

## Kryteria inwestycyjne *aniołów biznesu*\*

Rafał Morawczyński\*\*

**Streszczenie:** Celem artykułu jest przedstawienie najważniejszych wniosków wynikających z badań na temat kryteriów inwestycyjnych stosowanych przez *anioły biznesu* oraz czynników wpływających na te decyzje. Dokonano krytycznej analizy literatury światowej szukając w niej konsensusu, jak też najbardziej istotnych rozbieżności, koncentrując się nie tylko na samych kryteriach, ale także na czynnikach, które mogły wpływać zarówno na podobieństwa wyników, jak też obserwowane różnice. Pokazano, że mimo ogromnych trudności metodologicznych związanych z tymi badaniami zaczęły wyłaniać się obraz, w którym najważniejszymi kryteriami są cechy przedsiębiorców oferujących projekt, w nieco mniejszym stopniu kwestie produktowe i rynkowe oraz co zaskakujące - zagadnienia związane ze strukturyzowaniem inwestycji, w tym rozliczenia finansowe. Przeprowadzona analiza może być podstawą badania empirycznego prowadzonego w warunkach polskich.

**Słowa kluczowe:** *anioły biznesu*, finansowanie inwestycji, rynek kapitałowy, przedsiębiorczość

### Wprowadzenie

Określenie *anioły biznesu* odnosi się do osób fizycznych inwestujących w firmy prowadzone przez inne osoby – przedsiębiorców. W badaniach światowych uściśla się tę definicję wyłączając tych, którzy inwestują w firmy członków rodziny, przyjaciół i innych osób powiązanych z inwestorem (Clerq i in. 2011: 117–129). W wielu rozwiniętych krajach świata *anioły biznesu* uważane są za źródło finansowania o bardzo dużym znaczeniu dla rozwoju przedsiębiorczości. Wskazuje się bowiem, że inwestują w firmy, które są zbyt małe, albo znajdują się na zbyt wczesnym etapie rozwoju, aby mogły starać się o finansowanie instytucjonalne, w tym pochodzące od funduszy wysokiego ryzyka (*venture capital*), banków albo giełd papierów wartościowych. Zapełniają więc oni tę część rynku kapitałowego, która jest nieatrakcyjna dla profesjonalnych dawców kapitału. Mimo, iż powszechnie uważa się, że szacowanie wartości dokonywanych inwestycji, liczby tych inwestorów i ich charakterystyki jest bardzo trudne, to w krajach takich jak USA i Wielka Brytania wyraźnie wiadać, że pula kapitału stawiana do dyspozycji przez *anioły biznesu* znaczenie przekracza to, czym dysponują formalne instytucje finansujące kapitał własny, w tym szczególnie *venture capital*, a które często są punktem odniesienia w prowadzonych badaniach i analizach.

---

\* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2012/05/B/HS4/04174.

\*\* dr Rafał Morawczyński, Katedra Przedsiębiorczości i Innowacji, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, e-mail: rafal.morawczynski@uek.krakow.pl.

Ich znaczenie, jak się wydaje, jest jednak znacznie mniejsze w Europie kontynentalnej i w krajach transformujących się, również w Polsce.

Badania nad *aniołami biznesu* prowadzone są już od ponad trzydziestu lat. Kryteria inwestycyjne stosowane przez *anioły biznesu* należą przy tym do najczęściej poruszanych wątków tych badań, zapewne również z powodów utylitarnych. Inne najczęściej spotykane w literaturze zagadnienia to: charakterystyka *aniołów*, ich klasyfikacja, sposoby działania, a szczególnie dodawanie wartości do inwestycji, interakcja z przedsiębiorcami, porównania z innymi typami inwestorów.

## 1. Ewolucja metod badania kryteriów decyzyjnych

Badania nad kryteriami stosowanymi w decyzjach inwestycyjnych *aniołów biznesu* przeszły wyraźną ewolucję, odkąd zostały zapoczątkowane ponad trzydzieści lat temu (Wetzel 1983: 23–34). Na początku polegały one na pomiarze wagi długiej listy kryteriów, co najczęściej robiono przy użyciu skali Likerta albo rzadziej przy użyciu skali rangowej. Szybko metodę tę poddano krytyce wskazując, że założenie jakie się za nią kryje, odbiega znacznie od tego jak proces decyzyjny wygląda naprawdę, szczególnie zaś w konfrontacji z paradygmatem ograniczonej racjonalności. Dlatego współczesne, bardziej wyrafinowane metody badawcze próbują mierzyć decyzje w czasie rzeczywistym. Typowym zabiegiem w tej grupie jest analiza *conjoint*. A. Maxwell, J. Scott i M. Levasque sięgnęli z kolei po nagrania telewizyjnego show *Dragon's Den* (w wersji kanadyjskiej). Autorzy uznali, że mimo pewnego oderwania tego typu prezentacji od realiów rynku kapitałowego, przebieg tego programu daje pewien wgląd w to, jak wygląda proces decyzyjny *aniołów*. Zwrócili uwagę na interakcję inwestorów z przedsiębiorcami i poddali ją kwantyfikacji. Badacze zajmujący się procesem decyzyjnym *aniołów biznesu*, bardzo chętnie sięgają też po metody jakościowe. Motywacja pochodzi ze słabej znajomości zjawiska istoty inwestycji *aniołów biznesu*, co pociąga konieczność stosowania badań na podstawowym, teoriiotwórczym poziomie, choć – do czego autorzy na ogół nie przyznają się – może to wynikać również z niewielkiego rozmiaru stosowanych prób badawczych. Wśród metod jakościowych dominują wywiady i protokoły wypowiedzi werbalnych.

Niemal jednogłośnie dostrzega się w literaturze wyjątkowe trudności metodologiczne badań *aniołów biznesu*, również z powodu ich rozproszenia i unikaniu rozgłosu. Ewolucja tych metod, w tym kryteriów używanych przez *anioły* w podejmowaniu decyzji, przebiegała równoległe z postępowaniem stanu wiedzy na ten temat. Początkowe proste modele, tworzone przy pomocy upraszczających metod ankietowych, okazały się mniej precyzyjne niż modele używające metod bazujących na zadaniach prezentowanych inwestorom w czasie rzeczywistym. Ta nowsza generacja metod pozwoliła na wykazanie, że proces decyzyjny *aniołów* znacznie odbiega od tego, który jest przewidywany przez postulat pełnej racjonalności.

## 2. Lista kryteriów

Pełna lista kryteriów używanych przez *anioły biznesu* w podejmowaniu decyzji byłaby bardzo długa. W tabeli 1 zebrano więc wybrane najważniejsze grupy tych kryteriów wyłaniające się z kilku badań, przeprowadzonych w dosyć różniących się od siebie krajach. Większość autorów stara się systematyzować długi ciąg kryteriów w swoich opracowaniach zbierając je w spójne zbiory.

**Tabela 1**

Główne grupy kryteriów decyzyjnych w wybranych badaniach

Autorzy i rok badania	Lista czynników	Kraj
Maxwell, Scott, Levasque, ok. 2010	(1) produkt, (2) rynek, (3) przedsiębiorca, (4) kwestie finansowe, (5) kwestie związane z inwestycją	Kanada
Feeney, Haines, Riding, 1999	(1) cechy przedsiębiorcy, (2) cechy okazji inwestycyjnej	Szkocja
H. Stedler, H. Peters, ok. 2002	(1) przedsiębiorca/ zespół zarządzający, (2) produkt/ usługa – pierwszorzędne, (3) rynek/ sprzedaż – średnie, (4) finansowe – drugorzędne, (5) inwestycja – drugorzędne	Niemcy
Sudek, ok. 2004	(1) pasja przedsiębiorcy, (2) wiarygodność przedsiębiorcy – pierwszorzędne, (3) jakość zespołu zarządzającego – pierwszorzędne, (4) możliwość wyjścia z inwestycji – średnie	USA
Yasuhisa, ok. 1997	(1) rynkowy potencjał produktu/ usługi, (2) potencjał przedsiębiorcy, (3) osobista „chemia” z przedsiębiorcą	Japonia

Źródło: opracowanie własne na podstawie Maxwell i in. (2011): 212–225; Stedler, Peters (2003): 269–276; Sudek (2006): 89–103; Feeney i in. (1999): 121–145; Yasuhisa (1999): 259–273.

Z badań światowych wynika, że pojedynczą najważniejszą grupą kryteriów decyzyjnych *aniołów biznesu* są te, które odnoszą się do charakterystyki przedsiębiorcy, albo rzadziej – zespołu przedsiębiorców. W wielu badaniach wyraźnie podkreśla się dominujący wpływ cech przedsiębiorców w stosunku do pozostałych kryteriów inwestycyjnych (Feeney i in. 1999: 121–145). Charakterystyczne jest również to, że często cechy te nie są definiowane w sposób jawny, o czym świadczą wskazania na „przecucie”, intuicję albo „osobistą chemię”, co można traktować raczej jako sposób racjonalizowania decyzji. Znaczenie tego subiektywnego kryterium jest wyjątkowo ważne właśnie dla tej grupy inwestorów i o wiele rzadziej pojawia się w badaniach dotyczących decyzji funduszy *venture capital*, banków albo inwestorów giełdowych. Waga cech przedsiębiorcy dla decyzji *anioła biznesu* wynika nie tylko z oceny kapitału ludzkiego osoby rozwijającej firmę, ale również z tego, że charakterystyczne dla inwestycji w tej części rynku kapitałowego jest to, że dwie strony transakcji współpracują na ogół blisko również po zasileniu kapitałowym. Dlatego *anioły* chcą uniknąć inwestowania w firmę kierowaną przez przedsiębiorcę, z którym trudno byłoby się później komunikować i współpracować. Trzeba też zauważyć, że często pojawiającą się w badaniach właściwością przedsiębiorcy, cenioną przez *anioły* jest uczciwość, możliwość darzenia zaufaniem, prawdomówność. Cechy te, jak się wydaje, mają zmniejszyć

koszty agencji (w tym związane z monitorowaniem), bowiem *aniołowie* nie są w stanie chronić swoich inwestycji w równym stopniu, co profesjonalni inwestorzy. W ich przypadku zarówno precyzyjne ustalenie warunków kontraktu, jak i późniejsze jego egzekwowanie jest trudne i dlatego substytucją relacji formalnych muszą być więzi nieformalne, oparte na zaufaniu stron do siebie, co wymaga rzetelności ze strony przedsiębiorcy. P. Kelly i M. Hay (2003) pokazali, że parametry projektu decyzyjnego (a przez to pośrednio – używane kryteria) mają wpływ na kształt kontraktu między dawcą kapitału a przedsiębiorcą. Udało im się ustalić, że stopień skomplikowania kontraktu jest większy, jeśli przedsiębiorca ma duże doświadczenie branżowe i wtedy, gdy inwestowana jest większa ilość kapitału. W tym pierwszym przypadku może to wynikać z obaw inwestora, że przedsiębiorca, mając większe doświadczenie, może zachowywać się oportunistycznie. Ciekawym wnioskiem z tego badania jest również to, że wraz ze wzrostem doświadczenia *anioła* maleje liczba klauzul w kontrakcie, które uważa on za niezbędne. Może to być pośrednim dowodem na wpływ doświadczenia na sposób oceny projektu, przy czym wzrost doświadczenia powodować może wyostrenie uwagi i przywiązywanie wagi do mniejszej liczby jego parametrów, za to mających większe znaczenie.

W wielu badaniach zwraca się uwagę, że obok kryteriów stosunkowo dobrze mierzalnych, jak doświadczenie czy wykształcenie, równie ważne mogą być te, które mają charakter znacznie bardziej subiektywny. W ostatnich latach szczególne zainteresowanie badaczy wzbudza pasja przedsiębiorców. Ta cecha jest szczególnie ceniona przez inwestorów, ponieważ jest wskazówką, że osoba prowadząca firmę posiada odpowiedni poziom motywacji, energii, zaangażowania, niezbędnych w realizacji projektów przedsiębiorczych (Mittens i in. 2012: 592 –606). Propozycje inwestycyjne prezentowane przez przedsiębiorców nie pokazujących pasji, nudne, wzbudzają małe zainteresowanie inwestorów. W eksperymencie przeprowadzonym przez C. Masona i R. Harrisona pokazano, że nudny, niepewny styl prezentacji jest wystarczającym powodem do odrzucenia propozycji inwestycyjnej (Mason, Harrison 2000). Cechy przedsiębiorców opisywane w wybranych badaniach zebrano w tabeli 2.

Doświadczenie przedsiębiorców przejawia się na kilka sposobów. Może ono dotyczyć szczególnie: wcześniejszego zakładania i prowadzenia przedsiębiorstwa znajdującego się na początkowym etapie istnienia, pracy w branży, w której działa firma, doświadczenia menedżerskiego. Szczególnie cenione są dwa pierwsze z wymienionych doświadczeń (Carpentier, Suret 2013).

Druga ważna grupa kryteriów dotyczy natury projektu, a w szczególności rynku i oferowanego produktu. W wielu badaniach widać jednak, że etap realizacji projektów jest często tak wczesny, że trudno jest dokładnie opisać te parametry gotowości rynkowej, a tym bardziej mierzyć je i uwzględniać w pełni w procesie inwestycyjnym. Równocześnie jednak *anioły* starają się na często inwestować w branżach, w których mają osobiste doświadczenie, co pomaga im precyzyjnie ocenić projekt, ale również daje szansę na późniejszą pomoc w jego rozwijaniu dzięki posiadanej wiedzy i kontaktom w środowisku gospodarczym.

**Tabela 2**

Cechy przedsiębiorców jako kryteria decyzyjne w wybranych badaniach

	Sudek	Mittiness i inni	Carpentier, Suret	Feeney, Haines, Riding	Stedler, Peters
Pasja	*	*			
Doświadczenie menedżerskie przedsiębiorcy			*	*	
Doświadczenie przedsiębiorcy w prowadzeniu nowych firm	*		*		
Doświadczenie branżowe przedsiębiorcy	*		*		
Realistyczne oczekiwania				*	
Uczciwość	*			*	
Wizja				*	
Poświęcenie				*	
Potrzeba kontroli				*	
Osobiste wrażenie	*				*
Siła perswazji, entuzjazm					*

Źródło: na podstawie Carpentier, Suret (2013); Feeney, Haines, Riding (1999): 121–145; Sudek (2006): 89–103; Stedler, Peters (2003): 269–276; Mittiness i in. (2012): 592–606.

Kryteria finansowe są dostrzegane jako ważne kryterium w wielu badaniach, jednak wyniki dotyczące ich wpływu na końcową decyzję są rozbieżne i, jak się wydaje, są one nieco mniej ważne niż wcześniej opisywane cechy przedsiębiorcy, rynku i produktu. *Anioły* inwestują na tak wczesnym etapie rozwoju firm, że trudno jest wtedy precyzyjnie prognozować przyszłe przychody i zyski projektu. Wśród kryteriów finansowych występują takie pozycje jak wysokie marże zysku czy szybkie osiągnięcie progu rentowności. Wydaje się, że pojawiające się sporadycznie próby oszacowania typowych parametrów finansowych, takich jak wewnętrzna stopa zwrotu, są dokonywane na wyrost, szczególnie jeśli zderzy się je ze skalą niepewności inwestowania na tak wczesnych etapach rozwoju firm. Ale głośne historie inwestycji *aniołów* w legendarne firmy, takie jak Apple, Google czy Twitter na pewno nie uchodzą uwadze inwestorów szukających swojej wyjątkowej, życiowej szansy osiągnięcia nadzwyczaj wysokiej stopy zwrotu.

W niektórych badaniach jako odrębne kryterium wyodrębnia się sprawy związane z technicznym strukturyzowaniem inwestycji. Dotyczą one: ilości kapitału inwestowanego przez samego przedsiębiorcę, możliwości wyjścia z inwestycji, podziału ról między stronami umowy, możliwości dodania wartości do projektu przez *anioła*. Wydaje się jednak, że sprawy te są stosunkowo słabo rozpoznane w badaniach, co wynikać może z ich delikatnej natury i związanej z tym niechęcią inwestorów do dzielenia się informacjami na ten temat. Inny powód może dotyczyć metodologii badań, które w zdecydowanej części skupiają się na jednym tylko etapie procesu inwestycyjnego, czyli wstępnej fazie oceny (ang. *screening*), a – jak to udowodniono dalej w tekście – zagadnienia „techniczne” (prawne, finansowe) nie mają wtedy pierwszorzędного znaczenia i ich zbadanie jest odkładane na później.

### 3. Proces decyzyjny i jego specyfika

C. Mason i M. Stark pokazali, że *anioły biznesu* odróżniają się od innych dawców kapitału pod względem kryteriów używanych do oceny propozycji inwestycyjnych. W porównaniu z funduszami *venture capital* kładą większy nacisk na charakterystykę przedsiębiorcy, podobnie do nich traktując jednak kwestie finansowe i rynkowe. W porównaniu z bankierami zaś przykładają mniejszą wagę do zagadnień finansowych. Zaobserwowano, że *anioły* i menedżerowie funduszy *venture capital* są do siebie dosyć podobni w zakresie stosowanych kryteriów, przynajmniej jeśli jako grupę odniesienia przyjmie się decydentów bankowych. *Anioły* większą wagę niż inni inwestorzy przywiązują również do odpowiedniego dopasowania swoich kompetencji z charakterystyką projektu (Mason, Stark 2004: 227 – 248). Wyjątkowość stosowanych kryteriów stosowanych przez *anioły* w porównaniu z innymi dawcami kapitału może mieć swoje uzasadnienie ekonomiczne, ponieważ zajmują oni niszę na rynku kapitałowym nieatrakcyjną dla profesjonalnych inwestorów. W wielu badaniach podkreśla się również komplementarność ról *aniolów* wobec bardziej zaawansowanych inwestorów - funduszy *venture capital* i banków.

Zaobserwowano, że *anioły* używają różnych kryteriów na różnych etapach procesu inwestycyjnego. Proces ten w większości badań jest konceptualizowany, podobnie jak w koncepcjach wypracowanych w analizie rynku funduszy *venture capital*, na przykład kanonicznego modelu T. Tyebjee i A. Bruno (1984: 1051 – 1066). Podobnie dzieli się go więc na następujące główne fazy: oceny wstępnej (*screening*) i właściwej (*evaluation*), przygotowanie i działania poinwestycyjne. Podobnie jak w badaniach nad funduszami *venture capital* zaobserwowano też, że w fazie wstępnej oceny (*screening*) zdecydowana większość propozycji jest odrzucana (nawet 90% z nich). Harrison i Mason (2000) dowodzili, że faza wstępnej oceny jest bardzo krótka, trwa jedynie dziesięć minut, a w niektórych przypadkach nawet jedną lub dwie minuty. Twierdzili oni, że w tej fazie da się wyróżnić jeszcze dwie podfazy. W pierwszej sprawdzane są kryteria formalne, techniczne: lokalizacja, branża, etap rozwoju projektu. Po zaakceptowaniu kryteriów dających się dokładnie ocenić, przechodzi się do drugiej podfazy, tym razem opierając się bardziej na przeczuciu, intuicji. Podobnie interpretować można wyniki uzyskane przez Sudek, Mitteness i Baucus (2008: 1–6), którzy pokazali, że na kolejnych etapach procesu inwestycyjnego waga przykładana do kryteriów ulega rekonfiguracji. Najpierw projekt oceniany jest głównie pod kątem jego wartości rynkowej, przydatności produktu, okazji przedsiębiorczej, a dopiero później rośnie znaczenie atrybutów związanych z przedsiębiorcą.

Po zakończeniu najbardziej kluczowej jak się zdaje fazy – oceny wstępnej, w późniejszych etapach wagi czynników oceny ulegają zmianie. *Anioły* większą wagę przywiązują wtedy do kryteriów związanych z możliwością łagodzenia ryzyka agencji ze strony przedsiębiorców (Mason, Harrison 2003: 29–42). Wskazuje się, że inwestorzy indywidualni w porównaniu z profesjonalistami z funduszy *venture capital* podejmują wtedy decyzje w bardziej osobisty sposób, dokonując mniej oficjalnego *due diligence* i opierają się

w większym zakresie na instynkcie, nie kalkulując precyzyjnie parametrów finansowych (Mitteness i in. 2012: 592–606).

W skomplikowanym procesie decyzyjnym *anioły* używają szeregu zabiegów poznawczych, w tym heurystyk. Na przykład we wczesnym etapie sposobem na selekcję spośród dużej liczby propozycji jest stosowanie heurystyki eliminowania według aspektów (ang. *elimination by aspects*), a jeśli w tym czasie cechy dyskwalifikujące nie zostaną dostrzeżone, to podejmowana jest bardziej metodyczna ocena (Maxwell i in. 2011: 212–225). Mason i Harrison (1996: 35–51) opisywali proces decyzyjny *aniołów* w następujący sposób: inwestorzy podchodzą do propozycji inwestycyjnej z góry z negatywnym nastawieniem, szukając bardziej słabości niż sił i rezygnując, kiedy osiągnięta zostaje masa krytyczna negatywnych cech projektu. Nazywają to podejście „trzy ciosy i kończysz” (ang. *three strikes and you are out*).

Ocena propozycji nie jest zjawiskiem jednostronnym. Maxwell i Lavasque (2010) zwracają uwagę, że wynik tej oceny kształtuje się w procesie interakcji między przedsiębiorcą a inwestorem. Pojawiające się wtedy zaufanie wpływa szczególnie na percepcję ryzyka agencji przez *aniola*.

W ostatnich latach obserwuje się instytucjonalizację procesu inwestycyjnego *aniołów*. Coraz większego znaczenia nabierają sieci *aniołów*, tworzące własne struktury usprawniające ten proces. Ma to wpływ na ewolucję kryteriów używanych w procesie inwestycyjnym i coraz bardziej upodabnia go do tego, jaki stosują fundusze *venture capital*. W kilku badaniach pokazano, że włączenie w proces decyzyjny formalnych struktur tworzonych przez sieci *aniołów* powoduje, że w najbardziej podatnej na odrzucenia fazie początkowego *screeningu*, oceny dokonują często nie osobiście inwestorzy, ale specjalnie przeszkoleni i zatrudnieni do tego celu ewaluatorzy. Może to powodować, że dla przedsiębiorców większego znaczenia niż dawniej nabiera staranniejsze przygotowanie propozycji od strony formalnej. Brush, Edelman i Manolova (2012: 111–129) pokazały, że proces inwestycyjny grupy *aniołów* (sieci), umieszczony w bardziej przejrzystych ramach organizacyjnych, daje się też bardziej precyzyjnie opisać w porównaniu z decyzjami podejmowanymi przez pojedyncze *anioły*. Ma on wtedy ściśle wyodrębnione, oficjalne cztery fazy: przeglądu wstępnego, dokonywanego przez komitet administracyjny, prezentacji wstępnej oceny przed komisją, prezentacji przed główną grupą *aniołów* i *due diligence*. Ciekawe jest to, że tak ustrukturyzowany proces oceny znacznie przypominał procedurę stosowaną przez fundusze *venture capital*, przez co też dużemu osłabieniu uległ wpływ kryteriów subiektywnych, takich jak cechy przedsiębiorców. Wzmocnione zaś zostało znaczenie cech technologii, produktu i rynku. Waga poszczególnych kryteriów była różna na różnych etapach oceny i podobnie jak w przypadku decyzji podejmowanych przez pojedynczych inwestorów, po akceptacji kryteriów formalnych rosło znaczenie gorzej mierzalnych cech osobowych.

Stosunkowo mało badań zajmuje się technicznymi detalami procesu podejmowania decyzji, na przykład jak długo trwa ten proces i czy są w nim wykorzystywane dodatkowe źródła informacji albo formalne techniki decyzyjne. W jednym z niewielu badań, które

zwróciło uwagę na ten problem, wskazano jedynie, że *anioły* na ogół podejmują decyzję jednoosobowo, i tylko sporadycznie odwołują się do opinii współinwestorów (w syndykatach inwestycyjnych) (Yasuhisa 1999: 259–273).

#### 4. Czynniki wpływające na różnice stosowanych kryteriów

Stosunkowo mało wiadomo na temat różnic w stosowaniu kryteriów w zależności od lokalizacji inwestorów (i projektów). Wpływ na ten stosunkowo ubogi stan wiedzy mogą mieć założenia metodologiczne badań, bowiem wnioskowanie w tym przypadku powinno się odbywać w oparciu o odpowiednie badania porównawcze, a to w tej dyscyplinie jest rzadkością. Drugim powodem jest też zapewne duża heterogeniczność *aniołów* między krajami, wynikająca choćby z różnych struktur gospodarek, historii ich rozwoju, porządku instytucjonalnego. Niektórzy próbują radzić sobie z tym problemem metodologicznym w ten sposób, że porównują swoje wyniki z rezultatami z innych krajów. W ten właśnie sposób pokazano na przykład, że w Norwegii w porównaniu z Wielką Brytanią *anioły* chętniej inwestują w sektory technologiczne i przetwórstwo, a rzadziej w handel i usługi oraz w firmy o ustabilizowanej pozycji rynkowej. Później zaś mniej chętnie angażują się w aktywne zarządzanie swoimi inwestycjami. W Norwegii *anioły*, wybierając projekty, opierają się często na informacjach pochodzących z sieci osobistych kontaktów i stosunkowo często w modelu inwestycyjnym stosują metodę wiodącego inwestora (Reitan, Sorheim 2000: 129–141). W podobny sposób porównywano *anioły* w Niemczech. Specyfiką tego rynku jest między innymi to, że *anioły* często inwestują wspólnie z instytucjami o rodowodzie publicznym. W porównaniu z innymi krajami, *anioły* w Niemczech posiadają większy majątek osobisty, z czego prawdopodobnie wynika też to, że inwestują oni w poszczególne projekty więcej, niż robią to inwestorzy prywatni w innych krajach. W tym badaniu pokazano również, że *anioły* w tym kraju używają innych kryteriów niż ich odpowiednicy w Wielkiej Brytanii. Zwracają więcej uwagi na osobiste wrażenie, bardziej ceniąc potencjał wzrostu, mniejsze znaczenia przykładając jednak do potencjału przedsiębiorcy, jego entuzjazmu i opinii o nim w środowisku. Później spędzają za to więcej czasu na monitorowaniu inwestycji (Stedler, Peters 2003: 269–276). Dla japońskich *aniołów* z kolei ważnym kryterium jest umiejscowienie projektu w branżach nowoczesnych technologii. Japońskie *anioły*, zupełnie inaczej niż w wielu innych krajach, nie przywiązują dużej uwagi do bliskości lokalizacji projektu. Może wynikać to z tego, że po zainwestowaniu są oni na ogół dosyć bierni (Yasuhisa 1999: 259–273).

Badanie wpływu lokalizacji (kraju) inwestycji na stosowane kryteria zgodnie z opisywanym wcześniej sposobem przeważającym w literaturze (w pojedynczych krajach), z góry obciążone jest słabością metodologiczną. Studia porównawcze dają lepsze wyniki, gdy prowadzone są na jednolitym zbiorze danych. W badaniach *aniołów* jest to jednak duża rzadkość, także z powodu braku odpowiednich baz danych. Przykładem radzenia sobie z tym problemem jest opracowanie De Clerqa, Meulemana i Wrighta, którzy używając



bazy Global Entrepreneurship Monitor szukali różnic w zachowaniach inwestycyjnych mikroinwestorów, opierając się na założeniach ekonomii instytucjonalnej. Wpływ czynników instytucjonalnych jest praktycznie niemożliwy do uchwycenia w tradycyjnych badaniach, prowadzonych w pojedynczych krajach. Na próbie dwudziestu sześciu krajów autorzy pokazali, że istnieje pozytywna relacja między poziomem ochrony prawnej oferowanej w kraju a liczbą mikroinwestycji. Wynik ten jest zgodny z bardziej zaawansowanymi pod tym względem badaniami prowadzonymi wcześniej w branży *venture capital* (De Clerq, Meuleman, Wright 2011: 117–129).

Zapewne również różnice indywidualne związane z samymi *aniołami* wpływają na ich decyzje inwestycyjne. Harrison i Mason (2007: 445–472) porównując *anioły* – kobiety i mężczyzn – pokazali, że kobiety są motywowane bardziej przez czynniki społeczne, takie jak inwestowanie w projekty przynoszące korzyści społeczności, na przykład związane z ochroną środowiska. W swoich decyzjach kobiety są bardziej ostrożne i mają większą skłonność do inwestowania w firmy prowadzone przez inne kobiety. Zapewne ważnym źródłem wariacji różnic w stosowanych kryteriach inwestycyjnych jest też rodzaj inwestora. *Anioły* jako grupa ulega coraz większemu zróżnicowaniu, co wynika zarówno z rosnącej popularności tej formy inwestowania, szukania dywersyfikacji przez bogatych ludzi, udoskonalania otoczenia instytucjonalnego na prywatnym rynku kapitałowym (w tym rozwiązań prawnych) oraz zmian gospodarki, a szczególnie z eksplozji przedsiębiorczości w branżach zaawansowanych technologicznie. Przykładem dostrzeżenia tych zmian może być wyodrębnienie niedawno nowego „gatunku” inwestorów – *aniołów założycieli* (ang. *founding angels*), którzy działają na styku nauki i biznesu i są „akuszerami” spółek typu *spin-off*, szczególnie w Europie mającej wyjątkowe problemy z komercjalizacją wiedzy (Festel, De Cleyn 2013: 261–282). Typologia *aniołów* była podstawą badania zachowań inwestycyjnych w jednym ze studiów w Szwecji. Pokazano tam, że „klasyczne” *anioły* w odróżnieniu od „mikro” *aniołów* przywiązują dużą wagę do tego, aby projekt był zlokalizowany blisko ich miejsca zamieszkania, dzięki czemu mogą aktywnie włączać się w zarządzanie nim już po zainwestowaniu (Avdeitchikova 2008: 55–85).

Badania nad procesem decyzyjnym *aniołów* w ostatnich latach wchodzą w coraz bardziej zaawansowany etap, w którym źródła wariacji podejmowanych decyzji szuka się też w charakterystyce psychologicznej decydentów. Wiltbank i Read (Wiltbank i in. 2009: 116–133) ustalili, że inwestycje *aniołów* zależą od stosowanych sposobów radzenia sobie z niepewnością. Zrobili rozróżnienie między stylem opartym na predykcji a stylem opartym na kontroli. W pierwszym przypadku inwestorzy ceniący strategię agresywne starają się znaleźć takie projekty, które dotyczą szybciej rosnących rynków. Inwestorzy działający w oparciu o strategię kontroli postępują bardziej ostrożnie, starając się przede wszystkim uchronić przed stratą, kosztem mniejszych możliwości zarobku. Badacze pokazują, że te strategię odnoszą zakładany skutek i prowadzą do wyboru jednych projektów i do odrzucania tych, które nie pasują do preferowanego sposobu radzenia sobie z niepewnością, dając też różne szanse na osiągnięcie wyjątkowo wysokich stóp zwrotu (wyższych w strategii

agresywnej). Sudek, Mitteness i Baucus doszli do wniosku, że doświadczenie inwestycyjne *anioła* ma wpływ na wagę przykładaną przez niego do różnych kryteriów inwestycyjnych na różnych etapach oceny. Bardziej doświadczeni inwestorzy są mniej skłonni do odrzucania projektu we wczesnej fazie jedynie na podstawie oceny samej okazji i wolą czekać z ostateczną decyzją do czasu ewaluacji przedsiębiorcy albo zespołu przedsiębiorczego. Innymi słowy, w ich schematach poznawczych między tymi kluczowymi elementami oceny istnieje swego rodzaju przetarg. Taka bardziej precyzyjna ocena jest jednak możliwa wtedy, gdy doświadczenie *anioła* jest wszechstronne i dotyczy zarówno branży, prowadzenia firm znajdujących się na wczesnym etapie rozwoju, jak też inwestowania na prywatnym rynku kapitałowym.

### **Uwagi końcowe**

Kryteria inwestycyjne stosowane przez *anioły biznesu* są już stosunkowo dobrze rozpoznany zagadnieniem w badaniach prowadzonych poza Polską, głównie w krajach anglosaskich i w mniejszym stopniu w innych krajach wysoko rozwiniętych. W krajach gospodarek „doganiających” problemy te badane są jednak dosyć rzadko. Wynika to zapewne z tego, że w krajach tych sektor rynku kapitałowego jest ciągle stosunkowo słabo rozwinięty, bogaci inwestorzy należą do rzadkości i są poza tym słabo rozpoznawalni i niewidoczni dla badaczy. W opracowaniu niniejszym przeprowadzono systematyzację studiów prowadzonych w celu przygotowania badania empirycznego w warunkach polskich. Ustalono więc, że najważniejszą grupą czynników wpływających na decyzje *aniołów* są te, które dotyczą przedsiębiorców i zespołów przedsiębiorczych. W ten sposób inwestorzy doceniają wartość kapitału ludzkiego, ale też zmniejszają koszty agencji. Nieco mniej ważne są kryteria związane z istotą okazji przedsiębiorczej, w tym cechy produktu, rynku, prognozy finansowe. Używając metafory stosowanej w badaniach na styku rynku kapitałowego i przedsiębiorczości można więc stwierdzić, że *anioły biznesu* inwestują bardziej w dżokeja niż w konia. Ale waga poszczególnych kryteriów zależy od dużej liczby innych czynników, w tym: etapu procesu decyzyjnego, cech samych decydentów (także bardzo subiektywnych, jak właściwości psychologiczne), rynku, na którym działają, przebiegu interakcji z przedsiębiorcą. Tak duża liczba zmiennych pośredniczących w relacji między *aniołami* a przedsiębiorcami sprawia, że badanie empiryczne prowadzone w Polsce może dać nowy wgląd w tę problematykę, szczególnie, że rynek kapitałowy w Polsce przeszedł własną, odrębną ewolucję.

## Literatura

- Avdeitchikova S. (2008), *On the structure of the informal venture capital market in Sweden: developing investment roles*, „Venture Capital”, vol. 10, no. 1, s. 55–85.
- Carpentier C., J. Suret (2013), *Entrepreneurs' Experience and Angels' Decision Process: A Longitudinal Analysis*, SNRR.
- Chen X.-P., Yao, X., Kotha, S. (2009), *Passion and preparedness in entrepreneurs' business plan presentations: A persuasion analysis of venture capitalists' funding decisions*, „Academy of Management Journal”, vol. 52, no. 1, s. 199–214.
- De Clerq D., Meuleman M., Wright M. (2011), *A cross- country investigation of micro – angle investment activity: The roles of new business opportunities and institutions*, „International Business Review”, vol. 21, iss. 2, s. 117–129.
- Feeney L., Haines G., Riding A. (1999), *Private investors' investment criteria: insights from qualitative data*, „Venture Capital”, vol. 1, no. 2, s. 121–145.
- Festel G., De Cleyn (2013), *Founding angels as an emerging subtype of the angel investment model in high-tech business*, „Venture Capital”, vol. 15, no. 3, s. 261–282.
- Harrison R., Mason C. (2007), *Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance*, „Entrepreneurship Theory and Practice”, vol. 3, iss. 31, s. 445–472.
- Kelly P., Hay M. (2003), *Business angel contracts: the influence of context*, „Venture Capital”, vol. 5, no. 4, s. 287–312.
- Mason C., Harrison R. (1996), *Why business angels say no: a case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate*, „International Small Business Journal”, vol. 14, iss. 2, s. 35–51.
- Mason C., Stark M. (2004), *What do Investors Look for in a Business Plan?: A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels*, „International Small Business Journal”, vol. 22, iss. 3, s. 227–248.
- Mason C., Harrison R. (2000), *Investing in Technology Ventures: What Do Business Angels Look for at the Initial Screening Stage?* w: P.D. Reynolds, E. Autio, C. Brush, W. Bygrave, S. Manigart, H. Sapienza and K. Shaver (eds), „Frontiers of Entrepreneurship Research”, Babson Park, MA: Babson College, 293.
- Mason, C. Harrison, R. (2003), *Auditioning for money: What do technology investors look for at the initial screening stage?*, „Journal of Private Equity”, vol. 6, iss. 2, s. 29–42.
- Maxwell A., Jeffrey S., Levesque M. (2011), *Business angel early stage decision making*, „Journal of Business Venturing”, vol. 26, s. 212–225.
- Maxwell A., Levesque M. (2010), *Entrepreneurs' Trustworthiness: A Critical Ingredient for Attracting Investment*, „Frontiers of Entrepreneurship Research”, vol. 30, iss. 2, art. 1. Dostępny na: <http://digitalknowledge.babson.edu/fer/vol30/iss2/1>.
- Mittens Ch., Sudek R., Cardon M., S. Cardon (2012), *Angel investor characteristics that determine whether perceived passion leads to higher evaluations of funding potential*, „Journal of Business Venturing”, vol. 27, iss. 5, s. 592–606.
- Reitan B., Sorheim R. (2000), *The informal venture capital market in Norway – investor characteristics, behaviour and investment preferences*, „Venture Capital”, vol. 2, no. 2, s. 129–141.
- Stedler H., Peters H. (2003), *Business angels in Germany: an empirical study*, „Venture Capital”, vol. 5, no. 3, s. 269–276.
- Sudek R. (2006), *Angel Investment Criteria*, „Journal of Small Business Strategy”, vol. 17, iss. 2, s. 89–103.
- T. Yasuhisa (1999), *Business angels in Japan*, „Venture Capital”, vol. 1, no. 3, s. 259–273.
- Tyebjee T., Bruno A. (1984), *A model of venture capitalist investment activity*, „Management Science”, vol. 30, s. 1051–1066.
- W. Wetzel (1983), *Angels and informal risk capital*, „Sloan Management Review”, vol. 24, iss. 4, s. 23–34.
- Wiltbank R., Read S., Dew N., Sarasvathy S. (2009), *Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angels investing*, „Journal of Business Venturing”, vol. 24, iss. 2, s. 116–133.

**INVESTMENT CRITERIA USED BY BUSINESS ANGELS**

**Abstract:** The goal of this article is to present the most important criteria used by business angels in their assessment of investment projects. Factors that may influence implementation of those criteria are also explained. Critical analysis of the international literature is carried out in order to find common findings and the most important divergences. The focus is placed not only on the criteria but also on the factors that have impact on observed differences of results obtained by researchers. The analysis leads to the conclusion that despite huge methodological obstacles experienced by such studies, an emerging paradigm claims that the most important criteria employed by angels are characteristics of the entrepreneurs preparing the projects and less so product, market and surprisingly technical issues including financial aspects. The analysis offers foundation for research to be carried out in Poland.

**Keywords:** Business angels, investments financing, capital market, entrepreneurship

**Cytowanie**

Morawczyński R. (2014), *Kryteria inwestycyjne aniołów biznesu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 607–618; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).