

Krystyna Brzozowska

Ryzyko inwestowania przez anioły biznesu

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 9, 166-177

2008

Artykuł został 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, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KRYSTYNA BRZOZOWSKA

RYZIKO INWESTOWANIA PRZEZ ANIOŁY BIZNESU

Wprowadzenie

Przedsięwzięcia we wczesnej fazie rozwoju (zasiewu i startu) zazwyczaj rozpoczynają się na małą skalę, ale mają wysoki poziom ryzyka. Większość takich projektów jest finansowana na początku źródłami wewnętrznymi, głównie zasobami fundatorów, ich rodzin i znajomych. Inwestycje o wysokim poziomie innowacyjności, na etapie początkowego rozwoju znajdują się w polu zainteresowania inwestorów venture capital – nieformalnych (aniołów biznesu) i formalnych (funduszy venture capital).

Każda inwestycja związana jest z ryzykiem nieuzyskania zaplanowanych korzyści w przyszłości. Poziom ryzyka inwestycyjnego jest uzależniony od wielu czynników, przy czym wysoki poziom innowacyjności i wczesne fazy rozwoju przedsięwzięcia znacząco je podwyższają

Celem opracowania, o charakterze opisowym, jest dokonanie przeglądu czynników i rodzajów ryzyka związanego z inwestowaniem przez zamożne osoby indywidualne – anioły biznesu oraz odniesienie się do możliwych sposobów niwelowania wystąpienia określonych rodzajów ryzyka. Przy pisaniu korzystano z publikacji krajowych i zagranicznych¹ poświęconych zagadnieniom rynku aniołów biznesu oraz z własnych doświadczeń nabytych w trakcie wieloletniej pracy w sektorze bankowym i zajmowania się m. in. problemami finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych o dużym stopniu ryzyka. Należałoby

¹ Większość dostępnych publikacji na temat działalności aniołów biznesu nie obejmuje problemów związanych z zarządzaniem ryzykiem inwestycyjnym.

dodać jeszcze, że rynek aniołów biznesu w Polsce jest na etapie początkowego rozwoju niepozwalającym na przeprowadzenie miarodajnych analiz².

Czynniki ryzyka

Biorąc pod uwagę innowacyjny charakter przedsięwzięć oraz wczesny etap inwestowanego przedsięwzięcia inwestycje aniołów biznesu są obarczone wysokim ryzykiem. Na kształtowanie tego ryzyka mają wpływ różne czynniki, takie jak:

- czas inwestowania,
- specyfika przedsięwzięcia,
- poziom innowacyjności projektu,
- wielkość inwestycji i wysokość wniesionego kapitału,
- jakość zarządzania,
- sytuacja finansowa firmy,
- pozycja konkurencyjna,
- potencjał rozwojowy przedsięwzięcia,
- doświadczenie, energia i motywacje przedsiębiorców,
- wielkość zaangażowania kapitałowego przedsiębiorców,
- wsparcie ze strony sektora publicznego.

Przeprowadzenie jakiegokolwiek analizy wartościowania wymienionych czynników jest utrudnione z uwagi na różne motywacje inwestowania przez anioły biznesu. Stąd siła oddziaływania poszczególnych czynników może być odmienna dla inwestorów angażujących swoje kapitały w to samo przedsięwzięcie. Dla zobrazowania odmiennego podejścia inwestorów do ryzyka podjęto próbę uszeregowania czynników ryzyka w zależności od motywacji. Wyniki zestawiono w tabeli 1.

Innymi słowy, inwestycje aniołów biznesu odznaczają się wysokim poziomem niepewności co do dalszego rozwoju przedsięwzięcia z uwagi na wczesne etapy rozwoju przedsięwzięć (etapy zasiewu i startu), ich innowacyjną naturę, ale także z uwagi ograniczone umiejętności aniołów biznesu oraz najczęściej ograniczone możliwości finansowe i czasowe niepozwalające na skrupulatne przeprowadzenie i ocenę due diligence. Anioły biznesu często działają „na wy-

² Na koniec 2007 r. w Polsce działały 3 sieci aniołów biznesu, skupiając ok. 160 inwestorów. Do tej pory sfinalizowano 10 transakcji z udziałem aniołów biznesu.

czucie” przy założeniu uczciwości intencji przedsiębiorców oraz ich odpowiednich kwalifikacji do prowadzenia zaplanowanego przedsięwzięcia.

Tabela 1. Znaczenie poszczególnych czynników ryzyka w zależności od motywacji nieformalnych inwestorów venture capital

Motywacje działania aniołów biznesu	Czynniki ryzyka według znaczenia dla inwestora (5 najważniejszych)
Wysoka stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału	wielkość inwestycji i wysokość wniesionego kapitału pozycja konkurencyjna potencjał rozwojowy przedsięwzięcia czas inwestowania wsparcie ze strony sektora publicznego
Odgrywanie znaczącej roli w procesie tworzenia nowych przedsiębiorstw	potencjał rozwojowy przedsięwzięcia specyfika przedsięwzięcia wielkość inwestycji i wysokość wniesionego kapitału doświadczenie, energia i motywacje przedsiębiorców poziom innowacyjności projektu
Przyjemność i satysfakcja z uczestnictwa w procesie tworzenia nowych podmiotów	poziom innowacyjności projektu wielkość inwestycji i wysokość wniesionego kapitału pozycja konkurencyjna jakość zarządzania doświadczenie, energia i motywacje przedsiębiorców
Pozyskanie miejsca zatrudnienia	czas inwestowania pozycja konkurencyjna potencjał rozwojowy przedsięwzięcia sytuacja finansowa firmy jakość zarządzania
Poczucie społecznej odpowiedzialności	potencjał rozwojowy przedsięwzięcia wsparcie ze strony sektora publicznego czas inwestowania wielkość inwestycji i wysokość wniesionego kapitału pozycja konkurencyjna

Źródło: opracowanie własne

Z tego powodu anioły biznesu przykładają duże znaczenie do zrozumienia produktu, sektora i rynku i niezbyt chętnie angażują się w przedsięwzięcia, których technologia nie jest im znana, chyba, że mają doświadczenie w tym zakresie. Taka postawa wynika z obaw, że sami nie są w stanie odpowiednio oszacować ryzyka inwestycyjnego³.

³Mason C.M., Harrison R.T., *Does investing in technology-based firms involve higher risk? An explanatory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels*, Journal of Venture Capital, vol. 6, No. 4, 2004, s. 316.

Rodzaje ryzyka

Oddziaływanie wymienionych czynników może prowadzić do wystąpienia różnych rodzajów ryzyka związanego z inwestowaniem w przedsięwzięcia znajdujące się we wczesnych etapach rozwoju. Główne rodzaje ryzyka występującego w inwestycjach aniołów biznesu przedstawiono w tabeli 2.

Aniolowie biznesu, w odróżnieniu od innych inwestorów kapitałowych, działają najczęściej intuicyjnie. Często nie podejmują nawet prób identyfikacji rodzajów ryzyka związanego z planowaną inwestycją, nie wspominając nawet o szacowaniu ryzyka. Generalnie podejmują decyzje inwestycyjne w oparciu o zaufanie do przedsiębiorcy, często w oparciu o tzw. pierwsze wrażenie ze spotkania z przedsiębiorcą. Takie spostrzeżenia, z pozoru naiwne i zbyt uogólniające, są potwierdzone wynikami badań przeprowadzonych na rynku brytyjskim i amerykańskim⁴.

Należy podkreślić, że mimo rozwoju komunikacji elektronicznej i wykorzystywania portali do przeprowadzania otwartych spotkań i wstępnego dopasowywania partnerów, nadal przeważają bezpośrednie kontakty mające duże znaczenie dla przedsiębiorcy i zespołu zarządzającego. Przykładowo, w ojczyźnie aniołów biznesu, tj. w USA tylko 11% sieci aniołów wskazało internet jako główne źródło pozyskania inwestora i dopasowania możliwości inwestycyjnych, a żaden z respondentów nie wskazał, że rozważałby propozycję wyłącznie via kontakty internetowe⁵. Dla większości aniołów biznesu podstawą szacowania ryzyka inwestycyjnego jest ocena przedsięwzięcia na podstawie informacji⁶:

- realnej wartości przedsięwzięcia oraz spodziewanej stopie zwrotu przekazanych przez przedsiębiorcę,
- poziomie zaangażowania kapitałowego przedsiębiorcy w przedsięwzięcie.

⁴Por. Mason C.M., Harrison R.T., *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Entrepreneurship and Regional Development No. 14, 2002; Van Osnabrugge M., *A comparison of Business Angel and Venture Capitalist Procedures: An Agency Theory-based Analysis*, Venture Capital No.2, 2000; Sohl J.E., *Angel investing: changing strategies during volatile times*, Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures, No.2, 2006.

⁵Sohl J.E., *Angel investing*.op. cit., s. 20.

⁶ Takie informacje są zwane sygnałami decyzyjnymi (por. Prasad D., Bruton G.D., Vozilis G., *Signaling value to business angels: the proportion of the entrepreneur's net worth invested in a new venture as a decision signal*, Venture Capital, 2000, vol. 2, No.3, s. 17- 176).

Tabela 2. Charakterystyczne rodzaje ryzyka występujące w inwestycjach aniołów biznesu

Rodzaje ryzyka	Przejawy wystąpienia
Zarządzania:	Przedsiębiorcy najczęściej mają naukowe lub techniczne przygotowanie, ale nie mają doświadczenia w komercyjnym prowadzeniu działalności gospodarczej, szczególnie o dużym stopniu innowacyjności technologicznej lub rynkowej
Agencji:	Inwestorzy będą stawać przed większymi trudnościami przeprowadzenia due diligence i powstania wyższych kosztów z tytułu nowości i złożoności technologii, produktu i rynków i, w konsekwencji, większej skali potrzeb informacyjnych
Asymetrii informacji	Przedsiębiorcy mogą świadomie zatajać lub ukrywać informacje niekorzystne z punktu widzenia interesów aniołów biznesu lub podawać zbyt optymistyczne informacje co do perspektyw rozwojowych projektu dla zachęcenia aniołów biznesu do zaangażowania kapitałowego
Wyceny przedsięwzięcia	Wysoka wycena, oparta na zbyt optymistycznych lub nierzetelnych informacjach podanych przez przedsiębiorcę, może zmotywować anioła biznesu do zaangażowania się w nieudany projekt. Mogą zaistnieć trudności w wycenie nowych firm, ponieważ będzie ona w bardzo dużym stopniu zależna od tzw. miękkich aktywów, takich jak patenty, marka firmy i ludzki kapitał. Tradycyjne metody wyceny, oparte na czynnikach finansowych, z pewnością nie będą mogły być zastosowane w takich okolicznościach
Rynkowe	Mogą wystąpić trudności w szacowaniu przez inwestorów potencjału rynkowego na produkty, które nie istnieją lub które mogą tworzyć nowy rynek
Technologiczne	Najczęściej związane z niesprawdzoną technologią, w której nie jest wiadomo, jaki rozwój przyniesie jej zastosowanie – może trwać dłużej niż się spodziewano, może nie działać lub konkurencja może ją wcześniej wprowadzić
Projektu	Szybkie zmiany technologiczne często wymagają szybkich zmian w eksploatacji – jeszcze przed rozpoczęciem produkcji przez konkurentów i/lub wystąpieniem zbyt dużej produkcji, co może wiązać się z dodatkowymi nakładami kapitałowymi
Wzrostu przedsięwzięcia	Nowatorskie firmy, o dużym poziomie innowacyjności, potrzebują rozwoju i wdrażania nowych produktów w bardzo krótkim horyzoncie czasowym. To stawia wyjątkowe wymagania menedżerskie, finansowe i techniczne
Terminu wejścia na rynek	Innowacyjne podmioty często charakteryzują się małymi możliwościami, które mogą być niewystarczające, jeśli podmiot wejdzie na rynek za późno lub za wcześnie.
Wielkości zaangażowania kapitałowego przedsiębiorców	Im większy będzie udział własnych kapitałów przedsiębiorców w projekcie, tym ich motywacja do osiągnięcia sukcesu będzie większa, a tym samym ryzyko niepowodzenia przedsięwzięcia będzie mniejsze

Źródło: Opracowanie własne z wykorzystaniem Mason C.M., Harrison R.T., *Does investing ...*, op. cit. s. 317–318.

Na etapie wstępnej selekcji takie informacje przesądzają albo o odrzuceniu projektu albo o nabraniu zaufania do projektu i jego inicjatora (inicjatorów).

Jeśli aniołowie biznesu uzyskają wyczerpującą informację od przedsiębiorcy o realnej wartości kosztorysowej przedsięwzięcia oraz stopie zwrotu, której mogą oczekiwać z proponowanego przedsięwzięcia, ich zaufanie do propozycji inwestowania również wzrasta.

Z uwagi na wysokie ryzyko związane z nowymi działaniami aniołowie biznesu oczekują od przedsiębiorcy odpowiedniego poziomu zaangażowania kapitałowego w proponowanym projekcie. Im większy udział zaangażowania kapitałowego przedsiębiorcy w stosunku do wartości kosztorysowej projektu, tym większe zaufanie ze strony potencjalnych inwestorów, w tym aniołów biznesu. Należy dodać, a nie jest to zjawisko rzadko występujące, że w wypadku niemożności wniesienia kapitału na poziomie budzącym zaufanie aniołów, takim wskaźnikiem może być relacja wniesionego kapitału własnego ze strony przedsiębiorcy w stosunku do posiadanego majątku osobistego, jeśli przedsiębiorca jest gotów swój majątek ujawnić.

Jeśli inwestorzy obawiają się zbyt niskiego zaangażowania kapitałowego przedsiębiorcy, mogą także wykorzystać informacje dotyczące zależności między spodziewaną wartością projektu a proporcją wstępnego zaangażowania kapitałowego przedsiębiorcy. Jest potwierdzone, że inwestorzy kapitałowi, w tym aniołowie biznesu, oczekują znaczącego zaangażowania osobistego majątku przedsiębiorcy w danym projekcie, natomiast mniejszą uwagę zwracają na poziom samej inwestycji. Im wyższy będzie udział majątku osobistego przedsiębiorcy w kapitale projektu, tym przedsiębiorca będzie bardziej związany i bardziej odpowiedzialny za realizację danego przedsięwzięcia.

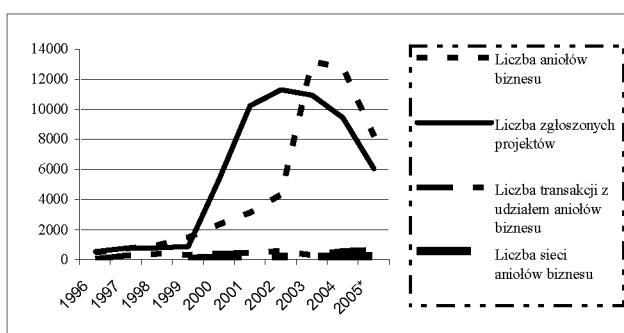
Konsekwencją takiego, w dużej mierze amatorskiego, podejścia aniołów biznesu do inwestowania w nowe, startujące przedsięwzięcia, jest zwiększenie ryzyka asymetrii informacji, ponieważ przedsiębiorca może przekazywać informacje korzystne, a zatajać niekorzystne. Ponadto aniołowie biznesu często lekceważąco podchodzą do dokumentacji projektu z uwagi po pierwsze na przedkładanie zaufania nad analizę danych, a po drugie często z braku umiejętności przeprowadzania takich analiz. W początkowym etapie aniołowie biznesu raczej rzadko korzystają z pomocy zewnętrznych ekspertów do oceny proponowanych przedsięwzięć, ponieważ kompleksowe due diligence nie jest wymagane w przypadku inwestowania własnych środków, a przygotowanie due diligence przez ekspertów zewnętrznych jest związane z dodatkowymi, znaczącymi nakładami finansowymi. Generalnie podejście aniołów biznesu opiera się na

zaufaniu do opinii własnych ekspertów i własnej ocenie przedsiębiorcy i jego propozycji.

Drugą przyczyną występowania ryzyka asymetrii informacji, równie ważną, jest luka informacyjna. Efektywny rynek wymaga otwartego i dopasowanego w czasie przepływu informacji dotyczących ofert inwestycyjnych z jednej strony i źródeł finansowania z drugiej. Na nieformalnym rynku kapitałowym, z dostawcami kapitału poszukującymi odpowiedniego stopnia anonimowości, informacje mogą przepływać bardzo nieefektywnie. Dla zilustrowania skali zjawiska na wykresie 1 przedstawiono proporcje dotyczące ilości ofert inwestycyjnych i ilości zaakceptowanych projektów do finansowania przez anioły biznesu w krajach UE na tle ilości aniołów biznesu i sieci aniołów biznesu.

Poza latami 1997-1999, gdzie udział zawartych transakcji w ilości zgłoszonych projektów oscylował wokół 40%, to w latach późniejszych udział ten nie przekroczył 10% wahając się od 7,8 % w 2000 r. do 6,12% w I półroczu 2005 r. Zwraca uwagę wyjątkowo niski udział w 2003 r. – 2,74%. Przedstawione wielkości są wyrazem występowania asymetrii informacji, z jednej strony można traktować je jako potwierdzenie obniżającej się jakości przygotowywanych przez przedsiębiorców projektów. Z drugiej strony, może być sygnałem, że aniołowie biznesu zaczęli bardziej zwracać uwagę na warunki zawarte w projekcie i z większą starannością zaczęli poddawać analizie założenia projektu pod kątem ryzyka inwestycyjnego i możliwości uzyskania satysfakcjonującego zwrotu.

Kapitałowe i informacyjne deformacje mogą prowadzić do znaczących luk w finansowaniu na etapie zasiewu i startu. W konsekwencji aniołowie biznesu stają przed wysokim ryzykiem negatywnej selekcji wynikającej z przewagi informacyjnej, jaką posiadają przedsiębiorcy lub wykonawcy projektu nad inwestorami oraz ryzyka pokusy nadużyć w sytuacjach, kiedy wykonawcy pracują mniej wydajnie niż oczekują tego właściciele i inwestorzy lub postępują niełojalnie w stosunku do pracodawców preferując zaspokajanie własnych, partykularnych interesów, nie zawsze zgodnych z interesami rozwoju przedsięwzięcia.



Rys. 1. Rozwój inwestycji aniołów biznesu w krajach UE w latach 1999-2005

Źródło: Statistics Compendium based on the information provided by EBAN members and networks having responded to the survey conducted in 2006.

Kolejnym ryzykiem jest związane ze zbyt wysoką wyceną przedsięwzięcia przez aniołów biznesu na etapie rozważania propozycji inwestowania. Wstępna wycena jest podstawą określenia przez przedsiębiorców i inwestorów wielkości kapitału. Naturalną tendencją ze strony przedsiębiorców jest ustalenie możliwie jak najwyższej wyceny przedsięwzięcia. Jeśli przedsiębiorcy przedstawiają wycenę na zbyt wysokim poziomie może wystąpić ryzyko, że inwestorzy zrezygnują jeszcze przed sprawdzeniem koncepcji proponowanego przedsięwzięcia. Inwestorzy przyglądają się przedsięwzięciom pod kątem zidentyfikowania transakcji „wygrywających” i zapewniających wyjątkowo wysoką stopę zwrotu⁷. Z drugiej strony zbyt niska wycena może w dużym stopniu ograniczać motywację przedsiębiorców, ponieważ w wypadku zbyt dużego zaangażowania inwestorów zewnętrznych, mogą odczuwać zagrożenie utraty kontroli nad przedsięwzięciem i w konsekwencji utracić bodźce do działania.

Niwelowanie ryzyka

Mimo intuicyjnego podchodzenia do szacowania i oceny proponowanych inwestycji wysokiego ryzyka część aniołów biznesu podejmuje starania w kierunku zabezpieczenia się jeszcze przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych, ale także w trakcie procesu realizacji inwestycji. Dla zniwelowania

⁷Brinlee J.B., McClure Franklin G., Bell J.R., Bullock Ch. A., *Educating entrepreneurs of Angel and Venture Capital*, Financing Options, www.sbaer.uca.edu/research/asbe/2004, s. 274.

poziomu ryzyka związanego z określonym przedsięwzięciem aniołowie biznesu wykorzystują takie instrumenty, jak⁸:

- dopasowanie oczekiwanej stopy zwrotu do pokrycia poziomu ryzyka, zgodnie z zasadą – im wyższe ryzyko, tym wyższa oczekiwana stopa zwrotu,
- angażowanie kapitału w transzach wraz z rozwojem projektu (osiągnięciem kolejnych etapów),
- określenie praw i obowiązków w umowach,
- monitorowanie rozwoju przedsięwzięcia poprzez współuczestniczenie w procesie kierowania projektem,
- korzystanie z publicznych form wsparcia działań aniołów biznesu, jeśli takie są dostępne w danym kraju⁹.

Dla samego anioła biznesu warunkiem prowadzenia udanej polityki inwestycyjnej jest¹⁰:

- przestrzeganie zasady „kupuj tanio – sprzedawaj drogo”,
- obniżanie ryzyka inwestycyjnego w drodze inwestowania portfelowego,
- uczestniczenie w konsorcjach i poolach kapitałowych,
- inwestowanie w takie sektory, których specyfika działania jest im dobrze znana,
- zidentyfikowanie cech wyróżniających projekt od innych, a dających przewagę konkurencyjną,
- ocena i monitorowanie poziomu przepływów pieniężnych,
- aktywne uczestniczenie w procesie zarządzania przedsięwzięciem,
- przeprowadzanie oceny kadry zarządzającej projektem pod kątem doświadczeń i uzyskiwanych wyników,
- wyjście z projektu wraz z osiągniętymi zyskami, bez kierowania się względami sentymentalnymi.

Najlepsze skutki przynosi dywersyfikacja portfela inwestycyjnego, ponieważ pozwala aniołom biznesu na zawieranie inwestycji różniących się poziomem ryzyka. Jednakże nierzadko indywidualni inwestorzy nie są w stanie róż-

⁸Kelly P., Hay M., *Business angel contracts: the influence of context*, Journal of Venture Capital, vol. 5, No. 4, 2003, s. 288.

⁹ Publiczne formy wsparcia obejmują ulgi i zwolnienia podatkowe w podatku dochodowym (np. w W. Brytanii, Włoszech, Francji, Grecja, Portugalii, Czechach, Holandii) lub możliwość korzystania z programów budżetowych dla aniołów biznesu (np. w USA, W. Brytanii, Belgii).

¹⁰*Poznaj profil anioła biznesu*. www.ipo.pl/index2.php. z 21.08. 2006 r.

nicować swoich portfeli z uwagi na relatywnie niewielkie kapitały, co więcej często mają trudności z późniejszym wycofaniem się z przedsięwzięć¹¹.

Innym, coraz powszechniejszym, sposobem redukcji ryzyka inwestycyjnego jest wspólne inwestowanie aniołów biznesu w ramach tworzonych konsorcjów i *pooli* kapitałowych. Działając z formalnymi i nieformalnymi grupami aniołów, są w stanie rozproszyć swoje inwestycje, a także ryzyko na większą ilość projektów, według strategii podobnej do stosowanej przez fundusze inwestycyjne i fundusze venture capital.

Podsumowanie

Aniołowie biznesu mają zróżnicowane podejście do informacji dotyczących proponowanych inwestycji. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych przesłankami działań aniołów biznesu są nie tyle dane wynikające z przeprowadzonych wstępnych analiz i rachunku efektywności, ile zaufanie do przedsiębiorcy i ocena jego osobistego zaangażowania w realizację i finansowanie przedsięwzięcia. Jednak wymaga podkreślenia fakt, że wraz z rozwojem rozwoju rynku aniołów biznesu zmienia się podejście do ryzyka inwestycyjnego i podejmowane są próby niwelowania rozmiarów jego ewentualnego wystąpienia w drodze inwestowania warunkowego (w transzach), portfelowego, tworzenia *pooli* kapitałowych oraz konsorcjów.

Literatura

1. Brinlee J.B., McClure Franklin G., Bell J.R., Bullock Ch. A., *Educating entrepreneurs of Angel and Venture Capital*; www.sbaer.uca.edu/research/asbe/2004, Financing Options.
2. Brzozowska K., *Business angels na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2008.
3. Fiet J.O., *Venture Capital Risk Assessment: An Empirical test Comparing Business Angels and Venture Capital Funds*, Academy of Management Proceedings, 1991.
4. Kelly P., Hay M., *Business angel contracts: the influence of context*, Journal of Venture Capital, vol. 5, No. 4, 2003.
5. Mason C.M., Harrison R.T., *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Entrepreneurship and Regional Development No. 14, 2002.

¹¹Mikolajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 80.

6. Mason C.M., Harrison R.T., *Does investing in technology-based firms involve higher risk? An explanatory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels*, Journal of Venture Capital, vol. 6, No. 4, 2004.
7. Mason C.M., Harrison R.T., *Improving Access to Early Stage Venture Capital in Regional Economies: A New Approach to Investment Readiness*, Local Economy, 2004, Vol. 19, No. 2.
8. Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniolowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007.
9. *Poznaj profil anioła biznesu*. www.ipo.pl/index2.php. z 21.08. 2006 r.
10. Prasad D., Bruton G.D., Vozilis G., *Signaling value to business angels: the proportion of the entrepreneur's net worth invested in a new venture as a decision signal*, Venture Capital, 2000, vol. 2, No.3
11. Sohl J.E., *Angel investing: changing strategies during volatile times*, Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures, No.2, 2006.
12. Van Osnabrugge M., *A comparison of Business Angel and Venture Capitalist Procedures: An Agency Theory-based Analysis*, Venture Capital No.2, 2000

STRESZCZENIE

Inwestycje o dużym stopniu innowacyjności na etapie zasiewu i startu obarczone są wieloma rodzajami ryzyka wynikającymi z ich innowacyjności i asymetrii informacji. Zewnętrzni inwestorzy indywidualni – aniolowie biznesu mogą odczuwać dodatkowe skutki ryzyka asymetrii informacji na skutek braku dostępu do wyczerpujących i rzetelnych informacji o przedsięwzięciu oraz zbyt łagodnego podejścia przez nich samych do oceny przedkładanej dokumentacji oraz wstępnej wyceny i oceny efektywności. Wraz z rozwojem rynku aniołów biznesu zwiększa się ich dbałość o zabezpieczenie się przed niekorzystnymi skutkami wystąpienia ryzyka. Głównymi sposobami niwelowania ryzyka jest inwestowanie portfelowe, w poolach i konsorcjach.

RISKS IN BUSINESS ANGELS' INVESTMENTS

SUMMARY

Innovative projects on seed and start-up stages are have been saddled on different risks causing from their innovative nature and information asymmetry. External individual investors – business angels can suffer additional effects of information asymme-

try because of a lack of sufficient and reliable information about project and too lenient approach to assessment of project documentation, its pro-forma valuation and future effectiveness by themselves. Together with development of business angels' market their care about protection before non-beneficial causes of risks increases. The main forms of risk mitigation are: portfolio, pooling and syndicated investments.

Translated by K. Brzowska

Dr hab. Prof. AR Krystyna Brzowska
Akademia Rolnicza w Szczecinie
brzowska@e-ar.pl