

# Piotr Zasepa

---

## Charakterystyka działalności inwestorów indywidualnych na tle działalności funduszy venture capital

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 38,  
409-423

---

2004

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

PIOTR ZASĘPA

*Charakterystyka działalności inwestorów indywidualnych  
na tle działalności funduszy venture capital*

---

Characteristics of business angels investors comparing with the venture capital activity

PROBLEMY KAPITAŁOWE MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Małe, innowacyjne przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju napotykają na trudności związane z pozyskaniem kapitału, stworzeniem infrastruktury technicznej, pozyskaniem doświadczonej kadry menedżerów. Wysokie ryzyko powoduje, że występują w tym okresie problemy nie tylko z pozyskaniem kapitału obcego, ale także kapitału wysokiego ryzyka oferowanego przez fundusze *venture capital*. Jedynie niektóre rodzaje funduszy *venture capital* dokonują inwestycji we wczesnym etapie rozwoju przedsiębiorstwa. W początkowych fazach rozwoju przedsiębiorstwa ryzyko jest najwyższe i w związku z tym najwyższa trudność w pozyskaniu kapitału. Pokonanie tej luki kapitałowej, a także przezwycięzenie innych problemów rozwojowych staje się możliwe dzięki nieformalnym, aktywnym inwestorom prywatnym określanym mianem „aniołów biznesu”. Inwestorzy ci specjalizują się w zaopatrywaniu firm w fundusze przejmując część ryzyka na siebie. Fundusze *venture capital* nie inwestują w tak małe przedsięwzięcia z uwagi na ich specyficzne kryteria inwestycyjne oraz wysokie koszty oceny projektu, negocjacji i monitoringu przedsięwzięcia. Fundusze *venture capital* dokonują mniejszej liczby inwestycji, ale większych wartościowo. Problemem w finansowaniu przedsiębiorstw w fazie startu przez fundusz *venture capital* może być to, iż przekaze on firmie dużo więcej kapitału niż jest to mu niezbędne do wzrostu na tym etapie rozwoju. Może się zdarzyć, że firma wyda te kwoty niepotrzebnie i nie przyniesie to jej i funduszowi odpowiednich korzyści.

W początkowej fazie zakładania przedsiębiorstwa brak kapitałów, które mogłyby sfinansować jego rozwój. Całkowite koszty takiego przedsiębiorstwa tworzą duże obciążenie w stosunku do skali operacji dla banków, które nie są

skłonne udzielać takim firmom kredytów ze względu na brak zabezpieczeń. Fundusze *venture capital* nie widzą dużego sensu w takich inwestycjach, gdyż koszty monitoringu i przygotowania do inwestycji są zbyt wysokie. Wiele funduszy *venture capital* więcej czasu spędza na rozwiązywaniu już istniejących problemów w firmach, niż opracowywaniu nowych przedsięwzięć. Wobec tego często jedynym dostępnym źródłem finansowania zewnętrznego dla firmy na tym etapie rozwoju pozostają osoby prywatne. Opracowanie to ukazuje podobieństwa i różnice między inwestorami indywidualnymi – aniołami biznesu a funduszami *venture capital*.

#### „ANIOŁOWIE BIZNESU” JAKO ŹRÓDŁO KAPITAŁU DLA MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Nieformalnymi inwestorami angażującymi się w finansowanie innowacyjnych przedsięwzięć są członkowie rodziny, przyjaciele bądź znajomi założyciela przedsiębiorstwa, ale także postronne w stosunku do niego, zasobne majątkowo osoby prywatne, które decydują się na bezpośrednie inwestowanie swojego kapitału w atrakcyjne przedsięwzięcia.<sup>1</sup> „Aniołowie biznesu” wykorzystują swój finansowy potencjał i doświadczenie, by wspomagać młode firmy w ich rozwoju i ekspansji. Często współpracują oni ściśle z firmami, w które inwestują. Bardzo ważną cechą „aniołów biznesu” jest to, że preferują inwestycje w wysoce ryzykowne przedsięwzięcia tuż na początku ich powstawania tzw. *start up* lub w przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju. W USA inwestorzy ci inwestują więcej środków w przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju niż jakiegokolwiek inne podmioty. Aniołowie biznesu (w USA) preferują inwestycje mniejsze niż 1 mln USD w przedsiębiorstwa, które zatrudniają mniej niż sto osób i ich sprzedaż roczna nie przekracza 5 mln USD.<sup>2</sup>

Inwestorzy indywidualni dokonują inwestycji w przedsiębiorstwa, w które zinstytucjonalizowane fundusze *venture capital* nie są skłonne się angażować. W USA zapewniają oni 84% inwestycji poniżej 250 000 USD i 58% inwestycji w przedziale 250 000–500 000 USD. Daje to czterokrotnie większe zaangażowanie w inwestycje poniżej 500 000 USD przez aniołów biznesu w stosunku do inwestycji dokonywanych przez fundusze *venture capital*.<sup>3</sup> Mają oni mniejszą awersję do ryzyka i niższe oczekiwania dotyczące stopy zwrotu niż typowi inwestorzy *venture capital*. Także ich koszty finansowe są dużo niższe dla przedsiębiorstw i środki są uzyskiwane często w krótszym okresie, niż to ma miejsce w przypadku innych źródeł finansowania. Możemy zaobserwować pewną komplementarność między inwestorami indywidualnymi a funduszami *venture capital*. Aniołowie inwestują i „wychowują” małe firmy w organizmy na tyle dojrzałe, by fundusze *venture capital*

<sup>1</sup> J. Węclawski, *Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach*, UMCS, Lublin.

<sup>2</sup> M. Van Osabrugge, R. J. Robinson, *Angel Investing*, Harvard Business School, San Francisco 2000, s. 40.

<sup>3</sup> *Ibid.*, s. 41.

Tab. 1. Źródła kapitału początkowego dla małych szybko rozwijających się przedsiębiorstw w USA  
Primary sources of initial capital for small high-growth firms

Źródło	Udział w finansowaniu
Środki własne przedsiębiorcy	74
Rodzina i znajomi	5
<i>Business angels</i>	7
Fundusze <i>venture capital</i>	5
Inne przedsiębiorstwa	6
Banki komercyjne	0
Środki publiczne	3

Źródło: M. Van Osbabrugge, R. J. Robinson, *Angel Investing*, Harvard Business School, San Francisco, 2000, s. 40.

zainteresowały się ich potencjałem i inwestując w nie stworzyły ogromne przedsiębiorstwa. Przykładem tego mogą być dane z Wielkiej Brytanii gdzie 23% firm w które zainwestowały fundusze *venture capital*, były wcześniej wspomagane przez „aniołów biznesu”.<sup>4</sup>

W ostatnich latach na rynku *venture capital* coraz częściej obserwuje się powstawanie syndykatów aniołów biznesu, które inwestują wspólnie środki w młode przedsiębiorstwa. Doświadczeni inwestorzy preferują takie syndykaty, gdyż ograniczają one ryzyko, jakie ponosi inwestor. Przykładem takiego stowarzyszenia są Band of Angels w Kalifornii czy Capital Investors w Waszyngtonie. Takie syndykaty czy organizacje pomagają zidentyfikować „aniołów biznesu”. Organizacje takie plasują się pomiędzy typowymi funduszami *venture capital* a inwestorami indywidualnymi.

Syndykaty oferują inwestorom ograniczenie ryzyka w następujący sposób:

- stworzenie puli środków do inwestycji w przedsięwzięcia, które wymagają wsparcia kapitałowego przekraczające możliwości jednego inwestora,
- dywersyfikacja ryzyka między większą liczbę inwestycji,
- dzielenie się czynnościami i zwiększanie sieci kontaktów, co umożliwi podział tak kosztownych działań, jak ekspertyzy, proces analizowania projektu oraz monitorowanie jego realizacji,
- możliwość dodania większej liczby inwestycji do istniejącego już portfela,
- możliwość korzystania z większej podaży projektów do przeanalizowania.<sup>5</sup>

Wadą takich syndykatów może być to, że ich działalność obarczona jest kosztami administracyjnymi. Poza tym dla inwestorów indywidualnych może to być pewien rodzaj ograniczenia ich aktywnego zaangażowania się w finansowanie przedsięwzięcia. Czasami takie syndykaty są tworzone tylko do realizacji jednego szczególnego przedsięwzięcia, jednak częściej działają one jako instytucje nastawione na dłuższą aktywność z uwzględnieniem dużej liczby dokonywanych inwestycji.

<sup>4</sup> *European Association of Venture Capital*, [www.evca.com](http://www.evca.com).

<sup>5</sup> M. Van Osbabrugge, R. J. Robinson, *op. cit.*, s. 45.

Działalność syndykatu przebiega w sposób następujący: członek syndykatu przedstawia przedsięwzięcie do analizy i rozważenia. Projekt jest oceniany przez grupę i wtedy każdy z członków samodzielnie decyduje czy angażuje swoje środki w dany projekt czy też nie. Kiedy takie porozumienie dochodzi do skutku partycypujący inwestorzy są zobowiązani dostarczyć środki w pewnym umówionym terminie. Większe syndykaty często szukają ofert rynkowych ze znacznie bardziej skomplikowanymi projektami i co się z tym wiąże wyższym ryzykiem i wyższymi minimalnymi stopami zwrotu. Zdarza się, że osoba z zewnątrz, która nie angażuje się finansowo w przedsięwzięcia staje się osobą odpowiedzialną za analizę projektów, koordynację obowiązków przypadających na każdego z członków grupy. Taka osoba nazywana jest „archaniołem” (*archangel*). Projekty wspierane przez syndykaty są z reguły bardziej profesjonalnie przygotowywane w stosunku do inwestycji dokonywanych przez indywidualnych inwestorów.

#### CHARAKTERYSTYKA FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL*

Tradycyjne fundusze *venture capital* działają jako inwestor długoterminowy, inwestujący w ryzykowne przedsięwzięcia, dla których nagrodą za ryzyko jest ewentualny wysoki zwrot z kapitału. W latach 80. fundusze *venture capital* inwestowały w firmy, które dopiero zaczynały działać i były dostawcą nowego kapitału dla rynku. Jednak z upływem czasu fundusze *venture capital* przeniosły swe zainteresowanie z inwestycji w przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju w kierunku bardziej dojrzałych firm. Generalnie fundusze są skłonne inwestować w szybko rozwijające się przedsiębiorstwa, także we wczesnej fazie rozwoju, jednak dużo później niż robią to inwestorzy indywidualni. Aby zasilić niestabilizowany jeszcze organizm, fundusze angażują się w zarządzanie przedsiębiorstwem w sposób bezpośredni, jednak nie tak aktywnie jak robią to aniołowie biznesu. Fundusze wybierają firmy, które nie potrzebują dużego zaangażowania z ich strony. W USA w roku 1998 tylko 28% wszystkich inwestycji dokonano w przedsiębiorstwach w pierwszych fazach ich rozwoju. Do takich inwestycji doszło w 1122 przypadkach. Dla porównania inwestorzy indywidualni dokonali takich inwestycji około 60 000.<sup>6</sup>

#### NATURA INWESTYCJI „ANIOŁÓW BIZNESU”

Zidentyfikowanie inwestorów indywidualnych jest dość trudne z następujących przyczyn:

- brak instytucji zrzeszających indywidualnych inwestorów,
- inwestorzy ci preferują anonimowość w obawie by nie utracić atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych,

<sup>6</sup> *Ibid.*, s. 49.

- przesłanką inwestycji mogą być prywatne i personalne potrzeby inwestora,
- „aniołowie biznesu” pochodzą ze zróżnicowanej i rozproszonej grupy bogatych osób,
- nie ma jakichkolwiek statystyk na temat ich działalności.

Inwestorzy indywidualni są środowiskiem mocno zróżnicowanym. Najważniejsze zdaje się być to, że inwestorzy ci są źródłem kapitału dla ludzi przedsiębiorczych. Możemy wyróżnić kilka cech wspólnych charakteryzujących inwestycje dokonywane przez aniołów biznesu:

- „aniołowie biznesu” preferują mniejsze inwestycje w porównaniu z inwestycjami dokonywanymi przez fundusze *venture capital*,
- najczęściej inwestują w przedsiębiorstwa w fazie startu lub znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju,
- w większości inwestują w każde przedsięwzięcie nie preferując konkretnych branż czy sektorów gospodarki,
- inwestorzy indywidualni są bardziej elastyczni w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w porównaniu z funduszami *venture capital*,
- otrzymanie przez przedsiębiorstwo funduszy od inwestora indywidualnego nie musi wiązać się z wysokimi kosztami,
- większość tego typu inwestorów to inwestorzy angażujący się w działalność przedsiębiorstwa wspierający go swoim doświadczeniem,
- rynek ten jest geograficznie rozproszony, inwestorów można zaobserwować wszędzie, jednak ich inwestycje dokonywane są w rejonach bliskich ich miejsca zamieszkania,
- firma, która otrzymuje wsparcie od inwestora często staje się bardziej atrakcyjna dla innych późniejszych źródeł inwestowania (szczególnie funduszu *venture capital*),
- „aniołowie biznesu” inwestują w przedsiębiorstwa reprezentujące wysokie technologie.<sup>7</sup>

Wady inwestorów indywidualnych:

- ▲ „aniołowie biznesu” niechętnie inwestują w dane przedsiębiorstwo po raz drugi, gdy to ma kłopoty,
- ▲ inwestorzy indywidualni z reguły chcą mieć duży wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem angażując się w jego kontrolę, jednak niektórzy z inwestorów mogą mieć niewiele doświadczenia na polu działania danej firmy,
- ▲ część z tych inwestorów może okazać się tzw. „diabłami” (ang. *devils*), których motywem inwestycyjnym nie jest dobro przedsiębiorstwa, a jedynie spełnienie swoich partykularnych interesów,
- ▲ „aniołowie biznesu” nie posiadają tak dużej reputacji jak ich następcy, czyli fundusze *venture capital*, co może mieć znaczenie dla odniesienia sukcesu w poszukiwaniu innych źródeł finansowania, takich jak oferta publiczna czy bank inwestycyjny.

---

<sup>7</sup> M. Van Osabrugge, R. J. Robinson, *op. cit.*, s. 66.

Tab. 2. Sposoby wyjścia stosowane przez „aniołów biznesu” w USA  
Most common exit routes for angel investments

Sposób wyjścia z inwestycji	Udział procentowy
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	43,1
Sprzedaż udziałów wspólnikom	26,4
Sprzedaż udziałów innemu aniołowi	16,7
Oferta publiczna	12,6
Likwidacja	1,2

Źródło: M. Van Osnabrugge, R. J. Robinson, *Angel Investing, op. cit.*, s. 201.

Anonimowość inwestorów indywidualnych powoduje, że estymacja tego rynku może opierać się jedynie na małej próbie, dlatego jakiegokolwiek liczby należy traktować jako dane przybliżone a nie jako dane pewne. Jednak mimo tak niewielu informacji należy uznać ten rynek i jego potencjał jako ogromny. National Venture Capital Association (USA) podaje, że w roku 1998 „aniołowie biznesu” zainwestowali około 100 mld. USD. Jest to więc dość pokaźny rynek, który jest określany jako 3–5 razy większy, jeżeli kryterium jest kwota dokonanych inwestycji, od rynku funduszy *venture capital* (w przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju). Biorąc pod uwagę to, iż aniołowie biznesu dokonują znacznie mniejszych inwestycji, zasilają oni około 30–40 razy więcej przedsiębiorstw niż fundusze *venture capital*. Dla kontrastu fundusze *venture capital* (1998 r.) zainwestowały 4,8 mld USD w 1122 przedsiębiorstwa w fazach startu, a kolejne 10,1 mld USD przeznaczyły na finansowanie rozwoju przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju.<sup>8</sup> Pomimo to rynek ten nadal określa się jako nieefektywny. Oznacza to niewykorzystanie środków, jakimi dysponują inwestorzy.

Główne powody, jakie hamują inwestycje dokonywane przez aniołów biznesu to:

- \* brak propozycji do inwestycji, które spotkałyby się z preferencjami inwestora,
- \* brak zaufania do przedsiębiorców lub menedżerów,
- \* brak doświadczenia w analizie (*due diligence*) przedsiębiorstw i ich monitoringu.

Działania, które wiązałyby inwestorów i przedsiębiorców przyczyniłyby się do poprawy kontaktów między inwestorami i przedsiębiorcami. Jednak niewielu inwestorów korzysta z okazji, traktując te inicjatywy jako jedynie pomocowe lub wspomagające ich decyzje. Badania przeprowadzone w USA wskazują na to, iż z tych propozycji w 20–30% korzystają tzw. *virgin angels*, czyli inwestorzy dokonujący inwestycji po raz pierwszy. Drugim ważnym powodem nieefektywności rynku jest to, że niektórzy przedsiębiorcy odrzucają propozycje inwestorów.

W takiej sytuacji poszukuje się sposobów intensyfikacji działalności inwestorów indywidualnych. Jednym z nich jest pośrednictwo instytucji, tzw. *matching services*.

<sup>8</sup> W. E. Wetzel, *Promoting Informal Venture Capital in the United States*, Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 1998, s. 72.

Podnoszą one motywację do dokonywania inwestycji przez aniołów biznesu poprzez:

- zwiększenie zaufania do przedsiębiorcy, kadry zarządzającej i projektu,
- możliwość do współinwestowania z bardziej doświadczonymi w danej branży,
- możliwość nauki od innych aniołów biznesu,
- możliwość wsparcia informacyjnego na temat jak przygotować się do inwestycji i jak tworzyć swój portfel inwestycyjny.

#### TYPY „ANIOŁÓW BIZNESU”

W literaturze można znaleźć wiele podziałów i charakterystyk „aniołów biznesu”. Oto przykłady kilku typów aniołów biznesu:

Aniołowie korporacyjni (*corporate angels*) – są to prywatni inwestorzy, którzy wykorzystują swe emerytury lub świadczenia z poprzedniego miejsca pracy, by dokonywać inwestycji w kolejne przedsiębiorstwa.

Aniołowie przedsiębiorcy (*entrepreneurial angels*) – najbardziej aktywni ze wszystkich typów. Próbuje stać się sami odnoszącymi sukces przedsiębiorcami, którzy szukają możliwości zdywersyfikowania swoich portfeli inwestycyjnych i rozszerzenia prowadzonej dotąd działalności.

Entuzjastyczni aniołowie (*enthusiast angels*) – mało aktywni inwestorzy, mniej profesjonalni niż ich poprzednicy. Inwestycje traktują jako hobby inwestując małe sumy w wiele przedsiębiorstw sądząc, że uda im się doprowadzić któreś z nich do momentu oferty publicznej akcji.

Profesjonalni aniołowie (*professional angels*) – inwestorzy z pewnym doświadczeniem w określonych dziedzinach (doktorzy, prawnicy) i realizujący inwestycje w obszarach, w których czują się profesjonalistami angażując zdobyte doświadczenie w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Generalnie jednak nie angażują się zbyt mocno w jego bieżące zarządzanie.

Przedsiębiorcy wnoszący wartość dodaną do firmy (*value-added investors*) – bardzo doświadczeni, często byli bankowcy lub profesjonalni pracownicy funduszy *venture capital*. Bardzo często biorą czynny udział w bieżącym zarządzaniu firmami, w które zainwestowali. Preferują inwestycję w przedsiębiorstwa znajdujące się geograficznie blisko ich miejsca zamieszkania i koncentrują się na sektorach, w których zdobyli profesjonalne doświadczenie.

Zamożni aniołowie (*deep-pocket investors*) – osoby, które zdobyły środki ze sprzedaży swych przedsiębiorstw, po odniesieniu przez nie sukcesu i obecnie inwestują w dobrze znane sobie sektory gospodarki. Preferują posiadanie znacznej kontroli nad przedsiębiorstwem, w które inwestują.

Konsorcja inwestorów indywidualnych (*consortium of individual investors*) – są to niezrzeszeni, luźno związani inwestorzy ze znacznym doświadczeniem, którzy samodzielnie podejmują decyzje i nie zawsze muszą działać jako zespół. Są to pasywni inwestorzy.



Partnerzy (*partners investors*) – mają dużą skłonność do posiadania kontroli nad przedsiębiorstwami. Inwestują szczególnie w młode firmy z ukrytym pragnieniem do przejęcia ich w przyszłości.

Rodzinni inwestorzy (*family of investors*) – są to grupy rodzinne, których jeden najbardziej doświadczony przedstawiciel dokonuje inwestycji w imieniu całej grupy.

Socjalnie odpowiedzialni inwestorzy (*socially responsible private investors*) – najczęściej dziedziczą oni majątki i dokonują inwestycji z pobudek moralnych a nie czysto biznesowych.<sup>9</sup>

Oczywiście można by wymienić jeszcze wiele typów „aniołów biznesu” jednak ten zbiór wydaje się najbardziej odpowiedni i wyczerpujący wszystkie podstawowe charakterystyki i przyczyny, dla których prywatne osoby dokonują zaangażowania w młode przedsiębiorstwa.

#### CHARAKTERYSTYKA NIEFORMALNYCH INWESTORÓW NA TLE FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL*

##### DOŚWIADCZENIE ZAWODOWE

Aniołowie biznesu mają znacznie więcej doświadczenia w prowadzeniu małego przedsiębiorstwa niż osoby zarządzające w funduszu *venture capital*. W USA aż 87% inwestorów indywidualnych ma doświadczenie w prowadzeniu działalności gospodarczej. Podobnie jest w Wielkiej Brytanii, gdzie 92% inwestorów posiada doświadczenie z tego zakresu. Menedżerowie zarządzający funduszami nie posiadają takiego doświadczenia. Są to osoby bardzo dobrze wykształcone jako analitycy czy księgowi, jednak ich doświadczenie praktyczne w zakresie prowadzenia małego czy średniego przedsiębiorstwa jest bardzo niewielkie.

##### DOŚWIADCZENIE W TWORZENIU PRZEDSIĘBIORSTW

Aniołowie biznesu są bardziej przedsiębiorczy niż osoby zarządzające funduszami *venture capital*. Badania na rynku amerykańskim wskazują, że 75–83% aniołów posiada doświadczenie w organizowaniu przedsiębiorstw, podczas gdy jedynie do 30% osób pracujących w funduszach *venture capital* uczestniczyło w takich przedsięwzięciach. Wyniki te są zbliżone do danych z Wielkiej Brytanii, gdzie 75–80% aniołów zakładało już własne firmy a połowa z nich była założycielem dla więcej niż jednej.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> M. Van Osnabrugge, R. J. Robinson, *op. cit.*, s. 86.

<sup>10</sup> *Ibid.*, s. 76.

## DOŚWIADCZENIE INWESTYCYJNE

Menedżerowie funduszy *venture capital* mają dużo większe doświadczenie inwestycyjne niż typowi „aniołowie biznesu”. „Aniołowie biznesu” dokonują od dwóch do trzech inwestycji w okresie 3 lat. W okresie 5 lat 1985–1990 w USA przeciętna liczba dokonanych inwestycji wyniosła 2,45.<sup>11</sup> W Wielkiej Brytanii przeciętnie „aniołowie biznesu” dokonują około 4 inwestycji w swojej całej karierze. Fundusze *venture capital* dokonują znacznie większej liczby inwestycji w porównaniu z inwestycjami aniołów. W USA fundusz *venture capital* dokonuje przeciętnie 23 inwestycji rocznie. Jednak należy podkreślić, że działają one znacznie dłużej na rynku niż przeciętny „anioł biznesu”.

RÓŻNICE MIĘDZY „ANIOŁAMI BIZNESU”  
A FUNDUSZAMI *VENTURE CAPITAL* W PROCESIE INWESTYCYJNYM

## MOTYWY INWESTOWANIA

Dla funduszy *venture capital* motywem działania są wyłącznie osiągnięte korzyści finansowe, gdy dla aniołów biznesu ta motywacja nie jest już tak jednoznaczna. Motywy, dla których aniołowie biznesu dokonują inwestycji są zróżnicowane. Najczęściej wymienia się następujące:

- oczekiwanie wysokich zysków,
- odgrywanie roli przedsiębiorcy,
- satysfakcja uczestnictwa w tworzeniu przedsiębiorstwa,
- stworzenie miejsca pracy dla siebie oraz przychodu z tego tytułu,
- inne społeczne aspekty (odpowiedzialność, chęć pomocy).<sup>12</sup>

Problemy, nad którymi skupia się kadra zarządzająca, zależą od stopnia rozwoju danego przedsiębiorstwa. Na samym początku najważniejszy jest dla nich produkt i rynek, następnie kadra menedżerska i czynniki finansowe. Czynniki finansowe dla „aniołów biznesu” w początkowych stadiach rozwoju przedsiębiorstwa nie są tak istotne jak w fazach późniejszych. Istnieją podobne powody, które przyciągają zarówno aniołów biznesu jak i fundusze *venture capital*. Jednak podejścia tych dwóch rodzajów inwestorów różnią się, gdy przeanalizuje się czynniki specyficzne. Inwestorzy instytucjonalni są bardziej rygorystyczni w swoim podejściu i będą dokonywali inwestycji pod jednym warunkiem: przyszłych zysków z inwestycji dla dostarczycieli kapitału. „Aniołowie biznesu” szczególną uwagę przywiązują do osoby przedsiębiorcy oraz jej charakteru, bo to z nim będą pracowali przez kilka następnych lat. Jeżeli okazuje się, że ludzie w danym przedsiębiorstwie nie odpowiadają określonym kryteriom, aniołowie wycofują się z inwestycji.

<sup>11</sup> J. Freear, W. E. Wetzel, *The Informal Venture Capital Market in the Year 2000*, Florida State University, 1991.

<sup>12</sup> M. Van Osnabrugge, R. J. Robinson, *op. cit.*, s. 116.

Tab. 3. Porównanie uzyskiwanych stóp zwrotu przez inwestorów indywidualnych i fundusze *venture capital* w roku 1999

Comparison of actual returns from angel and venture capital investments

IRR	„Aniołowie biznesu”	Fundusze <i>venture capital</i>
Ujemna	39,8	64,2
0–24	23,8	7,1
25–49	12,7	7,1
50–99	13,3	9,5
100 +	10,2	12,0

Źródło: C. Mason, R. Harrison, *Venture Capital, the Equity Gap*, London 1999.

#### PRODUKT I RYNEK

Dla „aniołów biznesu” ważne jest to, by produkt był wyjątkowy i wypełniał dochodową niszę rynkową. Musi to być produkt oryginalny, którego nikt inny nie wytwarza lub nie świadczy takiej usługi. Fundusze *venture capital* podobnie jak aniołowie preferują inwestycje na rynku niszowym. Jednak inwestorzy *venture capital* wymagają znacznie większych wzrostów rynku niż inwestorzy indywidualni. Fundusze skupiają się na nowych sektorach gospodarki, gdzie mają wiele miejsca do rozwoju. Produkt i rynek (jego wzrost) są najważniejszymi czynnikami inwestycyjnymi dla funduszu *venture capital*.

#### PRZERWIDYWANY DOCHÓD

Realizacja wysokich zysków jest głównym celem także dla większości „aniołów biznesu”. Generalnie rzecz ujmując inwestorzy indywidualni kładą mniejszy nacisk na przewidywania i prognozy finansowe niż fundusze *venture capital*. Jednak należy podkreślić, że oba typy inwestorów żądają kalkulacji finansowych do projektów, jakie są im przedstawiane. Prognozy finansowe są dużo bardziej obowiązujące w przypadku inwestycji dokonywanych przez fundusze *venture capital*. Wielu inwestorów indywidualnych nie jest mocno zdeterminowana, jeśli chodzi o bardzo dokładną analizę wartości przewidywanych wyników, a swoje decyzje inwestycyjne opiera na wrażeniach, jakie zrobił na nich przedsiębiorca i są to bardzo subiektywne odczucia.

#### RYZYKO INWESTYCYJNE

Badania przeprowadzone w 1998 roku przez Van Osnabrugge wykazały, że dla 28% „aniołów biznesu” największym ryzykiem obarczone były założenia finansowe przedsięwzięcia. Na drugim miejscu respondenci wskazywali na produkt i rynek (25%), kolejne miejsce to osobowość przedsiębiorcy 22%, a na inne czynniki przypadło 15%. Dla funduszy *venture capital* wyniki kształtowały się następująco: rynek i produkt był dla 38% funduszy czynnikiem największego ryzyka, następn

miejsce z wynikiem 33% zajmował przedsiębiorca, na ryzyko i niepewność związaną z innymi cechami przedsiębiorstwa wskazywało 21% funduszy a 7% wskazywało na ryzyko związane z czynnikami finansowymi.

#### ANALIZA PRZEDSIĘBIORSTWA

„Aniołowie biznesu” skłaniają się w poszukiwaniu możliwości inwestycyjnych do rozwiązań niekonwencjonalnych. Wielu „aniołów biznesu” dowiaduje się o swoich inwestycjach drogami nieformalnymi poprzez kolegów, rodzinę, prawników czy księgowych. Odwrotnie działają fundusze *venture capital*, które posiadają rozbudowane sieci agentów, którzy dostarczają funduszom niezbędnych informacji. Mają one więc więcej informacji na temat możliwości inwestycyjnych, mogą dzięki temu przeprowadzać analizę przedsiębiorstwa w sposób dokładny, porównywać propozycje z innymi. Takich możliwości niestety nie posiadają „aniołowie biznesu”, gdyż ich zasób informacji jest mocno ograniczony. Drugim ważnym punktem w tym porównaniu jest to, że menedżerowie *venture capital* są pełnoetatowymi pracownikami. Oczekuje się więc od nich, że analizują oni kilka propozycji w danym okresie. Natomiast „aniołowie biznesu” traktują inwestycje jako dodatkowe zajęcie. „Aniołowie biznesu” inwestują w przedsięwzięcia na samym początku ich rozwoju, a co za tym idzie możliwości analizy są w tym wypadku ograniczone. W USA 72% „aniołów biznesu” inwestuje w firmy w początkowej fazie ich rozwoju. Podobnie w Wielkiej Brytanii czyni to 50–65% inwestorów indywidualnych.<sup>13</sup> Fundusze *venture capital* inwestują także w firmy w pierwszych fazach ich rozwoju. Jednak przedsiębiorstwa te są większe od tych, które preferują inwestorzy indywidualni.

#### DOŚWIADCZENIE W SEKTORZE

„Aniołowie biznesu” preferują inwestycje w dziedziny czy sektory, w których mają doświadczenie, jednak nie jest to regułą. Inwestorzy indywidualni wnoszą jako wartość dodaną swoje doświadczenie w prowadzeniu działalności gospodarczej. Fundusze *venture capital* mają zazwyczaj dużo większe doświadczenie w sektorach, w które inwestują. To jest najczęściej zasługa ich specjalizacji, szeregu analiz jakie przeprowadzają. Aż 89% funduszy *venture capital* i jedynie 50% „aniołów biznesu” dokonuje podstawowych badań w zakresie sektorów, a odpowiednio 2% i 20% potwierdza, że nie przeprowadza takich badań.<sup>14</sup> Różnice te są szczególnie ważne, gdy weźmiemy pod uwagę fakt, że fundusze zazwyczaj mają większe doświadczenie w sektorach, w które inwestują w stosunku do inwestorów indywidualnych.

<sup>13</sup> *Ibid.*, s. 103.

<sup>14</sup> *Ibid.*, s. 134.

## WIELKOŚĆ GRUPY DECYZYJNEJ A CZAS PODEJMOWANIA DECYZJI

Kolejnym wskaźnikiem oceny tego, jak poważnie i szczegółowo podchodzi inwestor do inwestycji jest liczba i rodzaj osób, z którymi konsultuje się decyzje. W przypadku „aniołów biznesu” grupa ta obejmuje małżonka, rodzinę, przyjaciół, księgowego i prawnika. Dla funduszu jest to komitet inwestycyjny, przedstawiciele stowarzyszeń przemysłu, którzy mogą wnieść coś ważnego do oceny. „Aniołowie biznesu” są wyjątkowo niezależną grupą inwestorów i ich proces decyzyjny wydaje się być najkrótszym z możliwych. W ostatnich latach popularność syndykatów może wskazywać na mniej niezależne decyzje, jednak mogą one charakteryzować się głębszą analizą i oceną sytuacji przedsiębiorstwa. W USA przeciętny czas niezbędny do podjęcia decyzji o inwestycji wynosi 2,5 miesiąca dla aniołów biznesu i 4,5 miesiąca dla funduszy *venture capital*. Prawie połowa „aniołów biznesu” podejmuje decyzje w ciągu miesiąca, a około 80% w ciągu trzech miesięcy.<sup>15</sup> Istnieje pewna grupa „aniołów biznesu”, która zachowuje się tak jak inwestorzy *venture capital*. Są to aniołowie inwestujący w przedsiębiorstwa związane z wysokimi technologiami. Tych inwestorów wraz z syndykatami możemy porównać do funduszy, które przeprowadzają bardzo dokładną analizę swoich potencjalnych inwestycji.

## PRZEBIEG NEGOCJACJI

Zarówno „aniołowie biznesu”, jak i fundusze *venture capital* uważają, że kontrakty inwestycyjne powinny być sprawiedliwe zarówno dla nich, jak i dla przedsiębiorcy. Należy jednak podkreślić, że indywidualni inwestorzy zazwyczaj negocjują znacznie krócej i mniej oraz są łatwiej zaspokajani wynikami negocjacji niż przedstawiciele funduszy. To stawia inwestorów indywidualnych w pozycji mniej uprzywilejowanej, gdyż przedsiębiorcy często wykorzystują prawników i doradców w podejmowaniu takich decyzji, podczas gdy „aniołowie biznesu” działają raczej samodzielnie. Główna różnica w negocjacjach między aniołami biznesu, a funduszami *venture capital* polega na tym, że aniołowie często nie podchodzą do negocjacji nazbyt ostro, gdyż obawiają się pogorszenia relacji z przedsiębiorcą, z którym będą dalej współpracować. Fundusze *venture capital* inwestują obce środki, więc ich negocjacje przebiegają w sposób formalny, a ludzie prowadzący te negocjacje są osobami bardzo doświadczonymi. W sytuacji gdy fundusze *venture capital* mają do dyspozycji dużo większe środki oraz generują wysokie koszty administracyjne są zobligowane przez dostarczycieli kapitału i przez rynek do dokonywania dużych inwestycji. Małe inwestycje stają się przy wysokich kosztach nierentowne. „Aniołowie biznesu” preferują małe inwestycje, angażując takie kwoty, które mogą stracić. Inwestując tylko część swojego kapitału, sumy, którymi zasilają przedsiębiorstwa są zazwyczaj niewielkie. Badania pokazują, że

<sup>15</sup> *Ibid.*, s. 166.

przeciętna wartość inwestycji dokonywana przez „aniołów biznesu” w USA wynosi 145 000 USD, a przedział inwestycji waha się od 25 000 USD do 500 000 USD. Nawet inwestycje syndykatów nie przekraczają wartości 1 mln USD. Jeśli chodzi o fundusze *venture capital* to według NVCA (USA) przeciętna wartość inwestycji w 1999 wynosiła 6 mln USD.<sup>16</sup> Wielkość obejmowanych udziałów w obu przypadkach jest najczęściej poniżej 50%. Zarówno „aniołowie biznesu”, jak i fundusze nie preferują obejmowania udziałów większościowych w firmach, w które inwestują. Jednak im wcześniej dochodzi do inwestycji, tym większy udział obejmuje inwestor.

### MONITORING INWESTYCJI

Tuż po dokonaniu inwestycji, wielu inwestorów stosuje aktywne monitorowanie swoich nowych przedsięwzięć. Działają tak, aby upewnić się, czy przedsiębiorca używa funduszy zgodnie z przeznaczeniem i czy nie potrzebuje wsparcia z zakresu zarządzania. „Aniołowie biznesu” generalnie preferują bardziej osobiste kontakty i aktywne zaangażowanie w swoje inwestycje niż czynią to fundusze. Dzieje się tak dlatego, że inwestorzy czują potrzebę ochrony swoich środków w tak wysoce ryzykownych i młodych przedsiębiorstwach. Fundusze preferują okresowe monitorowanie swoich inwestycji i zadowolają się rolą administratorów. Traktują one swe inwestycje bardziej strategicznie, gdyż fazy, w jakich znajdują się przedsiębiorstwa charakteryzują się stabilizacją i mniejszym ryzykiem. W USA 84% „aniołów biznesu” chce odgrywać aktywną rolę w swoich inwestycjach.<sup>17</sup> To także wyjaśnia dlaczego „aniołowie biznesu” preferują geograficzną bliskość swoich inwestycji. Należy wskazać, że w USA 23–39% aniołów pracuje w firmie, w które zainwestowali na pełnym etacie, a ponad połowa przynajmniej raz w tygodniu spędza cały dzień w przedsiębiorstwie.

Zarówno „aniołowie biznesu”, jak i fundusze nie angażują się całkowicie w przedsiębiorstwo przez cały okres trwania inwestycji. Duże zaangażowanie ze strony inwestorów ma miejsce gdy firma jest w początkowej fazie rozwoju, gdy firma ma problemy lub kadra zarządzająca nie ma wymaganego doświadczenia. W dalszych fazach rozwoju aktywne zaangażowanie maleje na rzecz kontroli pasywnej w przedsiębiorstwie.

### WYJŚCIE Z INWESTYCJI I REALIZACJA ZYSKÓW

„Aniołowie biznesu” dokonując inwestycji nie zawsze rozważają sposób jej zakończenia, a jedynie koncentrują się na osiągnięciu zakładanych celów i odpowiednim rozwoju przedsiębiorstwa. Nie mają więc sprecyzowanych planów co

<sup>16</sup> *National Venture Capital Association USA* [www.nevca.com](http://www.nevca.com).

<sup>17</sup> M. Van Osnabrugge, R. J. Robinson, *op. cit.*, s. 196.

do form wyjścia z inwestycji. Jednak brak zdecydowanych planów można tłumaczyć tym, że ich inwestycje dokonywane są w nierozwinięte przedsiębiorstwa i trudno jest dokładnie określić sposób zakończenia inwestycji. Obecnie nawet dla firm dojrzałych, w które zainwestowali „aniołowie biznesu” trudno jest zrealizować ofertę publiczną. Jej zorganizowanie wymaga poniesienia wysokich kosztów, co może być dużym obciążeniem dla firmy, dlatego też wśród indywidualnych inwestorów preferowana jest sprzedaż inwestorowi strategicznemu.

Fundusze *venture capital* przy dokonywaniu inwestycji określają sposób wyjścia z inwestycji, najczęściej ze względu na oczekiwania stawiane przez dostarczycieli kapitału. Pomimo to, że mają one do dyspozycji wiele różnych sposobów wyjścia, najczęściej stosowanym, tak jak w przypadku aniołów biznesu jest sprzedaż inwestorowi strategicznemu. Należy stwierdzić, że fundusze są generalnie bardziej zdecydowane dokonywać dezinwestycji znacznie szybciej niż inwestorzy indywidualni. Dzieje się tak dlatego, że fundusze inwestują z reguły w firmy już rozwinięte i nie wymagające długiego okresu rozwoju.

#### OCZEKIWANE STOPY ZWROTU

„Aniołowie biznesu” nie są gotowi określić stopy zwrotu, jakiej oczekują od swojej inwestycji. Często potwierdzają, że założenia finansowe nie są istotne. Wiadomo jednak, że aniołowie uzyskują często wynagrodzenia za swoje aktywne zaangażowanie w przedsiębiorstwie, co ogranicza ich ryzyko poniesienia straty. Jednak inwestor musi uwzględnić czas, jaki poświęca firmie i wziąć pod uwagę alternatywne zyski możliwe do osiągnięcia w tym czasie. Odwrotnie w stosunku do aniołów postępują w tym zakresie fundusze. Często jasno określają oczekiwane stopy zwrotu z inwestycji, gdyż wykonują dokładną analizę projektu.

Bezpośredniego porównania zwrotów z inwestycji dokonali amerykańscy naukowcy Mason i Harrison w roku 1999. Badania wykazały, że „aniołowie biznesu” mają więcej inwestycji, które przyniosły umiarkowane zyski, ale też mają niski udział, w stosunku do funduszy inwestycji, które przynosiły straty i podobne proporcje inwestycji, które przyniosły bardzo dobre wyniki.

#### PODSUMOWANIE

Cały czas obserwujemy zmiany dokonujące się na rynku *venture capital*. W ostatnich latach działalność „aniołów biznesu” była widoczna w Europie, Azji czy Australii. Dzięki szybkiemu rozwojowi technologii możemy także zauważyć powstawanie nowych nieznanych dotąd firm i profesji, co pociąga za sobą możliwości inwestowania. W Stanach Zjednoczonych możemy obserwować proces formalizacji inwestycji „aniołów biznesu”. Rynek aniołów przechodzi ten proces dość szybko i dynamicznie, co pociąga za sobą powstawanie popularnych syndykatów. Takie grupy bogatych osób inwestują wspólnie, w pewien portfel

młodych przedsiębiorstw. Daje to możliwość uruchomienia większych kapitałów inwestowanych jednorazowo, co prowadzi do zacierania różnicy między „aniołami biznesu” a funduszami *venture capital*. Przewiduje się, że liczba inwestorów indywidualnych podwoi się w ciągu najbliższej dekady.

#### SUMMARY

For the entrepreneur, angel investment is one of the best ways to secure the funding needed to transform a great idea into a competitive venture. For the investor, angel investor holds the promise of enormous financial returns. Delivering more funding to more entrepreneurs than any other source, business angels are some of the most important in entrepreneurial landscape. This article presents how *venture capital* and business angels make investments, and which criteria they find important. It compares their investments practices and focuses on early-stage financing. It describes investment process of business angels, and how it differs from the process of other types of investor.

#### BIBLIOGRAFIA

- Freear J., Wetzel W. E., *The Informal Venture Capital Market in the Year 2000*, Florida State University, 1991.
- Mason C., Harrison R., *Venture Capital, the Equity Gap*, London 1999.  
*National Venture Capital Association*, USA.
- Osbruggen Van M., Robinson R. J., *Angel Investing*, Harvard Business School, San Francisco 2000.
- Wetzel W. E., *Promoting Informal Venture Capital in the United States*, Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 1998.
- Węclawski J., *Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach*, UMCS, Lublin.