły Biznesu i ich rola we wspieraniu rozwoju przedsiębiorstw*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 7 (163), lipiec 2004, s. 64.

### Schemat Aniołowie biznesu i venture capitalists na rynku podwyższonego ryzyka



Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Itzel, N. Rokaeus, E. Hoglund, M. Lundh: *Differences between Business Angels and Venture Capitalists*. Stockholm School of Entrepreneurship, maj 2005, s.14; [www.ki.se/cmi/education/itze](http://www.ki.se/cmi/education/itze); *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*. European Commission, Directorate General for Regional Policy, październik 2002.

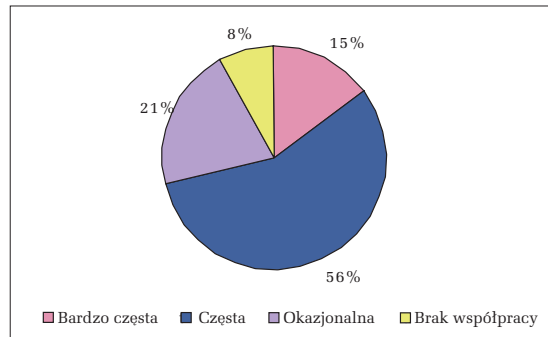
ścią pozyskania funduszy od przyjaciół i rodziny oraz od *venture capitalists*, z przeznaczeniem ich na realizację lub rozwój przedsięwzięcia. Aniołowie biznesu są zatem koniecznym ogniwem w tym łańcuchu.

Równie ważna jest rola *venture capitalists* w finansowaniu małych i średnich firm (choć w ich portfelu inwestycyjnym często są także duże projekty). Inwestują oni środki finansowe w przedsiębiorstwa o wysokim potencjale wzrostu, ale w takie, które nie znalazły się jeszcze na rynku publicznym, giełdowym czy pozagiełdowym. *Venture capitalists*, podobnie jak aniołowie biznesu, finansują przedsiębiorców, którzy potrzebują funduszy na realizację dobrze rokujących projektów lub założenie firmy.

Pojawia się tu pierwsza, ale bardzo ważna różnica pomiędzy aniołami biznesu a *venture capitalists*. Wiąże się ona z pochodzeniem środków, które obie grupy inwestorów przeznaczają na finansowanie. Aniołowie inwestują swoje własne środki pieniężne, oszczędności zgromadzone w ciągu życia, głównie dzięki wcześniejszemu prowadzeniu własnej działalności biznesowej. Z kolei *venture capitalists* inwestują kapitały powierzone im przez inne podmioty (biernych uczestników rynku finansowego). Jest to podstawowe kryterium pozwalające na zróżnicowanie tych dwóch źródeł finansowania, a jednocześnie wskazujące na ich komplementarność.

Fakt, że aniołowie biznesu inwestują własne, a *venture capitalists* powierzone fundusze, powoduje, iż łączna pula środków trafiających do potencjalnych przedsiębiorców jest znacznie większa, a to oznacza możliwość sfinansowania większej liczby projektów. Jest to ogromna zaleta, potwierdzająca konieczność istnienia obu omawianych grup inwestorów i dająca szansę dla szybszego rozwoju przedsiębiorczości.

### Wykres 1 Współpraca aniołów biznesu i venture capitalists



Źródło: U. Akah, T. Stanco: *Relationship between angels and Venture Capitalists in the venture Industry - survey*. The George Washington University, s. 3; [www.lab2ipo.org](http://www.lab2ipo.org).

Różne źródła pochodzenia środków finansowych przeznaczonych na finansowanie innowacyjnych projektów powodują również, że te dwa podmioty rynku *venture capital* nie prowadzą między sobą walki konkurencyjnej, mającej na celu przejęcie z rynku kapitałów z przeznaczeniem ich na cele inwestycyjne. Co więcej, mogą nawet nawiązywać współpracę.

Z badań wynika, że 56% amerykańskich aniołów biznesu i *venture capitalists* deklaruje współdziałanie. Rozumiane jest ono jednak bardzo szeroko – od wspólnego finansowania inwestycji, po dzielenie się nabytymi doświadczeniami inwestycyjnymi (wykres 1).

Interesujące jest również, że zarówno w Europie, jak i Stanach Zjednoczonych 56% aniołów biznesu i 47% *venture capitalists* deklaruje współfinansowanie tych samych przedsięwzięć. Bardziej szczegółowe informacje zawarto w tabeli 1.

Powyższe informacje pozwalają również wysnuć wnioski, że aniołowie stanowią jakby pierwszych „życiwciele” przedsięwzięcia i zarazem opiekunów. Ostatnie stadium zaangażowania nieformalnego inwestora *venture capital* w przedsiębiorstwo lub projekt staje się pierwszym cyklem finansowania dla *venture capitalists*. Wówczas to oni przejmują rolę opiekuna i zaczynają dbać o dalszy rozwój przedsięwzięcia.

Indywidualni inwestorzy dostarczają kapitał na finansowanie wczesnego rozwoju pojedynczej inwestycji w kwocie, która jest znacznie mniejsza od minimalnej kwoty inwestowanej przez *venture capitalists*. Dopiero gdy przedsięwzięcie się rozwinię, odniesie

Tabela 1 Udział formalnych i nieformalnych inwestorów rynku *venture capital* posiadających w swoich portfelach te same inwestycje (w %)

Typ inwestora	Częstotliwość współinwestowania			
	bardzo często	czasami	rzadko	nigdy
Aniołowie biznesu	15	56	21	8
Venture capitalists	2	47	39	12

Źródło: U. Akah, T. Stanco: *Relationship between angels and Venture Capitalists in the venture Industry - survey*, op.cit., s. 8; [www.lab2ipo.org](http://www.lab2ipo.org).

na rynku sukces i ustabilizuje się, może zwrócić uwagę *venture capitalists*. Taka sytuacja występuje zwłaszcza wtedy, gdy środki indywidualnego inwestora są już niewystarczające.

Jest to kolejny dowód na uzupełnianie się działalności tych dwóch typów inwestorów.

Rozpatrując potencjalne inwestycje, aniołowie biznesu zwracają uwagę na region, w którym ma działać wspierana przez nich firma lub przewiduje się realizację przedsięwzięcia, oraz branżę działania. Najchętniej podejmują się finansowania projektów o charakterze innowacyjnym, w branżach przyszłościowych (takich jak biotechnologia, nanotechnologia, inżynieria medyczna), głównie w tych dziedzinach, w których zdobyli już pewne doświadczenie, kontakty handlowe, a więc które są im znane<sup>4</sup>. Dla porównania *venture capitalists* niemal w ogóle nie przywiązują wagi do lokalizacji podejmowanej inwestycji. Może mieć ona zarówno charakter regionalny, lokalny, jak i krajowy, a niekiedy nawet międzynarodowy. Dla nich liczy się sam pomysł, jego innowacyjność i opłacalność ekonomiczna. *Venture capitalists* są również mniej „wybredni”, jeśli chodzi o dziedziny, które finansują, choć podobnie jak aniołowie biznesu wybierają sektory o dużym potencjale wzrostu. Nie mają szczególnych preferencji branżowych, choć z reguły wykluczają ze swojego portfela inwestycyjnego projekty z przemysłu zbrojeniowego, tytoniowego i rynku nieruchomości.

Jak już stwierdziłyśmy, aniołowie biznesu to osoby fizyczne, którym udało się osiągnąć sukces, rozumieją ryzyko i są przygotowane do asystowania w tworzeniu i wprowadzaniu strategii firmy oraz zarządzaniu nią<sup>5</sup>. Często za udostępnienie kapitału żądają od przedsiębiorcy mniejszościowego udziału we własności (od 10% do 25%) lub przynajmniej możliwości wglądu w prowadzenie firmy (np. w formie członkostwa w radzie nadzorczej). Coraz częściej aniołowie zatrudniają się w finansowanych przedsiębiorstwach na cały etat lub na jego część. Co więcej, aniołowie biznesu z reguły akceptują swoją mniejszościową pozycję i są przygotowani na relatywnie długotrwały wgląd w swoje inwestycje. Pozwala to nieformalnemu inwestorowi na regularny kontakt z kadrą zarządzającą, aktywniejsze zaangażowanie się we wsparcie przedsiębiorstwa oraz umożliwia szybsze zareagowanie i udzielenie wsparcia merytorycznego<sup>6</sup>.

*Venture capitalists* również mogą odgrywać różne role w organizacji. Ich działalność i zaangażowanie

w przedsięwzięcie są jednak znacznie mniejsze niż w przypadku aniołów biznesu. Czasami ograniczają się do finansowania i odgrywają pasywną rolę w zarządzaniu przedsiębiorstwem, a w innych przypadkach żądają silnej pozycji i uprzywilejowania w podejmowaniu decyzji, dokonywaniu zmian w strategii czy też wpływu na zatrudnienie.

Pozostaje pytanie, dlaczego aniołowie biznesu po prostu nie inwestują posiadanych środków finansowych w fundusze *venture capital* lub nie zostają menedżerami funduszy, a więc nie można ich zaliczyć do *venture capitalists*. Odpowiedź wynika z natury inwestorów. Faktem jest, że niezależnie od kontynentu i kraju aniołowie pragną pozostać anonimowi, co powoduje, że w znacznym stopniu są niedostępni. W przeciwieństwie do formalnego rynku *venture capital* nie figurują w żadnych spisach. Powoduje to, że próby znalezienia tego źródła finansowania przez potencjalnych przedsiębiorców często kończą się niepowodzeniem.

Nieujawnianie się aniołów biznesu jest ogromną wadą i najważniejszą przyczyną nieskuteczności działania nieformalnego rynku *venture capital*. Jej następstwem jest fakt, że bardzo duża liczba intratnych projektów inwestycyjnych nie jest aniołom biznesu w ogóle prezentowana, a wzajemne poszukiwanie się inwestora i przedsiębiorcy jest czasochłonne i wiąże się z wysokimi kosztami.

Całkowity czas potrzebny na znalezienie indywidualnego inwestora lub funduszu *venture capital*, których preferencje inwestycyjne będą zgodne z tym, co ma do zaoferowania przedsiębiorca, wynosi w obu przypadkach co najmniej 6 miesięcy. Choć dzięki istnieniu publicznie dostępnych spisów łatwiej dotrzeć do funduszy *venture capital*, trzeba znacznie dłużej czekać na pierwszy kontakt z menedżerem funduszu niż na spotkanie z aniołem biznesu. W przypadku *venture capitalists* trwa to średnio 1,75 miesiąca, a dla nieformalnego inwestora zaledwie jeden miesiąc.

Różnice te są jeszcze bardziej widoczne i dokuczliwe w przypadku czasu, jaki upływa od pierwszego spotkania do momentu odebrania środków finansowych. W przypadku indywidualnych inwestorów średnio wynosił on 2,5 miesiąca, natomiast w odniesieniu do *venture capitalists* było to 4,5 miesiąca.

Podsumowując ten wątek rozważań, należy stwierdzić, że minimalny czas upływający od znalezienia inwestora indywidualnego do otrzymania od niego środków finansowych wynosi 4 miesiące, a w funduszach *venture capital* 6 miesięcy<sup>7</sup>.

W przypadku finansowania przez nieformalnych inwestorów rynku *venture capital* przedsiębiorca będzie zawierał transakcję z osobą prywatną lub z małą, zamkniętą grupą indywidualnych inwestorów opierają-

<sup>4</sup> M. Mirowska: *Venture Capital ze szczególnym uwzględnieniem business angels*. Folia Oeconomica, Wydawnictwo UE, nr 160/2002, s. 84.

<sup>5</sup> P. Tamowicz: *Kiedy zawodzi bank. Anioł nie zawiedzie*. „Puls Biznesu” nr 62 (1558), z 23.03.2004.

*Business Angels w Europie. Nieformalne inwestycje Private Equity*, 2003, [www.private-equity.pl/business\\_angels\\_w\\_europie](http://www.private-equity.pl/business_angels_w_europie).

<sup>6</sup> J. Węclawski: *Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach*. Praca naukowa *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyznań współczesności*. Tom II. Katowice 2002, Wydawnictwo „Academiae Oeconomicae Sigillum”, s. 301.

<sup>7</sup> R. Harrison, C. Mason (red.) *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Prentice Hall Woodhead-Faulkner 1996, s. 65-66.

cych się na doświadczeniu lidera – tzw. archaniola, należących do tzw. sieci aniołów biznesu lub syndykatów. W przypadku funduszy *venture capital* przedsiębiorca będzie natomiast przeprowadzał transakcję z organizacją posiadającą pieniądze innych ludzi, a więc zarządzającą funduszem – *venture capitalists* są jedynie ich powiernikami, zobowiązanymi do postępowania według ustalonych procedur.

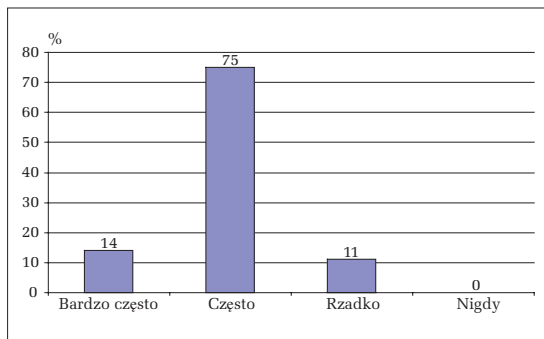
Nieformalni inwestorzy rynku podwyższonego ryzyka różnią się od *venture capitalists* także motywami inwestycyjnymi.

Intencją działania *venture capitalists* jest przede wszystkim osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu z posiadanego portfela inwestycji. Dzięki takiemu podejściu udało im się osiągnąć w USA średnio 26-procentowy zwrot z zainwestowanego kapitału (według danych National Venture Capital Association), a w Europie 14-procentowy (dane European Private Equity and Venture Capital Association). Reasumując, *venture capitalists* otrzymują średnio rocznie co najmniej 20% zysku z posiadanego portfela inwestycji<sup>8</sup>.

Motywy aniołów biznesu są raczej niefinansowe, a przynajmniej zwrot z inwestycji nie jest główną pobudką ich działania. Aniołowie inwestują przede wszystkim w firmy w początkowej fazie rozwoju, mimo braku ich płynności i większego ryzyka związanego z tego typu działalnością. Dążą przy tym do osobistej satysfakcji, cieszą się z możliwości bycia czymś mentorem w prowadzeniu biznesu i inicjatorem wzrostu przedsiębiorstwa. W ich przypadku chodzi zatem nie tylko o wysoki zysk, ale także o doradztwo merytoryczne, pomoc w budowaniu strategii. Wierzą, że ich pieniądze i doświadczenie w połączeniu z nowatorskim przedsięwzięciem przyniosą korzyści im, przedsiębiorcom, a nawet regionowi, w którym biznes jest zlokalizowany<sup>9</sup>.

Niemniej jednak, pomimo swojego niemal altruistycznego podejścia do inwestycji, aniołowie biznesu oczekują pewnego zwrotu z każdej inwestycji znajdującej się w ich portfelu. Instytucjonalni *venture capitalists* akceptują fakt, że pewien procent ich inwestycji nie powiedzie się lub przyniesie zyski znacznie niższe od zakładanych. Tak odmienne podejście wynika z dwóch faktów. Po pierwsze, z wielkości portfela inwestycyjnego – większa liczba inwestycji podejmowanych przez *venture capitalists* rodzi większe ryzyko, że któraś z nich nie spełni oczekiwań. Po drugie, aniołowie biznesu mogą inwestować wolne środki finansowe będące do ich dyspozycji, ale nie muszą. Mogą zatem dowolnie wybierać projekty i decydować się na finansowanie tych, których efektywności są całkowicie pewni.

**Wykres 2** Częstotliwość inwestowania przez *venture capitalists* w przedsięwzięcia, z których aniołowie biznesu się wycofali



Źródło: U.A. Kah, T. Stanco: „Relationship between angels and Venture Capitalists in the venture Industry - survey, op.cit., s. 9; [www.lab2ipo.org](http://www.lab2ipo.org).

W rezultacie bardzo duży procent projektów trafiających do aniołów jest przez nich odrzucany. Dlatego statystyczny anioł biznesu niezbyt często jest inwestorem. Co więcej, decydują się na finansowanie zaledwie 8% zidentyfikowanych możliwości inwestycyjnych, głównie z obawy przed zbyt wysokim ryzykiem inwestycyjnym<sup>10</sup>.

W rezultacie, wielu nieformalnych inwestorów ma znaczne niewykorzystane środki, czasem nawet trzykrotnie wyższe niż całkowita wartość inwestycji dokonanych przez nich w ciągu ostatnich trzech lat działalności<sup>11</sup>.

Z kolei *venture capitalists*, jako dysponenci powierzonych im kapitałów, są zobligowani do ich inwestowania i operowania nimi tak, by środki te zawsze znajdowały się w obiegu. Można nawet zaryzykować stwierdzenie, że czasem podejmują się finansowania przedstawianych im projektów inwestycyjnych tylko dlatego, że muszą, bo jest to jedyny sposób, aby zaktywizować będące do ich dyspozycji środki finansowe<sup>12</sup>.

Po udzieleniu pomocy w prowadzeniu firmy aniołowie wycofują swoje udziały. Na ich miejsce często wchodzi wówczas właśnie *venture capitalists*.

Z wykresu 2 jasno wynika, że większość (bo aż 75%) *venture capitalists* deklaruje, iż w swoim portfelu inwestycyjnym mieli lub nadal mają inwestycje, które wcześniej były przedmiotem zainteresowania i finansowania ze strony aniołów biznesu.

Pomiędzy aniołami biznesu i *venture capitalists* istnieje jeszcze wiele istotnych różnic, z jednej strony potwierdzających podobieństwo tych dwóch form pozyskiwania źródeł finansowania, a z drugiej, wskazujących na ich komplementarność.

Jedną z takich cech jest sposób podejścia do oceny i wyboru projektów inwestycyjnych. Aniołowie bizne-

<sup>8</sup> S.N. Kaplan, P. Stromberg: *Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring*. NBER Working Paper nr 8202, kwiecień 2001, s. 1; [www.ibnrg.edu.com/vc](http://www.ibnrg.edu.com/vc).

<sup>9</sup> A. Gieros: *Anioły albo inwestorzy*. „Manager Magazine” nr 5/2005, s. 118–120.

<sup>10</sup> *Benchmarking Business Angels*. „BEST Report” nr 1/2003, raport The Enterprise DG of European Union, 2002; <http://europa.eu.int/comm/enterprise/library/best-reports/best01.htm>.

<sup>11</sup> R. Harrison, C. Mason, op.cit., s. 66.

<sup>12</sup> A.B. Gerald, J. Margulis: *Angel financing. How to find and invest in Private Equity*. John Wiley & Sons, 2000, s. 78.



su, podejmując decyzje o przyjęciu lub odrzuceniu potencjalnego przedsięwzięcia, biorą najczęściej pod uwagę<sup>13</sup>:

- kondycję finansową przedsiębiorstwa,
- doświadczenie zawodowe przedsiębiorcy i zarządu firmy,
- przewagę konkurencyjną lub atrakcyjność produktu albo usługi,
- branżę, sektor i pozycję danego rynku w gospodarce,
- kompetencje, doświadczenie i zaangażowanie kadry kierowniczej,
- możliwość zaangażowania się w działalność przedsiębiorstwa, wielkość zaangażowania finansowego przedsiębiorcy,
- ryzyko przedsięwzięcia, które w przypadku inwestycji finansowanych przez aniołów biznesu jest bardzo wysokie,
- lokalizację przedsiębiorstwa – „aniołowie” dążą do tego, by mieć bliski i częsty kontakt z kadra zarządzającą i wgląd w realizację przedsięwzięcia,
- charakterystykę i potencjał wzrostu rynku,
- komplementarność wspólnych interesów zarządzających biznesem oraz umiejętności i preferencji inwestycyjnych aniołów,
- wielkość zaangażowania finansowego przedsiębiorcy.

Analizując powyższe czynniki, aniołowie biznesu nie skupiają się na korzyściach finansowych, jakie mogą osiągnąć. Szczególne znaczenie mają dla nich kwestie niefinansowe oraz wzajemne zaufanie. Aniołowie biznesu uważają, że osobisty kontakt, pozytywne stosunki oraz zrozumienie i zaufanie pomiędzy przedsiębiorcą a inwestorem są bardzo istotnymi czynnikami wpływającymi na realizację przedsięwzięcia. Nieformalni inwestorzy mają przy tym zdolność do podejmowania bardzo szybkich i jednocześnie przemyślanych decyzji, czy przedstawiona im inwestycja przyniesie oczekiwane korzyści.

Z kolei *venture capitalists* znacznie więcej czasu i wysiłku poświęcają badaniu opłacalności inwestycji niż aniołowie biznesu. Konsekwencją tego są większa szczegółowość i lepsza jakość otrzymanych informacji. Takie postępowanie, a więc opieranie się na faktycznych danych i schematach przy ocenie firmy lub przedsięwzięcia dowodzi, że działają oni znacznie bardziej formalnie i są bardziej rygorystyczni wobec przedsiębiorcy niż aniołowie.

W początkowej fazie szacowania projektów inwestycyjnych *venture capitalists* skupiają się na atrakcyjności projektu z punktu widzenia potencjalnego zysku i ryzyka. Czynią to, badając wielkość, konkurencyjność i chłonność rynku, strategię, wy-

maganą technologię itp. Bardzo skrupulatnie podchodzą również do przydatności kadry zarządzającej i osobowości przedsiębiorcy. W przypadku wątpliwości np. co do ich umiejętności *venture capitalists* odrzucają projekt, jeśli organy kierownicze nie zostaną zweryfikowane, uzupełnione, a nawet zmienione. Zakładają bowiem, że dobrze zarządzana inwestycja łatwiej i szybciej rozwinie się i wejdzie na rynek publiczny, zyskując na wartości. A przecież osiągnięcie jak największego i jak najszybszego zwrotu z inwestycji jest głównym motywem działania tej grupy inwestorów<sup>14</sup>.

Szczegółowość badania projektów inwestycyjnych wynika również z faktu, że *venture capitalists* dążą do tego, aby w późniejszym okresie poświęcać rozwijającej się inwestycji mniej czasu. Dlatego decydują się finansować głównie te przedsięwzięcia, które będą odpowiednio zarządzane i nie będą wymagać zbyt dużej uwagi i konieczności kontroli ze strony inwestora. Jest to kolejna cecha odróżniająca *venture capitalists* od aniołów biznesu. Dla tych drugich poświęcenie czasu, uwagi i częste monitorowanie biznesu nie są żadnym problemem. Co więcej, aniołowie biznesu sami chcą czynnie angażować się w działanie firmy, a nawet czują potrzebę odgrywania roli doradcy dla firmy, w którą inwestują. Dlatego preferują inwestycje w przedsiębiorstwa znajdujące się w pobliżu miejsca swojego zamieszkania i pracy (głównie w odległości do 100 mil).

Poza otrzymywaniem finansowego wsparcia od aniołów biznesu małe i średnie firmy zyskują od swoich inwestorów również korzyści w postaci istotnych umiejętności handlowych oraz doświadczenia w prowadzonej działalności od swoich inwestorów.

Podobnie jak w przypadku oceny projektów inwestycyjnych te dwa typy inwestorów na rynku *venture capital* różni również sposób podejścia do wycofywania się z przedsięwzięcia, a także szczegółowość uregulowania wzajemnej współpracy w formie pisemnej umowy.

Aniołowie biznesu wycofują swoje udziały z inwestycji na rzecz realizacji zakładanych zysków po kilku, nie określanych z góry latach (przeciętnie 5–7 lat). Najczęściej ich wyjście z inwestycji przyjmuje formę sprzedaży udziałów inwestorowi branżowemu, poprzednim właścicielom albo założycielom firmy, bądź funduszowi *venture capital*<sup>15</sup>.

W przypadku *venture capitalists* zarówno sama umowa, jak i sposób wyjścia z inwestycji są znacznie bardziej uszczegółowione, a procedura wycofywania się ma bardzo formalny charakter. Można nawet powiedzieć, że stosują oni pewną strategię wycofania się z inwestycji. Już przy nawiązywaniu współpracy z potencjalnym przedsiębiorcą *venture capitalists* umieszczają

<sup>13</sup> M. Mirowska: *Venture Capital ze szczególnym uwzględnieniem business angels*, op.cit., s. 85; *Business Angels Finance 2004. Directory UK BANs*. National Business Angels Network, 2004, s. 11.

<sup>14</sup> S.N. Kaplan, P. Stromberg, op.cit., s. 5-6.

<sup>15</sup> P. Tamowicz: *Sentyment i zysk*. "Puls Biznesu" nr 94 (1590) z 17.05.2004.

Tabela 2 Podstawowe różnice pomiędzy aniołami biznesu a *venture capitalists*

Kryterium różnicowania	Aniołowie biznesu	<i>Venture capitalists</i>
Osobowość	Przedsiębiorcy	Inwestorzy, specjaliści w swojej dziedzinie
Doświadczenie	Mają doświadczenie w prowadzeniu biznesu (większość aniołów biznesu wywodzi się ze środowiska przedsiębiorczego)	Brak doświadczenia w byciu przedsiębiorcą Swoją działalność opierają na własnej wiedzy
Typ finansowanych firm	Małe i średnie; we wczesnej fazie rozwoju	Średnie, niekiedy duże; ustabilizowane na rynku
<i>Due diligence</i> – szczegółowość oceny projektu	Minimalne, ogólne badanie projektu inwestycyjnego	Dogłębne i szczegółowe badanie przedsięwzięcia
Preferowana lokalizacja przedsięwzięcia będącego przedmiotem zainteresowania inwestorów	W pobliżu miejsca zamieszkania anioła Zwracają szczególną uwagę na lokalizację inwestycji	Bez znaczenia
Umowa	Jasno sformułowana, prosta	Bardzo rozbudowana; sformalizowana i uszczegółowiona
Monitoring inwestycji	Aktywny udział aniołów w zarządzaniu inwestycją, częsty kontakt z przedsiębiorcą	Działają w formie udziałowców strategicznych
Podejście do wycofywania się z przedsięwzięcia	Małą wagę przywiązują do sposobu wyjścia z inwestycji	Bardzo ważna i przemyślana droga wyjścia z inwestycji; postępowanie według z góry określonych reguł i zasad
Ważność stopy zwrotu z inwestycji (IRR)	Stosunkowo mało uwagi poświęcają wysokości IRR	Wysokość IRR ma fundamentalne znaczenie dla inwestorów
Źródło pochodzenia kapitału inwestycyjnego	Własne, zgromadzone w ciągu życia aniołów oszczędności	Środki finansowe innych podmiotów, które powierzyły je funduszowi

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Benchmarking Business Angels. BEST Report*, nr 1/2003, raport *The Enterprise DG of European Union*, 2002 r.; <http://europa.eu.int/comm/enterprise/library/best-reports/best01.htm>; *EVCA Yearbook 2004. European Venture Capital Association*, 2004; A.B. Gerald, J. Margulis: *Angel financing. How to find and invest in Private Equity*, 2000, John Wiley & Sons; *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy. European Commission, Directorate General for Regional Policy*, październik 2002.

w zawieranej umowie klauzulę o czasie trwania finansowania, terminie rozwiązania współpracy i formie rozstania. Pozwala to uniknąć w przyszłości pułapek i niespodzianek. *Venture capitalists* z reguły zbywają swoje udziały, wprowadzając je na rynek giełdowy. Dzięki temu kapitał formalnego podwyższonego ryzyka przyczynia się do poprawienia kondycji całego rynku giełdowego, traktowanego jako sposób wyjścia z inwestycji – poprzez upublicznienie (zwiększając łączną pulę środków na tym rynku)<sup>16</sup>.

Zestawienie i podsumowanie najważniejszych różnic pomiędzy aniołami biznesu a *venture capitalists* zawiera tabela 2.

Aniołowie biznesu coraz częściej są uznawani za ważne ogniwo rynku finansowego, ponieważ uzupełniają istniejącą lukę inwestycyjną. Najliczniejsza grupa aniołów biznesu żyje w Stanach Zjednoczonych. Szacuje się, że milionerzy stanowią tam ponad 1% populacji i mają łącznie do zainwestowania 8,37 bln USD. W Europie podobną rolę odgrywa Wielka Brytania. Szacuje się,

że aktywnie działa tam 18 tys. aniołów biznesu, inwestujących około 500 mln funtów rocznie w ponad 3 000 firm.

Gwałtowny wzrost liczby milionerów – potencjalnych aniołów biznesu – obserwuje się także w Europie Środkowej i Wschodniej. Zgodnie z raportem Merrill Lynch i Cap Gemini Ernst & Young, szacującym wielkość nieformalnego rynku *venture capital*, 220 tys. osób w tym regionie w ostatniej dekadzie zrobiło zawrotne kariery w biznesie i dziś dysponuje łącznie około 900 mld USD<sup>17</sup>. Co więcej, każdego roku liczba aktywnych aniołów biznesu rośnie o 200–300 tys. rocznie.

Nieformalny inwestor rynku podwyższonego ryzyka średnio inwestuje od 30 do 50 tys. USD własnych oszczędności w pojedynczą inwestycję. W porównaniu z kwotami inwestowanymi przez *venture capitalists* zaangażowanie finansowe w poszczególne projekty jest bardzo niskie. Wynika to z dwóch powodów. Po pierwsze, aniołowie biznesu mają skłonność do finansowania kilku działań jednocześnie. Przeciętnie indywidualny inwestor angażuje swój kapitał w 2–5 innowacyjnych przedsiębiorstwach w ciągu roku. Po drugie, wiel-

<sup>16</sup> P. Tamowicz: *Rynek Kapitału Ryzyka w Polsce. Średniookresowe uwarunkowania rozwoju rynku kapitału ryzyka*. Niebieskie Księgi nr 4/2003, Gdańsk 2003, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, s. 15.

<sup>17</sup> Dane pochodzą ze strony internetowej Polskiej Sieci Aniołów Biznesu (1590) PolBAN, [www.polban.pl](http://www.polban.pl)

kość kapitału, który aniołowie zdolali zaoszczędzić i są gotowi zainwestować, jest ograniczona.

*Venture capitalists* działają na znacznie szerszą skalę zarówno pod względem wysokości inwestowanych kwot, jak i liczby podejmowanych inwestycji. Rzadko finansują małe przedsięwzięcia, o niestabilizowanej pozycji na rynku. Dlatego wybierane przez nich inwestycje charakteryzują się, co prawda, niższym ryzykiem, ale za to wyższymi wymogami co do kwot finansowania. Przeciętna wartość kapitału zaangażowana w pojedyncze przedsięwzięcie przekracza 50 000 USD rocznie.

Szacuje się, że nieformalny rynek *venture capital* jest obecnie najpoważniejszym, samodzielnym źródłem finansowania kapitałem zewnętrznym dla małych i średnich przedsiębiorstw i niemal przewyższa wszystkie inne źródła łącznie. Co więcej, aniołowie biznesu, reprezentując największy zasób kapitału podwyższonego ryzyka, finansują łącznie 20 razy więcej przedsiębiorstw w porównaniu z instytucjonalnymi *venture capitalists*, a łączna kwota ich finansowania jest dwukrotnie wyższa niż przeznaczana przez instytucje formalnego rynku podwyższonego ryzyka<sup>18</sup>.

Przedsiębiorcy lub innowatorzy powinni więc dokładnie przemyśleć, do którego z tych dwóch źródeł finansowania się zwrócić – do anioła biznesu czy do *venture capitalists*. Zależy to przede wszystkim od dojrzałości pomysłu czy przedsiębiorstwa. Jeśli przedsiębiorstwo jest w fazie załóżkowej (*seed*) lub początkowej rozwoju (*start-up*), łatwiej może uzyskać pomoc od aniołów biznesu. W późniejszych stadiach rozwoju, kiedy przedsięwzięcie, produkt lub usługa będą wymagać większych nakładów kapitałowych, np. na marketing i produkcję, pomoc łatwiej i szybciej można uzyskać od *venture capitalists*. Zmiana inwestora jest konieczna zwłaszcza w sytuacji, gdy środki indywidualnego inwestora nie wystarczają do zaspokojenia potrzeb kapitałowych przedsiębiorstwa. Anioł biznesu obniża wówczas zaangażowanie w przedsięwzięcie lub całkowicie wycofuje się z niego, a dla uwolnionych środków poszukuje nowego projektu do sfinansowania.

Tabela 3 zawiera podsumowanie najważniejszych informacji o tych dwóch, raczej komplementarnych niż substytucyjnych względem siebie, źródłach finansowania, opisanych w niniejszej pracy.

W ostatnich latach można zauważyć wzrost zainteresowania, a co za tym idzie i znaczenia, nieformalnego rynku *venture capital* oraz działalności aniołów biznesu. Wynika to z coraz częstszego przekonania, potwierdzonego zresztą statystykami, że odsetek niepowodzeń inwestycyjnych podejmowanych przez *venture capitalists* jest znacznie większy niż w przypadku inwestorów indywidualnych i to nie tylko dlatego, że *venture capitalists* finansują kilkakrotnie większą liczbę

inwestycji. Przyczyną tego jest przede wszystkim natura menedżerów zarządzających funduszami *venture capital*, a dokładniej szczegółowość i surowa ocena przedstawianych im projektów inwestycyjnych. *Venture capitalists* są bardzo twardzi w negocjacjach z innowatorem lub przedsiębiorcą, mają wysokie wymagania i rzadko idą na ustępstwa. Powoduje to, że potencjalny biorca kapitału – świadomy dużego potencjału swojego pomysłu lub projektu – zrezygnuje z tej formy finansowania i szuka innego źródła, prawdopodobnie anioła biznesu<sup>19</sup>. Taka tendencja występuje również w przypadku firm w fazie *seed* i *start-up*. *Venture capitalists* stawiają bardzo wysokie wymagania co do swojego udziału w inwestycji, którym firmy te nie są w stanie sprostać, a zatem w ogóle nie kwalifikują się do finansowania przez ten typ inwestorów. Dlatego spotykają się z coraz częstszą krytyką ze strony badaczy rynku podwyższonego ryzyka – za to, że nie interesuje ich tworzenie nowych firm i kreowanie przedsiębiorczości, a jedynie generowanie nadwyżki finansowej.

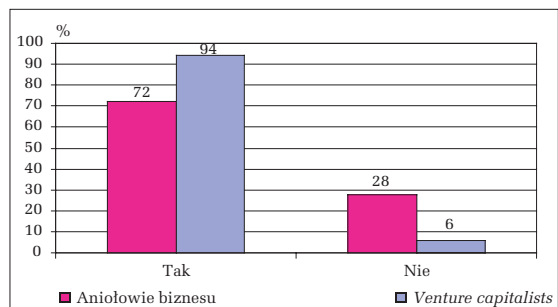
Mimo że popyt na finansowanie przez *venture capitalists* obniża się na rzecz finansowania ze strony aniołów biznesu, jedni i drudzy widzą konieczność funkcjonowania obu grup inwestorów rynku *venture capital*. Aż 94% menedżerów funduszy *venture capital* twierdzi, że istnienie inwestorów indywidualnych na rynku podwyższonego ryzyka jest konieczne i przyczynia się do rozwoju rynku finansowego. Podobnie o działaniu *venture capitalists* wypowiada się 72% aniołów biznesu. Te dwa typy inwestorów widzą zatem i doceniają swoją rolę w procesie finansowania – głównie małych i średnich przedsiębiorstw.

Bardziej szczegółowe dane prezentuje wykres 3.

Można zatem stwierdzić, że aniołowie biznesu i *venture capitalists* nie rywalizują między sobą na rynku podwyższonego ryzyka. Ich działalność ma raczej charakter komplementarny. Wynika to przede wszystkim z faktu,

<sup>19</sup> A.B. Gerald, J. Margulis, op.cit., s. 79-80.

**Wykres 3** *Udział aniołów biznesu i venture capitalists uznających wzajemną działalność za korzystną (tak) lub niekorzystną (nie) dla właściwego funkcjonowania rynku venture capital*



Źródło: U. Akah, T. Stanco: *Relationship between angels and Venture Capitalists in the venture Industry - survey*, op.cit., s. 3; [www.lab2ipo.org](http://www.lab2ipo.org).

<sup>18</sup> R. Harrison, C. Mason, op.cit., s. 8.

Tabela 3 Porównanie działania aniołów biznesu i venture capitalists

Kryterium	Aniołowie biznesu	Venture capitalists
Wysokość inwestowanej kwoty	Od 25 000 USD do 1,5 mln USD	Zawsze powyżej 500 000 USD
Motywy podejmowania inwestycji	Zarówno ekonomiczne, jak i niefinansowe, przede wszystkim psychologiczne i społeczne	Głównie finansowe – osiągnięcie jak najwyższej stopy zwrotu z inwestycji (maksymalizacja IRR)
Preferowana faza rozwoju przedsiębiorstwa	<i>Seed</i> lub <i>start-up</i>	<i>Start-up</i>
Dostępność i jawność	Wolą pozostać anonimowi  Dostępni dzięki sieciom lub syndykatom	Jawni. Istnieją spisy funduszy <i>venture capital</i> zawierające listy zarządzających nimi menedżerów  Inwestują jedynie w przedsięwzięcia wskazane im przez organizacje <i>venture capital</i>
Preferencje co do lokalizacji przedsięwzięcia będącego przedmiotem zainteresowania inwestorów	Regionalne, pozwalające na dotarcie do firmy w ciągu maksymalnie 4 godzin	Regionalne, krajowe lub międzynarodowe  Ważna jest nie lokalizacja przedsięwzięcia, lecz projekt, pomysł
Podstawowy powód podejmowania inwestycji	Chęć współdziałania z przedsiębiorcą, możliwość odczuwania osobistej satysfakcji  Przyczynienie się do rozwoju produktu lub przedsięwzięcia	Osiągnięcie korzyści finansowych w postaci wysokiej stopy zwrotu
Liczba posiadanych inwestycji w portfolio inwestycyjnym	Mniej niż <i>venture capitalists</i>  Z reguły 3–4 (na więcej nie pozwalają im ograniczenia związane z wysokością własnych oszczędności)	Kilkakrotnie więcej niż aniołowie biznesu  Wyznaczają sobie z reguły minimalną liczbę inwestycji w portfolio  Przeciętnie 23–24 – liczba inwestycji zależy od wartości powierzonych im środków, którymi <i>venture capitalists</i> są zobowiązani operować
Sposób udziału w przedsiębiorstwie	Akcje zwykle lub uprzywilejowane – preferowane akcje uprzywilejowane	Akcje uprzywilejowane lub zamienne
Wymagany udział własnościowy	10–30%	Powyżej 20%
<i>Due diligence</i>	Badanie projektu jest szybkie i niezbyt pogłębione	Dokładny i oparty na jasnych kryteriach wgląd w projekt  Wymaga to od przedsiębiorcy dogłębnego i szczegółowego zaprezentowania wszystkich aspektów funkcjonowania inwestycji
Rodzaj wnoszonej przez inwestora wartości dodanej	Doświadczenie zawodowe, doradztwo, wiedza ekspercka	Pomoc w wejściu na giełdę i pozyskiwaniu innych źródeł kapitału
Przeciętny czas trwania w inwestycji	5–7 lat	3–5 lat
Oczekiwana stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału	15–25%	30–40%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Note on Angel Investing. Dartmouth, styczeń 2005, Center for Private Equity and Entrepreneurship, s. 3; Benchmarking Business Angels. BEST Report nr 1/2003; raport The Enterprise DG of European Union, 2002; <http://europa.eu.int/comm/enterprise/library/best-reports/best01.htm>; EVCA Yearbook 2004. European Venture Capital Association, 2004; Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy, op.cit.

że prywatni inwestorzy indywidualni finansują firmy we wczesnej fazie rozwoju, wymagające niskich nakładów kapitałowych. *Venture capitalists* co prawda też inwestują w małe przedsiębiorstwa, jeszcze nienotowane na rynku publicznym, jednak o bardziej ustabilizowanej pozycji. Angażują przy tym wyższe kwoty niż aniołowie biznesu. Takie wzajemne uzupełnianie się, a nawet następowanie po sobie działań tych dwóch typów inwestorów zostało potwierdzone wieloma badaniami.

W dzisiejszych czasach, kiedy dla osiągnięcia wzrostu gospodarczego i rozwoju regionalnego koniecz-

na staje się aktywizacja przedsiębiorczości, w tym powstawanie nowych firm, rynek finansowy nabiera coraz większego znaczenia. Konsekwencją tego jest również wzrost zainteresowania i roli jednego z jego podsegmentów – rynku *venture capital*. Działający na nim inwestorzy indywidualni (aniołowie biznesu) oraz instytucjonalni (np. *venture capitalists*) są bardzo istotnymi ogniwami łańcucha finansowego. Dzięki swojej działalności pozwalają na realizację wielu projektów w życie, aktywizują przedsiębiorczość, a tym samym przyczyniają się do rozwoju regionu, w którym inwestują.



## Bibliografia

1. U. Akah, T. Stanco: *Relationship between angels and Venture Capitalists in the venture Industry – survey*. The George Washington University, s.3, [www.lab2ipo.org](http://www.lab2ipo.org)
2. *Anioły Biznesu i ich rola we wspieraniu rozwoju przedsiębiorstw*. „Nasz Rynek Kapitałowy” nr 7 (163), lipiec 2004.
3. *Benchmarking Business Angels*. “BEST Report” nr 1/2003, raport The Enterprise DG of European Union, 2002 r. <http://europa.eu.int/comm/enterprise/library/best-reports/best01.htm>.
4. *Business Angels Finance 2004. Directory UK BANs*. National Business Angels Network, 2004.
5. *Business Angels w Europie. Nieformalne inwestycje Private Equity, 2003 r.*, [www.private-equity.pl/business-angels-w-europie](http://www.private-equity.pl/business-angels-w-europie)
6. *EVCA Yearbook 2004*. European Venture Capital Association, 2004.
7. A.B. Gerald, J. Margulis: *Angel financing. How to find and invest in Private Equity*. John Wiley & Sons 2000.
8. A. Gieros: *Anioły albo inwestorzy*. „Manager Magazine” nr 5/2005.
9. *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*. European Commission, Directorate General for Regional Policy, październik 2002.
10. R. Harrison, C. Mason (red.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Prentice Hall Woodhead – Faulkner 1996.
11. E. Itzel, N. Rokaesus, E. Hoglund, M. Lundh: *Differences between Business Angels and Venture Capitalists*. Stockholm School of Entrepreneurship, maj 2005, s. 14; [www.ki.se/cmi/education/itze](http://www.ki.se/cmi/education/itze)
12. S.N. Kaplan, P. Stromberg: *Venture capitalists as principals: contracting, screening and monitoring*. NBER Working Paper nr 8202, kwiecień 2001; [www.ibngr.edu.com/vc](http://www.ibngr.edu.com/vc)
13. B. Mikołajczyk: *Venture Capital formą finansowania Małych i Średnich Przedsiębiorstw*. Acta Universitatis FOLIA OECONOMICA nr 176/2004.
14. M. Mirowska: *Venture Capital ze szczególnym uwzględnieniem business angels*. „Folia Oeconomica” Wydawnictwo UE nr 160/2002.
15. *Note on Angel Investing*. Dartmouth, styczeń 2005, Center for Private Equity and Entrepreneurship.
16. P. Tamowicz: *Rynek Kapitału Ryzyka w Polsce. Średniookresowe uwarunkowania rozwoju rynku kapitału ryzyka*. „Niebieskie Księgi” nr 4/2003, Gdańsk 2003, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej.
17. P. Tamowicz: *Sentyment i zysk*. „Puls Biznesu” nr 94 (1590) z 17.05.2004.
18. P. Tamowicz: *Kiedy zawodzi bank. Anioł nie zawiedzie*. „Puls Biznesu” nr 62 (1558) z 23.03.2004.
19. J. Węclawski: *Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach*. Praca naukowa „Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyznań współczesności”. Tom II. Katowice 2002 Wydawnictwo „Academiae Oeconomicae Sigillum”.