

***Business angels***  
**Pomocna dłoń kapitału**

Piotr Tamowicz

Gdańsk, wrzesień 2007 r.

Autor: Piotr Tamowicz

© Copyright by Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2007

ISBN 978-83-60009-52-9

Wydanie I

Nakład 1 000 egzemplarzy

Przygotowanie do druku, druk i oprawa: Pasaż sp. z o.o.

[www.pasaz.com](http://www.pasaz.com); e-mail: [druk@pasaz.com](mailto:druk@pasaz.com)

# SPIS TREŚCI

---

<b>Przedmowa</b> .....	<b>5</b>
<b>Od autora</b> .....	<b>6</b>
<b>1. <i>Business angel</i>, czyli kto?</b> .....	<b>7</b>
<b>2. Charakterystyka <i>business angels</i></b> .....	<b>11</b>
<b>3. Dlaczego inwestują?</b> .....	<b>15</b>
<b>4. Rodzaje inwestorów</b> .....	<b>17</b>
<b>5. Opłacalność inwestycji</b> .....	<b>21</b>
<b>6. Rozmiary rynków <i>business angels</i></b> .....	<b>23</b>
<b>7. Proces inwestycyjny</b> .....	<b>25</b>
<b>8. Sieci <i>business angels</i></b> .....	<b>33</b>
<b>9. Konsorcja</b> .....	<b>39</b>
<b>10. <i>Business angels</i> w Polsce</b> .....	<b>41</b>
10.1. Stan rynku .....	41
10.2. Przykłady polskich <i>business angels</i> .....	51
10.3. Przykłady inwestycji .....	55
10.4. Sieci <i>business angels</i> działające w Polsce .....	60
<b>11. Podsumowanie</b> .....	<b>65</b>
<b>12. Informacja o autorze</b> .....	<b>67</b>
<b>13. Załącznik nr 1 – Streszczenie projektu (1)</b> .....	<b>68</b>
<b>14. Załącznik nr 2 – Streszczenie projektu (2)</b> .....	<b>70</b>
<b>15. Załącznik nr 3 – Term sheet</b> .....	<b>72</b>
<b>16. Załącznik nr 4 – Przykładowa struktura umowy inwestycyjnej</b> .....	<b>76</b>



## PRZEDMOWA

---

„*Business angels. Pomocna dłoń kapitału*” jest jedną z pierwszych publikacji dotyczących działalności indywidualnych inwestorów kapitałowych, tzw. aniołów biznesu w Polsce. Autor, od lat śledzący zmiany w tym obszarze, nie tylko zebrał informacje o funkcjonowaniu *business angels* w krajach zachodnich, gdzie instytucja ta rozwija się i przybiera nowe formy organizacyjne od co najmniej kilkudziesięciu lat i które są dobrym punktem odniesienia do oceny polskiego rynku. Podjął się też trudnego zadania analizy aktywności krajowych inwestorów, którzy nie dość że nieliczni, to jeszcze w przeważającej większości wysoko cenią sobie prywatność i niechętnie ujawniają informacje o posiadanym majątku i zaangażowaniu w przedsięwzięcia. Zwłaszcza wtedy, kiedy zakończenie inwestycji jest odległe w czasie, obarczone wysokim ryzykiem, a publikowanie informacji o realizacji określonego pomysłu mogłoby stymulować konkurencję.

Fakt uchwycenia specyfiki rodzimego rynku aniołów biznesu jest istotny dla trzech stron: przedsiębiorców poszukujących finansowania; inwestorów i potencjalnych inwestorów oraz rządu. Pomysłodawcy dowiedzą się żeń, gdzie szukać kapitału, o rodzaju inwestycji, jakie mają szansę na finansowanie, zakresie informacji wymaganych w procesie oceny projektów inwestycyjnych, typowym przebiegu negocjacji i samej inwestycji. Potencjalni inwestorzy zaznajomią się z doświadczeniami innych, dłużej praktykujących aniołów, osiągnięciach poszczególnych klubów, czynnikach ryzyka i sposobach ich minimalizacji. Wreszcie dysponenci środków publicznych, w tym pomocowych z UE, uzyskają obraz stanu rozwoju instytucji, jaką jest *business angels* w Polsce na tle innych krajów o ugruntowanej gospodarce rynkowej. Podjęto próbę skwantyfikowania skali zjawiska, jego potencjału, głównych podmiotów przejawiających aktywność, wraz z informacjami o skuteczności działań oraz zestawiono sporą liczbę przykładów inwestycji. Powinno to znacząco ułatwić takie sformułowanie programów wsparcia, które zapewnią maksymalizację efektów w postaci liczby szybko rozwijających się firm finansowanych przez zewnętrznych inwestorów prywatnych. Zresztą wydaje się, że przedstawione w raporcie rezultaty uzyskane dzięki grantowi PARP ze środków Unii Europejskiej na rozwój jednej z sieci aniołów biznesu były bardzo dobre, znacząco przyspieszyły rozwój instytucji sieci aniołów biznesu. Wsparcie finansowe ze strony państwa nadal ma do odegrania bardzo ważną rolę w tworzeniu warunków rozpoczynania biznesu w Polsce tak, aby były one porównywalne z tymi, jakie mają przedsiębiorcy z Niemiec, Francji czy innych krajów członkowskich.

Autor wskazuje na kilka ważnych trendów obserwowanych w UE: jedynie co czwarta z sieci aniołów biznesu działa dla zysku, następuje proces profesjonalizacji i rozszerzania zakresu usług sieci (zbliżenie do modelu funduszy *venture capital*), popularyzacja wspólnych inwestycji (syndykatów). Wpływa to na znaczące rozszerzenie liczby aktywnych inwestorów oraz na przyspieszenie upowszechniania się wśród nich wiedzy i doświadczeń związanych ze wspieraniem rozwoju małych, dynamicznych firm. Ponieważ także w Polsce można zaobserwować podobną ewolucję, bezpieczne jest założenie o rosnącej roli „anielskiego” kapitału w rozwoju polskiej przedsiębiorczości. Tym bardziej warto zapoznać się z opracowaniem Pana dr Tamowicza.

Opr. Michał Olszewski  
Business Angel Seedfund  
Warszawa, 02.10.2007 r.

## OD AUTORA

---

Cztery lata temu, gdy na biurko sędziego dokonującego rejestracji stowarzyszeń wpłynął wniosek grupki zapaleńców chcących promować w kraju *business angels*, sprawa wydała mu się bardzo dziwna i podejrzana: anioł inwestujący w spółkę kapitałową? Pachniało mistyką, jakimś dowcipem, a nie ekonomią. Dziś w Polsce można już spotkać spółki i menedżerów, którzy z pełną świadomością dokonują wyboru: poszukujemy *business angels*, bo tylko w ten sposób zrealizujemy naszą strategię rozwoju. Rynek *business angels* – indywidualnych inwestorów kapitałowych – przyciąga coraz większą uwagę w Polsce i Europie. Za sprawą amerykańskich „*success stories*” dostrzeżono, że przedsiębiorca-inwestor może być daleko bardziej przydatny w zwalczaniu luki kapitałowej, w której ginie tak wiele innowacyjnych pomysłów, niż niejeden „zinstytucjonalizowany” pośrednik finansowy.

Do pisania niniejszej publikacji przystąpiłem z zamiarem dostarczenia czytelnikowi materiału promującego instytucję *business angels*. Materiału, który szerzej, niż robią to gazety, i trochę mniej hermetycznie, niż robią to naukowcy, pokaże, przede wszystkim przedsiębiorcom, że mając dobry pomysł, mogą oni liczyć na pomocną dłoń z kapitałem. Opracowanie zawiera zatem to, co najbardziej oddziałuje na wyobraźnię, czyli przykłady z życia wzięte: przykłady firm, które zaistniały dzięki *business angels*, oraz sylwetki polskich aniołów biznesu. W części „teoretycznej” przedstawiono ogólną charakterystykę *business angels*. Opracowanie próbuje też rzucić nieco więcej światła na sytuację na polskim rynku *business angels*. Skąpy materiał empiryczny pozwala tu raczej na formułowanie hipotez niż twarde wnioski.

## PODZIĘKOWANIA

*Autor pragnie wyrazić słowa podziękowania panom Andrzejowi Belczakowi, Bogusławowi Cesarzowi, Wojciechowi Dołkowskiemu, Wojciechowi Grzybowi, Adamowi Guzowi, Jackowi Kawalcowi, Michałowi Olszewskiemu, Mirosławowi Płowcowi, Piotrowi Pośnikowi, Marcinowi Szumowskiemu, Piotrowi Wilamowi, Krzysztofowi Wingertowi, Łukaszowi Żeligowskiemu i Colinowi Masonowi za pomoc w gromadzeniu materiałów do niniejszego opracowania. Panu Michałowi Przybyłowskiemu dziękuję za krytyczne uwagi do tekstu.*

# 1. BUSINESS ANGEL, CZYLI KTO?

---

Pojęcie *business angels* zostało ukute kilkadziesiąt lat temu w USA dla określenia grupy bardzo zamożnych osób inwestujących w produkcję spektakli teatralnych na *Brodwayu*. Obok zysku jednym z kluczowych powodów podejmowania takich inwestycji była społeczna nobilitacja, jaką inwestorzy odczuwali z możliwości nawiązania osobistych kontaktów z gwiazdami *show-biznesu*. Przez wiele lat rola, jaką *business angels* odgrywali na rynku prywatnych inwestycji kapitałowych nie budziła szczególnego zainteresowania polityków gospodarczych. Tym bardziej że rozwój innowacyjnych sektorów w powojennych gospodarkach rynkowych odbywał się głównie w warunkach rozkwitu zinstytucjonalizowanych form inwestowania, takich jak np. *venture capital* i *private equity*<sup>1</sup>.

Rozwój funduszy kapitałowych paradoksalnie, zamiast przyćmić i pozbawić *business angels* zajęcia, zmusił do zwrócenia większej uwagi na ten mechanizm finansowania przedsiębiorczości. Od wczesnych lat 80. w krajach strefy OECD nastąpił dynamiczny rozwój sektora inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, otwarte fundusze inwestycyjne). W połowie lat 90. zgromadzone tam zasoby kapitału długoterminowego odpowiadały łącznej wielkości PKB tych krajów. Sytuacja ta (na początku głównie w krajach anglosaskich) spowodowała, iż część tych środków była kierowana na rynek *venture capital* i *private equity* w poszukiwaniu atrakcyjnych stóp zwrotu. W warunkach obfitego napływu środków reguły ekonomiki funduszy doprowadziły do znacznego wzrostu przeciętnej wielkości inwestycji. W konsekwencji na rynkach kapitału długoterminowego wystąpiło niekorzystne zjawisko tzw. luki kapitałowej (ang. *equity gap*), czyli niedostatku podaży niewielkich kwot kapitału na rzecz nowo powstających firm.

Faktycznie pojęcie *equity gap* było już znane znacznie wcześniej. Najprawdopodobniej po raz pierwszy zostało ono użyte w latach 30. ubiegłego stulecia przez Brytyjczyków. Zwrot ten posłużył do określenia strukturalnej słabości brytyjskiego rynku finansowego, niezdolnego do zaferowania małym i średnim przedsiębiorstwom niewielkich porcji kapitału długoterminowego. Analizy prowadzone ponad 70 lat temu wskazywały, że brytyjscy przedsiębiorcy mogą mieć poważne problemy z pozyskaniem finansowania w przedziale od £5 do 200 tys. Mimo upływu czasu i dynamicznego rozwoju rynków kapitałowych współczesne szacunki dotyczące gospodarki brytyjskiej wskazują, że luka w podaży finansowania długoterminowego dotyczy kwot z przedziału od £250 tys. do 2 mln, z tym że największe problemy z dostępem do kapitału firmy mają w przedziale do £1 mln<sup>2</sup> (nieco wcześniejsze badania wskazywały, że *equity gap* kształtuje się w przedziale £375 tys. do 900 tys.)<sup>3</sup>. Problem *equity gap* – w różnej skali – dotyczy większości krajów rozwiniętych. W krajach członkowskich UE ocenia się, że ok. 20% małych i średnich firm odnotowuje problemy z pozyskaniem długoterminowego

<sup>1</sup> *Venture capital* to kapitał inwestycyjny o charakterze właścicielskim (udziałowym) służący finansowaniu przedsięwzięć o dużej dynamice wzrostu; inwestycja *venture capital* dokonywana jest w drodze nabycia akcji (udziałów) powstającego lub istniejącego już przedsiębiorstwa (spółki); wprowadzony do przedsięwzięcia kapitał służy sfinansowaniu ściśle określonej strategii rozwoju, po czym, gdy spółka po kilku latach osiągnie zakładaną docelową wartość, akcje (udziały) posiadane przez *venture capital* (zorganizowany w formie funduszu inwestycyjnego) są sprzedawane z zyskiem innemu inwestorowi; *private equity* to kapitał inwestowany na takich samych zasadach jak *venture capital*; zasila on jednak przede wszystkim duże spółki o ugruntowanej pozycji rynkowej.

<sup>2</sup> *Bridging the finance gap: next steps in improving access to growth capital for small business*, December 2003, HM Treasury, Small Business Service, str. 18.

<sup>3</sup> Rebecca Harding *Plugging the Knowledge Gap: an international comparison of the role for policy on the venture capital market policy enabling entrepreneurship*. "Venture Capital", Vol. 4, No. 1, 2002. Informację tę podajemy za *Bridging the finance gap: a consultation on improving access to growth capital for small business*, "Small Business Service", April 2003, str. 15.

finansowania o charakterze *equity*<sup>4</sup>; z kolei szacunki dla rynku amerykańskiego wskazują na problem z pozyskaniem finansowania w przedziale \$250 tys. do 5 mln<sup>5</sup>.

Liczne wysiłki rządów zmierzające do wzmocnienia sektora funduszy *venture capital* okazały się niewystarczające, aby osłabić barierę w dostępie małych przedsiębiorstw do kapitału długoterminowego. Sytuacja ta spowodowała zwrócenie uwagi na rolę indywidualnych inwestorów kapitałowych wypełniających rynkową przestrzeń pomiędzy środkami dostarczonymi przez powiązane z przedsiębiorcą osoby fizyczne oraz instytucje publiczne a ofertą inwestycyjną funduszy kapitałowych. Dodatkowo przykłady takich przedsięwzięć jak Body Shop (inwestor: Ian McGlenn) *Amazon.com* (inwestor: Thomas Alberg), *Google* (inwestor: Andy Bechtolsheim) czy *Skype* uświadomiły, jak pożyteczną rolę *business angels* mogą odgrywać w finansowaniu projektów innowacyjnych, przełomowych, zlokalizowanych w obszarach granicy postępu technologicznego, zawierających w sobie dużą dawkę ryzyka.

*Business angels* (czasem używa się też określenia *angel investors*) to przedsiębiorcy i biznesmeni o dużym doświadczeniu zawodowym, posiadający dzięki swojej pracy znaczny majątek osobisty, samodzielnie inwestujący zgromadzone oszczędności na okres kilku lat w akcje lub udziały niepowiązanych z nimi osobiście małych i średnich przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, na ogół będących we wczesnym stadium rozwoju i wykazujących się dużym potencjałem wzrostu swojej wartości. *Business angels* są lokalnymi inwestorami, co oznacza, że przedmiotem ich inwestycji są firmy położone w takiej odległości od ich miejsca zamieszkania, aby możliwe było utrzymywanie częstych osobistych kontaktów wynikających z faktu doradzania finansowanej firmie. Podkreślany na ogół fakt występowania *business angel* jako samodzielnego inwestora – nabywanie akcji/udziałów jako osoba fizyczna – w obliczu złożoności współczesnego życia gospodarczego nie jest już istotnym wyróżnikiem. Konieczność ochrony majątku osobistego, rozdzielenia ryzyk, optymalizacji podatkowej czy konsolidacji kapitału od różnych „dawców” często zmusza do posługiwania się strukturą pośrednią – tzw. wehikułem inwestycyjnym. Faktycznym inwestorem jest wówczas ów wehikuł, a nie osoba fizyczna. *Angel fund*, o jakim możemy wówczas mówić, choć formalnie nieco podobny do klasycznego funduszu *venture capital*, nadal chyba powinien być traktowany wyłącznie jako zbiorowy *business angel* (tabela 1)<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Zasilenie kapitałów własnych spółki (kapitał akcyjny, udziałowy).

<sup>5</sup> Bannock Consulting, *Innovative Instruments for Rising Equity for SMEs in Europe*, "Report for DG Enterprise", June 2001, str. 6.

<sup>6</sup> Na temat różnic i podobieństw pomiędzy *business angels* i *venture capital* patrz także: R. Harrison, C. Mason, *Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom*, *Venture Capital*, 2000, Vol. 2. No. 3, p. 223-242 oraz B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*. *Bank i Kredyt*, marzec 2006, s. 53-61.



Tabela 1. *Business angel a venture capital*

<i>Business angel</i> (tzw. nieformalny inwestor)	← Kryterium →	<i>Venture capital</i> Formalny inwestor
Osoba indywidualna Zysk, ale i inne cele Relatywnie małe kwoty Seed i faza startu Ogólna i intuicyjna Blisko miejsca zamieszkania Uproszczona umowa, mniejsze obowiązki sprawozdawcze Większe znaczenie ryzyka agencji niż ryzyka rynkowego Aktywne wsparcie w zarządzaniu	Inwestor Przesłanki inwestowania Wielkość inwestycji Faza rozwoju przedsiębiorstwa Analiza innowacyjnego projektu Położenie przedsiębiorstwa Wymagania formalne  Nastawienie do ryzyka  Nadzór nad przedsiębiorstwem	Pośrednik finansowy Wyłącznie zysk Relatywnie duże kwoty Głównie ekspansja Dokładna i sformalizowana Nieistotne Obszerna umowa, rozbudowane obowiązki sprawozdawcze Większe znaczenie ryzyka rynkowego niż ryzyka agencji Koncentracja na problemach strategicznych

Źródło: Jerzy Węclawski, *Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach [w:]* *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności. Praca zbiorowa pod red. K. Znanięckiej. Tom II*, Wydaw. AE w Katowicach, Katowice 2002, str. 295-305.



## 2. CHARAKTERYSTYKA *BUSINESS ANGELS*

---

Z ogólnej definicji anioła biznesu mało jeszcze wiemy, kim jest ten pożyteczny, ale tajemniczy, na ogół dbający o anonimowość i dyskrecję inwestor. Garść informacji na ten temat na szczęście można znaleźć w różnych opracowaniach i raportach. Tradycyjnie wypada zacząć od największego europejskiego rynku, czyli Wielkiej Brytanii. Paradoksalnie mimo dużych rozmiarów rynku i znacznej aktywności niektórych ośrodków badawczych dane o charakterystyce brytyjskich aniołów są dosyć skąpe. Populacja *business angels* jest zdominowana przez mężczyzn (99%), a mediana<sup>7</sup> wieku wynosi 53 lata. Połowa badanych aniołów wywodzi się z grona przedsiębiorców; inwestują oni na około 3-5 lat, głównie w takie sektory, jak usługi dla ludności, usługi finansowe, dystrybucja, zaawansowany przemysł przetwórczy, oczekując stopy zwrotu rzędu 31%. Rozmiary dokonywanych inwestycji są stosunkowo niewielkie, bo zaledwie (mediana) £10 tys. Inwestycje mają głównie charakter mniejszościowy, a jedynie 10-24% aniołów decyduje się na objęcie pakietu akcji/udziałów dającego kontrolę nad spółką; stopa selekcji (ilość projektów przejranych i odrzuconych) wynosi 93-98%<sup>8</sup>.

Podobny niedosyt informacji można mieć po lekturze danych na temat USA (najstarszy i największy rynek *business angels* na świecie). Z dwóch badań prowadzonych w latach 1992 i 1995 wiemy, iż amerykańscy aniołowie inwestują średnio na około 5 lat z oczekiwaniem na zwrot z inwestycji na poziomie co najmniej 33%. Preferują oni zdecydowanie inwestowanie w firmy dopiero powstające (*seed* i *start-up* – 60%); ich stopa selekcji wynosi około 72%, a większość (według badań z 1995 roku) wchodzi do zarządu firmy po inwestycji.

Bardzo dokładny podgląd na populację norweskich *business angels* dostarczają obszerne badania (próbą około 425 inwestorów) prowadzone przez B. Reitana i R. Sørheima<sup>9</sup>. Norwescy aniołowie biznesu w porównaniu do Brytyjczyków należą do nieco młodszego pokolenia inwestorów – średnia wieku wynosi tu 47 lat. Populacja ta jednak podobnie – aczkolwiek w nieco mniejszym stopniu (97%) – jest zdominowana przez mężczyzn. Około 38% aniołów wywodzi się z kręgów właścicieli firm, a 46% to obecni lub byli menedżerowie. 48% z nich preferuje inwestowanie w strefie ok. 50 km od swojego miejsca zamieszkania, w projekty z sektora usług finansowych, projekty developerskie i technologiczne, oczekując stopy zwrotu na poziomie nie mniejszym niż 30%. Główne źródła pozyskiwania projektów inwestycyjnych to przede wszystkim znajomi (46%), media i prasa (36%), a także konsultanci bankowi i doradcy gospodarczy (29%). Zaskakująca większość norweskich aniołów biznesu (66%) decyduje się na stosunkowo pasywną rolę w finansowanym projekcie, dodatkowo (90% inwestorów) obejmując mniejszościowe pakiety akcji. Jedynie 22% angażuje się aktywniej, obejmując stanowiska w tzw. radzie dyrektorów (organ spółki charakterystyczny dla rynków anglosaskich, w którym funkcje zarządu i rady nadzorczej pełni jeden organ złożony z dyrektorów wykonawczych i nie-wykonawczych). Aktywność inwestycyjna Norwegów to na ogół jedna transakcja rocznie (przy średniej wartości inwestycji wynoszącej \$76 tys.), zawierana po rozpatrzeniu około 6-7 przedłożonych ofert (stopa selekcji na poziomie ok. 80%); planowany czas wycofania się z inwestycji to około 3-4 lata.

<sup>7</sup> Mediana – tzw. średnia pozycyjna; wartość środkowa dzieląca analizowaną populację na dwa równe zbiory.

<sup>8</sup> Na podstawie K. Hindle, S. Rushworth – *The Demography of Investor Heaven. A Synthesis of International Research on the Characteristics, Attitude, and Investment Behavior of Business Angels*, 13 December 1999.

<sup>9</sup> Bjørnar Reitan, Roger Sørheim, *The Informal Venture Capital Market in Norway – Investor Characteristics, Behavior and Preferences*. The paper presented at the Babson-Kauffman Entrepreneurship Conference, May 12-15, 1999.

Mimo bliskości geograficznej i znacznego podobieństwa kulturowego profil szwedzkiego anioła biznesu daleko odbiega od charakterystyki Norwegów. Szwedzcy *business angels* są najprawdopodobniej nieco starsi od swoich sąsiadów – mediana wieku wynosi 54 lata, a 47% populacji inwestorów ma co najmniej 55 lat. Szwedzcy aniołowie biznesu rekrutują się przede wszystkim spośród przedsiębiorców (69%), ich oczekiwania co do stopy zwrotu z inwestycji są nieco skromniejsze (min. 15%), a horyzont inwestycji znacznie dłuższy (5-7 lat). Choć ich aktywność inwestycyjna jest podobna jak w przypadku Norwegów (w ciągu trzyletniego okresu średnio jeden anioł rozpatrywał dziesięć biznesplanów, a w trzy zainwestował; stopa selekcji wynosi zatem 70%), inwestują oni większe kwoty kapitału (około \$91 tys.), są bardziej zaangażowani w bieżące monitorowanie i doradzanie (56% zostaje członkami rady dyrektorów, 28% pełni funkcje konsultantów/doradców) i rzadziej zadowolają się udziałami mniejszościowymi (65%)<sup>10</sup>.

Skandynawską różnorodność podkreślają także Finowie, choć na temat ich sektora aniołów biznesu wiemy niewiele. 95% *business angels* to mężczyźni, a połowa tej niewielkiej populacji (szacowanej na około 1500 inwestorów) ma co najmniej 54 lata. Aktywność inwestycyjna Finów jest stosunkowo duża. W ciągu analizowanego trzyletniego okresu przeciętny anioł przeanalizował 30 biznesplanów i zainwestował w 11 projektów (stopa selekcji ok. 63%), z czego większość inwestycji mieściła się w przedziale wartości do \$175 tys.

Nieco młodsi od dwóch powyższych nacji są inwestorzy niemieccy (średnia wieku 48 lat). Większość (75%) z niewielkiej grupy 48 inwestorów objętych badaniem pod koniec ubiegłej dekady wywodziła się spośród aktywnych przedsiębiorców ze średnio 13-letnim doświadczeniem w zarządzaniu firmami (głównie z sektora wysokich technologii i usług finansowych). W analizowanym trzyletnim okresie na tę grupę inwestorów przypadało około 230 inwestycji przy stopie selekcji na poziomie 92% i oczekiwanym okresie zaangażowania od trzech do dziesięciu lat (taki okres zaangażowania preferowało 54% badanych)<sup>11</sup>.

Wiekowo podobni do Niemców są inwestorzy francuscy. Blisko połowa z nich jest między 40 a 54 rokiem życia; w roku 2002 na jednego anioła znad Sekwany przypadło średnio po sześć inwestycji o średniej wielkości €69 tys., a im anioł był młodszy wiekiem, tym częściej inwestował (ci najmłodsi mający po około 40 lat mieli w portfelu średnio po osiem inwestycji)<sup>12</sup>.

Dla kontrastu rzut oka na charakterystyki *business angels* z dwóch niezwykle odległych rynków – japońskiego i kanadyjskiego. Japońscy aniołowie są prawdopodobnie wiekowo najstarsi (mediana wieku to 60 lat), blisko połowa z nich (48%) to przedsiębiorcy inwestujący w jeden projekt średnio ok. \$100 tys. na okres 3-6 lat z oczekiwaniem osiągnięcia zwrotu rzędu 10% do 50%. Aktywni inwestycyjnie aniołowie japońscy nie przejawiają szczególnych preferencji dla projektów technologicznych w przeciwieństwie do aniołów potencjalnych (najprawdopodobniej tzw. „*virgin angels*”). Ich stopa selekcji jest bardzo niska (40%), a w ciągu trzyletniego okresu dokonują pięciu inwestycji. 50% aniołów po inwestycji zasiada w radzie dyrektorów (co koresponduje z tym, że 50% inwestorów obejmuje pakiety akcji/udziałów zapewniających kontrolę nad firmą), a 40% doradza spółce. Z kolei średnia wieku kanadyjskich

<sup>10</sup> Bjornar Reitan, Roger Sorheim – op. cit., str. 6.

<sup>11</sup> J. Weber, M. Brettel, C. Jauguey, C. Rost, *Business angels in Germany*. Working Paper, WHU Koblenz. (maszynopis niedatowany).

<sup>12</sup> Na podstawie: *Results from the France Angel BA Survey*. Prezentacja dostępna pod adresem: [http://www.eban.org/doc/Rapport%20Enquete%20France%20Angels%202003\\_EN.ppt](http://www.eban.org/doc/Rapport%20Enquete%20France%20Angels%202003_EN.ppt)

inwestorów to 50 lat, oczekiwana stopa zwrotu – przy średniej wielkości inwestycji w projekt na poziomie CAD 25-49 tys., trwającej nie dłużej niż 5 lat – to 32%. Kanadyjczycy preferują inwestycje w młode zaawansowane technologicznie firmy przetwórstwa przemysłowego, w których nabywają jednak przede wszystkim udziały mniejszościowe (70% inwestorów miało mniej niż 10% akcji/udziałów)<sup>13</sup>.

Mimo iż poszczególne krajowe rynki *business angels* działają w zupełnej separacji od siebie, rzeczą zadziwiającą jest, że charakterystyki aniołów biznesu są niezwykle zbliżone. Można tu mówić o istnieniu następujących prawidłowości:

1. dominacja inwestorów-mężczyzn – zdecydowaną większość populacji aniołów biznesu stanowią mężczyźni; nie wynika to zapewne z ich szczególnej predyspozycji do tej roli, ale znacznie mniejszej liczby kobiet działających w biznesie i zajmujących wysokie stanowiska menedżerskie;
2. dobre wykształcenie – większość aniołów biznesu to ludzie o wyższym wykształceniu i wysokich kwalifikacjach zawodowych; do rzadkości należą jednak inwestorzy ze stopniami naukowymi;
3. przedział wiekowy 45-65 – plasowanie się większości aniołów biznesu w takim przedziale wiekowym może wskazywać na czas, jaki jest niezbędny do zgromadzenia majątku dającego możliwość wystąpienia w roli inwestora; to także przedział wiekowy mogący wyznaczać okres w życiu zawodowym, kiedy to przedsiębiorcy i menedżerowie mogą (a czasem są do tego także nakłaniani) zmniejszyć intensywność swojego zaangażowania zawodowego (przejście np. z zarządu do rady nadzorczej), zyskując czas, aby poświęcić się innym zajęciom (np. inwestowaniu); w ramach tego ogólnego przedziału wiekowego mogą istnieć pewne istotne różnice pomiędzy krajami; najprawdopodobniej amerykańscy *business angels* są nieco – średnio rzecz biorąc – np. młodszy niż ich koledzy z Norwegii czy Japonii; te niewielkie różnice mogą być związane ze strukturą gospodarek: w amerykańskiej istnieje silny i dynamiczny sektor technologii informatycznych, co stwarza możliwość na znacznie szybsze zgromadzenie dużego kapitału;
4. ludzie biznesu i sukcesu – fundament środowiska aniołów biznesu stanowią przedsiębiorcy, których całe zawodowe życie skoncentrowane było na budowie i rozwoju firmy; багаż tych doświadczeń pozwala im wcielić się w rolę skutecznych doradców, dobrze rozumieć problemy młodych firm, przewidywać różne zagrożenia i skutecznie radzić sobie z ryzykiem; ich wiedza, doświadczenie i kontakty są też niezwykle pomocne, gdy trzeba dokonać oceny przedłożonego projektu i zdecydować, w co zainwestować; populację aniołów wywodzących się z przedsiębiorczości uzupełniają także osoby piastujące wysokie stanowiska menedżerskie (stąd doświadczenie w zarządzaniu projektami i kapitał na inwestycje) oraz profesjonaliści (doradcy) na co dzień współpracujący z przedsiębiorcami.

---

<sup>13</sup> K. Hindle, S. Rushworth – The Demography of Investor Heaven. A Synthesis of International Research on the Characteristics, Attitude, and Investment Behavior of Business angels, 13 December 1999, str. 10.



### 3. DLACZEGO INWESTUJĄ?

Gdy do drzwi przedsiębiorstwa przychodzi inwestor z kapitałem, zawsze rodzi się pytanie o jego motywację: dlaczego to robi, na co liczy, czego oczekuje. Pytania te są tym bardziej nurtujące, że przed nami na ogół stoi człowiek sukcesu z majątkiem, który pozwala mu na dostatecznie „nicnierobienie” przez długie lata. Opowieści o aniołach biznesu, którzy niejako z nonszalancją i od niechcenia wypisują czek na tysiące dolarów po krótkiej rozmowie z kandydatem na przedsiębiorcę – tak jak to zrobił *Andy Bechtolsheim* z założycielami *Google* – mogą rodzić przekonanie, że właściwie mamy do czynienia z filantropami. W rzeczywistości *business angels* to inwestorzy, którym nieobcy jest rachunek ekonomiczny. Dla większości z nich głównym motywem skłaniającym do inwestowania jest możliwość szybkiego zwiększenia wartości zaangażowanego kapitału (tabela 2), jak i uzyskania bieżących dochodów (procent od pożyczki, dywidenda). Motywy społeczne i socjalne są im raczej obce. Większość z nich nie poświęci też kapitału tylko po to, aby sprawić przyjemność znajomym i umożliwić im sprawdzenie sił w biznesie. Prawdą mogą być jednak opowieści o tym, że anioły inwestują nie tylko dla zysku, ale także po to, aby „kupić” sobie ciekawe zajęcie na najbliższe kilka lat, gdyż kontakt z biznesowymi wyzwaniem to dla nich źródło satysfakcji i „adrenaliny”. Z takiej wiązki motywów można się chyba wyłącznie cieszyć. Można mieć nadzieję, że skutecznie zabezpiecza nas to przed sytuacją, gdzie kapitał aniołów biznesu zasilaby projekty najbardziej „czarujące”, a nie te najbardziej rozwojowe. Z drugiej strony „adrenalina”, jakiej potrzebują inwestorzy, to gwarancja, że inwestowanie im się nie znudzi.

Tabela 2. Motywacja brytyjskich *business angels* (% respondentów wybierających daną odpowiedź; wielkości mogą nie sumować się w wierszach ze względu na zaokrąglenia).

Motywacja do inwestowania jako <i>business angel</i>	Bardzo ważne	Ważne	Nie-ważne
Wsparcie następnej generacji przedsiębiorców	9	36	55
Osobista satysfakcja bycia zaangażowanym w biznes	53	36	11
Możliwość szybkiej aprecjacji kapitału	72	24	4
Pomoc znajomym w założeniu biznesu	3	10	87
Uzyskanie bieżących lub przyszłych dochodów	41	32	27
Wsparcie społecznie użytecznych produktów/usług	5	10	85
Moje pieniądze sprawiają komuś przyjemność	14	46	40
Zyskanie uznania wśród społeczności lokalnej	1	3	96
Zyskanie korzyści niematerialnych (np. przywileje)	1	8	91
Skorzystanie z korzystnych rozwiązań podatkowych	19	41	41

Źródło: C. Mason, *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Mimeo, February 2002, str. 28.





## 4. RODZAJE INWESTORÓW

---

Aby lepiej zrozumieć strukturę i naturę społeczności *business angels*, pokazane uprzednio przykłady „profilu” aniołów z kilku rynków narodowych oraz informacje (niestety bardzo skąpe) na temat ich motywacji, warto dopełnić jeszcze prezentacją kilku klasyfikacji najczęściej spotykanych w literaturze. Lepiej unaocznia to fakt, że populacja inwestorów nie jest jednorodna, pomimo że wszyscy zajmują się praktycznie tym samym (inwestują) i mają identyczne (biznesowe) korzenie. Znajomość tych wewnętrznych zróżnicowań jest bardzo istotna i przydatna.

W literaturze można znaleźć kilka ciekawych typologii *business angels* starających się syntetycznie odzwierciedlić ich strategie i zachowania inwestycyjne. Poniżej zaprezentujemy trzy w naszej ocenie najciekawsze. W publikacji z roku 1996 Patric Coveney i Karl Moore wyróżnili trzy typy aniołów biznesu różniące się pod względem dwóch kryteriów: poziomu biznesowej aktywności i intensywności inwestowania<sup>14</sup>. W ich ujęciu mianem „*entrepreneur angels*” można nazwać inwestorów o największej aktywności, mierzonej zarówno liczbą dokonanych inwestycji, jak i wielkością zaangażowanego kapitału. Osoby zasługujące na to miano należą do grona najbardziej doświadczonych inwestorów i zarazem osób o wysokim statusie majątkowym. Tego typu anioły preferują inwestowanie w początkujące projekty (*start-up*); kluczowym kryterium wyboru inwestycji jest dla nich osobowość przedsiębiorcy. Stosunkowo rzadko angażują się na poziomie operacyjnym w spółki, w które zainwestowali; często też są to inwestycje w projekty z sektorów, z którymi wcześniej nie mieli istotniejszych kontaktów. W porównaniu do powyższej grupy „*income seeking angels*” są mniej majątni i mniej aktywni, ale za to bardziej zorientowani na korzyści finansowe (w przypadku „*entrepreneurial angels*” niebagatelne znaczenie ma motyw „zadowolenia” z bycia inwestorem), inwestują przede wszystkim w te sektory, na których się znają i najczęściej angażują się menedżersko w prowadzenie finansowanych firm. Trzecia grupa to „*wealth maximising angels*”<sup>15</sup>. Ta kategoria jest bardzo podobna do poprzedniej, chociaż inwestuje nieco więcej (średnio dwie inwestycje w portfelu; wartość pojedynczej inwestycji rzędu £54 tys.)<sup>16</sup>.

Inną typologię opartą przede wszystkim na motywacji inwestorów zaproponowano w badaniu obejmującym grupę 214 amerykańskich *business angels*<sup>17</sup>. Wyróżniono tu trzy rodzaje aniołów biznesu: hedonistów, altruistów i *economic investors*. Ci ostatni stanowią wśród badanych grupę najliczniejszą (101 inwestorów), inwestowali przede wszystkim z pobudek finansowych (zysk) i akceptowali największe ryzyko. Ich inwestycje na ogół były większe niż dwóch pozostałych grup, głównie w formie *equity* (kapitał udziałowy lub akcyjny) lokowane go w projekt na czas znacznie krótszy, niż robiły to dwie pozostałe grupy inwestorów. Hedoniści – jak nietrudno odgadnąć – bardziej stawiali na biznesową przygodę niż czysto finansowy wymiar inwestycji. Ich inwestycje były ostrożniejsze, częściej dokonywane w ramach konsorcjum, nie tylko w formie *equity*, ale także (bezpieczniejszego) długu. Dla hedonistów

<sup>14</sup> Podaję za C. Mason, *Informal sources of venture finance*, [in:] S.Parker (eds.) *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures: Volume 2. International Handbook on Entrepreneurship*, Kluwer, 2006, str.8.

<sup>15</sup> Nazwy te można przetłumaczyć jako: „przedsiębiorczy anioł”, „anioł poszukujący dochodu”, „anioł maksymalizujący bogactwo”.

<sup>16</sup> Faktycznie Coveney i Moore wyróżnili sześć kategorii inwestorów; dwie z nich (*virgin i latent*) odnosiły się do potencjalnych aniołów, a jedna („*corporate investors*”) dotyczyła firm inwestujących w sposób podobny jak *business angels* (de facto chodziło tu więc o *corporate venture capital* – czyli inwestycje *venture capital* realizowane za pośrednictwem korporacji przemysłowej).

<sup>17</sup> M. Sullivan, A. Miller, *Segmenting the Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic, and Altruistic Investors*. *Journal of Business Research* 36, str. 25-35 (1996).

ważnym motywem była nie tylko nagroda finansowa, ale również zadowolenie z udziału w przedsięwzięciu. W grupie altruistów duch *homo economicus* był najslabiej rozpowszechniony. Ten typ inwestorów inwestował mniej, a dokonując inwestycji, brał pod uwagę także motywy pozaekonomiczne (społeczne).

Wreszcie trzecią niezwykle ciekawą kategoryzację sporządzono w oparciu o dane z rynku norweskiego<sup>18</sup>. Wyróżniono tu cztery typy inwestorów w zależności od poziomu ich biznesowych kompetencji i aktywności inwestycyjnej. Jak widać na rysunku nr 1, *lotto investors* to grupa o najmniejszym doświadczeniu biznesowym i inwestująca najrzadziej (średnio 1,4 inwestycji w okresie 1995-1998). Podstawowym źródłem informacji o projektach inwestycyjnych są dla nich media, rzadko inwestują wspólnie z innymi aniołami, a ich udział w zarządzaniu finansowaną spółką jest rzadkością. Bardziej aktywnych inwestorów, ale o podobnych kompetencjach biznesowych, określono mianem *traders*. Inwestują oni znacznie częściej (4,5 inwestycji w trzyletnim analizowanym okresie), rzadko angażują się w sprawy wspieranych spółek, z których wycofują się na ogół po upływie nie więcej niż trzech lat. Wśród grona doświadczonych biznesmenów można wyróżnić dwie grupy. *Analytical investors* mimo dużego doświadczenia inwestują bardzo mało (średnio 1,7 inwestycji na trzy lata), najczęściej w niewielkiej odległości od miejsca zamieszkania i na dodatek wespół z innymi inwestorami<sup>19</sup>. *Business angels* przodują natomiast pod każdym względem. Są bardzo aktywni w poszukiwaniu okazji do inwestycji: korzystają z rekomendacji znajomych, kontaktów biznesowych, jednocześnie samodzielnie poszukując ciekawych propozycji. W konsekwencji przez ich ręce przewija się znacznie więcej biznesplanów niż w przypadku pozostałych trzech kategorii (44 propozycje wobec ośmiu w przypadku *lotto* i *analytical investors* oraz 20 w przypadku *traders*) i dokonywanych jest znacznie więcej inwestycji (7,3 w okresie trzech lat). Częściej niż pozostali korzystają oni także z inwestowania poprzez konsorcjum i w większości przypadków aktywnie uczestniczą w życiu finansowanej spółki (zasiadanie w radzie dyrektorów).

Czy znajomość typów inwestorów, z jakimi mamy do czynienia na rynku, ma jakieś znaczenie oprócz waloru czysto poznawczego? Otóż ma – zarówno duże, jak i bardzo praktyczne. Po pierwsze, jeśli przedsiębiorca poszukujący kapitału na założenie firmy czy też jej rozwój uświadomi sobie, że ma przed sobą inwestorów o różnych preferencjach, oczekiwaniach, strategiach oraz motywacjach to znacznie łatwiej będzie mu się po takim rynku poruszać. Poszukując kapitału na dłuższy czas, wraz z zastrzykiem biznesowej wiedzy warto poszukiwać klasycznego *business angel*, a unikać *tradersa* działającego jak klasyczny arbitrażysta. Z kolei ktoś potrzebujący niewielkiego kapitału i mało aktywnego współnika powinien szukać inwestora o profilu zbliżonym do *tradera*. Ze znajomości tych różnych klasyfikacji płyną też wnioski dla sieci skupiających anioły biznesu. Aby łatwiej łączyć popyt z podażą, ważne jest więc i to, aby w sieci było wielu inwestorów, jak i to, aby byli oni różni. Istotne jest też to, aby kierujący siecią potrafili tę różnorodność zdiagnozować i ocenić, a następnie taką podażą efektywnie zarządzać (nie rozsyłając biznesplanów *an block* do wszystkich). Ze znajomości tych typologii płynie też i inna korzyść. Znając specyfikę poszczególnych grup obecnych na rynku łatwiej zaprojektować jakieś rozwiązania systemowe rynek ten wspierające, unikając przy okazji pomyłek.

<sup>18</sup> R. Sørheim, H. Landström, *Informal investors – A categorization, with policy implications*. Entrepreneurship & Regional Development, 13 (2001), str. 351-370.

<sup>19</sup> Autorzy nie wyjaśniają jednak, dlaczego ta grupa zachowuje się w sposób tak ostrożny.

Rysunek 1. Przykład klasyfikacji *business angels* wg kompetencji biznesowych i aktywności inwestycyjnej.

		Kompetencje	
		Niskie	Wysokie
Aktywność Inwestycyjna	Wysoka	<i>Traders</i>	<i>Business Angels</i>
	Niska	<i>Lotto investors</i>	<i>Analythical Investors</i>

Źródło: R. Sørheim, H. Landström, *Informal investors – A categorization, with policy implications*. *Entrepreneurship & Regional Development*, 13 (2001), str. 351-370.



## 5. OPŁACALNOŚĆ INWESTYCJI

Skoro *business angels* inwestują głównie z chęci zysku, to interesujące jest, czy ta chęć faktycznie przekuwa się na realne korzyści; czy na zyski może liczyć każdy i z każdej inwestycji? Inwestowanie w biznes zupełnie obcego człowieka, dogłębne go, doradzanie i stawianie czoła różnym niespodziankom i ryzyku to wszak coś innego niż własny biznes rozpoczynany wiele lat temu, najczęściej w zupełnie innych warunkach i okolicznościach. Wiele wskazuje jednak na to, że choć takie finansowe hity jak *Google* czy *Skype* nie trafiają się codziennie, to spora część *business angels* na swoich inwestycjach zarabia znacznie więcej niż na najlepszej bankowej lokacie (tabela 3). Z danych zebranych od 127 brytyjskich *business angels* wynika, iż 23% ich inwestycji dało stopę zwrotu nie mniejszą niż 50%, z czego w przypadku blisko połowy zysk przekroczył 100%, co oznacza, że kapitał w trakcie inwestycji praktycznie podwoił się. Jak się można było jednak spodziewać, inwestowanie w projekty znajdujące się na ogół we wczesnej fazie rozwoju jest bardzo ryzykowne. Blisko 40% z nich kończy się biznesowym fiaskiem i najczęściej utratą zainwestowanego kapitału<sup>20</sup>. Jedyną polisą zabezpieczającą przed takim rozwojem wypadków jest budowa portfela i jego systematyczne odnawianie.

Te kilka cyfr wcale nie musi przekonywać sceptyków, że warto rozważyć inny sposób spożytkowania swojego bogactwa niż bankowa lokata. Tym bardziej że dostępność danych statystycznych na temat dochodowości anielskich inwestycji jest dramatycznie ograniczona. Jeśli już zatem ktoś ma inklinacje do inwestowania poza giełdą, to może warto rozpatrzyć najbliższy dostępny wariant i powierzyć pieniądze funduszowi *venture capital*. Fundusz taki kierowany przez wynajętą firmę zarządzającą teoretycznie powinien mieć przewagę nad samotnym inwestorem (większa suma doświadczeń, efekt pracy zespołowej, uporządkowane procedury inwestycyjne itd.) i co za tym idzie, oferować więcej korzyści.

Ale, zapewne ku zdumieniu wielu, *business angels* wcale nie muszą być na straconej pozycji w konfrontacji z *venture capital*. Okazuje się, że wyniki osiągnięte przez brytyjskie anioły biznesu w relacji do *venture capital* charakteryzują się nieco lepszą strukturą: mniejsza liczba ich inwestycji kończy się fiaskiem (w przypadku *venture capital* jest to ok. 64%), a większa za to osiąga stopę zwrotu pomiędzy 0% a 49%; z kolei liczba inwestycji osiągających najwyższe stopy zwrotu jest porównywalna.

Tabela 3. Stopy zwrotu z inwestycji osiągnięte przez brytyjskich *business angels*.

IRR (%)	Procent inwestorów osiągających daną stopę zwrotu
Ujemna	39,8
0-24	23,8
25-49	12,7
50-99	13,3
100+	10,2

IRR – wewnętrzna stopa zwrotu

Źródło: Colin Mason, Richard Harrison, *Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments*. *Journal of Business Venturing* 17 (2002), str. 211-236.

<sup>20</sup> Colin Mason, Richard Harrison, *Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments*, *Journal of Business Venturing* 17 (2002), str. 211-236.



## 6. ROZMIARY RYNKÓW *BUSINESS ANGELS*

Ogólnogospodarcze znaczenie *business angels* najlepiej można zobrazować, pokazując dane na temat rozmiarów tego rynku, który w ocenach niektórych analityków jest znacznie rozleglejszy niż sektor klasycznych funduszy *venture capital*. Tu jednak pojawia się problem. Choć w literaturze można natknąć się na szereg liczb, są to na ogół szacunki i przybliżenia wciąż wymagające weryfikacji. Ten zaskakujący deficyt „twardych” danych to efekt znacznego rozproszenia inwestorów i ich zindywidualizowanej, specyficznej natury, trudno poddającej się rejestracji i pomiarowi. Tym niemniej zobaczmy, jak wyglądają te szacunki. I tak, w przypadku rynku amerykańskiego Gaston (rok 1989) szacuje, że *business angels* inwestują tam około 13-krotnie więcej kapitału niż klasyczne fundusze *venture capital*, dokonując jednocześnie 40-krotnie więcej inwestycji. Z kolei Jeffrey Sohl w roku 2003 szacował, że na terenie USA działa około 300-350 tys. *business angels*, inwestując rocznie około \$30 miliardów średnio w 50 tys. przedsięwzięć<sup>21</sup>. Kilka lat wcześniej – w roku 1996 – Freear podawał, że liczba amerykańskich inwestorów wynosi około 250 tys., a ich roczne inwestycje to \$10 do \$20 miliardów w 30 tys. firm<sup>22</sup>. Wyczenia dla rynku brytyjskiego sporządzone przez prof. Colina Masona plasują liczbę *business angels* na poziomie około 20-40 tys., a ich aktywność inwestycyjna to £0,5-1 miliarda rocznie i od 3 do 6 tys. sfinansowanych projektów<sup>23</sup>. W tym kontekście nieco zaskakujące – i chyba nazbyt optymistyczne – mogą być wyczenia *Fraunhofer Institute* na temat rynku niemieckiego. Liczbę aktywnych *business angels* określa on na około 27 tys. przy łącznie 220 tys. inwestorów (aktywnych i potencjalnych)<sup>24</sup>.

Znacznie mniejsze rozmiary mają rynki innych krajów europejskich. Dostyc nieprecyzyjne szacunki sporządzone pod koniec ubiegłej dekady na zlecenie Komisji Europejskiej wskazują, iż zasoby kapitałowe, jakimi rozporządzają aniołowie biznesu w Finlandii, to około \$330 milionów (przy 1500 inwestorów), a w Holandii to \$1650 milionów<sup>25</sup>. Raport ten szacował łącznie, że w Europie aktywnie działało 125 tys. *business angels* dysponujących kapitałem rzędu \$11-22 miliardów<sup>26</sup>. Paradoksalnie – mimo iż przytoczone powyżej liczby to wyłącznie szacunki – eksperci podkreślają, iż dane te są najprawdopodobniej zaniżone, gdyż większość *business angels* posiada nadwyżki kapitału inwestycyjnego i jednocześnie nie może znaleźć odpowiednich projektów inwestycyjnych. Ponadto istnieje dosyć spora rzesza osób dysponujących kapitałem i doświadczeniem biznesowym, które jeszcze nie dokonały żadnej inwestycji (są to potencjalni aniołowie biznesu). Jeffrey Sohl szacuje, że proporcja pomiędzy aktywnymi a potencjalnymi aniołami biznesu w przypadku rynku amerykańskiego może kształtować się jak 1:5 (szacunki z połowy lat 90. wskazywały na proporcję 1 do 3). Wspomniany raport dla Komisji Europejskiej proporcję tę nieco zwiększył (1 do 8), szacując, że armia potencjalnych inwestorów to około 1 milion osób.

<sup>21</sup> Jeffrey E. Sohl, *The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments*. Journal of Private Equity, Vol. 6, No. 2, 2003, str. 7-17.

<sup>22</sup> Dane podawane przez Freear cytując za: R. Wiltbank, S. Sarasvathy, *Selection and Return in Angel Investment*. Paper for the Bobson Conference 2002, str. 7.

<sup>23</sup> Colin Mason, *Informal Sources of Venture Capital in: The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures: Volume 2*. International Handbook on Entrepreneurship, Kluwer, 2006, str. 11.

<sup>24</sup> J. Weber, M. Brettel, C. Jaugey, C. Rost, *Business angels in Germany. How business angels in Germany help new entrepreneurs*. WHZ Koblenz, str. 7 (maszynopis niedatowany).

<sup>25</sup> Ta nieprecyzyzność wynika z faktu, że raport posługuje się pojęciem *estimated size of investment pool*, nie precyzując, czy chodzi tu o kwoty realnie inwestowane w danym roku, czy też także o kapitał niezainwestowany, ale będący w dyspozycji (czyli potencjalna podaż kapitału).

<sup>26</sup> *Dissemination Report on the Potential for Business angels Investment and Networks in Europe*. EBAN, January 1998, pkt. 6.

Ciekawych i bardzo wiarygodnych danych – pozwalających wnioskować generalnie o skali i roli nieformalnych źródeł kapitału i co za tym idzie, pośrednio mogących potwierdzać przytoczone powyższe szacunki – dostarcza publikowany cyklicznie raport na temat przedsiębiorczości na świecie *Global Entrepreneurship Monitor*. W oparciu o badania ankietowe oszacował on, że populacja tzw. nieformalnych inwestorów (osoby finansujące działania innych w ramach powiązań rodzinnych oraz inne osoby, w tym także *business angels*), to około 3,4% liczby dorosłej ludności 18 analizowanych krajów (wskaźnik ten waha się od 6,2% w Nowej Zelandii do 1,4% w Brazylii). Inwestorzy ci rocznie w nowe i już istniejące projekty wkładają niebagatelną kwotę \$196 miliardów, co stanowi około 1,1% łącznego PKB tych krajów (od 3,7% PKB w przypadku Korei Pd. do 0,14% PKB w Brazylii)<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> W. Bygrave, M. Hay, E. Ng, P. Reynolds, *A Study of Informal Investing in 29 Nations Composing*. The Global Entrepreneurship Monitor (GEM), 2003, publikacja dostępna pod adresem: [http://www.entrepreneurship.fiu.edu/downloads/paul\\_reynolds/Research/2001\\_A%20study%20of%20informal%20investing%20in%2029%20nations%20composing%20the.pdf](http://www.entrepreneurship.fiu.edu/downloads/paul_reynolds/Research/2001_A%20study%20of%20informal%20investing%20in%2029%20nations%20composing%20the.pdf)

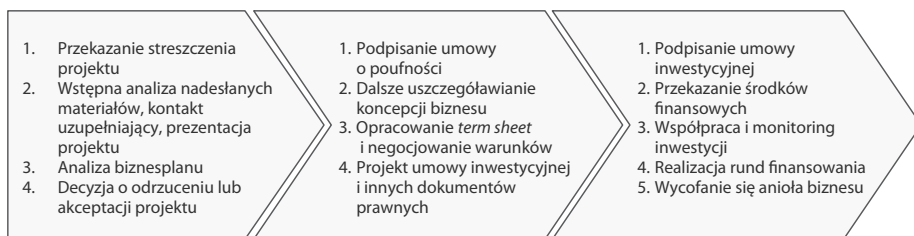


## 7. PROCES INWESTYCYJNY

Pod względem formalnym proces inwestycyjny anioła biznesu jest niezwykle podobny do tego, z czym mamy do czynienia w przypadku funduszy *venture capital* (rysunek 2). Jest tu więc etap poszukiwania projektów, etap analizy projektów trafiających do rąk inwestora poprzez sieć lub też pozyskanych samodzielnie, ich selekcja, praca nad dokumentacją inwestycyjną, wreszcie udostępnienie środków, współpraca w trakcie inwestycji, a następnie wycofanie kapitału (sprzedaż akcji lub udziałów). Prześledźmy pokrótce, jak te poszczególne etapy wyglądają i co w ich trakcie się faktycznie dzieje.

O sposobach poszukiwania projektów i inwestorów już nieco uchyliłmy rąbka tajemnicy. Inwestorzy na ogół mają sprawę bardziej ułatwioną niż przedsiębiorcy, gdyż jako byli lub też cały czas czynni biznesmeni, posiadają bardzo rozległe kontakty zawodowe. Dzięki temu z dużą łatwością, szybko i tanio są w stanie pozyskiwać informacje o sytuacji w sektorze, rodzących się nowych pomysłach i nowych twarzach. Obok sieci własnych kontaktów z pomocą przychodzi im oczywiście media i znajomi. Bardzo ważnym kanałem pozyskiwania informacji jest kontakt z konsultantami, firmami doradczymi czy szkoleniowymi, do których trafia wiele osób z biznesowymi planami. Nie bez znaczenia są znajomości w sektorze bankowym, który „dzięki” niechęci do przedsiębiorców bez historii może przekierowywać projektodawców do anioła biznesu. Najistotniejszym źródłem podaży projektów powinny być jednak sieci *business angels*. Już dzięki niewielkim środkom na promocję mogą one łatwo przebić się z informacją o swoim istnieniu, skupiając na sobie uwagę szerokiej rzeszy przedsiębiorców.

Rysunek 2. Struktura procesu inwestycyjnego



Źródło: opracowanie własne

Przedsiębiorca poszukujący kapitału na założenie firmy lub jej rozwój jest w nieco trudniejszej sytuacji. Pierwszym kontaktem powinna być sieć *business angels*. Jeśli jest taka w danym regionie, lub w kraju działa sieć ogólnokrajowa, to połowa sukcesu. Zgłaszając tam swój projekt, trzeba zdawać sobie sprawę z dwóch rzeczy.

- Po pierwsze, niektóre sieci za zgłoszenie projektu pobierają niewielkie opłaty, a później – jeśli cały proces pozyskiwania kapitału uda się doprowadzić do szczęśliwego finału, pobierana jest kilkuprocentowa prowizja od wartości transakcji (w zależności od obyczaju panującego na danym rynku albo jest ona pokrywana przez obie strony solidarnie albo – niestety – przez tę „słabszą”).

- Po drugie, ponieważ sieć jest sieci nierówna, przed przesłaniem swojego projektu warto o niej zasięgnąć opinii. Pomijając wątek reputacji (o którym jednak nie należy zapominać!), to przede wszystkim warto zwrócić uwagę na to, jak duże zasoby kapitału sieć w sobie skupia, ilu ma inwestorów i jakie są ich preferencje inwestycyjne. To ostatnie jest szczególnie istotne w świetle tego, co napisaliśmy już wcześniej na temat różnych rodzajów inwestorów. Im większa liczba inwestorów, tym większy kapitał stoi do dyspozycji i bardziej zróżnicowane są ich gusta. W takim środowisku na pewno łatwiej będzie znaleźć kapitał (sieci aniołów biznesu działające w Polsce prezentujemy na dalszych stronach).

Gdy sieci *business angels* nie ma, warto przede wszystkim skierować się do funduszu *venture capital* inwestującego w danym regionie, ale nie po kapitał, a po informację. Menedżerowie z firm zarządzających funduszami bardzo często świetnie się orientują, kto występuje w roli anioła biznesu w regionie lub w ramach danego sektora, albo też wyraża zainteresowanie taką rolą. W nawiązaniu kontaktu z funduszem bardzo przydatne mogą się okazać organizacje zrzeszające takie instytucje, które działają praktycznie w każdym kraju (w Polsce jest to np. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl)).

Wiedza o tym, gdzie szukać anioła biznesu, gwarantuje przedsiębiorcy jedynie to, że jego propozycja dotrze pod wskazany adres w określonym czasie. Nie oznacza to wcale, że pomysł przyciągnie zainteresowanie i kapitał. Aby tak się stało, musi on faktycznie pasować do tego, czego po tego typu projekcie oczekują inwestorzy oferujący kapitał w formie *equity*, a nie kredytu. I bynajmniej nie chodzi tu wyłącznie o to, co można wyczytać z popularnej definicji anioła biznesu, czyli na przykład to, aby projekt był zlokalizowany blisko siedziby inwestora.

Aniołowie biznesu, podobnie zresztą jak fundusze *venture capital*, interesują się projektami, które spełniają trzy podstawowe przesłanki stanowiące fundament powodzenia przedsięwzięcia:

- będą realizowane przez wiarygodnego przedsiębiorcę;
- będą oferowały takie produkty lub usługi, bądź też taki model biznesowy, który zapewni przedsięwzięciu osiągnięcie istotnej przewagi konkurencyjnej, zwiększając tym samym szanse na dynamiczny wzrost wartości projektu (firmy) i szanse na zyski dla inwestora;
- przewaga konkurencyjna nad rywalami, jaką powinien charakteryzować się projekt, będzie umożliwiała osiągnięcie zysków adekwatnych do czasu trwania inwestycji i ryzyka ponoszonego przez inwestora.

Pierwszy z warunków jest kluczowy. Przedsiębiorca stojący za danym pomysłem musi być osobą wiarygodną, rzetelną, uczciwą i kompetentną w swojej specjalności. Jest to warunek minimum, którego nie zastąpi, czy nie zrekompensuje, jakaś inna szczególna zaleta projektu. Kompletność zespołu menedżerskiego pracującego nad projektem jest atutem, ale w przypadku biznesów dopiero startujących jest to rzadko spotykane. Ta niedogodność na pewno nie będzie źródłem niezadowolenia i krytyki ze strony anioła biznesu choćby dlatego, że to właśnie on ze swoją wiedzą i doświadczeniem ma wzmocnić kadrowo przedsięwzięcie.

Anioł biznesu, licząc na (duże) zyski proporcjonalne do (dużego) ryzyka związanego z finansowaniem przedsięwzięć o krótkiej historii biznesowej, będzie zwracał baczną uwagę na to, czy dany projekt jest w stanie takie zyski wytworzyć. To faktycznie będzie zależało od tego, czy posiada on tzw. przewagi konkurencyjne, zwiększające szanse na dynamiczny wzrost wartości projektu (firmy) oraz minimalizujące ryzyko skopiowania projektu przez konkurentów lub podjęcia innej akcji „odwetowej”. Szczególnie ważne jest, aby projekt dotyczył rynku z przyszłością o wystarczająco dużych rozmiarach i dodatkowo jeszcze niezbyt wyklarowanej strukturze (czyli bez wyraźnego lidera, który na pojawienie się konkurencji może zareagować np. obniżką cen na swoje produkty).

Trzecia z przesłanek wzbudzenia zainteresowania projektem ze strony anioła biznesu jest konsekwencją dwóch poprzednich. Dobrze przemyślane przedsięwzięcie, osadzone w realiach dnia codziennego, którego kierownictwo spoczywa w rękach ambitnego, uczciwego i wiarygodnego człowieka musi przynosić zyski proporcjonalne do ryzyka, jakie się z takim projektem wiąże. W przypadku gdy *business angel* będzie wykladał kapitał na sfinansowanie fazy zasiewu (tzw. *seed*) i startu, gdzie ryzyko jest największe, nie należy się dziwić, gdy będzie on oczekiwał, że jego kapitał co roku (aż do momentu wycofania się z inwestycji) będzie co najmniej się podwajał.

Powyżej nie wspomnieliśmy o jeszcze jednej przesłance powodującej, że anioł biznesu może zainteresować się danym projektem. Anioł biznesu inwestuje na z góry określony okres po upływie którego zbywa posiadane akcje lub udziały, w ten sposób realizując zyski. Aby można było takie „wyjście” z inwestycji przeprowadzić, muszą być ku temu możliwości – musi istnieć na przykład jakieś grono inwestorów strategicznych zainteresowanych nabyciem od anioła jego akcji/udziałów (rynek fuzji i przejęć). Alternatywą jest wprowadzenie spółki na rynek giełdowy, o ile jej rozmiary pozwalają na to (konieczność spełnienia kryteriów dopuszczenia do obrotu giełdowego). Jeszcze innym rozwiązaniem może być odsprzedanie udziałów anioła założycielowi firmy. Istnienie prawno-ekonomicznych możliwości do realizacji procesu „wyjścia” z inwestycji jest przesłanką bardzo istotną, gdy w grę wchodzi większa inwestycja, której uplasowanie na rynku inwestorskim może rodzić pewną trudność (odpowiednia koniunktura, odpowiedni inwestor). Ponieważ w przypadku inwestycji aniołów biznesu są to przedsięwzięcia na ogół mniejsze niż większe (w granicach do kilku milionów złotych), na ogół znacznie łatwiej zakończyć taką inwestycję niż projekty z jakimi mają do czynienia fundusze *venture capital*. Tym niemniej, choć pominięcie tego wątku przy pierwszym kontakcie z aniołem biznesu nie będzie oznaczało dyskwalifikacji projektu, warto o tym pamiętać i nakreślić własną wizję zakończenia inwestycji przez anioła.

Nawiązanie kontaktu z aniołem biznesu na ogół polega na przesłaniu mu bezpośrednio lub za pośrednictwem sieci streszczenia projektu, które w fachowym, branżowym języku określa się mianem *teaser*, czyli zwiastun. Jeszcze nie tak dawno wiedza, jak pisać streszczenie projektu biznesowego nie była zbyt rozpowszechniona. Skutkiem tego wielu przedsiębiorców postępowo w myśl reguły „im więcej, tym lepiej”. Nie rzadko więc do rąk inwestorów trafiały wielostronicowe memoranda, obszernie i szczegółowo omawiające wszystkie aspekty przedsięwzięcia. Na domiar złego ta szczegółowość najczęściej dotyczyła aspektów technicznych, technologicznych czy inżynierskich, pomijając wątki ekonomiczne i rynkowe, które dla inwestorów są kluczowe przy ocenie biznesowej racjonalności pomysłu. Sytuacja

ma się jednak zgoła inaczej. Adresatem teasera jest inwestor. Musi więc w nim znaleźć to, co jest niezbędne w jego procesie decyzyjnym, a nie to, czym przedsiębiorca chciałby się pochwalić. Można wręcz rzec, że przy pisaniu teasera obowiązuje zasada „im więcej szczegółów technicznych, tym gorzej, im precyzyjniej o realiach rynkowych pomysłu (i jego przewadze konkurencyjnej), tym lepiej”. Ta konieczność precyzyjnego i syntetycznego (!) prezentowania przede wszystkim aspektów ekonomicznych i konkurencyjnych biznesu wynika nie tylko z potrzeby dopasowania się do schematu procesu decyzyjnego inwestora. Na czytanie obszernych dokumentów inwestorzy po prostu czasu nie mają, gdyż właśnie nadesłane przez nas streszczenie jest na pewno jednym z wielu (a nie jedynym), jakie właśnie trafiło na biurko anioła biznesu.

Obecnie można chyba mieć nadzieję, że z pisaniem teasera nie ma już takiego kłopotu. Większość sieci *business angels* na swoich stronach internetowych zamieszcza wskazówki, jak taki dokument sporządzić lub wręcz publikuje gotowy formularz do wypełnienia (w załączniku nr 1 i 2 prezentujemy formularze streszczeń, jakie można znaleźć na stronie Polskiej Sieci Aniołów Biznesu PolBAN [www.polban.pl](http://www.polban.pl) i Lewiatan *Business angels* [www.lba.pl](http://www.lba.pl)). Tym niemniej podajemy kilka wskazówek, jak takie streszczenie (zwiadun) przygotować. Po pierwsze musi być ono krótkie i mieścić się na nie więcej niż dwóch stronach. Po drugie trzeba je wyraźnie podzielić na części (akapity, bloki tekstu) odpowiadające tym trzem opisanym powyżej przesłankom powodzenia projektu, na które anioł biznesu na pewno zwróci szczegółową uwagę. Wypada więc zacząć od prezentacji celów przedsięwzięcia, unikając jednak „klasykznego” błędu w postaci mieszania celów z „narzędziami” (środkami) służącymi do ich osiągnięcia. Celem przedsiębiorcy na pewno nie jest więc wyprodukowanie nowego produktu lub usługi (to są raczej nasze „narzędzia”), ale np. zajęcie jakiejś niszy rynkowej, zwiększenie już posiadanego udziału w rynku, czy wejście na nowy rynek itp. W dalszej kolejności *teaser* musi zawierać odpowiedź na pytanie dlaczego ten nowy biznes ma być lepszy od tych, które już na rynku funkcjonują, i z jakich powodów konsumenci mają ten nowy produkt czy usługę kupować porzucając swoje dotychczasowe przyzwyczajenia. Wątek rynkowy powinien koniecznie być też opatrzone informacją, jak wielki jest, czy może być, rynek, na którym projekt będzie funkcjonował, jaki jest jego potencjał wzrostu i jacy producenci/konkurenci na nim obecnie występują. Pokaże to perspektywę rozwoju i będzie stanowiło podstawę do szacunków na temat przychodów ze sprzedaży i zysków. W tym miejscu wydaje się, że jest też najważniejszy moment, aby pochwalić się nowinkami technologicznymi, jeżeli to one mają stanowić o przewadze konkurencyjnej przedsięwzięcia. *Teaser* musi także zawierać informację na temat tego, jaki kapitał jest potrzebny do sfinansowania projektu i na jaką stopę zwrotu anioł biznesu może liczyć. Końcowym elementem streszczenia – co wcale nie oznacza, że najmniej ważnym – musi być informacja o jego autorze: jego doświadczeniu i dotychczasowej karierze zawodowej.

Kiedy streszczenie trafi do rąk inwestora przychodzi kolej na jego analizę i wyselekcjonowanie tych, nad którymi warto dłużej się zastanowić. Sito selekcyjne jest na ogół bardzo gęste i do dalszej analizy przechodzi zaledwie kilka procent nadesłanych ofert. Choć inwestorzy są bardzo różni, kryteria, jakimi się kierują, dokonując selekcji, są zbliżone. Najlepiej uświadomić sobie to na przykładach. W tabeli 4 podajemy kryteria, jakie stosowali francuscy inwestorzy, dokonując analizy nadesłanych projektów. W następnej tabeli przedstawiamy najczęstsze powody, dla których projekt został odrzucony, wskazywane przez niemieckich inwestorów.

Widać tu wyraźnie, że wiarygodność przedsiębiorcy, wzajemne zaufanie i zrozumienie celów i intencji są stawiane najwyżej. W następnej kolejności liczy się rynkowy potencjał biznesu, oryginalność i innowacyjność pomysłu.

Tabela 4. Kryteria selekcji projektów wg inwestorów francuskich

Kryteria	Ranga danego kryterium
1. Zaufanie	3,56
2. Kompetencje branżowe przedsiębiorcy	3,26
3. Możliwość wzrostu wartości biznesu	3,19
4. Potencjał strategiczny	3,06
5. Doświadczenie menedżerskie	2,75
6. Innowacyjność	2,65
7. Możliwości „wyjścia” z inwestycji	2,49
8. Ryzyko po stronie managementu	2,43
9. Cena objęcia akcji/udziałów	2,38
10. Opinia innych inwestorów	1,97

Źródło: dane zaczerpnięte z materiału *France Angels, Business angels Survey 2003 (January 2004)*, dostępnego pod adresem: [http://www.eban.org/doc/Rapport%20Enquete%20France%20Angels%202003\\_EN.ppt](http://www.eban.org/doc/Rapport%20Enquete%20France%20Angels%202003_EN.ppt)

Tabela 5. Najczęstsze powody odrzucenia projektu wskazywane przez niemieckich *business angels*

Przyczyna	Procent inwestorów wskazujących na daną przyczynę
Brak zaufania do przedsiębiorcy jako osoby	65
Wątpliwości co do kompetencji osób zarządzających	50
Słaby biznesplan	48
Ograniczony potencjał wzrostu	37
Nieatrakcyjny model biznesowy	31
Nierealistyczna wycena przedsięwzięcia	27
Brak możliwości oceny strony technicznej projektu	22
Zbyt mała osobista wiedza na temat danej firmy	17
Niezgodność z własnymi celami strategicznymi	17
Nie dostarczono dodatkowej informacji na czas	11
Brak czasu, aby przeanalizować projekt	11
Problemy z zabezpieczeniem kapitału na inwestycję	11
Udział zbyt ryzykowny	9
Brak możliwości oceny wartości firmy	9
Brak porozumienia co do roli inwestora	9
Negatywne odczucia	7

Źródło: Źródło: J. Weber, M. Brettel, C. Jaungey, C. Rost, *Business angels in Germany*, (maszynopis niedatowany), str. 12.

Gdy inwestor zainteresuje się konkretnym projektem, podejmując wstępną pozytywną decyzję o jego akceptacji, przychodzi czas na uszczegółowienie pomysłu, wspólną analizę biznesplanu i ewentualnie jego rozwinięcie. Następnym krokiem jest ustalenie warunków, na jakich miałyby dojść do inwestycji. Jest to etap bardzo ważny, bowiem mimo atrakcyjności projektu przy ustalaniu tych szczegółów między stronami mogą się ujawnić zupełnie rozbieżne oczekiwania. Istnieje więc ryzyko, że pomimo wstępnego „tak” po rundzie rozmów o szczegółach, *business angel* (a czasem przedsiębiorca) powie „nie”.

Dokument zawierający spis kluczowych warunków realizacji inwestycji fachowo określa się mianem *term sheet* lub *letter of intent* (lista warunków, list intencyjny). Podpisanie *term sheet* jest praktyką stosowaną bardzo często przez inwestorów kapitałowych. Dokument ten daje aniołowi biznesu elementarną gwarancję, że czas (a więc i pieniądze), jaki już zaangażował w projekt, nie zostaną zmarnowane, bo przedsiębiorca np. wycofa się z dalszych negocjacji (lub równolegle będzie negocjował z kim innym). Również przedsiębiorcy dokument ten daje poczucie pewności, że jego plany rozwojowe zostaną sfinansowane na określonych warunkach.

*Term sheet* na ogół składa się z pięciu działów: charakterystyka inwestycji, warunki zawieszające podpisanie umowy inwestycyjnej, określenie zasad wyceny spółki i korekty wyceny, podział środków pomiędzy udziałowców/akcjonariuszy z tzw. „wyjścia”, relacje wewnątrz-korporacyjne (kompetencje organów spółki, zasady raportowania). Jego przygotowanie wymaga pewnego doświadczenia, albo też skorzystania z pomocy prawnika. Niekiedy pomoc taką oferują sieci *business angels*. Ponieważ *term sheet* jest dokumentem obszernym i dosyć specyficznym, pominiemy tutaj jego szczegółowe omawianie, odsyłając zainteresowanych do załącznika nr 3, gdzie zamieszczony został wzorzec takiego dokumentu opracowany przez prawników sieci *Lewiatan Business angels* (dokument ten można skopiować ze strony [www.lba.pl](http://www.lba.pl) oraz strony Małopolskiej Regionalnej Sieci Inwestorów Kapitałowych [www.resik.pl](http://www.resik.pl)).

Podpisanie *term sheet* praktycznie oznacza początek końca fazy negocjacji. Często zanim jednak nastąpi podpisanie umowy inwestycyjnej, *business angel* stara się jeszcze przeprowadzić coś w rodzaju badania *due diligence*, a więc dokładnego sprawdzenia prawnej, ekonomicznej i technicznej strony przedsięwzięcia, aby upewnić się, że wszystko to, co mówi i prezentuje przedsiębiorca, jest zgodne ze stanem faktycznym. Prowadzenie takiego szczegółowego audytu ma jednak sens tylko w przypadku biznesów większych działających od co najmniej kilkunastu miesięcy. Sprawdzeniu można wówczas poddać dokumenty korporacyjne (statut spółki, dotychczasowe uchwały), sprawozdania finansowe itd. Gdy mamy do czynienia z projektem początkującym (*start-up*), przeprowadzanie *due diligence* staje się bezprzedmiotowe, a alternatywą jest zasięgnięcie opinii ekspertów np. na temat zaproponowanego rozwiązania technicznego (jego innowacyjność, uciążliwość dla środowiska itd.).

Bardzo ważną formułą kontrolną – stosowaną przez wszystkich szanujących się aniołów biznesu zarówno przed, jak i jeszcze po podpisaniu *term sheet* – jest ocena wiarygodności i uczciwości swojego przyszłego partnera. Telefon lub bezpośrednia rozmowa z osobami, które w przeszłości miały kontakt lub na co dzień współpracowały z przedsiębiorcą poszukującym kapitału, jest najlepszym sposobem weryfikacji.

Równoległe z prowadzeniem elementarnego *due diligence* i sprawdzania referencji przedsiębiorcy postępują prace nad przygotowaniem umowy inwestycyjnej, czyli dokumentu końcowego określającego szczegóły inwestycji oraz prawa i obowiązki obu stron. Umowa inwestycyjna jest dokumentem bardzo obszernym i wraz z różnymi załącznikami może mieć nawet kilkadziesiąt stron ustaleń. W załączniku 4 prezentujemy przykładową strukturę umowy inwestycyjnej. Podpisanie umowy inwestycyjnej oznacza faktyczne przejście do realizacji projektu. Kapitał anioła biznesu jest wówczas udostępniany spółce w formie pożyczki z prawem jej późniejszej (po ziszczeniu się określonych warunków) zamiany na akcje (udziały) lub też od razu w formie kapitału właścicielskiego (objęcie i nabycie akcji/udziałów). Zasadą jest jednak, że środki inwestora udostępniane są w transzach (a nie jednorazowo), a każda kolejna transza uruchamiana jest dopiero po osiągnięciu wcześniej uzgodnionych w biznesplanie (i umowie inwestycyjnej) tzw. kamieni milowych (etapów rozwoju).





## 8. SIECI BUSINESS ANGELS

---

Fenomenem ostatnich lat, jaki przyczynił się do zmiany sposobu funkcjonowania rynku *business angels*, jest tworzenie lokalnych, regionalnych oraz ogólnokrajowych sieci (ang. *BAN – business angel network*). Za pionierów tej formuły organizacyjnej uważa się Kanadyjczyków. To oni w latach 80. prawdopodobnie jako pierwsi utworzyli dwie sieci – *Venture Capital Network* (w prowincji New England) i *Canada Opportunities Investment Network* (na terenie Ontario) oferujące komputerowe przetwarzanie propozycji nadsyłanych przez przedsiębiorców, co miało głównie na celu odciążenie inwestorów od przeglądania aplikacji niezgodnych z ich preferencjami. W połowie lat 90. podobne rozwiązanie pojawiło się w USA. Władze amerykańskie, dostrzegając liczne dysfunkcjonalności w dostępie małych przedsiębiorstw do niewielkich porcji kapitału o charakterze *equity*, w roku 1996 zdecydowały się na utworzenie zdecentralizowanej komputerowej sieci ACE-NET afiliowanej przy *Center of Venture Economics* na Uniwersytecie New Hampshire<sup>28</sup>. W kolejnych latach sieci stały się nieodzownym elementem wszystkich krajowych rynków *business angels*.

Tworzenie sieci ma głębokie uzasadnienie ekonomiczne. Choć literatura przedmiotu nie rozpisuje się nadmiernie na ten temat, wydaje się, iż nasuwa się tu naturalna analogia z teorią kosztów transakcyjnych Ronalda Coase i wynikającym z niej uzasadnieniem dla powstawania organizacji (tj. firmy) bazującej na rutynie i hierarchii, jako przeciwieństwa do indywidualnego przedsiębiorcy samodzielnie poruszającego się po rynku zasobów (samodzielnie „kontraktującego” zasoby). W sytuacji gdy każda ze stron rynku *business angels* – inwestorzy i przedsiębiorcy – działa w sposób samodzielny (samodzielnie poszukuje kapitału lub samodzielnie poszukuje projektów inwestycyjnych), koszty transakcyjne związane przede wszystkim z pozyskaniem informacji są najwyższe z możliwych. Może to powodować ogólne niezbilansowanie podaży z popytem, co realnie oznacza, że część projektów nie uzyska finansowania, a część kapitału nie zostanie uruchomiona. Generalnie rynek o tak zatowiszowanej strukturze jego uczestników ma najwyższe koszty działania.

Wyjściem z tej sytuacji jest zbudowanie organizacji, która poprzez stworzenie kanałów przepływu informacji, narzucenie pewnych procedur i rutyn jest w stanie uzyskać synergię i oszczędności, a tym samym obniżyć koszty transakcyjne (koszty pozyskania informacji, dystrybucji i kojarzenia ofert). Sieć więc niejako ogranicza rozproszenie i indywidualizm inwestorów w poszukiwaniu projektów, zapewniając im jednocześnie zachowanie anonimowości.

Dynamika, z jaką w ostatnich latach rozwinął się w Europie sektor sieci aniołów biznesu, jest imponująca (tabela 6). Przed rokiem 1999 w Europie większą aktywność i liczbę sieci można było zaobserwować w Wielkiej Brytanii (49), Francji i Belgii (po cztery). Łącznie było ich zaledwie 66. Blisko siedem lat później, w połowie roku 2006, liczba sieci wzrosła trzykrotnie (211). Obecnie praktycznie we wszystkich krajach europejskich działa po kilka sieci lokalnych lub regionalnych, a do potentatów w tym względzie należą Niemcy (41), Francja (35) i Wielka Brytania (34). Sieci zaczynają powstawać także w krajach Europy Centralnej i Wschodniej, choć dynamika tego procesu – z oczywistych powodów – jest jeszcze bardzo mała.

---

<sup>28</sup> Acs Z., F. Tarpley, *The angel capital electronic network (ACE-NET)*, *Journal of Banking & Finance* 22 (1998), str. 793-797.

Tabela 6. Sieci aniołów biznesu w wybranych krajach europejskich.

<b>Kraj</b>	<b>1999 r.</b>	<b>2003 r.</b>	<b>VI 2006 r.</b>
<b>Europa łącznie</b>	66	197 (*)	211
Europa Zachodnia – wybrane kraje			
Belgia	4	7	6
Dania	0	8	7
Francja	4	48	35
Niemcy	1	40	41
Hiszpania	0	3	21
Szwecja	1	9	23
Szwajcaria	1	3	7
Wielka Brytania	49	51	34
Włochy	2	10	11
Europa Wschodnia i Centralna			
Czechy	0	1	2
Litwa	-	-	1
Polska (**)	0	0	3
Rosja	0	1	2
Słowenia	0	1	1
Węgry	0	0	1

Źródło: Statistics compendium based on the information provided by EBAN members and networks having responded to the survey conducted in 2006. EBAN 3<sup>rd</sup> January 2007, str. 10.

(\*) Liczba ta obejmuje także dwie sieci działające w Izraelu.

(\*\*) Statystyki EBAN są w tym miejscu niekompletne. Faktycznie w Polsce pod koniec 2003 r. działała jedna sieć, a w połowie 2006 r. trzy.

### **RAMKA 1. CO SIĘ POWINNA OFEROWAĆ SWOIM CZŁONKOM?**

- Identyfikacja aniołów biznesu, określanie ich preferencji inwestycyjnych i włączanie ich do społeczności tworzącej sieć
- Identyfikacja innowacyjnych przedsiębiorców i projektów mogących stanowić potencjalny cel inwestycyjny dla aniołów skupionych w sieci
- Prowadzenie baz danych umożliwiających przetwarzanie i kojarzenie projektów
- Organizacja konkursów na najlepszy biznesplan
- Organizacja seminariów/forów inwestycyjnych służących prezentacji projektów
- Organizacja targów inwestycyjnych
- Publikowanie profesjonalnych biuletynów informacyjnych dla członków sieci zawierających syntetyczną prezentację projektów poszukujących kapitału
- Doradztwo prawne dla aniołów organizujących konsorcja inwestycyjne
- Organizowanie i zarządzanie funduszami wspóln inwestującymi z aniołami biznesu (ang. *co-investment funds*)
- Doradztwo przy negocjowaniu warunków transakcji
- Prowadzenie informacyjnych serwisów internetowych
- Szkolenia dla przedsiębiorców

Źródło: opracowanie własne.

Ta dynamika rozwoju dotyczy nie tylko samej liczebności sektora. Zmianom podlega także organizacyjno-funkcjonalna struktura sektora, co najlepiej obrazują zamiany, jakie wystąpiły na rynku brytyjskim.

- Po pierwsze, po początkowym dynamicznym przyroście liczby sieci (9 sieci w roku 1993 i 51 w roku 2004) nastąpiła znaczna racjonalizacja i konsolidacja posiadanych zasobów. Likwidacji, restrukturyzacji lub połączeniu uległy najsłabsze sieci, a procesy te zostały generalnie zainicjowane i wymuszone przez dekonstrukcję z początku obecnej dekady i zmianę zasad wspierania rozwoju regionalnego (decentralizacja tego procesu i większe poleganie na sektorze prywatnym).
- Po drugie znacznemu poszerzeniu uległ zakres działalności sieci. Początkowo były one skoncentrowane głównie na usłudze polegającej na przedkładaniu inwestorom wstępnie wyselekcjonowanych projektów biznesowych. Z czasem jednak pole ich aktywności przesunęło się także w kierunku oferty szkoleniowej służącej kreowaniu popytu (budowanie tzw. gotowości inwestycyjnej) i przyciąganie do sieci nowych nieodświadczonych inwestorów.
- Trzeci nurt zmian to znaczne pogłębienie sposobu działania sieci komercyjnych. Prosta usługa przedkładania inwestorom wstępnie wyselekcjonowanych ofert została zastąpiona kompleksową obsługą procesu przygotowania inwestycji, trochę na wzór tego, czym zajmuje się firma zarządzająca funduszem *venture capital* (*business angels* w tej sytuacji podejmuje wyłącznie końcową decyzję – inwestują lub nie).
- Wreszcie czwarty trend zmian strukturalnych na rozwiniętym rynku *business angels* to zastępowanie indywidualnych inwestycji formowaniem konsorcjów inwestycyjnych (syndykaty). Jak wskazuje prof. Colin Mason, trendy te mają kolosalne znaczenie. Wskazują one po pierwsze na zastępowanie „hobbystycznego” inwestowania przez

działalność wysoce profesjonalną i usystematyzowaną; po drugie profesjonalizacja sieci umożliwiła wchodzenie na rynek inwestorów niemających do tej pory doświadczeń inwestycyjnych (następuje więc poszerzenie bazy kapitałowej); po trzecie bardziej zorganizowany rynek jest łatwiej zauważalny i bardziej zrozumiały dla przedsiębiorców, ułatwiając im dzięki temu dostęp do oferty inwestycyjnej<sup>29</sup>.

Statystyczny obraz sieci działających w Europie wygląda następująco:

1. większość sieci jest afiliowana przy instytucjach nie działających dla zysku; z danych zebranych przez EBAN w 2005 roku 23 sieci na 97 ankietowanych działało na zasadach czysto komercyjnych (dla zysku);
2. w ramach 97 przebadanych przez EBAN sieci działało 8227 aniołów biznesu; na jedną sieć przypadało więc średnio ok. 85 inwestorów; w roku 2005 do sieci tych spłynęło 6 tys. projektów inwestycyjnych (średnio 62 na sieć), z czego sfinansowano 653 (siedem transakcji na sieć; ogólna stopa selekcji wynosi 10%); łącznie w transakcje te zaangażowano kapitał o wartości €127 mln, co oznacza, że na jeden projekt przypadło ok. €195 tys.;
3. średnia wielkość rocznego budżetu sieci według danych z roku 2002 to około €208 tys.; spora część tego budżetu (od 19% do 80%) służy finansowaniu kosztów personelu kierującego siecią (średnio 3,2 osoby na sieć); średnio 84% budżetu pochodzi ze źródeł publicznych (dotacje, granty).

Olbrzymia dynamika rozwoju sieci aniołów biznesu w Europie może sugerować, iż utworzenie sieci jest przedsięwzięciem stosunkowo prostym, stanowiącym jedynie problem o wymiarze organizacyjno-technicznym czy finansowym. Rzeczywistość jest jednak zupełnie inna. Potrzeba na to wielkiej cierpliwości i czasu (Amerykanie wskazują, że nawet do pięciu lat) na zbudowanie relacji z otoczeniem, a o trwałości i efektywności sieci decyduje szereg specyficznych czynników, nie zawsze w pełni uświadamianych przez promotorów przedsięwzięcia i należycie „zarządzanych”. Oto kilka z nich.

Czynnikiem o kluczowym znaczeniu dla efektywności sieci jest zbudowanie szerokiej i zróżnicowanej bazy klientów po obu stronach rynku (inwestorzy i przedsiębiorcy). Z tego punktu widzenia to, przy jakiej organizacji sieć jest afiliowana, może dla wielu wydawać się sprawą drugorzędną, czy wręcz czysto techniczną. Jest jednak dokładnie odwrotnie. Zarówno dla inwestorów, jak i projektodawców tak przynależność do sieci, jak i korzystanie z jej usług może wiązać się z ponoszeniem pewnych kosztów finansowych (opłaty). Nie może jednak wiązać się z koniecznością ponoszenia kosztów – nazwijmy je „wizerunkowych” – wynikających z charakteru instytucji patronującej sieci, a mogących negatywnie wpływać na wizerunek inwestora czy projektodawcy, czy też w jakikolwiek inny sposób powodować ich społeczny dyskomfort. Dlatego też do roli założycieli sieci najlepiej nadają się instytucje o ugruntowanej w kraju czy regionie pozycji, cieszące się nienaganną reputacją w kręgach biznesowych, stroniące od zaangażowań politycznych, nie działające dla zysku i reprezentujące szerokie spektrum środowisk gospodarczych. Tak zakreślona charakterystyka najbardziej pasuje do renomowanych izb przemysłowych, krajowych organizacji biznesowych, szkół wyższych, agencji rozwoju regionalnego czy parków naukowych, a więc organizacji z definicji otwar-

<sup>29</sup> Colin Mason, *The Informal Venture Capital Market in the United Kingdom*, [in] *Venture Capital and the Changing World of Entrepreneurship*, 2006, str. 137-171.

tych na wszystkich. Paradoksalnie ktoś może zauważyć, iż od instytucji publicznych, środowiskowych i działających *pro publico bono* znacznie sprawniejsze są organizacje stricte prywatne. Jednakże ich większa sprawność organizacyjna może nie iść w parze z rozpoznawalnością i co za tym idzie, subiektywnie odbieraną na zewnątrz wiarygodnością. Trudności, na jakie mogą natrafić sieci „przyklejone” do inicjatyw prywatnych czy nazbyt wąsko sprofilowanych, może ilustrować casus jednej z regionalnych sieci w Wielkiej Brytanii. Posiadanie przez sieć zamożnego sponsora w postaci dużej firmy audytorskiej powodowało, iż inne firmy audytorskie niechętnie rekomendowały swoim klientom korzystanie z oferty sieci.

Jedną z podstawowych cech charakteryzujących działania aniołów biznesu jest koncentracja na projektach biznesowych powstających w ich najbliższym otoczeniu. Ograniczenie to wynika z konieczności minimalizacji kosztów dostępu do tych projektów i czasu, jaki można im poświęcić. Może to rodzić przekonanie iż najbardziej efektywne sieci to takie, które są skoncentrowane na regionie, a czasem nawet jeszcze węższym obszarze. Nie jest to do końca poprawne podejście do zdefiniowania zasięgu sieci. Faktycznie zasięg działania aniołów biznesu jest ściśle zdeterminowany przez tzw. koszty dostępu, które najczęściej można utożsamić z kosztami przemieszczania się (i czasem niezbędnym do tego). Istnieje nawet utarte powiedzenie, że anioł biznesu inwestuje nie dalej niż w projekty odległe od jego miejsca zamieszkania o nie więcej niż dwie godziny jazdy samochodem. Efektywność sieci nie zależy jednak wyłącznie od tego, gdzie inwestor może dotrzeć w rozsądnym czasie, ale przede wszystkim od możliwości efektywnego bilansowania podaży (kapitału) z popytem. A to z kolei oznacza, że dla wyznaczenia granic działania sieci trzeba także wziąć pod uwagę wielkość zasobów przedsiębiorczości w danej lokalizacji. Dla regionów małych czy nawet małych krajów może to oznaczać, iż bardziej wskazane jest organizowanie sieci ponadregionalnych, krajowych czy ponadnarodowych. Z kolei regiony małe, ale wysoce uprzemysłowione i zurbanizowane mogą być wystarczającym zapleczem dla sprawnego działania nawet małych lokalnych sieci. Te ogólne zalecenia niestety trudno przełożyć na konkretne wskazania i cyfry. Zdania na temat tego, jak duży powinien być region, aby zapewnić stabilne działanie sieci, są podzielone. Niektórzy wskazują, iż minimum to obszar o populacji 4-5 milionów mieszkańców. Colin Mason i Richard Harrison – w jednym z opracowań – poprzeczkę tę znacznie podwyższają, wskazując na przedział 5 do 15 milionów mieszkańców<sup>30</sup>. Istnienie sieci zakorzenionych w znacznie mniejszych lokalizacjach (0,5 -5 mln mieszkańców) może jednak oznaczać, że małe sieci też mają rację bytu. Jak widać na pytanie, jakie powinno być zaplecze działania sieci, nie ma prostej odpowiedzi. Niewątpliwie, aby sieć działała efektywnie i trwale, musi być osiągnięta pewna masa krytyczna przedsiębiorczości.

Podstawowym celem działania sieci jest kojarzenie inwestorów z przedsiębiorcami. Od sprawności realizacji tej funkcji zależy wiarygodność sieci i możliwość jej przetrwania. Samo kojarzenie jednak można realizować kilkoma klasycznymi technikami. Najbardziej nowoczesnym i idącym z duchem czasu narzędziem jest kojarzenie „komputerowe” (giełda elektroniczna). Polega to na wprowadzeniu do systemu przez obie strony rynku swoich profili (preferencje inwestora i preferencje kapitałowe przedsiębiorcy), które następnie są przetwarzane i kojarzone. Narzędzie takie jest niewątpliwie szybkie, pozwala na szerokie monitorowanie rynku i w pewnych warunkach jest tańsze od innych. Ma też jednak słabości. Przede wszystkim

<sup>30</sup> *Dissemination Report on the Potential for Business angels Investment and Networks in Europe*, EBAN, January 1998, pkt. 7.2.6.

sparametryzowanie preferencji inwestorów jest na ogół nieco sztuczne, bowiem nadmiernie upraszcza rzeczywistość. Tak naprawdę wiele inwestycji dochodzących do skutku realizowanych jest z naruszeniem pierwotnych limitów i ograniczeń. Skutkiem tego giełda elektroniczna albo zasypuje inwestorów aplikacjami, albo pomija coś, co mogłoby być faktycznie interesujące dla danej osoby.

Przeciwieństwem giełdy elektronicznej są bardziej tradycyjne narzędzia dystrybucji informacji, do których możemy zaliczyć publikowanie biuletynów inwestycyjnych oraz organizowanie spotkań inwestorów z przedsiębiorcami (seminaria, fora inwestycyjne). Wybór narzędzia służącego do realizacji procesu kojarzenia kapitału z projektami nie powinien być dziełem przypadku. Istnieje tu pewna prawidłowość, której nie powinno się naruszać. Komputerowe giełdy *business angels* najlepiej spisują się w przypadku sieci bardzo rozległych (ponadnarodowych), gdzie duża liczba uczestników wymusza zastosowanie narzędzia do szybkiego przetworzenia masowej informacji. Przy sieciach regionalnych czy lokalnych obejmujących znacznie mniejszą populację inwestorów zastosowanie tradycyjnych rozwiązań jest bardziej wskazane.

Wreszcie dwa ostatnie elementy determinujące możliwość osiągnięcia przez sieć sukcesu to zbudowanie odpowiedniej bazy użytkowników oraz zapewnienie sieci stabilnych źródeł finansowania. W tym pierwszym przypadku hasło „odpowiednia baza użytkowników” należy interpretować w dwóch wymiarach. Liczba inwestorów i projektodawców musi być wystarczająco duża (w literaturze można spotkać wskazania, iż minimalna pożądana liczba inwestorów to ok. 100-200) i charakteryzować się znacznym zróżnicowaniem pod względem preferencji inwestycyjnych, czy też faz rozwoju projektów (np. start-up) i ich specyfiki sektorowej (biznesy technologiczne, tradycyjne). Im większa liczba uczestników i większa ich różnorodność, tym większe będzie prawdopodobieństwo doprowadzenia do inwestycji.

Z kolei finansowanie ma znaczenie nie tylko dla zapewnienia ciągłości działania sieci. Badania prowadzone na rynku brytyjskim pokazują, że sieci komercyjne pozbawione „taniego” finansowania publicznego zmuszone są do zajmowania się projektami większymi, gdyż tylko w ten sposób mogą one zapewnić sobie środki na działalność (tzw. premia za sukces liczona od większych transakcji daje sieci większy strumień przychodów)<sup>31</sup>. Wybór sposobu finansowania sieci jest więc decyzją silnie determinującą segmentację rynku.

---

<sup>31</sup> C. Mason, R. Harrison, *Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: is There Still a Role for Public Sector?* Small Business Economics 9 (1997); str. 111-123.

## 9. KONSORCJA

---

Powstawanie sieci *business angels* to nie jedyny fenomen tego rynku. Wyrazem zmiany i dojrzewania rynku, odchodzenia od rozproszonych, zindywidualizowanych inwestycji jest powstawanie konsorcjów – mniej lub bardziej sformalizowanych grup aniołów biznesu inwestujących wspólnie. Początki tego konsolidacyjnego ruchu jak zwykle wywodzą się z USA, gdzie powstawanie konsorcjów zaobserwowano już w pierwszej połowie lat 90. ubiegłego stulecia (prawdopodobnie do pionierów konsolidacji należą „*Band of Angels*” z kalifornijskiej Doliny Krzemowej, *Tech Coast Angels*, *Sierra Angels*). Szacuje się, że obecnie w USA działa 200 konsorcjów o różnej charakterystyce inwestycyjnej i składzie osobowym (istnieją na przykład konsorcja grupujące tylko kobiety-inwestorów).

Powstawanie inwestorskich konsorcjów pozwala ograniczyć szereg słabości przypisanych do tradycyjnego modelu *business angels*. Przede wszystkim konsorcja za sprawą swoich rozmiarów i podejmowanej promocji są bardziej widoczne na rynku. Pozwala to na łatwiejsze kojarzenie popytu z podażą i odejście od przypadkowości kontaktów zawieranych w wariacie zatamizowanego rynku. Ta przypadkowość była bowiem szkodliwa podwójnie. Podwyższała koszty zawierania transakcji, jak i doprowadzała do rezygnacji z poszukiwań tych przedsiębiorców i inwestorów, dla których wysokie koszty poszukiwania były nie do zaakceptowania (ograniczana była zatem strona podaży i popytu). Obok lepszej rozpoznawalności na rynku konsorcja umożliwiają także wytworzenie w ramach grupy inwestorów procedur usprawniających i przyspieszających proces inwestycyjny. Kolejną zaletą konsorcjów to aktywizowanie i przyciąganie kapitałów. Możliwość rozproszenia ryzyka pomiędzy wielu uczestników konsorcjum oraz skorzystania z doświadczeń innych staje się zachętą dla początkujących inwestorów, mniej skłonnych do ryzyka i dysponujących mniejszymi kapitałami. Zgromadzenie w ramach konsorcjum większych porcji kapitału ułatwia też uruchamianie nowych transz finansowania, gdy rozwój projektu tego wymaga. W przypadku indywidualnych aniołów biznesu realizacja tzw. *follow-on investment*<sup>32</sup> jest uwarunkowana wielkością zasobów kapitału, jakie mogą oni w danej chwili przeznaczyć na inwestycje. Limit ten jest w miarę „sztywny” i ograniczenie to często sprawia, że kontynuacja inwestycji wymaga poszukiwania nowych źródeł finansowania. W warunkach konsorcjum problem ograniczonych zasobów kapitałowych jest znacznie mniej dotkliwy i zagrożenia dla *follow-on investments* praktycznie nie ma<sup>33</sup>. Konsorcja mają jednak i swoje słabości. Choć udział kilku czy kilkunastu inwestorów umożliwia rozłożenie ryzyka w ramach inwestującej grupy, nadal dokonywane inwestycje mają bardzo ryzykowny charakter (projekty w początkowej fazie wzrostu). W przypadku konsorcjów kierowanych przez wynajętego menedżera w razie fiaska projektu mogą pojawić się zarzuty na linii inwestor-menedżer co do jakości projektów zatwierdzonych do inwestycji. Inny problem to wzrost prawnego-organizacyjnego złożoności konsorcjum w miarę wzrostu jego rozmiarów, co może opóźnić proces inwestycyjny i rodzić konflikty w przypadku słabszej komunikacji. Źródłem problemów może być też sytuacja odwrotna. Większe inwestycje pociągają za sobą większą ich kompleksowość, która musi być odpowiednio zaadresowana i za-

<sup>32</sup> Dodatkowe zasilenie kapitałem; kontynuowanie inwestycji.

<sup>33</sup> W jednym z badań amerykańscy *business angels* jako największe korzyści z udziału w konsorcjum wskazali podział ryzyka (32,6% odpowiedzi), możliwość skorzystania z doświadczeń innych inwestorów (22,4% odpowiedzi), uzyskiwanie informacji o projektach inwestycyjnych (12%), większa szansa na dobrą inwestycję (12% wskazań). Dane te podają za: S. Carriere Best Practices in Angel Groups and Angel Syndication, January 2006.

rzządzana na poziomie konsorcjum. Jeśli członkowie konsorcjum lub jego menedżer sobie z tym nie radzą, niechybnie pojawią się problemy.

Na kontynencie europejskim konsorcja to nowość. Wyjątkiem jest tu Wielka Brytania gdzie konsorcjów jest najwięcej (w Szkocji 6-12 w zależności od przyjętej definicji).



## 10. BUSINESS ANGELS W POLSCE

---

### 10.1. STAN RYNKU

---

W oparciu o materiały zgromadzone w trakcie przygotowywania niniejszej publikacji (przeгляд materiałów prasowych, rozmowy z inwestorami i przedsiębiorcami, analiza dokonanych inwestycji) można sformułować szereg obserwacji i wstępnych wniosków dotyczących polskiego rynku *business angels*<sup>34</sup>. Po pierwsze krajowy rynek *business angels* – jak nietrudno odgadnąć – jest rynkiem bardzo młodym. Większe zainteresowanie realizacją inwestycji w tej formule należy datować po roku 2000. Najprawdopodobniej jednak korzenie tego rynku sięgają połowy lat 90., co oznaczałoby, iż do tej pory mieliśmy do czynienia najprawdopodobniej z dwoma lub trzema falami (fazami) jego rozwoju. Pierwsza fala to w uproszczeniu lata 1990-1995/97. Za dolną granicę tego okresu przyjąłem rok 1990 symbolizujący początek przekształceń rynkowych i dynamicznego rozwoju prywatnej przedsiębiorczości. Górna granica – lata 1995/97 – ma charakter symboliczny, gdyż jest to okres narodzin Wirtualnej Polski – portalu horyzontalnego, którego pojawienie się zapoczątkowało dynamiczny rozwój polskiego Internetu. W okresie tym liczba dokonywanych transakcji prawdopodobnie była niewielka. Ekspansja przedsiębiorczości koncentrowała się wówczas głównie na handlu i szybkim arbitrażu cenowym (import), co pozwalało na zakładanie i szybki rozwój firm nawet w warunkach deficytu kapitałów własnych i osiągnięcia szybkiej akumulacji majątku. Potrzeba poszukiwania zewnętrznych inwestorów kapitałowych była więc niewielka. Okres ten można chyba głównie utożsamiać z budowaniem podstaw strony inwestorskiej: dynamicznych przedsiębiorców, którzy w następnych latach przekształcili się w *business angels*. O drugiej fali możemy mówić, począwszy od lat 1995/97. Na rynku mamy do czynienia wówczas ze znaczną zmianą strukturalną. Istnieje już rzesza przedsiębiorców mających za sobą doświadczenia pierwszych kilku lat gospodarki rynkowej i jednocześnie dysponujących pewną pulą majątku osobistego, którego część mogła być przeznaczona na inwestycje. Z drugiej strony coraz więcej przedsiębiorców zaczyna wówczas myśleć o wejściu w bardziej kapitałochłonne niż handel przedsięwzięcia. W nurt ten wpisują się wysoce ryzykowne i bliżej nieznanne projekty „internetowe”. Ogólnemu zainteresowaniu inwestycjami sprzyja koniunktura, której szczyt przypada na końcówkę lat 90. Za symboliczny początek tej fali rozwoju rynku *business angels* można chyba uznać zainwestowanie przez trójmiejskiego przedsiębiorcę 100 tys. zł w bijący rekordy oglądalności portal Wirtualna Polska. W trakcie tej fali mamy więc najprawdopodobniej do czynienia ze znacznym wzrostem liczby inwestycji zarówno w obszarze nowej, jak i tradycyjnej ekonomii. Fala ta zrodziła też zupełnie nową klasę *business angels* – pionierów polskiego Internetu (takich jak opisywani dalej Piotr Wilam czy Jacek Kawalec), którzy w następnych latach z przedsiębiorców i menedżerów przekształcają się w inwestorów. Wraz z nastaniem recesji z lat 2001-2003 możemy mówić o końcu drugiej fali i przygaśnięciu aktywności inwestycyjnej. Trzecia fala związana jest z poprawą koniunktury obserwowaną po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, co szczególnie unaocznilo się w roku 2006. Ponownie możemy mówić o znacznej zmianie strukturalnej na rynku *business angels*. Zwiększa

<sup>34</sup> Jako pierwszy w Polsce tematykę *business angels* poruszył prof. Jerzy Węclawski (patrz między innymi: Struktury organizacyjne nieformalnych inwestorów *venture capital*, [w:] „Prace Naukowe AE im. O. Langego we Wrocławiu”, 2004; Indywidualni inwestorzy na rynku *venture capital*, [w:] Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym. Pod red. D. Dziawgo. Wydaw. UMK w Toruniu, Toruń 2004, s. 393-424; Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach [w:] Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności. Pr. zbior. pod red. K. Znanieckiej, Tom II, Wydaw. AE w Katowicach, Katowice 2002).

się liczba potencjalnych aniołów: na rynku pojawiają się przedsiębiorcy wyrosli na fali internetowej hossy, przedsiębiorcy, którzy ze względu na wiek i dojrzałość zbudowanych firm (mających za sobą już dekadę obecności na rynku) pragną zmienić styl swojego życia oraz menedżerowie mogący zdyskontować finansowo lata aktywnej pracy. Z drugiej strony rynku (popyt na kapitał) również pojawia się nowa jakość. Do biznesu zaczynają przenikać młodzi, odważni ludzie szukający swojego miejsca przede wszystkim w segmencie innowacyjnych pomysłów. Wszystko to skutkuje nowymi inwestycjami, choć ze względu na brak wcześniejszych danych trudno ocenić dynamikę ich przyrostu.

Po drugie różne incydentalne dane na temat rozmiarów rynku mogą wskazywać, że jego znaczenie w obsłudze obszarów luki kapitałowej bynajmniej nie jest marginalne. Z danych publikowanych przez krajowe sieci *business angels* wynika, iż za ich pośrednictwem dokonano około 10 inwestycji (w okresie 2004-2007). Z danych zgromadzonych w tabeli 7 wynika jednak, że więcej transakcji odbywa się poza sieciami (łącznie w tabeli zidentyfikowano około 32 transakcje). Sieci raportują też o posiadaniu w swoich bazach około 80 inwestorów (czynnych i potencjalnych). Czy analogiczna proporcja jak w przypadku liczby transakcji ma tutaj zastosowanie? Raczej nie. Poza sieciami działają bardziej doświadczeni inwestorzy, którym własne kontakty wystarczą do pozyskiwania ciekawych projektów inwestycyjnych. Może być ich zatem mniej (niż tych w sieci) chociaż dokonują oni więcej inwestycji; najbardziej doświadczeni i aktywni mają w portfelu po 3-4 inwestycje. Łącznie więc polski rynek *business angels* to prawdopodobnie około 100-150 inwestorów (aktywnych i potencjalnych), a w tym około 15-20 inwestorów zaawansowanych (3-4 inwestycje w portfelu i kilka już zakończonych). Jeśli za punkt wyjścia przyjmujemy takie dane co do liczby inwestorów, to przy założeniu, że każdy z inwestorów może przeznaczyć na inwestycje ok. 1 mln zł, oznaczałoby, że potencjał kapitałowy *business angels* to około 100-150 mln zł. Szacunek ten prawdopodobnie jest bardzo ostrożny i być może zaniżony. Jednakże bez dokładnego rozpoznania struktury populacji inwestorów nie da się tego dokładnie zweryfikować. Podawana przez media liczba dwa razy większa – 300 mln zł – w odniesieniu do jednej z działających sieci wydaje się raczej przesadzona. Ze skąpych danych z poniższej tabeli widać, że inwestycje rzadko przekraczają poziom 1 mln zł. Można więc przypuszczać, że deklaracje co do wielkości kapitału znajdującego się w dyspozycji zgłaszane przez potencjalnych *business angels* (czyli tych, którzy jeszcze nie dokonali żadnej inwestycji) na ogół są zawyżane 2-3 krotnie (zapewne ze względów ambicjonalnych).

Po trzecie profil polskiego *business angels* może być nieco zaskakujący w porównaniu do charakterystyk z innych rynków europejskich. Choć przedstawione tu profile pięciu polskich inwestorów to zbyt mało, aby wnioskować o całej populacji, ich analiza daje dużo do myślenia. Przede wszystkim – co się rzuca w oczy – są to ludzie bardzo młodzi, znacznie poniżej średniej dla reszty Europy. Średnia wieku pięciu prezentowanych tu inwestorów to około 44 lata. Kilka innych sylwetek tu nieopisywanych zapewne by tę średnią jeszcze nieznacznie obniżyło. Najprawdopodobniej z taką niską średnią wieku *business angels* mamy do czynienia przede wszystkim w segmencie inwestorów, których korzenie to przedsiębiorczość związana z nową ekonomią. Inne segmenty wiekowe mogą tę średnią podbijać – szczególnie osoby wywodzące się z kadry menedżerskiej zaczynającej kariery jeszcze pod koniec lat 80. Druga cecha to posiadanie bardzo dobrego wykształcenia (studia w kraju i za granicą), a także licznych doświadczeń biznesowych (praca w kraju i za granicą). Wszystko to prawdopodobnie

przełoży się na ich zachowania inwestycyjne, choć na pewno będzie tu widoczna ich znaczna segmentacja. Ci najmłodszy, wyrosli na nowej ekonomii i ciekawości świata, będą inwestować najodważniej, poszukując inspirujących projektów także poza swoim macierzystym sektorem (być może zwiastunem takiego profilu inwestycyjnego jest Piotr Wilam). Ta grupa może osiągać największe stopy zwrotu i być zaangażowana w najbardziej spektakularne (przełomowe?) projekty. Byli menedżerowie mogą być nieco ostrożniejsi, ich portfele mniejsze, inwestycje mniejsze, z preferencją na bardziej dojrzałe projekty. Te obserwacje sformułowane na podstawie opracowanych *case study* i innych nieusystematyzowanych obserwacji częściowo mogą potwierdzać dane na temat charakterystyki inwestorów skupionych w Lewiatan *Business angels* (tabela 8). Większość zgromadzonych tam inwestorów ma mniej niż 55 lat; również w grupie inwestorów mających już na koncie inwestycje w formule *business angels* większość (74%) lokuje się w grupie wiekowej poniżej 55 lat; młodzi wiekiem inwestorzy częściej dopuszczają możliwość inwestowania w start-up (w grupie wiekowej 55+ jedynie trzech inwestorów dopuszcza taką możliwość); limity inwestycyjne młodych inwestorów są na niższych poziomach niż w przypadku inwestorów z grupy 55+; limity inwestycyjne inwestorów interesujących się projektami typu start-up są na niższym poziomie niż inwestorów preferujących istniejące spółki (średni przedział 0,2-1,6 mln zł wobec 0,7-7,3 mln zł).

Po czwarte po rodzaju projektów, w które angażują się *business angels*, wyraźnie widać, że rynek ten może odgrywać niezwykle istotną rolę w poprawianiu innowacyjnego wizerunku polskiej gospodarki. Takie spółki jak KTE, Proteon, Cama-Soft czy MedicAlgorithmics, które swe biznesowe życie zawdzięczają w istotnym stopniu *business angels*, to przedsięwzięcia dotyczące rozwiązań technologicznych w zasadzie z obszaru granicy technologicznej<sup>35</sup>. Pokazuje to z jednej strony, iż w sektorze nauki jest miejsce na tego typu projekty (pomysły), a z drugiej, że inwestorzy są w stanie dostrzec potencjał takich projektów, co może poddawać w wątpliwość tezę o istnieniu wielkiej przepaści w rozumieniu nauki przez biznes. Może to też pokazywać, iż fałszywy jest pogląd, że problemem obecnie jest kapitał – raczej bariera jest po stronie pomysłów. Promocja przedsiębiorczości akademickiej, tworzenia spółek *spin-off/out*<sup>36</sup>, odbiurokratyzowanie sektora nauki i nakłanianie naukowych emigrantów do powrotu może poprawić podaż projektów, co z kolei w połączeniu ze sprawnym rynkiem *business angels* przełoży się na wielki efekt komercjalizacji technologii.

<sup>35</sup> Spółki KTE i Proteon opisano w publikacji: P. Tamowicz, Przedsiębiorczość akademicka. Spółki *spin-off* w Polsce, PARP, 2006.

<sup>36</sup> Są to tzw. spółki odpryskowe, zakładane przez akademików w celu gospodarczego wykorzystania wyników badań; ze spółką *spin-off* mamy do czynienia wówczas, gdy pomiędzy uczelnią a spółką istnieją co najmniej więzy kapitałowe (uczelnia posiada udziały); *spin-out* występuje wówczas, gdy tych powiązań nie ma, a najczęściej dodatkowo naukowiec porzuca pracę na uczelni.

Tabela 7. Charakterystyka wybranych inwestycji dokonanych w Polsce przez *business angels*

Spółka	Sektor	Rok dokonania inwestycji przez BA	Wielkość inwestycji dokonanej przez BA	Faza rozwoju w momencie inwestycji BA	Charakterystyka inwestycji/firmy	Lokalizacja firmy	Źródło pozyskania inwestora
Nazwa zastrzeżona	Produkcja sprzętu rehabilitacyjnego	2003	Udział BA na poziomie 33% (koszt uruchomienia projektu ok. € 100 tys. )	Start-up	Projekt po restrukturyzacji; obecnie inwestor realizuje wyjście z inwestycji	Śląsk	Własne kontakty inwestora
Proteon Pharmaceuticals	Produkcja testów in-vitro do zastosowań medycznych i w farmacji	Sierpień 2004 r.	Ok. 20 tys. zł. (objęcie 40% udziałów w spółce)	Start-up	---	Łódź	Własne kontakty inwestora
TV Biznes	Telewizja	Wrzesień 2004 r.	Brak danych	Start-up	---	Poznań	Własne kontakty inwestora
Nazwa zastrzeżona	Recycling	2004	Brak danych	Start-up	Likwidacja (fiasco)	---	Własne kontakty inwestora
Nazwa zastrzeżona	Sieć doradców finansowych	2004	Ok 500 tys. zł	Start-up	Spółka powstała w lipcu 2004 r.	Warszawa	Własne kontakty inwestora
Grono.net	Portal	2004	Prawdopodobnie 2-3 mln za 20-30% udziałów	Start-up	---	---	Własne kontakty inwestora

Nazwa zastrzeżona	Software do zarządzania zasobami ludzkimi w firmie	2004	Brak danych	Rozwój	Spółka powstała w roku 2003	Warszawa	Własne kontakty inwestora
Nazwa zastrzeżona	Pośrednictwo ubezpieczeniowe	Styczeń 2005 r.	Ok. 150 tys. euro	Brak danych	Brak danych	Warszawa	Polban
Komunix	Dostarczenie Internetu, tworzenie oprogramowania, hosting	Luty 2005 r.	Ok. 50 tys. zł. za 50% udziałów w spółce	Start-up	Start-up	Łódź	Własne kontakty inwestora
DomZdrowia.pl	Apteka internetowa	Luty 2005 r.	Brak danych	Finansowanie rozwoju	Firma utworzona w lipcu 2004 r.; druga runda finansowania: fundusz MCI (maksymalna wartość inwestycji 2,5 mln zł)	Kraków	Program Anioł Biznesu prowadzony przez MCI Management
Medic Algorithms	Urządzenia diagnostyczne stosowane w kardiologii	Czerwiec 2005 r.	pierwsza runda: ok. 100 tys. zł w zamian za 20% udziałów; druga runda przewiduje \$500 tys.	Seed i start-up;	Spółka założona we wrześniu 2005 roku; w połowie 2007 roku zatrudniała 5 osób	Warszawa	Założyciele uczestniczyli w programie matchingowym CI FIRE; LBA

Nazwa zastrzeżona	Doradztwo biznesowo-informatyczne	2005 r.	Brak danych	Finansowanie rozwoju	Firma powstała w roku 2003	Warszawa	Polban
Likwidator Pomoc Ubezpieczeniowa	Pośrednictwo ubezpieczeniowe	2005 r.	Anioł objął 50% udziałów w spółce	Przekształcenie jednoosobowej działalności w spółkę; finansowanie rozwoju	Zatrudnienie ok. 5 osób	Warszawa	LBA
Nazwa zastrzeżona	Badania rynkowe	2005 r.	Ok. 30 tys. zł	Start-up	Likwidacja (fiasco)	---	Własne kontakty inwestora
Nazwa zastrzeżona	Produkcja/przetwórstwo pasz	2005 r.	Ok. 50 tys.	Start-up	Likwidacja (fiasco)	---	Własne kontakty inwestora
Kino Polska	Kanał telewizyjny	2005 r.	500 tys. zł jako equity, a później pożyczki konwertowalne – łącznie 2 mln zł	---	---	Warszawa	Własne kontakty inwestora
Kucharzyk Techniki Elektroforetyczne (KTE)	Urządzenia kontrolno-pomiarowe do zastosowania w medycynie i biotechnologii	Styczeń 2006 r.	Ok. 700 tys. zł	Finansowanie rozwoju	Firma utworzona w roku 1993; w roku 2006 zatrudnienie wyniosło ok. 7 osób; obroty 1 mln zł	Warszawa	CI FIRE

Cama-Soft	Zaawansowane oprogramowanie do planowania i optymalizacji alokacji zasobów w dużych korporacjach	Luty 2006 r. i sierpień 2007	Dane zastrzeżone	Seed i start-up	Spółka wysoko-technologiczna utworzona na początku 2005 roku; do połowy r. 2007 projekt w fazie rozruchu; spółka posiada obecnie czterech udziałowców (w tym dwóch aniołów biznesu) posiadających po 25% udziałów	Gdynia	Własne kontakty inwestora
100lat.pl	Internetowy serwis służący do wysyłania elektronicznych kartek upominkowych	Marzec 2006 r.	Brak danych	Sfinansowanie modernizacji i rozwoju serwisu	Serwis prowadzony od grudnia 2004 r.; w połowie 2007 roku spółka zatrudniała 2 osoby	Warszawa	PolBan
Positive Advisory	Software	Kwiecień 2006 r.	Inwestycja w przedziale od 500 tys. do 1,5 mln zł	Start-up	Objęcie 25% udziałów w spółce	Warszawa	Kontakty własne inwestora

ANT Industrial Software Systems	Oprogramowanie do monitorowania i wizualizacji procesów przemysłowych	Kwiecień 2006 r.	Brak danych	Finansowanie rozwoju	Firma powstała w roku 2004; w połowie 2006 roku zatrudnienie wynosiło ok. 8 osób	Kraków	LBA
Nazwa zastrzeżona	Dystrybucja środków chemicznych	2006 r.	Brak danych	Start-up	Likwidacja (fiasco, nieuczciwy wspólnik)	---	Brak danych
Nazwa zastrzeżona	Biotechnologia	2006 r.	Pierwsza transakcja = 120 tys. za 25% udziałów	Badania i rozwój	Spółka powstała w 2006 roku, faza badań i rozwoju	---	Własne kontakty inwestora
Alumast	Produkcja masztów flagowych, reklamowych, słupów oświetleniowych	Luty 2007 r.	Inwestycja w przedziale od 500 tys. do 1,5 mln zł	Rozwój	Objęcie 50% udziałów w spółce	Wodzisław Śląski	Kontakty własne inwestora
W Biegu Caffè	Sieć kawiarni i usługi cateringowe	Kwiecień 2007 r.	Brak danych	Finansowanie rozwoju	Sieć kawiarni założona w roku 2005	Warszawa	LBA



Nazwa zastrzeżona	Tomografia procesowa, systemy kontro- Ino-pomiarowe	Kwiecień 2007 r.	Brak danych	Rozwój	Firma istnieje od ośmiu lat	Województwo mazowieckie	Polban
Flashbook	Wydawnictwo (poradniki książkowe)	Maj 2007 r.	0,5 mln zł	Start-up	Brak danych	Warszawa	LBA
Nazwa zastrzeżona	Software dla pośredników nieruchomości	2007 r.	Okolo 1 mln zł	Finansowanie rozwoju	Brak danych	Warszawa	Własne kontakty inwestora
Nazwa zastrzeżona	Aplikacje związane z marketingiem	2007 r.	Dane zastrzeżone	Finansowanie rozwoju	Brak danych	Warszawa	Własne kontakty inwestora
Legic	Import i dystry- bucja towarów luksusowych	Brak danych	Brak danych	Brak danych	Brak danych	Warszawa	LBA

Źródło: opracowanie własne

Tabela 8. Charakterystyka *business angels* skupionych w LBA

Pozycja	Wiek poniżej 35	Wiek 35-55	Wiek 55+	Razem
Inwestujący tylko w istniejące spółki	4 osoby	9 osób	11 osób	24
Inwestujący w start-up i istniejące spółki	8 osób	14 osób	3 osoby	25
razem	12	23	14	49
Poziom zaangażowania inwestycyjnego w mln zł (*)				
dolny limit inwestycyjny (średnia)	0,4	0,3	0,6	0,4
górnny limit inwestycyjny (średnia)	2,7	3,2	8,0	4,5
dolny limit inwestycyjny (mediana)	0,2	0,2	0,5	0,2
górnny limit inwestycyjny (mediana)	0,5	1,5	5,0	1
minimalny zadeklarowany limit inwestycyjny	0,2	0,1	0,1	0,1
maksymalny zadeklarowany limit inwestycyjny	12	10	40	40
Suma minimalnej gotowości inwestycyjnej inwestorów	---	---	---	20,1
Suma maksymalnej gotowości inwestycyjnej inwestorów				214,8
Liczba inwestorów z doświadczeniem jako BA	7	13	7	27
Liczba inwestorów bez doświadczenia	5	10	7	22
BA inwestujący tylko w istniejące spółki	4 osoby	9 osób	11 osób	24
Średnia dla dolnego limitu inwestycji (mln zł)	0,9	0,5	0,7	0,7
Średnia dla górnego limitu inwestycji (mln zł)	6,9	4,4	9,7	7,3
BA inwestujący także w start-up	8 osób	14 osób	3 osoby	25
Średnia dla dolnego limitu inwestycji (mln zł)	0,2	0,2	0,2	0,2
Średnia dla górnego limitu inwestycji (mln zł)	0,6	2,2	1,9	1,6

Źródło: na podstawie danych udostępnionych przez Lewiatan Business Angels.

(\*) Chodzi tu o wartości deklarowane przez inwestorów

BA – business angels

## 10.2. PRZYKŁADY POLSKICH BUSINESS ANGELS

---

Piotr Wilam to najprawdopodobniej niekwestionowany lider polskiego rynku *business angels*. Biznesowe korzenie tego inwestora sięgają pierwszej połowy lat 90. Wówczas to świeżo upieczony magister filozofii lubelskiego KUL i jednocześnie student matematyki na Oxford University wraz ze swoim szkolnym przyjacielem Tomaszem Kolbuszem postanawia stworzyć wydawnictwo Pascal, które po kilku latach szybkiego rozwoju staje się kluczowym graczem na rynku przewodników turystycznych. Dzięki współpracy z Optimusem w roku 1996 rodzi się kolejny innowacyjny projekt: wydawnictwo multimedialne Optimus Pascal Multimedia. Kilka lat później (rok 1998) nowym wyzwaniem biznesowym jest stworzenie portalu Onet. Jako udziałowiec i prezes zarządu przechodzi wraz z firmą przez okres gwałtownego wzrostu portalu aż do pozycji niekwestionowanego lidera polskiego Internetu. W roku 2002 Piotr Wilam kończy pracę w zarządzie Onetu i sprzedaje swoje udziały. Kilka miesięcy później wyjeżdża do Londynu na roczne studia biznesowe w London Business School. Tam ma możliwość dokładnego zapoznania się z działaniem rozległej sieci programów i instytucji – w tym rynku venture capital i business angels – służących finansowaniu innowacyjnych start-upów. Po powrocie do kraju pod koniec 2003 roku postanawia ponownie włączyć się w nurt biznesowego życia i świadomie wybiera rolę anioła biznesu. Posiadając liczne kontakty i świetny przegląd sektora nowej ekonomii, poszukiwanie ciekawych projektów nie nastęrcza mu żadnych trudności. Szybko pojawiają się pierwsze inwestycje. W maju 2004 roku inwestuje w istniejącego zaledwie do roku producenta oprogramowania do zarządzania zasobami ludzkimi w firmach oraz w spółkę oferującą usługi niezależnego doradztwa finansowego. W dalszej kolejności Piotr Wilam inwestuje i aktywnie wspiera największy sklep internetowy w Polsce Merlin.pl oraz niegenerujący jeszcze żadnych przychodów i zatrudniający zaledwie kilka osób społecznościowy portal Grono.net. Inwestycje nie ograniczają się jednak wyłącznie do świata Internetu. Spośród innych sektorów o wysokim potencjale innowacyjnym uwagę inwestora przyciąga biotechnologia. W jego ręce trafia kilka projektów z tego sektora, z których dwa okazują się na tyle ciekawe i wyzywające, że decyduje się w nie zainwestować. Na początku 2005 roku staje się mniejszościowym udziałowcem spółki kończącej właśnie prace badawczo-rozwojowe mające prowadzić do uruchomienia produkcji supernowoczesnej aparatury służącej do analizy białek, przewyższającej pod względem większości parametrów konkurencyjne produkty amerykańskie. Zastrzyk kapitałowy od anioła biznesu pozwolił właścicielowi spółki na dokończenie niezbędnych procedur ochronnych i rejestracyjnych oraz stworzenie profesjonalnego działu sprzedaży. Kilkanaście miesięcy po tej inwestycji pojawia się kolejny pomysł biotechnologiczny i ponownie mniejszościowa inwestycja. Tym razem był to projekt w fazie załączkowej mający na celu komercjalizację odkrycia leczniczego działania pewnej substancji występującej w jednej z używek. Odkrycia tego dokonało kilku polskich naukowców będących jednocześnie udziałowcami firmy. Kilka miesięcy wcześniej portfel inwestycyjny Piotra Wilama powiększył się jeszcze o projekt z sektora mediów: specjalistyczny kanał filmowy „Kino Polska”, z którego inwestor „wyszedł” z sukcesem po około dwóch latach. Strategia inwestycyjna tego anioła biznesu koncentruje się na obejmowaniu mniejszościowych udziałów w przedsięwzięciach pochodzących z kilku wybranych najbardziej innowacyjnych sektorów gospodarki (internet, software, media, biotechnologia). Inwestor zakłada okres inwestowania do dwóch do kilkunastu lat.

Adam Guz jest z kolei przykładem *business angel*, którego fundament zawodowy i kapitałowy związany jest z sektorem doradczym. Ten 43-letni absolwent Wyższej Szkoły Zarządzania oraz Thames Valley University w Londynie w roku 1990 założył firmę doradczą TAG działającą w obszarze fuzji, przejęć i generalnie *corporate finance*. Pod koniec lat 90. obok działalności doradczej pojawiły się także inwestycje kapitałowe: kilka projektów doradczych zakończyło się objęciem niewielkich udziałów w restrukturyzowanych firmach stanowiących formę wynagrodzenia za doradztwo. W ślad za tym pojawiły się również inwestycje realizowane niezależnie od działalności doradczej. W sumie w portfelu inwestycyjnym firmy TAG – występującej jako wehikuł inwestycyjny – pod koniec lat 90. znalazły się akcje lub udziały pięciu spółek, w tym między innymi: Superfish – Zachodnio-Pomorskiego lidera branży przetwórstwa rybnego (w roku 2003 spółka ta została przejęta przez szwedzkiego potentata tej branży *Abba Seafood*) czy Polskiego Towarzystwa Wspierania Przedsiębiorczości będącego wydawcą miesięcznika gospodarczego „Nowy Przemysł”. Na początku obecnej dekady mimo zakończenia kilku inwestycji (np. wyjście z Superfish przy IRR równym 40%) tempo odbudowy portfela spadło na skutek ogólnego spowolnienia gospodarczego (okres 2000-2003). Z początkiem 2006 roku klimat inwestycyjny znacznie się poprawił, a na horyzoncie pojawiło się kilka ciekawych projektów. W kwietniu 2006 roku Adam Guz zainwestował (obejmując poprzez TAG 25% udziałów) w utworzenie spółki *Positive Advisory* specjalizującej się w produkcji specjalistycznego oprogramowania i doradztwie w zarządzaniu ryzykiem operacyjnym (obroty na poziomie 11 mln zł, zatrudnienie 40 osób). Krótco potem pojawiła się inwestycja w istniejącą od roku 2002 firmę Alumast S.A. – producenta masztów flagowych oraz słupów oświetleniowych (objęcie 50% akcji). W tym ostatnim przypadku głównym czynnikiem, który skłonił anioła biznesu do inwestycji, była ambitna strategia rozwoju zorientowana na ekspansję eksportową. Strategia ta już przyniosła świetne efekty, pozwalając na zwiększenie udziału eksportu w obrotach z 10% w roku 2005 do 80% w połowie roku 2007 (spółka notuje obroty rzędu 12 mln zł, zatrudnia 40 osób). W drugiej połowie 2007 roku przeprowadzono też inwestycję w producenta gier komputerowych (objęcie 50% udziałów) oraz spółkę doradztwa finansowego (pośrednictwo kredytowe i inwestycyjne). Strategia inwestycyjna Adama Guza jest bardzo elastyczna. Dopuszcza ona inwestycje zarówno w firmy dopiero powstające, jak i te istniejące od kilku lat; preferowane są inwestycje w pakiety większościowe. Zabezpieczenie pozycji *business angel* w spółce dokonywane jest głównie poprzez kontrolowanie procesu decyzyjnego (w Alumast S.A. *business angel* zasiada w Radzie Nadzorczej, w Positive Advisory pełni on funkcje wiceprezesa zarządu i dyrektora finansowego). Pozyskiwanie projektów inwestycyjnych odbywa się głównie w oparciu o sieć prywatnych kontaktów powstałą w trakcie 17 lat funkcjonowania TAG. Z tego też względu kontakty z istniejącymi w kraju sieciami *business angels* są dosyć sporadyczne.

Piotr Pośnik jest przykładem klasycznego *business angels*, którego droga zawodowa wiodła „od przedsiębiorcy do inwestora”. Pod koniec lat 80. Piotr Pośnik – młody absolwent warszawskiej SGIIPS (obecnie SGH) – opuszcza Polskę, aby przez trzy lata pracować i studiować ekonomię na Uniwersytecie w Brukseli. Po studiach na krótko podejmuje pracę za granicą, aby na początku lat 90. jednak powrócić do kraju, gdzie trwała gorączka reform rynkowych. Przez kilka miesięcy pracuje „na etacie” w firmie holenderskiej, a następnie belgijskiej. Zawsze jednak marzył o pracy na własny rachunek. Tak też się stało w połowie lat 90., kiedy został współwłaścicielem i prezesem firmy Wittchen specjalizującej się w produkcji i dystrybucji galanterii skórzanej. Zarządzana przez niego firma stała się w krótkim czasie zdecydowanym liderem

rynkowym o wysoce rozpoznawalnej marce. W roku 2000 Piotr Pośnik sprzedał udziały w dobrze prosperującej firmie, uzyskując w ten sposób kapitał pozwalający na prowadzenie samodzielnych inwestycji kapitałowych. Pierwszym projektem, w którym Piotr Pośnik wystąpił w podwójnej roli – inwestora *business angel* oraz przedsiębiorcy-pomysłodawcy – było utworzenie profesjonalnej firmy szkoleniowo-doradczej. Istotą tego projektu było stworzenie firmy o wysokim standardzie świadczonych usług, będącej w stanie zająć czołowe miejsce na bardzo rozdrobnionym w owym czasie rynku. Istotnym czynnikiem powodzenia projektu była prognoza znacznego wzrostu popytu na usługi szkoleniowo-doradcze dzięki nieuniknionej restrukturyzacji dużych przedsiębiorstw państwowych i pojawieniu się środków finansowych funduszy strukturalnych. Uruchomienie projektu było możliwe dzięki zaangażowaniu i profesjonalizmowi jego dwóch przyjaciół Aleksandra Drzewieckiego i Piotra Gryko. Na bazie prowadzonych przez nich firm powstała w 2001 roku firma *Acceptus*, przekształcona następnie, po fuzji z firmą *Specialists & Friends*, w „*House of Skills*” – obecnie wiodąca firma szkoleniowo-doradcza na rynku polskim. W roku 2004 kontakt z Piotrem Pośnikiem nawiązała sieć Lewiatan *Business angels* (LBA). Jeden z projektów przedłożonych przez LBA okazał się na tyle interesujący, iż we wrześniu 2005 roku po kilku rundach spotkań i negocjacji doszło to inwestycji. Piotr Pośnik zdecydował się zainwestować w rozwój sieci kawiarni (w roku 2007 było to osiem) działających pod marką „W Biegu Caffè” (posiadany udział w spółce to 35% z możliwością konwersji udzielonej pożyczki na kolejne 15% udziałów). Pozostałą część udziałów posiada twórca koncepcji i prezes zarządu spółki Maciej Adamaszek. Do końca 2007 roku prawdopodobnie dojdzie do kolejnej inwestycji. Strategia inwestycyjna Piotra Pośnika jest konsekwencją jego dotychczasowej ścieżki rozwoju biznesowego. Polega ona na inwestowaniu w udziały mniejszościowe firm działających w tzw. segmencie *premium* (produkt o wysokim standardzie), których wartość dodana jest pochodną rozpoznawalnej marki i posiadanej sieci sprzedaży. Inwestycja na ogół planowana jest na okres nie dłuższy niż pięć lat, a oczekiwana minimalna roczna stopa zwrotu to ok. 40%. Kluczowym elementem w ocenie projektu inwestycyjnego jest przedsiębiorca, jego wiarygodność, rzetelność, profesjonalizm i determinacja w realizacji zakładanych celów. Kapitał jest udostępniany spółce w formie pożyczki – w zależności od sytuacji – konwertowanej następnie po okresie 1-1,5 roku na udziały w spółce. Zakładana docelowa wielkość portfela inwestycyjnego Piotra Pośnika to 3-4 spółki, a limit inwestycji początkowej na jedną spółkę to około 4-5 mln pln.

Aniołem biznesu, który zasilił kapitałowo wcześniej tu opisywaną spółkę Cama-Soft jest pan Krzysztof Wingert. Ten obecnie 47-letni inżynier mechanik zaraz po ukończeniu – w roku 1986 – Politechniki Gdańskiej postawił na samodzielny rozwój i prywatną przedsiębiorczość. Pomimo burzliwej końcówki lat 80. niedającej pewności rozwoju sytuacji ekonomicznej w kraju, w roku 1990 podjął on decyzję o utworzeniu spółki Torell zajmującej się importem zachodniego sprzętu elektronicznego. Na dynamicznie rozwijającym się rynku Torell bardzo szybko zajął pozycję lidera, rozrastając się do rozmiarów firmy ogólnopolskiej posiadającej pięć oddziałów regionalnych i zatrudniającej 140 pracowników. W roku 1993 spółka należała do pierwszej trójki producentów-importerów kas fiskalnych, którzy uzyskali zgodę Ministerstwa Finansów na ich sprzedaż w kraju (łącznie do chwili obecnej Torell sprzedał w kraju około 350 tys. kas). Dużym sukcesem Krzysztofa Wingerta i jego partnera Stanisława Fiedura – kierujących od samego początku ekspansją Torell’a – było nawiązanie w roku 1991 współpracy z renomowanym międzynarodowym koncernem SHARP. Współpraca ta umożliwiła wprowadzenie do oferty firmy Torell elektroniki z najwyższej światowej półki, jak i podgląd-

nięcie kultury korporacyjnej dalekowschodniego partnera. W roku 1999 Japończycy podjęli decyzję o otwarciu w Polsce oddziału koncernu. Naturalne było, że swoje kroki skierowali do najlepszego lokalnego partnera, powierzając funkcję dyrektora zarządzającego spółki SHAR-P-Polska Krzysztofowi Wingertowi. Po ponad 5 latach pracy na tym stanowisku, nabyciu olbrzymiego doświadczenia, zdobyciu licznych kontaktów biznesowych i uzyskaniu stabilności finansowej Krzysztof Wingert zdecydował się porzucić wielką korporację, aby zmienić styl życia. Powrót do Trójmiasta nie oznaczał jednak kompletnej pasywności. Dostrzegając, że na trójmiejskim rynku pojawia się wiele ciekawych projektów, zdecydował się na pro-rozwojowe spożytkowanie zgromadzonych oszczędności i zdobytego doświadczenia. Wykorzystując prywatne kontakty, zaczął więc poszukiwanie interesującego projektu. Po kilku miesiącach i zapoznaniu się z wieloma projektami poważniejszą uwagę przyciągnęły trzy. Z tej trójki najbardziej obiecujący, innowacyjny i wyzywający okazał się pomysł firmy Cama-Soft. W sierpniu 2007 roku po trzymiesięcznych negocjacjach podpisano umowę inwestycyjną i dokonano podwyższenia kapitału. Krzysztof Wingert objął w spółce 25% udziałów oraz został prezesem zarządu. Umowa przewiduje, że inwestycja *business angel* będzie trwała nie krócej niż trzy lata, a preferowanym sposobem wycofania inwestora jest wprowadzenie spółki na giełdę.

Jacek Kawalec to *business angel* specjalizujący się w technologiach internetowych. Nazwisko to jest znane większości miłośników rodzimego Internetu, gdyż należał on do grona założycieli Wirtualnej Polski, pierwszego polskiego portalu internetowego. Droga do internetowego biznesu i olbrzymiego sukcesu zawodowego wiodła poprzez lubelski KUL, a następnie wieloletni pobyt za granicą i pracę w Holandii. W roku 1995, wnosząc do spółki aport w postaci komputera PC, zostaje on współdziałowcem Wirtualnej Polski i członkiem jej zarządu odpowiedzialnym za rozwój technologiczny, do czego bardzo przydają się doświadczenia z pracy dla koncernu Oracle. W roku 2005 Jacek Kawalec zakończył współpracę z portalem, sprzedając wszystkie posiadane akcje. Po rocznym pobycie za granicą w 2006 roku rozpoczyna samodzielną działalność inwestycyjną, jako *business angel*. Dla zdywersyfikowania ryzyka angażuje się on też kapitałowo w tzw. *angel fund* (*Business Angel SeedFund* współpracujący z Lewiatan Business angels). Dzięki rozlicznym kontaktom w branży na jego biurko w ciągu kilku miesięcy 2007 roku wpłynęło kilkadziesiąt bardzo ciekawych propozycji biznesowych. Wybór padł na dwa projekty, które mają być sfinalizowane do końca 2007 roku. Pierwszy z nich – będący w fazie podpisywania umowy inwestycyjnej – to spółka oferująca nowoczesne oprogramowanie do zarządzania bazami ofert firm pośredniczących w obrocie nieruchomościami. Inwestycja na poziomie jednego miliona zł ma umożliwić firmie wyjście ze swoim produktem na rynek krajowy. Drugi projekt (trwają prace nad umową inwestycyjną) to spółka oferująca produkty internetowe związane z realizacją marketingu bezpośredniego przy wykorzystaniu telefonii. Ten projekt zostanie dofinansowany najprawdopodobniej na poziomie 0,5 mln zł. Specjalizacja inwestycyjna Jacka Kawalca skierowana jest na software i aplikacje internetowe. Limit inwestycyjny określony przez inwestora to projekty wielkości do „kilku” milionów zł.

## 10.3. PRZYKŁADY INWESTYCJI

---

**MEDICALgorithmics** to wysokotechnologiczny start-up sfinansowany z oszczędności jego założycieli oraz środków pochodzących od anioła biznesu i tzw. angel fund założonego przez grupę inwestorów amerykańskich, po części polskiego pochodzenia. Autorem rozwiązań technologicznych i wynalazcą jest dr Marek Dziubiński – matematyk, absolwent Uniwersytetu Warszawskiego i Politechniki Gdańskiej, specjalizujący się w zagadnieniach przetwarzania sygnałów dźwiękowych. Prowadzone prace badawcze i analityczne skłoniły go do zainteresowania się możliwościami wykorzystania swojej wiedzy i rozwiązań z obszaru DSP (przetwarzania sygnałów cyfrowych) stosowanych w urządzeniach audio do zastosowań medycznych. Z pomysłem tym Marek Dziubiński zgłosił się do Centrum Innowacji FIRE prowadzącego, w ramach programu offsetowego, tzw. akcelerator technologii (doradztwo biznesowe i pomoc w znalezieniu inwestora). Istotą pomysłu Marka Dziubińskiego było zbudowanie kieszonkowego urządzenia (połączenie mikrokomputera z telefonem komórkowym) służącego do zdalnego i długotrwałego monitorowania pracy serca, co pozwala nadzorować stan pacjentów bez konieczności ich hospitalizacji. Urządzenie nie tylko ma umożliwić zdalny monitoring, ale przede wszystkim będzie samodzielnie dokonywać analizy sygnału, wstępnie diagnozować i powiadamiać (poprzez centrum telemonitoringu) o zagrożeniu zawałem lub arytmia. Celem działań FIRE było znalezienie doradcy, który podjąłby się pracy nad biznesową stroną pomysłu. Do roli tej udało się nakłonić dr. Marcina Szumowskiego, mającego 15-letnie doświadczenie studiów (doktorat i MBA) i pracy w USA m.in. w zakresie komercjalizacji nowych technologii i wyników prac badawczych. Po sześciu miesiącach wspólnej pracy nad pomysłem, we wrześniu 2005 roku, podjęto decyzję o utworzeniu spółki kapitałowej. Zanim to nastąpiło, założyciele zgłosili dwa wynalazki do Europejskiego Urzędu Patentowego w celu zastrzeżenia praw pierwszeństwa na cały świat. Ochrona własności intelektualnej jest kluczowym elementem przy próbie uzyskania środków na rozwój technologii od inwestorów prywatnych, w szczególności typu *angels* i *venture capital*. Od początku jedną z głównych działalności dr. Szumowskiego były poszukiwania prywatnego inwestora. Pierwszym inwestorem załączkowym, który okazał się żywo zainteresowany pomysłem, był dr Leszek Rychlewski – lekarz i bioinformatyk. Z łatwością dostrzegł on innowacyjność projektu, rynkową atrakcyjność technologii i trafny dobór strategii (eksport i globalizacja projektu). Ważnym czynnikiem była także uprzednia znajomość z Marcinem Szumowskim, co podnosiło poziom zaufania do założycieli. Podwyższenie kapitału założycielskiego o kwotę rzędu 100 000 zł umożliwiło funkcjonowanie spółki przez prawie rok, w czasie którego obaj udziałowcy/założyciele nie pobierali ze spółki żadnych wynagrodzeń za pracę często równą zaangażowaniu na „pełen etat”. Jednak w związku z kosztami prowadzonych prac badawczych, w tym wynagrodzeń dla podwykonawców, baza kapitałowa firmy szybko okazała się niewystarczająca i poszukiwania inwestorów wczesnej fazy szybko się nasiliły. Pierwsze kontakty z *business angels* nawiązane za pośrednictwem CI FIRE oraz LBA jednak się nie powiodły: inwestorzy postrzegali projekt jako zbyt ryzykowny, technologia była dla nich mało zrozumiała, a na dodatek spółka nie miała żadnej historii rynkowej. Szereg kolejnych kontaktów i spotkań (kilkanaście) i miesiące wypełniania ankiet, kwestionariuszy i modyfikowania biznesplanu zakończyły się w końcu sukcesem. Po wystąpieniu dr. Szumowskiego w *Texas Medical Center*, w Houston USA, zorganizowanego wspólnie przez *University of Texas IC2 Institute*, Akcelerator Technologii Uniwersytetu Łódzkiego i CI FIRE, technologią *Medicalgorithmics* zainteresował się powstający nowy amerykański fundusz *early stage New Europe Ventures LLC*

(NEV). Pierwszy kontakt z przedstawicielami NEV firma uzyskała za pośrednictwem Lewiatan Business Angels i Pana Michała Olszewskiego. Powiększona dzięki Inwestycji NEV kapitalizacja spółki dodatkowo została wzmocniona grantem badawczym otrzymanym z Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (poddziałanie 1.4.1). Pozwoliło to na dalsze prace nad rozwojem technologii, opracowanie prototypu, rozpoczęcie – przy współpracy z warszawskim Instytutem Kardiologii – testów funkcjonalnych urządzenia oraz otwarcie procedury certyfikacji. Pod koniec 2007 roku planowane jest uzyskanie certyfikatu dopuszczenia do obrotu produktu medycznego i rozpoczęcie sprzedaży pierwszych egzemplarzy PocketECG. Firma zatrudnia obecnie siedem osób. Założyciele i pierwsi inwestorzy nadal aktywnie poszukują środków na globalizację przedsięwzięcia i wprowadzenie produktu na rynek w USA. Kolejna runda finansowania jest konieczna, aby nie stracić przewagi konkurencyjnej technologii na rynkach zachodnich. Oczekiwana wysokość drugiej rundy to minimum kilkanaście milionów USD.

**www.100lat.pl** to serwis internetowy oferujący elektroniczne kartki okolicznościowe (np. z okazji imienin, urodzin itd.). Powstał on w grudniu 2004 roku, a jego założycielem jest Mirosław Płowiec – absolwent warszawskiej SGH. Inspiracją do stworzenia serwisu i założenia firmy były amerykańskie serwisy kartkowe cieszące się bardzo dużą popularnością. Po internetowym serwisie szablonów dokumentów (życiorysy, listy motywacyjne) uruchomionym jeszcze w trakcie studiów – 100lat.pl było drugim projektem biznesowym Mirosława Płowca. Pomysł bardzo spodobał się internautom – praktycznie bez żadnych nakładów na reklamę oglądalność serwisu rosła z tygodnia na tydzień. Po kilku pierwszych miesiącach działania serwis posiadał około 40 tys. zarejestrowanych użytkowników, szybko osiągając poziom 70-100 tysięcy tzw. unikalnych użytkowników miesięcznie. Mimo dobrego wejścia na rynek i wzrastającej popularności było jeszcze zbyt wcześnie, aby projekt zaczął generować dochody ze sprzedaży powierzchni reklamowej lub realizacji programów partnerskich. Źródłem jego finansowania były więc wyłącznie oszczędności założyciela. Środki te szybko jednak topniały ze względu na wysoki koszt produkcji internetowych kartek (wykonanie jednej kartki animowanej może kosztować do kilkuset złotych; ich produkcję firma zlecała na zewnątrz). W sierpniu 2005 roku poszukiwanie finansowania na dalszy rozwój serwisu stało się koniecznością. Dzięki nawiązaniu kontaktu z siecią PolBAN na początku 2006 roku doszło do pierwszego spotkania z aniołem biznesu. Do inwestycji jednak nie doszło, gdyż środki jakimi dysponował inwestor, w ocenie Mirosława Płowca nie gwarantowały firmie dynamicznego rozwoju. W marcu pojawił się nowy inwestor: prezes dużej firmy (spoza branży ICT) zlokalizowanej poza Warszawą posiadający bardzo duże doświadczenie biznesowe i zarządcze. Obie strony przypadły sobie do gustu. Zasobność anioła biznesu okazała się wystarczająca, a projekt w jego ocenie perspektywiczny. Bez długotrwałych negocjacji, praktycznie po jednym spotkaniu i szczegółowym omówieniu biznesu i strategii działania, podjęto decyzję o zawiązaniu spółki kapitałowej z równym podziałem udziałów (50%/50%). W umowie między udziałowcami znalazł się zakaz zbywania udziałów przez okres trzech lat, a także prawo pierwokupu dla obu udziałowców. Zasilenie kapitałowe firmy pozwoliło na znaczne wzbogacenie oferty produktowej (nowe kartki) oraz przebudowę serwisu, stworzenie skalowalnego, stabilnego oprogramowania i umożliwienia pobierania opłat od użytkowników (np. sms-em). Od września 2006 roku serwis stał się w pełni odpłatny. Choć spadła liczba użytkowników, pojawiła się jednak nadwyżka przychodów nad kosztami, co umożliwiło np. zatrudnienie dwóch pracowników. W sierpniu 2007 doszło do podwyższenia kapitału spółki.



Za zgromadzone środki spółka nabyła i zamierza rozwijać sklep internetowy [www.Kopalnia-Prezentow.pl](http://www.Kopalnia-Prezentow.pl), który zapewni poszerzenie oferty spółki o wysyłkową sprzedaż upominków. Następnym etapem rozwoju ma być umiędzynarodowienie serwisu.

**Cama-Soft** jest niezwykle ambitnym, wysokotechnologicznym projektem, który blisko siedem lat temu zrodził się w głowach dwóch absolwentów trójmiejskich uczelni – Łukasza Żeligowskiego i Andrzeja Belczaka – zafascynowanych tzw. sieciami neuronowymi i możliwościami ich wykorzystania w informatyce. W trakcie kilkuletniego pobytu zagranicznego i pracy w komórkach informatycznych niemieckich banków Łukasz Żeligowski zaobserwował, że istnieją olbrzymie – niedostrzegane przez władze banków – możliwości usprawnienia zarządzania gotówką w sieciach bankomatów, co może przełożyć się na znaczne oszczędności finansowe (zmniejszenie nadmiernej płynności). Znajomi z Politechniki Gdańskiej zaczęli (był to okres lat 2000-2001) rozpracowywać ten problem za pomocą narzędzia, jakimi są sieci neuronowe. Okazało się, iż przyjęte podejście daje bardzo obiecujące wyniki. Rozpoczęto zatem dalsze teoretyczne analizy i wspólne prace nad stworzeniem spójnego systemu. W roku 2003 gotowy był już prototypowy system nadający się do przeprowadzenia pierwszych testów sprawdzających wypracowaną technologię. Dzięki licznym zabiegom autorom pomysłu udało się nawiązać współpracę z dwoma instytucjami finansowymi, które udostępniły dane niezbędne do przeprowadzenia testów systemu. Opracowana technologia generowała wyniki znacznie lepsze, niż pierwotnie oczekiwano. Przeprowadzone testy pokazały możliwość uzyskania milionowych oszczędności dzięki optymalizacji procesu „napełniania” gotówką sieci bankomatów (ile i kiedy dostarczyć gotówki do bankomatu). Otworzyło to drogę do pełnej komercjalizacji pomysłu, stawiając jednakże na porządku dziennym problem wyposażenia w kapitał firmy, której założenie w tym momencie stawało się koniecznością. Problem był dosyć poważny, gdyż nie chodziło wyłącznie o zainwestowanie „standardowych” 50 tys. zł w założenie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Technologia oparta na sieciach neuronowych wymaga zatrudnianie świetnych (drogich) specjalistów i stworzenia działu badawczo-rozwojowego. Łukasz Żeligowski i Andrzej Belczak z góry więc założyli, iż firmie niezbędny będzie inwestor. Pierwsze kroki skierowano zatem do kilku funduszy venture capital działających w Polsce. Kierunek ten jednak szybko zarzucono. Projekt w ocenie funduszy był albo zbyt ryzykowny, zbyt mały jak na ich limity inwestycyjne, albo też oferowane warunki były dramatycznie niekorzystne dla pomysłodawców. Mimo tych trudności w lutym 2005 roku utworzono spółkę Cama-Soft (dwuosobową), kontynuując dalsze poszukiwania inwestora, a w grudniu 2005 roku otwarto niewielkie biuro w siedzibie Pomorskiego Parku Naukowo-Technologicznego w Gdyni. W tym samym okresie za pośrednictwem znajomych udało się nawiązać kontakt z inwestorami z USA. Po wizycie za oceanem i kilku rozmowach wybór padł na pana Macieja Wilhelma od 16 lat mieszkającego w USA i zajmującego się doradztwem finansowym. W lutym 2006 roku został on udziałowcem spółki (obejmując 33% udziałów) i jednocześnie jej członkiem zarządu odpowiedzialnym za promocję i strategię firmy na rynku polskim i amerykańskim. Mimo iż produkt dla banków poprawiający zarządzanie gotówką był praktycznie gotowy do wdrożenia, spółce bez historii rynkowej trudno było przebić się przez konserwatywne struktury banków. Nie ustając w pozyskiwaniu klientów z sektora finansowego, przygotowanie systemu do optymalizacji zarządzania zapasami zaproponowano jednej z europejskich firm logistycznych, która natychmiast zainteresowała się tym pomysłem. Problemy z dotarciem z zaawansowanym technologicznie produktem do klientów zwrócił uwagę właścicieli spółki na konieczność znacznego wzmocnienia jej mana-

gumentu. Pożądanym był też nowy zastrzyk kapitału, aby pracować nad nowymi aplikacjami i skompletować dział badawczo-wdrożeniowy (w którym obecnie pracuje 15 osób), do którego udało się przyciągnąć jednego z najlepszych światowych specjalistów w zakresie sieci neuronowych i sztucznej inteligencji – dr. Andrzeja Bullera (pracującego przez kilka ostatnich lat przy budowie sztucznego mózgu na Uniwersytecie w Kioto w Japonii). W lutym 2007 roku zapadła decyzja o poszukiwaniu nowego anioła biznesu, który obok kapitału byłby w stanie zaoferować pomoc w zarządzaniu firmą. W połowie roku po samodzielnych poszukiwaniach – udało się dotrzeć do inwestora spełniającego postawione kryteria. Wybór padł na pana Krzysztofa Wingerta, świetnego przedsiębiorcę i menedżera, założyciela firmy Torell i wieloletniego prezesa polskiej filii japońskiego koncernu elektronicznego SHARP. Podpisanie umowy inwestycyjnej i podwyższenie kapitału nastąpiło w sierpniu 2007. Nowy anioł biznesu objął 25% pakiet udziałów, zostając jednocześnie prezesem zarządu. Plany inwestycyjne spółki na najbliższy rok przewidują zakończenie kilku dużych wdrożeń w sektorze finansowym i logistycznym, wprowadzenie na rynek platformy umożliwiającej prowadzenie MSP (w ramach tego projektu uruchomiony został moduł [www.szybkafaktura.pl](http://www.szybkafaktura.pl) do wystawiania faktur i ich ewidencji oraz uruchomienie zarejestrowanej w USA spółki-córki mającej reprezentować tam interesy firmy).

**Flasbook** to najprawdopodobniej pierwsze w Polsce wydawnictwo, które powstało jako klasyczny *start-up* w oparciu o biznesplan i kapitał pochodzący od *business angel*. Pomysłodawcą przedsięwzięcia jest pan Norbert Kilen – z wykształcenia inżynier automatyk – od wielu lat związany zawodowo z mediami i marketingiem, zaangażowany w realizację wielu projektów z dziedziny multimedialnych i interaktywnej rozrywki elektronicznej. Jednym z pierwszych własnych projektów biznesowych pana Norberta Kilena było prowadzenie firmy zajmującej się wydawaniem encyklopedii multimedialnych na płytach CD. Biznes ten w latach 2000-2003 rozwijał się bardzo dobrze, a wydawane krążki CD sprzedawane były w wielotysięcznych nakładach. Wraz z pojawieniem się konkurencji ze strony gazet dołączających bezpłatne krążki CD do swoich wydań prowadzenie firmy przestało być opłacalne. W to miejsce pojawił się jednak nowy pomysł. Wychodząc z założenia, że większość ludzi odczuwa naturalną potrzebę podnoszenia swojej wiedzy i samodoskonalenia umiejętności, nie mając jednocześnie zbyt dużo czasu na naukę, Norbert Kilen postanowił zająć się wydawaniem poradników, których forma, treść i sposób jej prezentacji znacznie zwiększałyby przystępność takich publikacji z punktu widzenia czytelnika. Latem 2006 roku autor pomysłu zgłosił się do Lewiatan Business Angels, poszukując inwestora. Streszczenie projektu trafiło do rąk czterech inwestorów, z których jeden natychmiast wyraził zainteresowanie pomysłem. Po kilku spotkaniach ustalono ogólne warunki inwestycji. Utworzenie spółki zostało jednak odłożone do wiosny 2007 roku ze względu na małe prawdopodobieństwo przygotowania pierwszych poradników na okres świąt Bożego Narodzenia, które są dla wszystkich wydawnictw okresem przysłówiowych żniw. W międzyczasie kontynuowane były prace nad doprecyzowaniem produktu i oferty. Profesjonalnie zorganizowane zogniskowane wywiady grupowe pozwoliły zorientować się, jak na ofertę zareaguje rynek. W efekcie zdecydowano się na wariant tanich książek kieszonkowego formatu przyciągających uwagę przede wszystkim układem tekstu – tzw. hipertekstowość. W maju 2007 roku dokonano rejestracji spółki, w której *business angel* docelowo ma posiadać 54% kapitału. Inwestor wszedł także w skład zarządu spółki. W czwartym kwartale 2007 wydawnictwo *Flashbook* zamierza wprowadzić na rynek cztery pierwsze „*flashbookowe*” poradniki. Choć docelowo planuje się, aby teksty poradników były całkowi-

cie przygotowywane przez polskich autorów, dla bezpieczeństwa spółka nawiązała kontakt z dużym niemieckim wydawnictwem, uzyskując prawo do tłumaczenia ich materiałów. Umowa inwestycyjna nie określiła sposobu i przybliżonej daty wycofania się inwestora.

Ostatni z prezentowanych tu przykładów to start-up uruchomiony przez niemieckiego przedsiębiorcę i polskiego anioła biznesu. Celem projektu było rozpoczęcie produkcji łóżek rehabilitacyjnych przeznaczonych dla domów opieki. Pomysłodawcą przedsięwzięcia był 35-letni Niemiec, mający dziesięcioletnie doświadczenia w pracy jako doradca na rynku opieki zdrowotnej i opieki nad osobami starszymi. W roku 2000 był on zaangażowany jako doradca w próbę uruchomienia przez konglomerat budowlany produkcji łóżek szpitalnych. Przedsięwzięcie nie wyszło jednak poza fazę projektu. Trzy lata później mimo tego niepowodzenia zrodził się pomysł (ale już samodzielny) skierowany na bardziej perspektywiczny niż szpitalny rynek. Dzięki uprzedniej znajomości z polskim aniołem biznesu udało się nakreślić znacznie bardziej dopracowany i mniej ryzykowny – bo tańszy – projekt uruchomienia produkcji łóżek rehabilitacyjnych. Ze względu na lokalizację rynków docelowych (planowano, że będą to kraje starej Unii) projektowi nadano „międzynarodowy” charakter – zakład montażowy został zlokalizowany w Polsce (później zdecydowano się jednak na przeniesienie montowni do Niemiec), podczas gdy centralę firmy (zarząd) umieszczono w Niemczech. Kapitał wniesiony przez polskiego anioła biznesu (w zamian za 33% udział we własności) został przeznaczony na sfinansowanie opracowania projektu łóżka (konstrukcja), zaprojektowanie procesu produkcyjnego, zbudowanie kilku prototypów oraz przeprowadzenie testów i badań dopuszczających produkt do użycia. Zadaniem niemieckiego przedsiębiorcy było sfinansowanie i opracowanie produktu (jego cechy użytkowe i funkcjonalność), przygotowanie analiz rynkowych oraz uzyskanie dopuszczenia do sprzedaży na terenie UE. Ze względu na wymogi kapitałowe zdecydowano się na realizację projektu w formule spółki prawa brytyjskiego. Ponieważ sprzedaż odbiorcom docelowym (domy opieki) samych łóżek byłaby nieatrakcyjna, zdecydowano się na nawiązanie współpracy z firmą meblarską, tak aby oferta obejmowała całe zestawy wyposażenia, a nie tylko łóżka (faktycznie strategia ta nie była w pełni realizowana). Przewaga konkurencyjna projektu wynikała przede wszystkim ze specjalnie zaprojektowanego procesu produkcyjnego minimalizującego koszty stałe, co pozwalało na oferowanie niskiej ceny. Po kilkunastu miesiącach prac przygotowawczych (których łączny budżet wyniósł ok. €100 tys.) w roku 2004 uruchomiono produkcję i sprzedaż pod zamówienia kontraktowe. Choć produkt został bardzo dobrze przyjęty przez rynek, wbrew pierwotnym założeniom większą sprzedaż zaczęto realizować z eksportu do Ameryki Południowej niż sprzedaży na rynku wewnętrznym Unii. W roku 2006 sprzedaż osiągnęła € 600 tys. Obecnie polski inwestor przygotowuje proces wycofania się z inwestycji przy zakładanej stopie zwrotu na poziomie 300%.

## 10.4. SIECI BUSINESS ANGELS DZIAŁAJĄCE W POLSCE

---

**PolBAN** czyli Polska Sieć Aniołów Biznesu to chronologicznie pierwsza z sieci działających w Polsce. Utworzona w formie stowarzyszenia w grudniu 2003 roku, faktycznie była autorskim pomysłem Wojciecha Dołkowskiego, sformalizowanym następnie wspólnie z grupą jego przyjaciół ze studiów. Doświadczenia biznesowe Wojciecha Dołkowskiego – obecnego prezesa stowarzyszenia – zdobyte jeszcze w czasie studiów w warszawskiej SGH (projekty doradcze w firmie Conquest Consulting, staż w waszyngtońskim start-upie finansowanym przez *venture capital* czy praca dla firmy AT Kearney) zaowocowały stworzeniem niewielkiej firmy doradczej zajmującej się między innymi pozyskiwaniem kapitału dla firm oraz fuzjami i przejęciami. Pierwsze kontakty z realnym rynkiem prywatnego kapitału unaocznily, jak poważnym problemem jest zdobycie przez początkujących przedsiębiorców niewielkich porcji kapitału na rozruch firm. Dodatkowo przejrzanie przez Dołkowskiego i kilku jego biznesowych przyjaciół zasobów polskiego Internetu wykazało, że pojęcie *business angel* jest w Polsce zupełnie nieobecne. Decyzja o utworzeniu stowarzyszenia promującego tę formę inwestowania była już tylko prostą konsekwencją tych obserwacji. Jeszcze przed zarejestrowaniem stowarzyszenia udało się nawiązać kontakt z European Business Angel Network (EBAN) i zgłosić akces do tej ponadnarodowej sieci. Kontakty te w następnych latach zaowocowały między innymi włączeniem PolBAN-u do projektu Komisji Europejskiej pod nazwą EASY (*Early Stage Investors Actions for Growth of Innovating Business*<sup>37</sup>), umożliwiającego plasowanie polskich projektów w ramach europejskiego rynku *business angels* (do tej pory na forum europejskim przedstawiono dwa polskie projekty: Codido i ICommerce). PolBAN od momentu powstania finansowany jest wyłącznie przez założycieli oraz środki pochodzące z opłat pobieranych od transakcji zawartych przez zrzeszonych aniołów. Tych ostatnich do sieci zgłosiło się ok. 90, jednakże faktyczną aktywność (stałe zainteresowanie otrzymywaniem ofert inwestycyjnych) wykazuje ok. 25-35 inwestorów (deklarujących posiadanie kapitału inwestycyjnego na poziomie 15-25 milionów zł). Przez ich ręce przewinęło się do tej pory około 200 biznesplanów, co w sumie zaowocowało pięcioma inwestycjami.

---

<sup>37</sup> <http://www.earlystageinvestors.org/>

Projekt zgłaszany do PolBAN powinien spełniać następujące kryteria:

- a) poszukiwany kapitał w przedziale 100-500 tys. zł (w niektórych przypadkach do 1 mln zł), w formie udziałowej (equity);
- b) innowacyjność przedsięwzięcia – technologiczna, lecz także rynkowa/marketingowa (wyższe technologie – IT, internet, biotechnologia, medycyna, elektronika, optyka, inżynieria) lub inny projekt, którego najważniejszą częścią jest kapitał intelektualny;
- c) projekt na etapie *start-up* (nowe lub młode przedsiębiorstwo);
- d) „mocna” kadra, która dokładnie przeanalizowała swoje przedsięwzięcie i swoje możliwości, zdeterminowana do osiągnięcia sukcesu;
- e) utworzona spółka kapitałowa (z o. o. lub S.A.) bądź gotowość jej założenia;
- f) gotowość uczestnictwa finansowego w przedsięwzięciu i ponoszenia ryzyka wspólnie z business angel.

Aby zgłosić projekt do PolBAN należy przesłać na adres [projekt@polban.pl](mailto:projekt@polban.pl) następujące dokumenty: wypełnioną Kartę Projektu (patrz: załącznik nr 1) oraz CV/dossier zawodowe kluczowych osób w projekcie (wykształcenie, dotychczasowe doświadczenia zawodowe, zainteresowania itp.).

Do grona aniołów biznesu PolBAN zaprasza osoby, które:

- a) chętnie angażują się w nowe przedsięwzięcia biznesowe;
- b) posiadają wolną gotówkę (200 tys. do 1 mln zł);
- c) są gotowe na inwestycje w nowe projekty w formie kapitałowej (udziałowej);
- d) nie boją się wysokiego ryzyka związanego ze start-upami;
- e) posiadają cechy lidera i mentora, biorące aktywny udział w finansowanych projektach;
- f) posiadają zdolność efektywnej współpracy i komunikacji z ludźmi;
- g) z doświadczeniem i udokumentowanymi sukcesami w biznesie; preferowane jest doświadczenie w uruchamianiu i prowadzeniu firmy / zarządzaniu;
- h) mieszkają na terytorium Polski lub często odwiedzają nasz kraj.

Źródło: [www.polban.pl](http://www.polban.pl)

Tabela 9. Charakterystyka działalności PolBAN-u.

<b>Kategoria</b>	<b>2005 r.</b>	<b>2004 r.</b>	<b>2003 r.</b>
Liczba przedłożonych projektów	67	35	3
Liczba aniołów biznesu	35	21	0
Liczba sfinansowanych projektów	2	1	0
Średnia wartość transakcji	€ 100 tys.	€ 150 tys.	-

Źródło: EBAN, *European Directory of Business Angel Networks in Europe*, 2006, str. 128.

**Lewiatan Business Angels** to druga ogólnokrajowa sieć, jaka powstała w Polsce. Jej pomysłodawcą był Michał Olszewski, absolwent warszawskiej SGH, od roku 2001 współpracujący – w roli doradcy ekonomicznego – z Polską Konfederacją Pracodawców Prywatnych (KPP). Jego wcześniejsze zainteresowania biznesowe (prowadzenie studenckiej firmy doradczej), współpraca z KPP przy poszukiwaniu kapitału inwestycyjnego dla jej członków oraz praca w spółce informatycznej finansowanej przez fundusz *venture capital* pozwoliły na dokładne poznanie problemów finansowych młodych firm i działanie prywatnego rynku kapitałowego. Gdy pod koniec 2003 roku uwagę Michała Olszewskiego zwróciło pojawienie się stowarzyszenia PolBAN, szybko zrodził się pomysł stworzenia podobnej sieci w oparciu o infrastrukturę KPP. Drugą połowę 2004 roku poświęcono na szczegółowe opracowanie pomysłu i wstępne prace organizacyjne. Przygotowany został także wniosek o finansowanie projektu z funduszy unijnych (poddziałanie 1.1.2 SPO WKP), szczęśliwie zatwierdzony w kwietniu 2005 roku. Sieć początkowo nazwaną „Forum Innowatorów i Inwestorów Prywatnych” ostatecznie przemianowano na Lewiatan Business Angels (LBA). Z początkiem maja 2005 pełną parą ruszyły prace nad pozyskiwaniem projektów oraz budowaniem bazy inwestorskiej. Stosunkowo szybko – w oparciu o środowisko KPP – udało się zgromadzić grono około 20 inwestorów, po roku działania sieci było ich już 40, a w połowie 2007 roku 52. Poszukiwania kandydatów na *business angels* prowadzono głównie wśród przedsiębiorców i menedżerów, o których wiadano, że posiadają duże doświadczenie w prowadzeniu firm. Ważne też były informacje o osobach, które sprzedały swoje firmy, co stanowiło podstawowe źródło kapitału inwestycyjnego aniołów. Równolegle trwała intensywna promocja sieci (seminaria, konferencje, informacje w prasie, kontakty z lokalnymi organizacjami biznesowymi) w celu pozyskania jak najciekawszych projektów do sfinansowania. Szczególnie przydatne w tych działaniach okazało się afiliowanie sieci przy KPP, co nadawało przedsięwzięciu wiarygodności. Memoranda i biznesplany napływające do LBA po sporządzeniu streszczenia przesyłano inwestorom. Dla uniknięcia informacyjnego chaosu, bardziej zindywidualizowanego i precyzyjnego plasowania projektów sporządzone zostały dokładne charakterystyki inwestycyjne członków sieci (pułap inwestycyjny, region działania, preferowane sektory itd.). Do pierwszej transakcji w ramach sieci udało się doprowadzić już na przełomie sierpnia i września 2005 roku. Następne pojawiały się praktycznie co kwartał. W sumie w okresie pierwszych dwóch lata działania LBA zrealizowano siedem inwestycji na 350 projektów (pomysłów) przedłożonych przez przedsiębiorców (co daje stopę selekcji na poziomie 2%). Po zakończeniu finansowania ze środków unijnych (maj 2007) LBA będzie funkcjonować w oparciu o opłaty (4%) pobierane od wartości zawartych transakcji.

Tabela 10. Charakterystyka działalności LBA

<b>Kategoria</b>	<b>2007 r.</b>	<b>2006 r.</b>	<b>2005 r.</b>
Liczba przedłożonych projektów	-	170	72
Liczba aniołów biznesu	52	50	27
Liczba sfinansowanych projektów	2	3	2
Średnia wartość transakcji	Brak danych	€ 201 tys.	€ 277 tys.

Źródło: EBAN, *European Directory of Business Angel Networks in Europe*, 2006, str. 130.

**SILBAN** – Śląska Sieć Aniołów Biznesu powstała w kwietniu 2006 roku. Swoim działaniem obejmuje region województwa śląskiego. Podobnie jak LBA, śląska sieć działa w formie wydzielonego projektu afiliowanego przy konsorcjum trzech regionalnych instytucji: Funduszu Górnośląskiego (pełniącego rolę lidera konsorcjum), Górnośląskiej Agencji Przekształceń Przedsiębiorstw oraz Górnośląskiego Towarzystwa Gospodarczego. W roku 2006 działalność SILBAN skoncentrowana była głównie na promocji koncepcji *business angels*. Dzięki intensywnej akcji informacyjnej prowadzonej w trakcie regionalnych konferencji i seminariów biznesowych, funkcjonowaniem SILBAN udało się zainteresować obie strony rynku. Do działania w ramach sieci udało się zachęcić grupę siedmiu inwestorów posiadających w dyspozycji kapitał inwestycyjny w zakresie od 50.000 zł do kilku milionów zł (są to na ogół przedsiębiorcy lub menedżerowie. W okresie pierwszych 12 miesięcy działania przedsiębiorcy nadesłali 17 projektów przedłożonych następnie inwestorom do oceny i rozważenia. Obecnie trwają zaawansowane negocjacje dotyczące sfinansowania dwóch projektów (z sektora informatyki oraz budownictwa) na kwoty od 100.000 zł do kilku milionów zł. W roku 2007 SILBAN uruchomił cykl seminariów szkoleniowych służących budowaniu tzw. gotowości inwestycyjnej wśród potencjalnych projektodawców. SeminaRIA składały się z trzech bloków tematycznych: ekonomicznego – poświęconego np. umiejętności pisania biznesplanów, prawnego – służącego przybliżeniu takich szczegółowych kwestii z zakresu inwestycji kapitałowych, jak konstrukcja umowy inwestycyjnej czy *term sheet*, oraz blok przybliżający umiejętność prezentacji i kształtowania własnego wizerunku. SeminaRIA są organizowane co miesiąc, a udział w nich jest bezpłatny. Dodatkowo na swojej stronie internetowej ([www.silban.pl](http://www.silban.pl)) sieć udostępnia zainteresowanym projektodawcom wzory dokumentów (biznesplan, memorandum). Działanie SILBAN jest obecnie finansowane ze środków Unii Europejskiej (w ramach SPO WKP działanie 2.6; do marca 2008 roku) oraz niewielkich opłat wnoszonych przez projektodawców (100 zł) i inwestorów (200 zł rocznie oraz 3% wartości zawartej transakcji). W najbliższym okresie przewiduje się jednak zawieszenie pobierania tych opłat. Funkcjonowanie sieci jest obsługiwane przez czteroosobowy zespół menedżerski.

Z kolei region Małopolski obsługuje Regionalna Sieć Inwestorów Kapitałowych – **RESIK** – uruchomiona we wrześniu 2006 roku przez Małopolską Agencję Energii i Środowiska. Jest ona finansowana w ramach działania 2.6 ZPORR (Regionalne Strategie Innowacyjne i transfer wiedzy). W połowie 2007 roku przy sieci afiliowanych było trzech inwestorów z łącznym dyspozycyjnym kapitałem w wysokości 10 mln zł. W przeciwieństwie do pozostałych sieci RESIK działa przy nieco bardziej podniesionej kurtynie, publikując na swojej stronie internetowej ([www.resik.pl](http://www.resik.pl)) profil inwestycyjny aniołów biznesu (bez podania nazwisk) i informacje o zgłoszonych projektach.

Najmłodszą inicjatywą sieciową jest **Lubelska Sieć Aniołów Biznesu** (LSAB) działająca od marca 2007 roku. Jest to sieć regionalna obsługująca obszar Polski południowo-wschodniej. Podobnie jak poprzednie trzy sieć ma postać wydzielonego projektu realizowanego pod auspicjami Lubelskiej Fundacji Rozwoju (fundacja prowadzi między innymi fundusz pożyczkowy i fundusz kapitałowy). Rok 2007 kierownictwo LSAB poświęciło na intensywną promocję projektu i poszukiwanie projektodawców oraz inwestorów. Na stronie internetowej ([www.lsab.lublin.pl](http://www.lsab.lublin.pl)) dostępne są dokumenty zgłoszeniowe dla projektodawców i aniołów biznesu. W przypadku tych ostatnich muszą oni dysponować kapitałem minimum 50 tys. zł.





## 11. PODSUMOWANIE

---

Rynek business angels to fenomenalne zjawisko, które od kilku lat przyciąga uwagę ekonomistów, analityków i polityków gospodarczych w Europie i na świecie. Stanowiąc element komplementarny wobec oferty kapitałowej funduszy *venture capital*, *business angels* w sposób niezwykle efektywny adresują problem luki kapitałowej będący barierą rozwoju małych innowacyjnych firm. Inwestorzy ci, działając w sposób mniej sformalizowany (zbiurokratyzowany), oparty w dużej mierze na intuicji czerpanej z lat biznesowych doświadczeń, są w stanie dostarczać kapitał szybciej i taniej niż sformalizowane instytucje. Co więcej, ich oferta to oprócz kapitału również *know-how* i sieć kontaktów, a więc tych zasobów, które są niezbędne do wejścia i utrzymania się na rynku. Jestem przekonany, że *business angels* mają do odegrania w polskiej gospodarce kolosalną rolę. Rynek ten – jeśli będzie umiejętnie wspierany przez czynnik publiczny – będzie znacznie sprawniejszy niż wiele innych instytucji finansowych zorientowanych na małe i średnie przedsiębiorstwa. Będzie on szczególnie sprawny w finansowaniu projektów innowacyjnych i komercjalizacji technologii (co widoczne jest już chyba obecnie).

Wydaje się, iż na najbliższe lata można sformułować pięć wniosków dotyczących kształtu i rozwoju tego rynku.

**Po pierwsze** rynek – jeśli można użyć takiej przenośni – ma już swoją elementarną reprezentację w postaci dwóch sieci ogólnokrajowych i trzech sieci regionalnych. Jak na razie organizacje te działają trochę osobno, gubiąc po drodze wielki efekt synergii. Nie podważając racji bytu i sensu działania sieci regionalnych, trzeba jednak pamiętać, że zbudowanie silnych organizacji opartych o zasoby małych polskich regionów będzie niezwykle trudne. Dlatego też w mojej ocenie konieczna jest konsolidacja (choćby okresowa) wszystkich tych organizacji i być może stworzenie jednej organizacji (konfederacji) z wieloma regionalnymi oddziałami. W regionach można by realizować promocję rynku, intensywnie inwestować w *investment readiness* (gotowość inwestycyjna; tak jak to robi np. SILBAN), a na szczeblu ogólnokrajowym realizować kojarzenie kapitału z projektami. W proces budowania rynku powinny mocniej zaangażować się liczne prywatne podmioty aktywne doradczo czy brokersko na tym rynku (na przykład Beskidzki Dom Maklerski – sieć SATUS, portal „Szukam Inwestora”).

**Po drugie**, budowanie gotowości inwestycyjnej staje się obecnie, w obliczu dużej obfitości kapitału, zadaniem niezwykle pilnym szczególnie wśród środowisk, z których mogłyby pochodzić najbardziej innowacyjne projekty. Nic nie stoi na przeszkodzie – a wręcz przeciwnie, jest to wskazane – aby rozwijaniem gotowości inwestycyjnej zajęły się także inne instytucje niż sieci *business angels*.

**Po trzecie** dużym wsparciem dla *business angels* będzie odbiurokratyzowanie pomocy publicznej i zwiększenie jej intensywności w zakresie finansowania przedsięwzięć w obszarze badań przed-konkurencyjnych i prac wdrożeniowych. Obecny zakres wsparcia w tym obszarze jest chyba niewystarczający i wymagający przeglądu i rewizji (Inicjatywa Technologiczna, Program Grantów Celowych FSNT NOT, Patent PLUS, Program Innowator, Kredyt Technolo-

giczny, status Centrum Badawczo-Rozwojowego). Jeśli środki te będą oferowane w sposób racjonalny, mogą znacznie ułatwić inwestowanie w projekty wysoce innowacyjne; być może warto rozważyć stworzenie dedykowanego funduszu kapitałowego (tzw. *co-fund*) skierowanego na finansowanie prac B+R w tych spółkach, w które zainwestował business angel.

**Po czwarte** obok promocji rynku ważne jest też, aby rynek „sam się promował”. Do tej autopromocji najbardziej jest przydatna transparentność. Bynajmniej nie chodzi tu o naruszanie anonimowości, o którą z różnych powodów zabiegają inwestorzy. Bez jej naruszania i zdradzania nazwisk można jednak zbudować elementarny system zbierania informacji o rynku, o transakcjach i projektach. Pozwoli to tym, którzy chcą z niego skorzystać lub na nim zaistnieć, lepiej zrozumieć jego mechanikę i naturę, wyzbycić się uprzedzeń biorących się z niewiedzy. Decydencom pozwoli to kolei lepiej zaprojektować pomoc publiczną. Prowadzenie tego monitoringu siłą rzeczy bardziej pasuje do sieci *business angels* niż do urzędu statystycznego.

**Po piąte** bardzo efektywnym sposobem na włączanie w inwestycyjny obieg nowych inwestorów jest tworzenie konsorcjów<sup>38</sup>; umożliwia to zarówno konsolidowanie kapitałów i sięganie po większe projekty inwestycyjne (co jednak z punktu widzenia luki kapitałowej może nie być korzystne), jak i rozkładanie ryzyka pomiędzy bardziej i mniej doświadczonymi inwestorami (przykładem takiej konsolidacji na rynku polskim może być *Business Angel Seed Fund*); aby proces budowy konsorcjów przebiegał właściwie, konieczne jest usunięcie wszelkich słabości regulacyjnych towarzyszących korzystaniu z takich wehikułów inwestycyjnych jak spółka komandytowa oraz dopuszczenie stosowania wehikułów zagranicznych w przypadku korzystania z pomocy publicznej.

---

<sup>38</sup> Innym ciekawym rozwiązaniem może być bliska kooperacja pomiędzy *business angels*, a funduszami *venture capital*, tak jak robi to MCI w ramach kolejnych transz programu „Business Angels”.

## 12. INFORMACJA O AUTORZE

---

### PIOTR TAMOWICZ

doktor nauk ekonomicznych; w latach 1990-2004 zawodowo związany z gdańskim Instytutem Badań nad Gospodarką Rynkową; obecnie niezależny konsultant gospodarczy, laureat nagrody Fundacji Edukacyjnej Przedsiębiorczości za raport na temat rynku *venture capital*, pomysłodawca organizacji Krajowego Forum Venture Capital – corocznej imprezy edukacyjno-promocyjnej organizowanej przez dziennik Puls Biznesu; specjalizuje się w zakresie problematyki rynku kapitałowego (*venture capital, business angels*), innowacji i *corporate governance*; współzałożyciel serwisu internetowego poświęconego *corporate governance*; współautor publikacji na temat *corporate governance* (dobrowolny kodeks *corporate governance*, Biała księga i ranking ładu korporacyjnego) oraz *venture capital*; w latach 1990-2000 członek rad nadzorczych takich firm, jak: Bank Komunalny SA (obecnie Nordea), Powszechny Bank Kredytowy SA, Wodociągi Kościerskie Sp. z o.o.; obecnie członek Rady Giełdy Papierów Wartościowych.

## ZAŁĄCZNIK NR 1 – STRESZCZENIE PROJEKTU (1)

Przykład streszczenia projektu rekomendowanego przedsiębiorcom przez PolBAN (www.polban.pl)

Data:

Tytuł projektu:

### **KARTA PROJEKTU**



*Informacje zawarte w Karcie Projektu stanowią podstawę do wstępnej oceny możliwości finansowania przez inwestorów współpracujących z PolBAN. Przesłanie wypełnionej Karty projektu do PolBAN oznacza wyrażenie zgody na przekazanie tych informacji inwestorom współpracującym z PolBAN oraz przechowywanie ich przez PolBAN do czasu odwołania przez zgłaszającego projekt.*

<b>Podstawowe informacje o projekcie</b>	<b>Dane kontaktowe do osób zgłaszających projekt</b>
Branża:	1. Imię i Nazwisko:
Lokalizacja:	Funkcja w projekcie:
Data rozpoczęcia działalności:	2. Imię i Nazwisko:
Liczba zaangażowanych osób:	Funkcja w projekcie:
Forma prawna:	Nr tel.:
Adres WWW:	Tel. kom.:
Czy jest biznesplan?:	Adres e-mail:
Inne ważne informacje:	

<b>Dane finansowe</b>	
Wysokość poszukiwanego kapitału:	Planowany okres trwania inwestycji:
Łączne potrzeby inwestycyjne:	Wkład własny pozafinansowy:
Wysokość kapitału własnego:	
Prognozy finansowe na okres 5 lat (PLN):	

	2 rok	2 rok	3 rok	4 rok	5 rok
Przychody					
Koszty					
Wynik operacyjny					

Uzasadnienie oraz informacje uzupełniające do tabeli:

**Opis przedsięwzięcia:**

**Produkt, klienci, rynek:**

**Przewaga konkurencyjna i innowacyjność przedsięwzięcia:**

**Propozycja dla inwestora i inne ważne informacje (np. preferowany model współpracy, oczekiwania od Business Angels)**

## ZAŁĄCZNIK NR 2 – STRESZCZENIE PROJEKTU (2)



Przykład streszczenia projektu stosowany przez Lewiatan Business Angels ([www.lba.pl](http://www.lba.pl))

NAZWA Przedsięwzięcia

### NAJWAŻNIEJSZE DANE:

- Branża:
- Lokalizacja:
- Etap rozwoju:
- Zaangażowanie środków własnych [w tys zł]:
- Zapotrzebowanie na kapitał [w tys zł]:
- % w kapitale:
- Wykorzystanie środków:
- Udział we władzach:
- IRR:
- Okres zwrotu:
- Wyjście z inwestycji:

### PODSTAWOWE DANE FINANSOWE:

Dane, tys. PLN					
Przychody					
dynamika					
EBITDA					
Rentowność EBITDA					
Zysk netto					
Rentowność netto					

### MOCNE STRONY PRZEDSIĘWZIĘCIA (W PUNKTACH)

**Podstawowe dane o projekcie (tekst) :**

**Oferowane wersje produktu/usługi (w punktach):**

**Korzyści dla Klienta (w punktach):**

## **RYNEK I KONKURENCJA:**

- Rozmiar i oczekiwany wzrost rynku – źródła szacunków
- Cechy docelowych segmentów
- Krótko/Długoterminowy rozwój rynku
  - o Spodziewane innowacje
  - o Kierunki rozwoju
- Konkurencja
  - o Udziały rynkowe
  - o Dynamika sprzedaży
  - o Kluczowe oferty

### **Strategia marketingowa:**

- Obecna strategię marketingu i sprzedaży
- Opis zaplanowanych do użycia instrumentów marketingowych
- Polityka cenowa
- Kanały dystrybucji
- Techniki sprzedaży
- Plan marketingowy z prognozami sprzedaży

## **MODEL BIZNESOWY:**

- Obecna organizacja
- Kadra zarządzająca z podkreśleniem doświadczenia
- Wymagania kadrowe
- Harmonogram zadań (w punktach)

## **PODSTAWOWE ZAŁOŻENIA PROJEKTU (W PUNKTACH):**

## **RYZYSKO PRZEDSIĘWZIĘCIA (W PUNKTACH):**

### **INNE:**

*Regulamin LBA przewiduje m.in.:*

*Art.5 Ust.2. Anioł biznesu (inwestor) LBA zobowiązuje się nie wykorzystywać bez pisemnej zgody Przedsiębiorcy LBA koncepcji i informacji zawartych w przekazywanym mu streszczeniu przedsięwzięcia oraz innych informacji otrzymanych od LBA.*

*Art. 4 ust. 2. LBA nie doradza Aniołom biznesu (inwestorom) LBA w zakresie oceny projektów inwestycyjnych i nie bierze odpowiedzialności za skutki ich ewentualnych decyzji odnośnie jakichkolwiek przedsięwzięć.*

## **ZAŁĄCZNIK NR 3 – TERM SHEET**

Wzór term sheet stosowany przez działającą w Małopolsce Regionalną Sieć Inwestorów Kapitałowych

Regionalna Sieć Inwestorów Kapitałowych

(www.resik.pl)

### **PODSTAWOWE WARUNKI TRANSAKCJI**

(*term sheet*)

[\*\*\*]

dnia [\*\*\*]

Celem niniejszego dokumentu jest przedstawienie zasadniczych warunków transakcji polegającej na objęciu oraz nabyciu przez [\*\*\*] udziałów w spółce [\*\*\*] z siedzibą w [\*\*\*].

Niniejszy dokument nie stanowi prawnie wiążącej umowy. Dokument ten nie stanowi również oferty w rozumieniu kodeksu cywilnego.

Szczegółowe postanowienia umów, które będą wiązać Strony, zostaną wynegocjowane na bazie założeń określonych w niniejszym dokumencie i tak długo, jak umowy takie nie zostaną podpisane przez właściwie umocowanych reprezentantów Stron, niniejszy dokument nie będzie miał charakteru wiążącego.

- |             |  |   |
|-------------|--|---|
| <b>I.</b>   | <b>Inwestor</b>                                | [***]   |
| <b>II.</b>  | <b>Wspólnik</b>                                | [***]   |
| <b>III.</b> | <b>Spółka</b>                                  | [***]   |
| <b>IV.</b>  | <b>Strony</b>                                  | Inwestor, Wspólnik, Spółka  |
| <b>V.</b>   | Struktura własnościowa Spółki przed Inwestycją | <u>Udziałowcy</u> <u>Udział w kapitale</u> <u>Udział w głosach</u><br>[***] 100 % 100 % |



<b>VI.</b>	<b>Działalność Spółki</b>	Podstawową działalnością Spółki jest [***]
<b>VII.</b>	<b>Cel Inwestycji</b>	Celem współpracy Stron jest wprowadzenie do Spółki inwestora finansowego i zapewnienie Spółce dodatkowych środków na jej rozwój.
<b>VIII.</b>	<b>Wycena</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Na potrzeby Inwestycji, Strony przyjmują wycenę <i>pre-money</i>, tzn. przed podwyższeniem kapitału, o którym mowa w pkt. IX poniżej, pakietu 100% w kapitale zakładowym Spółki na poziomie nie wyższym niż [---] PLN.</li> <li>2. Jeżeli ostateczna wycena <i>pre-money</i> pakietu 100% w kapitale zakładowym Spółki dokonana przed zawarciem Umowy Inwestycyjnej okazałaby się niższa, będzie to podstawą do odpowiedniego obniżenia wysokości kwot Inwestycji.</li> </ol>
<b>IX.</b>	<b>Inwestycja</b>	Na podstawie warunków transakcji szczegółowo określonych w Umowie Inwestycyjnej, a w szczególności po spełnieniu Warunków Zawieszających Inwestor zainwestuje w Spółkę kwotę [***] PLN poprzez objęcie udziałów w podwyższonym kapitale zakładowym Spółki w liczbie odpowiadającej [***] dotychczasowego kapitału zakładowego Spółki;
<b>X.</b>	<b>Struktura własnościowa Spółki po Inwestycji</b>	Struktura własnościowa Spółki w wyniku dokonania przez Inwestora Inwestycji będzie następująca: Udziałowcy    Udział w kapitale    Udział w głosach Wspólnik [***] % [***] % Inwestor [***] % [***] %
<b>XI.</b>	<b>Warunki Zawieszające</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Dokonanie Inwestycji przez Inwestora uzależnione będzie od spełnienia się wszystkich następujących warunków:             <ol style="list-style-type: none"> <li>1) przeprowadzenie <i>due diligence</i> Spółki (w zakresie spraw technicznych, prawnych, księgowo-finansowych, środowiskowych i innych), którego wynik będzie satysfakcjonujący dla Inwestora;</li> <li>2) przedstawienie przez Spółkę i zatwierdzenie przez Inwestora planu strategicznego i budżetu;</li> <li>3) podpisanie Umowy Inwestycyjnej, która regulować będzie kwestie opisywane w niniejszym dokumencie i wykonanie wszystkich zawartych w nim warunków poprzedzających Inwestycję;</li> <li>4) podjęcie przez Zgromadzenie Wspólników Spółki uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego Spółki, której treść stanowić będzie załącznik do Umowy Inwestycyjnej;</li> </ol> </li> </ol>

- 5) dokonanie zmian w Umowie Spółki, które szczegółowo zostaną określone w załączniku do Umowy Inwestycyjnej, i zgodnie z postanowieniami niniejszych Podstawowych Warunków Transakcji.
  - 6) uzyskanie wymaganych prawem zezwoleń organów korporacyjnych lub administracji państwowej;
  - 7) uzyskanie zgody Komitetu Inwestycyjnego Inwestora;
  - 8) przestrzeganie przez Wspólnika postanowień Umowy Inwestycyjnej; oraz
  - 9) prawdziwość Oświadczeń i Zapewnień.
2. Warunki Zawieszające zastrzeżone będą na korzyść Inwestora, który w każdej chwili będzie mógł się ich w całości lub w części zrzec na piśmie i wówczas traktowane będą one jako niezastrzeżone w całości lub w części.
- XII. Rada Nadzorcza Spółki**
1. Rada Nadzorcza Spółki będzie się składała z trzech osób.
  2. W skład rady Nadzorczej wejdą dwie osoby wskazane przez Inwestora i jedna wskazana przez Wspólnika. Osoba wskazana przez [\*\*\*] będzie pełniła Funkcję Przewodniczącego Rady Nadzorczej.
- XIII. Zgromadzenie Wspólników**
1. Zgromadzenie Wspólników będzie ważne pod warunkiem, iż reprezentowanych jest na nim co najmniej [\*\*\*] % udziałów.
  2. Uchwały Zgromadzenia Wspólników podejmowane są [\*\*\*] większością głosów, o ile przepisy Kodeksu spółek handlowych lub nie wymagają wyższej większości głosów.
- XIV. Zarządanie Spółką**
1. Zarząd Spółki będzie się składał z trzech osób.
  2. W skład Zarządu wejdą dwie osoby wskazane przez Wspólnika i jedna osoba wskazana przez Inwestora. Osoba wskazana przez [\*\*\*] będzie pełniła Funkcję Prezesa Zarządu.
- XV. Wyjście z Inwestycji**
1. Inwestorowi i Wspólnikowi przysługiwać będzie prawo pierwszeństwa nabycia posiadanych przez drugą Stronę udziałów, na zasadach szczegółowo uregulowanych w Umowie Inwestycyjnej.
  2. Inwestor lub Wspólnik, który nie skorzysta z prawa pierwszeństwa nabycia udziałów, będzie miał prawo do skorzystania z prawa przyłączenia się do sprzedazy udziałów, na takich samych warunkach jak Inwestor lub Wspólnik sprzedający udziały, na zasadach szczegółowo uregulowanych w Umowie Inwestycyjnej.
  3. Inwestorowi przysługiwać będzie wobec Wspólnika prawo żądania zbycia udziałów, razem z Inwestorem, na rzecz proponowanego przez Inwestora nabywcy, na takich samych warunkach na jakich będą one zbywane przez Inwestora.

		<ol style="list-style-type: none"> <li>4. Inwestorowi przysługiwało będzie prawo nabycia udziałów Wspólnika w Spółce, na zasadach szczegółowo uregulowanych w Umowie Inwestycyjnej.</li> <li>5. Wspólnikowi przysługiwało będzie prawo nabycia udziałów Inwestora w Spółce, na zasadach szczegółowo uregulowanych w Umowie Inwestycyjnej, pod warunkiem nieskorzystania przez Inwestora z prawa do nabycia udziałów Wspólnika i prawa do żądania zbycia udziałów przez Wspólnika razem z Inwestorem.</li> </ol>
<b>XVI.</b>	<b>Podstawa Inwestycji</b>	Podstawę do dokonania przez Inwestora Inwestycji, na warunkach określonych w niniejszym dokumencie, będzie stanowiła Umowa Inwestycyjna wraz z odpowiednimi załącznikami, w tym w szczególności tekstem umowy Spółki.
<b>XVII.</b>	<b>Oświadczenia i Zapewnienia</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Wspólnik i Spółka złożą wobec Inwestora, w dacie podpisania Umowy Inwestycyjnej oraz w dniu objęcia udziałów przez Inwestora, Oświadczenia i Zapewnienia potwierdzające stan finansowy i prawny Spółki, których zakres zostanie zaakceptowany przez Inwestora i szczegółowo określony w Umowie Inwestycyjnej. Wspólnik i Spółka przyjmują do wiadomości, iż Inwestor nie zawarłby Umowy Inwestycyjnej bez uzyskania takich Oświadczeń i Zapewnień.</li> <li>2. Umowa Inwestycyjna przewidywać będzie konsekwencje naruszenie Oświadczeń i Zapewnień oraz będzie zawierać postanowienia dotyczące zabezpieczenia roszczeń Inwestora w związku z naruszeniem Oświadczeń i Zapewnień.</li> </ol>
<b>XVIII.</b>	<b>Data Podpisania; Wyłącznie</b>	Strony będą negocjować treść Umowy Inwestycyjnej w taki sposób, by została ona podpisana najpóźniej do dnia [***]. W tym okresie wyłączność na negocjacje dotyczące inwestycji w Spółkę posiada Inwestor.
<b>XIX.</b>	<b>Spory</b>	Wszelkie spory wynikające z niniejszej umowy lub w związku z nią będą rozstrzygane przez sąd powszechny właściwy dla siedziby [***].

## **ZAŁĄCZNIK NR 4 – PRZYKŁADOWA STRUKTURA UMOWY INWESTYCYJNEJ**

1. Określenie stron umowy
2. Oświadczenia i zapewnienia
  - a) oświadczenia wspólników/właścicieli co do posiadanych udziałów/akcji
  - b) oświadczenia w sprawie działalności spółki
  - c) oświadczenia w sprawie zakresu i rzetelności ujawnionych informacji biznesowych
  - d) oświadczenia w sprawie rzetelności dokumentacji finansowej
  - e) oświadczenia w sprawie posiadanych lub rozporządzanych przez spółkę praw własności przemysłowej i intelektualnej (patenty, znaki towarowe, wzory użytkowe itd.)
  - f) oświadczenia w sprawie posiadanych aktywów
  - g) oświadczenia w sprawie pasywów spółki
  - h) oświadczenia w sprawie postępowań sądowych
  - i) oświadczenia w sprawie postępowań przeciwko członkom zarządu
  - j) oświadczenia w sprawie zaległości podatkowych
3. Struktura transakcji (*equity*)
  - a) zwołanie walnego zgromadzenia wspólników/akcjonariuszy
  - b) wielkość i sposób objęcia/nabycia akcji/udziałów przez business angel
  - c) inne niezbędne uchwały walnego zgromadzenia
  - d) zabezpieczenie wpływów z emisji do momentu jej rejestracji
  - e) pozostałe transze finansowania i warunki ich uruchomienia
4. Struktura transakcji (dług)
  - a) warunki udzielenia spółce pożyczki przez business angel
  - b) warunki nabycia przez business angel obligacji spółki
5. Sposób wykorzystania środków wniesionych przez business angel
6. Obowiązki sprawozdawcze spółki wobec inwestora business angel
7. Ustalenia w sprawie dywidendy płaconej przez spółkę
8. Ustalenia w sprawie sposobu zbycia akcji/udziałów spółki
9. Ustalenia w sprawie zakazu podejmowania działań konkurencyjnych wobec spółki
10. Odpowiedzialność wspólników/akcjonariuszy z tytułu złożenia nieprawdziwych „oświadczeń i zapewnień” oraz naruszenia umowy inwestycyjnej
11. Załączniki (projekty uchwał, regulaminów rady nadzorczej/komisji rewizyjnej, spisy aktywów, własności niematerialnych i prawnych, zobowiązań, dokumentacja finansowa, projekcje finansowe itd.)