

Halina Waniak-Michalak

Uniwersytet Łódzki

CHARAKTERYSTYKA NIEFORMALNEGO RYNKU *VENTURE CAPITAL* W POLSCE I INNYCH KRAJACH EUROPEJSKICH

1. Wstęp

Fundusze inwestycyjne typu *venture capital* oraz *business angels*, mając na celu długoterminowy rozwój firmy i wzrost jej wartości, nie tylko inwestują w dane przedsiębiorstwo kapitał, ale i przekazują mu *know-how*, biorąc aktywny udział w tworzeniu i implementacji jego strategii. Fundusze inwestycyjne jednak najczęściej wspierają przedsiębiorstwa nie tylko posiadające duży potencjał rozwojowy, ale i wymagające znacznego dofinansowania. Formalny rynek *venture capital* tworzony przez fundusze inwestycyjne typu *venture capital* nie zapewnia finansowania dla większości przedsięwzięć gospodarczych znajdujących się w fazie *seed* oraz *start-up*. Po pierwsze, stanowią one zbyt duże ryzyko inwestycyjne dla tych funduszy. Zgodnie ze statystykami Europejskiej Sieci Aniołów Biznesu (European Business Angels Network – EBAN) 34% inwestycji dokonywanych przez aniołów biznesu przynosi 100% straty zainwestowanego kapitału [www.eban.org]. Po drugie, koszt obsługi dużego przedsięwzięcia (kilka milionów zł lub co najmniej 1-2 mln euro) jest porównywalny z kosztem obsługi jednego małego projektu, a ponadto przedsięwzięcia realizowane przez firmy rozwinięte nie wymagają dużej ingerencji pracowników funduszu ze względu na posiadaną przez menedżerów firmy wiedzę i doświadczenie w zakresie prowadzenia biznesu. Zgodnie z wynikami analiz prowadzonych przez EBAN dla 2002 r., tylko 1,1% inwestycji formalnego rynku *venture capital* było kierowane do firm znajdujących się w fazie *seed* oraz jedynie 9,5% do firm będących w fazie *start-up*.

W związku z powyższym Komisja Europejska zaleca rozwój nieformalnego rynku *venture capital* jako uzupełnienie dla finansowania zapewnianego przez fundusze *venture capital*.

2. Aniołowie biznesu – charakterystyka

Aniołowie biznesu (*business angels*) (zob. [Benchmarking Business... 2003]), jako inwestorzy indywidualni wnoszący kapitał do spółki znajdującej się na początkowym etapie rozwoju bądź firmy wymagającej dofinansowania w celu realizacji strategii ekspansji, powinni przygotowywać spółkę do ubiegania się w przyszłości o dokapitalizowanie z funduszu *venture capital*.

Aniołowie biznesu preferują branże, na temat których posiadają wiedzę zdobytą w wyniku własnych doświadczeń. W odróżnieniu od funduszy *venture capital* aniołowie biznesu angażują się w prowadzenie firmy. Są inwestorem, który pełni funkcję nie tylko doradcy strategicznego, ale i menedżera.

W związku z tym specyfika prowadzonej przez przedsiębiorcę działalności gospodarczej może być czynnikiem utrudniającym znalezienie anioła biznesu skłonnego zainwestować w firmę swój kapitał.

Badania EBAN dotyczące nieformalnego rynku *venture capital* doprowadziły do następujących wniosków [Benchmarking Business... 2002, s. 6-10]:

Anioł biznesu:

- jest najczęściej mężczyzną,
- jest w wieku pomiędzy 35 a 65 lat,
- jest osobą z dużym doświadczeniem w charakterze przedsiębiorcy lub menedżera,
- jest inwestorem, dla którego wizyta w firmie, w którą zainwestował, przynajmniej raz w tygodniu nie jest problemem,
- inwestuje w firmy, do których dojazd zajmie mu nie więcej niż 2 godziny jazdy samochodem,
- jest gotów zainwestować od 25 do 250 tys. euro lub 25% swoich funduszy w jedną transakcję,
- jest gotów osobiście zaangażować się w realizację projektów, wykorzystując swoje znajomości zarówno w życiu prywatnym, jak i zawodowym,
- posiada majątek finansowy w wysokości powyżej 400 000 euro.

Ponadto zgodnie z danymi British Business Angels Association anioł biznesu najczęściej posiada lub posiadał i sprzedał w ostatnim czasie własną firmę, jest dyrektorem innej firmy lub też jest inwestorem, dla którego zyski z inwestycji są jedynym lub głównym źródłem utrzymania.

Zgodnie z wynikami badań British Business Angels Association [Munck, Saublen 2004, s. 6] anioł biznesu inwestuje na nieformalnym rynku *venture capital* najczęściej w celu osiągnięcia wyższej stopy zwrotu z inwestycji, aczkolwiek zdarzają się aniołowie biznesu, którzy inwestują w firmy dla osiągnięcia satysfakcji z posiadanych umiejętności i wiedzy lub dla których wyższe ryzyko związane z danym przedsięwzięciem oznacza większe wyzwanie i lepszą zabawę.

Aniołowie biznesu inwestujący w polskie firmy mają odgrywać rolę inwestora preferującego przedsięwzięcia znajdujące się na początkowym etapie rozwoju,

przedsięwzięcia charakteryzujące się zbyt wysokim ryzykiem dla banków i funduszy *venture capital* oraz przedsięwzięcia wymagające znacznie niższego dofinansowania niż minimalna wysokość kapitału inwestowanego w jeden projekt przez fundusze *venture capital*.

Jak pokazują dane uzyskane z badań w niemieckich przedsiębiorstwach, których inwestycje były współfinansowane z kapitału dostarczanego przez aniołów biznesu, inwestorzy ci spędzają w firmie od 3,5 godziny tygodniowo do ponad 8 godzin. Polscy aniołowie biznesu to przede wszystkim biznesmeni, którzy kiedyś prowadzili własne firmy. Zostały one przez nich sprzedane innym inwestorom kiedy były na wysokim etapie rozwoju. Są to również Polacy, którzy po wielu latach emigracji wrócili do Polski z dużym kapitałem oraz inwestorzy zagraniczni mieszkający w Polsce. Aniołowie biznesu to osoby stale poszukujące nowych wyzwań, skłonne zaakceptować wyższe ryzyko inwestycyjne przy wysokiej wymaganej stopie zwrotu. Mimo że w polskiej Sieci Aniołów Biznesu zarejestrowanych jest jedynie 19 członków, szacuje się, iż w Polsce działa aktywnie kilkuset aniołów biznesu [Zatoński 2005].

Pozyskanie przez firmę inwestora strategicznego, czyli funduszu *venture capital* lub anioła biznesu, wpływa na wzrost jej wiarygodności w oczach kontrahentów oraz umożliwia pozyskanie dodatkowego kapitału z innych źródeł, np. z funduszu *venture capital* lub banku. Zainwestowanie przez fundusz *venture capital* lub anioła biznesu w daną firmę oznacza dla otoczenia firmy, iż ma ona duże szanse rozwoju, jej sytuacja ekonomiczna jest stabilna oraz że będzie stale podlegać kontroli finansowej inwestorów.

3. Sieci aniołów biznesu

Sieci aniołów biznesu działają najczęściej jako spółki handlowe, organizacje *non-profit* lub fundacje. Często powstanie takiej organizacji jest dofinansowywane ze środków publicznych – z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego lub budżetu państwa. Powstanie takiej sieci wynika najczęściej z inicjatywy władz lokalnych, agencji rozwoju lub też ośrodków akademickich. W tworzenie sieci aniołów biznesu zaangażowane są także firmy prywatne, indywidualni inwestorzy lub stowarzyszenia inwestorów prywatnych.

Prowadzenie takiej sieci jest niestety kosztowne i zgodnie z szacunkami European Business Angels Network roczny budżet sieci aniołów biznesu powinien wynosić ok. 150 tys. euro (warunki brytyjskie). Również dane dostarczane przez sieci aniołów biznesu będące członkami EBAN wskazują, iż tylko kilka z nich to sieci rentowne. Działalność w zakresie akcji promocyjno-informacyjnych na temat nieformalnego rynku *venture capital* jest bardzo kosztowana, ze względu również na to, że wiele sieci aniołów biznesu powstało dopiero kilka lat temu, trudna sytuacja finansowa tych organizacji wydaje się zrozumiała.

Tabela 1. Przykłady struktury budżetu sieci aniołów biznesu na 2000 r. (w tys. euro)

Sieci aniołów biznesu	Całkowity budżet na 2000 r.	Dotacja publiczna	Wpływy
SAB 1	350	220	130
SAB 2	115	114	3,6
SAB 3	270	230	40
SAB 4	250	250	-
SAB 5	204	173	31,2
SAB 6	161	38,764	123,19

Źródło: [Munck, Saublens 2004, s. 6].

Większość sieci aniołów biznesu pobiera opłaty rejestracyjne od każdego przedsiębiorcy i członka, a czasami także prowizje od zawartej transakcji. Dla orientacji, w Wielkiej Brytanii wysokość opłaty za rejestrację w sieci aniołów biznesu waha się między 100 a 300 funtów, natomiast prowizja od każdej transakcji zawartej za pośrednictwem sieci aniołów biznesu oscyluje w okolicy 2-5%.

Często sieci aniołów biznesu współpracują z innymi instytucjami, takimi jak banki, inkubatory biznesu, agencje regionalne, fundusze *venture capital* lub izby handlowe. W zamian za udostępnianie przez te organizacje powierzchni lokalowej, systemu informacyjnego oraz funduszy na rozwój, sieci aniołów biznesu zapewniają im przyszłych klientów o wysokiej wiarygodności kredytowej i dużym potencjale rozwoju.

W Polsce dwie sieci aniołów biznesu, które powstały w ciągu ostatnich dwóch lat, czyli Polskie Stowarzyszenie Aniołów Biznesu PolBAN [Zatoński 2005] oraz sieć aniołów biznesu założona przez Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych Lewiatan [www.lba.pl] są członkami Europejskiej Sieci Aniołów Biznesu EBAN. Projekt utworzenia sieci aniołów biznesu w Polsce był finansowany częściowo ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego.

Każda z tych sieci działa niezależnie, ustalając własną politykę i regulamin dla aniołów biznesu oraz przedsiębiorców. Pojedyncza inwestycja członków PolBAN nie może przekroczyć 500 tys. zł, a aniołowie biznesu zarejestrowani w sieci Lewiatan Business Angels mogą wnieść do spółki kapitał w wysokości od kilkuset do kilku milionów złotych. Różny jest także etap rozwoju spółek, które mogą liczyć na uzyskanie finansowania od aniołów biznesu za pośrednictwem sieci PolBAN oraz Lewiatan. PolBAN chce kojarzyć inwestorów z firmami o dużym potencjale, ale znajdującymi się w bardzo wczesnej fazie rozwoju. Natomiast Lewiatan jest zainteresowany firmami małymi i średnimi, które prowadzą działalność gospodarczą od kilku lat i które dla dalszego rozwoju potrzebują dodatkowego kapitału w wysokości co najmniej kilkuset tysięcy złotych.

4. Zakres aktywności sieci aniołów biznesu

Sieci aniołów biznesu odgrywają rolę organizacji zajmujących się kojarzeniem przedsiębiorców z inwestorami skłonnyymi zaakceptować wyższe ryzyko w zamian za obietnicę wyższej stopy zwrotu z inwestycji. Jednakże oprócz powyższej funkcji sieci aniołów biznesu realizują szereg działań wspomagających, jak np.:

- aktywizacja przedsiębiorczości w regionach,
- identyfikacja potencjalnych aniołów biznesu, określanie ich oczekiwań względem inwestycji, preferencji, czynników motywacyjnych,
- szkolenia dla aniołów biznesu oraz przedsiębiorców,
- przygotowanie przedsiębiorców na spotkanie z aniołami biznesu (ewaluacja oraz korekta biznesplanów, wsparcie przy prezentacji projektu),
- organizacja systemu informacyjnego na temat usług oferowanych przez sieci aniołów biznesu, charakteru inwestycji dokonywanych na nieformalnym rynku *venture capital*,
- organizowanie kongresów inwestycyjnych.

Niektóre sieci zajmują się również tworzeniem współpracy transnarodowej w celu wymiany doświadczeń oraz umożliwienia aniołom biznesu bezpiecznego inwestowania w firmy działające na terenie wielu krajów. Przykładem takiej współpracy jest porozumienie zawarte między siecią Club B2A z Nord Pas-de-Calais (Francja) oraz siecią WaBAN (Belgia).

5. Istota zawarcia transakcji

Sieci aniołów biznesu, jak już wcześniej wspomniano, zajmują się kojarzeniem inwestorów z przedsiębiorcami. Aby jednak misja sieci aniołów biznesu była realizowana, identyfikacja oczekiwań przedsiębiorców oraz inwestorów musi być perfekcyjna.

Wymagania aniołów biznesu dotyczą najczęściej pięciu tematów:

- **Współpraca** – czy anioł biznesu będzie mógł się stać prawdziwym członkiem kierownictwa firmy?
- **Zobowiązania** – czy pozostali menedżerowie będą w stanie zrealizować wszystkie zobowiązania z biznesplanu?
- **Kompetencje** – czy menedżerowie firmy są kompetentni, czy posiadają odpowiednie kwalifikacje do zajmowania stanowisk kierowniczych?
- **Charyzma** – czy anioł biznesu będzie w stanie przekazać swoją wiedzę i umiejętności, pomysły innym kierownikom, czy potrafi ich zmotywować do ciężkiej pracy?
- **Zaufanie** – czy anioł biznesu wierzy, że będzie umiał współpracować z przedsiębiorcą?

Z punktu widzenia przedsiębiorcy istotne dla zawarcia umowy z inwestorem mogą być następujące czynniki:

- **Zaufanie** – czy anioł biznesu wierzy, że będzie umiał współpracować z przedsiębiorcą?

- **Kompetencje** – jaka jest wiedza i umiejętności kierownictwa w porównaniu z wiedzą, jaką anioł biznesu miałby wnieść do spółki?

- **Warunki umowy** – jakie są udziały, odpowiedzialność, cele, warunki końcowe (wyjścia z inwestycji)?

- **Wartość dodana** – jaką korzyść z transakcji osiągnie przedsiębiorca, jaką wartość doda?

- **Elastyczność** – jakie są możliwości zmiany ustaleń zawartych w biznesplanie w trakcie realizacji projektu?

6. Korzyści płynące z inwestowania na nieformalnym rynku *venture capital*

Sieci aniołów biznesu odgrywają bardzo ważną rolę w rozwoju regionów poprzez aktywizowanie przedsiębiorczości. Z tej przyczyny Unia Europejska wspiera finansowo działalność sieci aniołów biznesu, oczywiście pod warunkiem prowadzenia przez nie działalności *non-profit*. Pozostałe zalety nieformalnego rynku *venture capital* są następujące:

- wspieranie przedsięwzięć typu *seed* oraz *start-up* nie tylko od strony finansowej,
- znoszenie ograniczenia kontaktów osobowych w transakcjach inwestor-przedsiębiorca,

- zwiększanie szans na uzyskanie przez firmę kapitału od nieformalnych oraz instytucjonalnych inwestorów w fazie wzrostu,

- zwiększanie prawdopodobieństwa sukcesu przedsięwzięcia w wyniku podnoszenia kwalifikacji i wiedzy przedsiębiorców z zakresu zarządzania,

- wpływanie na wzrost bezpieczeństwa zawieranych transakcji i osiąganie wyższej stopy zwrotu dla inwestorów dzięki preselekcji projektów dokonywanej przez pracowników sieci aniołów biznesu,

- ułatwianie kontaktów inwestorów z przedsiębiorcami, co powoduje wpływ na wzrost liczby transakcji zawieranych przez aniołów biznesu.

Na ograniczanie zainteresowania inwestorów co do lokowania swoich funduszy na nieformalnym rynku *venture capital* mogą wpływać następujące bariery:

- w wielu krajach system podatkowy nie sprzyja zawieraniu transakcji na nieformalnym (i często również na formalnym) rynku *venture capital*,

- nieuwzględnianie przy tworzeniu prawa w danym państwie takich organizacji, jak sieci aniołów biznesu, oraz specyfiki ich działalności,

- brak zainteresowania władz lokalnych sieciami aniołów biznesu i świadomości, jak trudne są pierwsze lata ich funkcjonowania,

- niedocenywanie roli jaką mogą odgrywać sieci aniołów biznesu w rozwoju regionalnym przez władze publiczne (w związku z tym pomoc publiczna dla tych organizacji jest bardzo ograniczona),
- w wielu krajach formalny rynek *venture capital* jest także słabo rozwinięty, wyjście z inwestycji dla aniołów biznesu jest więc bardzo utrudnione,
- brak szkoleń dla potencjalnych aniołów biznesu oraz przedsiębiorców szukających kapitału na rynku *venture capital* – formalnym i nieformalnym.

7. Rozwój nieformalnego rynku *venture capital* w Polsce

Zgodnie z danymi Sieci Aniołów Biznesu Lewiatan oraz PolBAN polscy przedsiębiorcy składają w ciągu jednego miesiąca od kilkunastu do kilkudziesięciu biznesplanów w sieciach *business angels*. Niestety, większość z tych projektów jest odrzucona w tzw. pierwszym czytaniu, gdyż nie tylko nie spełnia wymogów formalnych, ale też prezentuje niską innowacyjność projektów i świadczy o braku wśród przedsiębiorców wiedzy z zakresu zarządzania, finansów i rachunkowości. Także wymagania odnośnie do kwoty finansowania oraz warunków są nie do przyjęcia przez aniołów biznesu. Przedsiębiorcy często oczekują, iż kapitał uzyskany od anioła biznesu pokryje wszystkie nakłady finansowe związane z realizacją danego projektu. Natomiast anioł biznesu wymaga, aby przedsiębiorca przejął na siebie część ryzyka inwestycyjnego poprzez zaangażowanie w projekt środków własnych. Natomiast konieczność przejścia na siebie całego ryzyka finansowego związanego z realizacją projektu wpływałaby na wzrost oczekiwań inwestora co do stopy zwrotu z projektu, wzrost przejmowanych udziałów w firmie przez anioła biznesu, wzrost kontroli sprawowanej nad spółką przez inwestora lub rezygnację aniołów biznesu z finansowania spółek na etapie *seed* oraz *start-up* na rzecz spółek znajdujących się na wyższym etapie rozwoju.

Pomimo potencjału, jaki tkwi w polskich inwestorach, w Polsce nie istnieje na razie nieformalny rynek *venture capital*, czyli *business angels* w takiej formie, w jakiej jest rozpoznawany w innych krajach Unii Europejskiej. Szacuje się, iż w Polsce mieszka ok. 100 tys. osób dysponujących kapitałem w wysokości 1 mln zł. W związku z tym, jeżeli tylko 5 tys. spośród nich udałoby się nakłonić do zaangażowania w rozwój małych firm i projektów, można by dofinansować od 5 do 10 tys. innowacyjnych przedsięwzięć.

Na spowolnienie rozwoju nieformalnego oraz formalnego rynku *venture capital* wpływa również, według polskich przedsiębiorców, brak pomocy doradczej ze strony takich organizacji, jak: agencje rozwoju regionalnego, inkubatory przedsiębiorczości oraz sieci aniołów biznesu, które ograniczają się do kojarzenia partnerów biznesowych.

W związku z powyższym nie należy akceptować istniejącego stanu rzeczy i powszechnego przekonania, iż polscy przedsiębiorcy są mało innowacyjni i nie chcą

korzystać z zewnętrznych źródeł finansowania. Należy stworzyć warunki sprzyjające innowacyjności i możliwości bardziej dynamicznego rozwoju dla przedsiębiorców, którzy tego chcą. Zgodnie z informacjami polskich sieci aniołów biznesu w Polsce istnieje duża grupa inwestorów i duża grupa przedsiębiorców, którzy mimo braku doświadczenia w realizacji dużych przedsięwzięć gospodarczych mają dobry pomysł na biznes [Morawiecka 2005]. Brakuje im tylko kapitału i umiejętności zaprezentowania swojego projektu inwestorowi.

Literatura

- A Qualitative Survey into Business Angel Attitudes, Preferences and Views in 2002 and 2003*, C2 Ventures, London 2003.
- Benchmarking Business Angels*, Enterprise Directorate-General European Commission, Brussels 2003.
- Benchmarking Business Angels*, European Commission, Brussels 2002.
- Morawiecka A., *Anioł biznesu czeka na dobre projekty*, „Rzeczpospolita” 2005, nr 305.
- Munck C., Saublens C., *Introduction to the Activities of Regional Business Angel Networks*, EBAN, Brussels 2004.
- Waniak-Michalak H., *Aniołowie biznesu – alternatywne źródło kapitału dla przedsiębiorców*, „Euro-Info” październik 2005, nr 10(80).
- Waniak-Michalak H., *Pod skrzydłem anioła*, „Gazeta Małych i Średnich Przedsiębiorstw” luty 2005, nr 2(35).
- www.eban.org.
- www.lba.pl.
- Zatoński K., *Kuszenie aniołów*, „CFO Magazyn Finansistów” 2005, nr 5.

CHARACTERISTIC OF POLISH AND EUROPEAN INFORMAL VENTURE CAPITAL MARKET

Summary

The supply of start-up and early-stage equity finance has become more and more dependent on business angels, as venture capital funds are not able to accommodate a large number of small deals with heavy due diligence requirements. Recognition of the importance of business angels and angel networks at public policy level is needed to create an environment favoring their investments.

The aim of this article is to characterize the market, to put in order all the most important information of the informal market in Poland and in Europe. The conclusions and the data are to be the introduction to further discussion, publications and researches.