

Znaczenie przedsiębiorcy w procesie inwestycyjnym aniołów biznesu. Wyniki badania*

Rafał Morawczyński**

Streszczenie: Celem opracowania jest zaprezentowanie wybranych wyników badania poświęconego ocenie przedsiębiorców przez inwestorów na prywatnym rynku kapitałowym (aniołów biznesu) w Polsce. Dodatkowym celem było wskazanie wagi działań mających na celu wsparcie rozwoju firm przez anioły biznesu. Badanie kwestionariuszowe zostało przeprowadzone na grupie inwestorów działających w Polsce. Wynik badania jest w znacznej mierze zgodny z rezultatami studiów prowadzonych w innych krajach. Wskazuje on na to, że szczególnie ważne dla aniołów są te cechy założycieli, które zwiększają przewagę konkurencyjną prowadzonych przez nich przedsiębiorstw, ale też zmniejszają obawy inwestorów o wysokość kosztów agencji. Wsparcie przedsiębiorców polega zaś głównie na pomocy w formułowaniu strategii. Chociaż podobne badania były już prowadzone w innych krajach, to niniejsze opracowanie wypełnia lukę, jaką jest niemal zupełny brak podobnych studiów w Polsce.

Słowa kluczowe: anioły biznesu, przedsiębiorca, ocena okazji inwestycyjnej, prywatny rynek kapitałowy, przedsiębiorczość

Wprowadzenie

Określenie „anioł biznesu” opisuje osobę, która inwestuje na prywatnym rynku kapitałowym w projekty zgłaszane albo już prowadzone przez przedsiębiorców. Osoba ta na ogół dostarcza nie tylko kapitał finansowy, ale również inne wkłady – przede wszystkim osobiste, aktywne wsparcie tych przedsięwzięć i kontakty w środowisku. Na ogół z grona aniołów wyklucza się ludzi wspierających projekty osób bliskich – członków rodziny i przyjaciół (Wetzel, 1983). W Polsce rynek aniołów ciągle znajduje się w fazie początkowego rozwoju i takich osób jest niewiele. Brak jest jednak wiarygodnych oszacowań jego wielkości. Typową cechą tego rynku jest jego nieprzejrzystość, co przekłada się również na trudność prowadzenia badań na nim (Sorheim, 2003).

Rynek kapitałowy składa się z części prywatnej i publicznej. Część publiczną tworzy giełda wraz z instytucjami w jej otoczeniu. Rynek prywatny zaś stanowi dużą, choć nie tak spektakularną jak giełda część tego systemu finansowego. Charakterystyczną cechą

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

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

prywatnego rynku kapitałowego jest to, że inwestorzy podejmujący decyzje inwestycyjne zwracają baczną uwagę na to, kim jest przedsiębiorca szukający kapitału do rozwoju projektu.

Na rynku prywatnym pozyskuje się kapitał właścicielski (*equity*) i dłużny. Dwoma głównymi dawcami kapitału są inwestorzy instytucjonalni i osoby fizyczne. Ta druga część rynku składa się między innymi z aniołów biznesu. Z perspektywy koncepcji finansowego cyklu życia przedsiębiorstwa anioły wypełniają lukę kapitałową, jaka tworzy się między okresami, w których przedsięwzięcie jest finansowane przez założyciela lub inwestora instytucjonalnego (Berger, Udell, 1998). Wiele przedsiębiorstw znajdujących się na bardzo wczesnym etapie rozwoju jest zbyt małych, aby być przedmiotem zainteresowania inwestorów instytucjonalnych (głównie funduszy inwestycyjnych). Równocześnie kapitał dostępny przedsiębiorcom szybko się wyczerpuje – zarówno ten pochodzący z oszczędności własnych, jak też od osób bliskich, przyjaciół i znajomych. Również pozafinansowe sposoby dostępu do zasobów, taki jak bootstrapping (Winborg, Landstrom, 2001) nie umożliwiają szybkiej ekspansji. Jednym ze źródeł zapełnienia tej luki jest więc kapitał wnoszony przez anioły biznesu.

Anioły biznesu wyróżniają się od innych uczestników rynku kapitałowego tym, że dostarczają nie tylko kapitału finansowego, ale również znacznie więcej innych form wsparcia. To powoduje, że ilość zasobów (pomocy) dostarczanych tymi dwiema drogami jest w kilku opracowaniach uważana za dwie główne podstawy klasyfikacji tych inwestorów (Sorheim, 2001; Adveitchikova, 2008). Najbardziej pożądanym typem anioła jest ten, dzięki któremu przedsiębiorcy uzyskują dostęp zarówno do pieniędzy, jak i aktywnego wsparcia przez anioła. Mason i Harrison (1996) dla podkreślenia unikalnej wartości takiego kapitału używają pojęcia „mądre pieniądze” (*smart money*).

W tym opracowaniu skupiono się na dwóch problemach relacji między przedsiębiorcą tworzącym firmę, a aniołem. Pierwszy z nich dotyczy tego, jakie cechy założycieli są istotne dla inwestorów. Istotność tego problemu opiera się na założeniu, że przedsiębiorca stanowi siłę napędową nowo powstającej firmy. Od tego, kim on jest, w znacznym stopniu zależy jej dalszy rozwój. Cechy przedsiębiorców mogą mieć w tym kontekście różne znaczenie dla inwestorów. Po drugie, skoro aniołów na rynku kapitałowym wyróżnia to, że biorą aktywny udział w rozwoju firm, to przykładają oni różną wagę do poszczególnych działań, które mogą pomóc wspierać ten rozwój. Waga poszczególnych działań może być również związana z tym, kto prowadzi firmę.

W pierwszej części zaprezentowano stan wiedzy zgromadzonej w literaturze przedmiotu na temat sposobu oceny propozycji inwestycyjnych przez anioły ze szczególnym uwzględnieniem kryteriów dotyczących przedsiębiorcy. Przedstawiono również sposoby udzielania pomocy przedsiębiorstwom przez anioły. W części empirycznej zaprezentowano wyniki badania istotności cech przedsiębiorców w oczach inwestorów oraz wagę, jaką nadają oni różnym działaniom mającym na celu pomoc przedsiębiorstwom.

1. Cechy przedsiębiorcy jako kryteria inwestycyjne

Proces inwestycyjny aniołów składa się z kilku etapów. W najprostszym ujęciu można go podzielić na fazy: (1) poszukiwania okazji, (2) wstępnej oceny (*screening*), (3) oceny szczegółowej (*due diligence*), (4) negocjowania warunków inwestycji zakończonego zawarciem kontraktu, (5) pomocy w rozwoju przedsięwzięcia („dodawania wartości”), (6) zakończenia inwestycji (wyjścia). W porównaniu z procesem inwestycyjnym funduszy VC ten realizowany przez anioły jest mniej złożony (Stedler, Peters, 2003). Można dowodzić, że na wszystkich etapach inwestycji i procesu decyzyjnego cechy przedsiębiorcy mogą być istotne. Jednak ich waga może się na tych różnych etapach zmieniać, ewoluować.

Choć w różnych badaniach klasyfikacje czynników branych pod uwagę przez anioły w procesie inwestycyjnym różnią się, to na ogół powtarzają się w nich kryteria związane z: przedsiębiorcą, zespołem menedżerskim, produktem, rynkiem, kwestiami finansowymi (Van Osnabrugge, 1998; Sudek, 2006; Brettel, 2003; Stedler, Peters, 2003; Haar, Starr, Mac-Millan, 1988). Najprostsza klasyfikacja dzieli zaś te kryteria na dwie główne grupy: czynniki związane z przedsiębiorcą oraz na pozostałe (Mittenes, Baucus, Sudek, 2012). W jednej z podobnych klasyfikacji na rynku publicznym podział ten ujęto używając metaforycznego określenia dżokeja i konia (Kaplan, Sensoy, Stomberg, 2009). Dżokej oznacza w tym ujęciu przedsiębiorcę i czasem także menedżerów zarządzających przedsięwzięciem, koń zaś określa istotę samej okazji – głównie czynniki związane z produktem, rynkiem, produkcją.

Od dłuższego czasu trwa w literaturze dyskusja na temat relatywnej wagi poszczególnych kryteriów. W najprostszej wersji zmierza ona do znalezienia odpowiedzi, co jest ważniejsze dla inwestorów – przedsiębiorca, czy okazja, którą chce on wykorzystać do stworzenia przedsiębiorstwa (Feeney, Haines, Riding, 1999). Niejednoznaczne, czasem sprzeczne wyniki poszczególnych badań wskazują na to, że ten problem ciągle jest jeszcze daleki od ostatecznego rozstrzygnięcia. Jednak wydaje się, że znaleziono nieco więcej argumentów na rzecz tezy, że to jednak założyciele firm są dla inwestorów ważniejsi (Ardichvili, Cardozo, Tune, Reinach, 2002).

Charakteryzowanie przedsiębiorcy w kontekście decyzji podejmowanych na rynku kapitałowym nie jest proste. Na jego ocenę wpływ mają zarówno czynniki, które go opisują jako osobę, ale też ważny jest sposób prowadzenia oceny i cechy oceniającego.

Pasja i entuzjazm są ważnymi kryteriami, ponieważ istota firm na wczesnych etapach rozwoju wymaga od założycieli pełnego zaangażowania w tę działalność. Entuzjazm okazywany przez przedsiębiorców pozwala ponadto ocenić potencjał osoby i ma znaczenie sygnalizacyjne. Osoby bardziej przekonane o atrakcyjności proponowanego projektu okazują więcej pozytywnych uczuć i emocji prezentując go (Mittenes, Sudek, Cardon, 2012).

Uczciwość jest ważna we wszystkich rodzajach interakcji między stronami interakcji społecznych, także gospodarczych. Dla inwestorów na rynku prywatnym szczególnie znaczenie tej cechy (zachowania) przedsiębiorcy może być związane z tym, że bardzo trudno jest relacje między dawcami i biorcami kapitału kształtować jedynie na podstawie ściśle

sformułowanych kontraktów (Kelly, Hay, 2003). Niepewność typowa dla wczesnych faz istnienia przedsiębiorczych firm wymaga więc pozostawienia wielu kwestii jako rozwiązań dorozumianych, niekoniecznie w formie precyzyjnych rozwiązań umownych. Tak więc zaufanie inwestora do przedsiębiorcy może stanowić element kompensujący brak możliwości jednoznacznego formułowania relacji między nimi (Maxwell, Levesque, 2014).

Przedsiębiorca tworzący firmę stanowi dla niej jej niemal niezastąpione aktywo. Wnosi on nie tylko początkowy kapitał finansowy, ale również inne zasoby. Wśród nich szczególnie istotny może być rodzaj wcześniejszego doświadczenia. W badaniach przedsiębiorczości, również w pracach poświęconych jej finansowaniu zwraca się uwagę na dużą przewagę doświadczenia nad formalnym wykształceniem założycieli firm. Doświadczenie ma kilka odmian i dotyczy trzech głównych aspektów wcześniejszej aktywności przedsiębiorcy: procesu przedsiębiorczego, działalności w branży, w której rozwijana jest firma oraz zarządzania dojrzałymi organizacjami (Carpentier, Suret, 2006). Doświadczenie przedsiębiorcy stanowi dla inwestorów również sposób na radzenie sobie z ryzykiem rynkowym, przed którym stoi finansowana firma (Harrison, Mason, 2002).

Wykształcenie przedsiębiorców jest mniej istotną charakterystyką uwzględnianą przez inwestorów. Dodatkowo bardzo rzadko bada się znaczenie tej charakterystyki na rynku aniołów. Częściej interesowali się tym badacze zajmujący się kryteriami inwestycyjnymi na rynku funduszy VC. W większości badań na rynku funduszy VC potwierdzono, że rodzaj kończonej szkoły nie jest dla inwestorów ważną cechą, dzięki której mogliby oni ocenić potencjał przedsiębiorcy (Franke, Gruber, Harhoff, Henkel, 2008).

Umiejętność rozpoznawania ryzyka, kalkulowania go i uwzględniania w podejmowanych decyzjach jest często wskazywana jako jedna z najważniejszych kompetencji przedsiębiorcy, a w niektórych ujęciach teoretycznych stanowi cechę najbardziej odróżniającą go od reszty populacji (Knight, 1921). Umiejętność ta jest rzadko uwzględniana jako kryterium decyzyjne aniołów, chociaż już w 1988 Haar, Starr i MacMillan wskazywali, że wpływa ona na to, czy projekty skończą się sukcesem.

Specjalną, trudno uchwytną cechą przedsiębiorcy jest możliwość lubienia go. Jest ona raczej wypadkową wielu cech osobowości i zachowań. Uwzględnienie jej w badaniach kryteriów aniołów biznesu wynika z tego, że specyfika ich inwestycji wymaga na ogół późniejszej, powtarzalnej interakcji z przedsiębiorcami. To tak zwane „dodawanie wartości” wymaga częstych spotkań, dyskusji, współdecydowania, komunikowania się. Jednak jak pokazały to badania wykorzystujące teorię psychologii, również paradygmatu ograniczonej racjonalności, inwestorzy mogą podlegać wpływowi takich subiektywnych czynników, choć w małym stopniu zdają sobie z tego sprawę (Wiltbank, Read, Dew, Saraswathy, 2009).

Wskazywana wcześniej lista cech przedsiębiorców obejmuje te, które najczęściej powtarzają się w badaniach, albo których wagę można uzasadnić na podstawie znajomości zachowania aniołów. Charakterystyka przedsiębiorców jest ważna dla aniołów z kilku powodów. Po pierwsze, założyciele firm działających na wczesnych etapach, stanowią dla nich kluczowe aktywo. Zaangażowane przez nich zasoby i osobiste poświęcenie stanowią

często ważny element przewagi konkurencyjnej prowadzonych przez nich firm. Owo poświęcenie i ogromny wysiłek wkładany w rozwój firm zwykle się nazywać „kapitałem potu” (*sweat equity*) (Arthurs, Busenitz, 2003). Ponieważ w zdecydowanej większości przypadków takich inwestycji, przedsiębiorca kontynuuje zarządzanie rozwojem firmy, dlatego też jego kwalifikacje w tym zakresie stanowią warunek konieczny do tego, żeby inwestor mógł spodziewać się zwrotu z zainwestowanego kapitału. Jednak niektóre cechy przedsiębiorcy łagodzą też problem agencji, który z perspektywy inwestora może być bardzo trudny do zniwelowania kontraktualnie (Fiet, 1995). Dlatego wcześniejsze dokonania założyciela, jego uczciwość, opinia w otoczeniu mogą stanowić dla inwestora przesłankę, że powierzone środki będzie wykorzystywał rzetelnie.

Można argumentować że cechy przedsiębiorcy są ważne na wszystkich etapach. Jednak wydaje się, że najważniejsze są one dla inwestora w czasie oceny propozycji, co ma wieść do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

2. Pomoc aniołów w rozwoju przedsięwzięć

Niemal definicyjną cechą aniołów jest to, że nie tylko wspierają przedsiębiorcę kapitałowo, ale również aktywnie pomagają mu w rozwoju przedsięwzięcia już po rozpoczęciu inwestycji. Inwestorzy wykorzystują w ten sposób swoje doświadczenie i kontakty, które zdobyli w środowisku. Osobista aktywność jest również formą sprawowania bezpośredniej kontroli nad zaangażowanym kapitałem – spełnia więc zadania systemu ładu korporacyjnego. W literaturze te działania są nazywane „dodawaniem wartości” (*value adding*). Politis (2008) dzielił je na cztery rodzaje: doradczo – strategiczne, nadzorczo – monitorujące, dotyczące pozyskiwania zasobów, mentorskie.

Badania na temat znaczenia tych działań w procesie inwestycyjnym aniołów są jednak nieliczne. Na ogół prowadzono je jako jeden z elementów studiów dotyczących innego zagadnienia. Z tego materiału, który został zgromadzony wynika jednak, że z czterech wyróżnionych wcześniej rodzajów wsparcia najważniejszymi są doradztwo strategiczne i kontaktowanie przedsiębiorstwa z otoczeniem (Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, 1994).

Doradztwo strategiczne jest działaniem, które pozwala inwestorom zachować wpływ na kierunek, w jakim podąża przedsiębiorca, równocześnie nie wymagając od nich ciągłego, codziennego zaangażowania. Anioły mogą w ten sposób również najlepiej wykorzystać zasoby posiadanej wiedzy i doświadczenia. Tego rodzaju aktywność pozwala uzupełniać brak kompetencji przedsiębiorców w niektórych obszarach funkcjonowania ich firm. Doświadczenie wielu założycieli jest zbyt krótkie i ograniczone, aby mogli patrzeć na rozwój firmy z perspektywy długoterminowej, ogólnej, biorącej pod uwagę uwarunkowania otoczenia i siłę konkurentów. Założyciele firm nieczęsto zajmowali wcześniej stanowiska na najwyższym poziomie struktury organizacyjnej, na których tworzy się i realizuje strategię. Koncentrowanie się na pomocy strategicznej pozwala też inwestorom na oszczędne

gospodarowanie swoim czasem, ponieważ, jak pokazują to badania, preferują oni dorywcze, sporadyczne kontaktowanie się z przedsiębiorcą (Politis, 2008).

Druga grupa zadań odnosi się do „networkingu”. Prawie we wszystkich badaniach prowadzonych na świecie najliczniej reprezentowaną grupą zawodową wśród aniołów są przedsiębiorcy – byli lub obecni (Manson, Landstrom, 2006). Inną, mniej liczną grupą są menedżerowie, szczególnie ci pracujący na wysokich szczeblach korporacji. Obie te grupy posiadają szerokie kontakty w otoczeniu wypracowane w długoletniej karierze. Obejmują one dostawców, odbiorców, doradców, pośredników finansowych. Kontakty te są szczególnie cenne, jeśli dotyczą tej samej branży, w której działa przedsiębiorstwo. Równocześnie to właśnie brak tego typu kontaktów jest wskazywany jako jedno z głównych ograniczeń, z którym muszą sobie radzić młode przedsiębiorstwa. Niski poziom kapitału społecznego wielu założycieli firm powoduje, że trudno jest im dotrzeć do prominentnych osób i instytucji w otoczeniu. Stinchcombe (1965) dla określenia tej cechy nowych firm proponował pojęcie „obciążenie nowością” (*liability of newness*).

W omawianej wcześniej klasyfikacji Politisa (2008) jedna z czterech grup działań dotyczyła mentorstwa. Odnosi się ona do tych zachowań inwestora, których celem jest wspieranie motywacji przedsiębiorcy, służenie mu jako konsultant. Proces przedsiębiorczy wymaga od założycieli firm zaangażowania ogromnej ilości energii, poświęcenia i czasu. Pilność realizowanych zadań, działanie w warunkach dużej niepewności powodują, że pracy przedsiębiorców towarzyszy stres. W radzeniu sobie z jego skutkami może pomóc zewnętrzny ogląd sytuacji, wsparcie dostarczane przez anioła. Częściowo z rolą mentora wiąże się również aktywność polegająca na pomocy w uzupełnianiu składu osobowego przedsiębiorstwa. Wraz z rozwojem organizacji kolejne zadania realizowane dotychczas przez przedsiębiorcę muszą być podejmowane przez inne osoby. Chodzi szczególnie o zadania wykonywane na najwyższym poziomie struktury organizacyjnej – stanowiska menedżerskie. Dlatego waga tej funkcji jest podkreślana w badaniach dotyczących inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka (VC) (Smart, 1999). Jednak inaczej niż fundusze, anioły rzadziej angażują się w taką pomoc, pozostawiając gestie personalne w rękach przedsiębiorców. Do zupełnych wyjątków należą również próby zmiany samego przedsiębiorcy przez inwestora (Ehrlich, Noble, Moore, Weaver, 1994).

Kolejna grupa zadań dotyczy funkcji monitorująco-kontrolnej. Tego typu aktywność jest po części związana z zapewnieniem bezpieczeństwa zainwestowanego kapitału. W tym sensie ma to na celu tworzenie elementów ładu korporacyjnego w firmie. Jednak dodatkowymi efektami jest tworzenie systemu kontroli, który jest warunkiem zarządzania przedsiębiorstwami. Wiadomo również, że istnienie tego typu rozwiązań ułatwia później przedsiębiorcom poszukiwanie dodatkowych źródeł kapitału. Szczególnie fundusze VC zwracają bowiem uwagę na to, na ile organizacyjnie spółka jest przygotowana do zarządzania relacjami z inwestorami. Stąd też w badaniach rynku VC stosowane bywa pojęcie „gotowości inwestycyjnej” (ang. *investment readiness*) dla opisu stopnia, w jakim spółki przygotowały się do korzystania z kapitału, który chcą pozyskać (Brush, Edelman, Manolova, 2012).

Ostatnia grupa zadań związana jest z funkcjonowaniem operacyjnym. Obejmuje ona wiele rodzajów działań, między innymi pomoc w rozwoju produktu albo usługi. Może być ona szczególnie cenna, jeśli anioł ma odpowiednio duże doświadczenie w tej samej branży, w której rozwija się firma. Tego typu aktywność może być jednak angażująca dla inwestora i mogłaby powodować ingerowanie w podstawową rolę przedsiębiorcy (Mason i Harrison, 1996).

Anioły różnią się pod względem stopnia zaangażowania w działalność przedsiębiorstw. Niektórzy z nich są na tyle aktywni i rozpoczynają inwestycję się na tyle wcześnie w historii rozwoju firm, że zaproponowano dla ich określenia termin „anioła założycielskiego” (ang. *founding angel*) (Festel, De Cleyn, 2013). Ardichvili, Cardozo, Tune, Reinach (2002) dla ich opisu używają terminu „współprzedsiębiorcy”.

3. Metodologia badania

Badanie zrealizowano w 2015 roku. Polegało ono na wypełnieniu kwestionariusza przez badanego, wykonaniu zadania eksperymentalnego oraz rozmowie, w której wyjaśniano niektóre omawiane problemy. Badanie zostało przeprowadzone osobiście z siedmioma osobami. Liczba zbadanych inwestorów jest niewielka, jednak charakterystyczną cechą badań rynku aniołów na całym świecie jest trudność skonstruowania odpowiednio dużych próbek. Z jeszcze większym nasileniem problem ten występuje w Europie Środkowej i Wschodniej. Według wiedzy autora jest to pierwsze badanie naukowe przeprowadzone w Polsce, które poświęcone jest rynkowi aniołów biznesu.

4. Ocena wybranych cech przedsiębiorców

W tabeli 1 zaprezentowano wyniki oceny przez inwestorów ośmiu wybranych cech przedsiębiorców. Badani byli proszeni o ich uporządkowanie w kolejności od najważniejszych do mniej ważnych. W tabeli zaprezentowano wyniki na podstawie transformacji skali rangowej polegającej na tym, że policzono średnią przyznając danej cesze 8 punktów, jeśli została ona wskazana jako najważniejsza, aż do 1 przy najmniej ważnej.

Jak wskazują na to wyniki zaprezentowane w tabeli 1, najważniejszą cechą przedsiębiorców w oczach inwestorów jest doświadczenie przedsiębiorcze, a tylko nieco mniej ważna jest pasja i entuzjazm. Ten wynik jest zgodny z większością innych badań prowadzonych na świecie (Van Osnabrugge, 1998, Sudek, 2006; Stedler, Peters 2003). Doświadczenie przedsiębiorcze świadczy o posiadaniu kompetencji w rozwoju firm na wczesnym etapie ich działalności. Pasja daje zaś podstawę do przekonania o tym, że przedsiębiorca będzie w stanie pokonywać przeszkody na drodze rozwoju projektu i wierzy, że pomysł ma rzeczywistą wartość. Na trzecim miejscu wskazano uczciwość, która, jak wspomniano wcześniej, jest ważna dla inwestorów, ponieważ nie są oni w stanie przygotować takich warunków

Tabela 1

Ocena cech przedsiębiorców przez inwestorów

Pozycja według ważności	Cecha	Waga
1.	Doświadczenie przedsiębiorcze	6,57
2.	Pasja i entuzjazm	6,42
3.	Uczciwość	5,85
4.	Radzenie sobie z ryzykiem	4,85
5.	Doświadczenie branżowe	4,71
6.	Doświadczenie menedżerskie	3,71
7.	Wykształcenie	2,41
8.	Możliwość łatwego polubienia tej osoby	1,42

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania.

kontraktu, które zapewniłyby pełne bezpieczeństwo inwestycji przed nieuczciwymi zachowaniami osoby prowadzącej firmę. Jest to też ważne dlatego, że inaczej, niż inwestorzy instytucjonalni na rynku prywatnym (fundusze VC), anioły mają ograniczone możliwości egzekwowania warunków kontraktów. Warto też zauważyć, że znacznie niższe miejsca w tej hierarchii zajęły inne, niż przedsiębiorcze rodzaje doświadczenia. Doświadczenie branżowe jest przy tym znacznie ważniejsze w oczach aniołów, niż doświadczenie menedżerskie. Może to wynikać ze specyfiki firm, w które inwestują tego typu inwestorzy. Są to na ogół podmioty bardzo małe, dla rozwoju których ważniejsze mogą być umiejętności typowo przedsiębiorcze (i w nieco mniejszym stopniu znajomość branży), a niekoniecznie takie, jakich wymaga się od menedżerów zarządzających dojrzałymi organizacjami. Na czwartym miejscu znalazła się umiejętność radzenia sobie z ryzykiem. Ta wysoka pozycja zgodna jest z obserwacjami, że anioły zdając sobie sprawę z niemożności kontrolowania ryzyka rynkowego cenią tych przedsiębiorców, którzy mają kompetencje w tym zakresie (Kelly, Hay, 2003). Brak umiejętności radzenia sobie z ryzykiem może oznaczać, że zbyt śmiałe decyzje przedsiębiorców naraziłyby na szwank kapitał powierzony im przez inwestorów. Dopiero na przedostatnim (siódmym) miejscu w tej klasyfikacji znalazło się zaś wykształcenie przedsiębiorcy. Tak niska ocena zgodna jest jednak z podobnymi obserwacjami autorów prowadzących badania na świecie. Formalne wykształcenie jest cenione znacznie mniej, niż praktyczne umiejętności zdobyte w trakcie działalności zawodowej. Na ostatnim miejscu znalazła się możliwość lubienia przedsiębiorcy. Tak niska pozycja tej cechy przedsiębiorcy jest zaskakująca. Na podstawie doniesień autorów prowadzących badania w innych krajach zdawać się mogło, że inwestorzy mogą dążyć do wyboru projektów prowadzonych przez osoby, z którymi łatwo będzie się porozumieć w trakcie rozwoju projektu. Wynik ten pokazuje jednak, że badani inwestorzy starają się jak najbardziej oddzielić sferę zawodową od osobistych, subiektywnych osądów.

5. Ocena działań wspierających przedsiębiorcę

W tabeli 2 zaprezentowano wyniki oceny przez anioły wagi wybranych sześciu działań związanych z pomaganiem przedsiębiorcom. Badani byli proszeni o wskazanie poziomu ważności każdego z rodzajów aktywności na skali pięciostopniowej od 1 do 5, gdzie 1 oznaczało bardzo małą ważność, a 5 bardzo dużą.

Tabela 2

Ocena przez inwestorów wybranych działań związanych z „dodawaniem wartości”

Cecha	Waga
Doradztwo strategiczne	4,85
Bieżące monitorowanie i kontrolowanie działania firmy	4,28
Podnoszenie motywacji przedsiębiorcy	3,57
Kontaktowanie z odbiorcami, dostawcami, kooperantami	2,85
Pomoc w rozwoju produktu lub usługi	2,71
Pomoc w rekrutowaniu i selekcjonowaniu pracowników	2,57

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania.

Prawie wszyscy badani najwyżej ocenili wagę działania, jakim jest doradztwo strategiczne (średnia 4,85). Ten wynik jest zgodny z wnioskami z opracowań, które powstały na podstawie badań w innych krajach. W badaniu Ehrlicha, Noble’a, Moore’a i Weavera (1994) dwa działania, które opisywały podobną aktywność (służenie radą i formułowanie strategii biznesowej) znalazły się na czwartym i piątym miejscu spośród dwudziestu. Również w badaniu aniołów przeprowadzonym w Wielkiej Brytanii przez Masona i Harrisona (1996) najwięcej inwestorów za najważniejsze działanie uznało doradztwo strategiczne, ale w badaniu Brettel (2003) w Niemczech te działania nie zostały uznane za szczególnie istotne.

Na drugim miejscu w tym zestawieniu znalazło się „bieżące monitorowanie i kontrolowane działania firmy” (średnia 4,28). W badaniu Ehrlicha, Noble’a, Moore’a i Weavera (1994) te zadania znalazły się na stosunkowo wysokich miejscach w całym prezentowanym przez nich zestawieniu. Jednak w innych opracowaniach problem monitorowania firmy jest często rozpatrywany nie jako jedno z zadań „dodających wartość”, ale raczej jako element tworzonego ładu korporacyjnego.

Podnoszenie motywacji przedsiębiorcy znalazło się na trzecim miejscu w tym zestawieniu (średnia 3,57). Badacze, którzy zajmowali się tym problemem w innych krajach dochodzili do różnych wniosków na temat znaczenia tego typu działań. Brettel (2003) uznała je za najistotniejsze ze wszystkich rodzajów aktywności anioła. Do przeciwnych wniosków dochodzili jednak Mason i Harrison (1996).

Kontaktowanie z otoczeniem, z różnego typu kooperantami znalazło się w tym zestawieniu na czwartym miejscu. Jednak średnia ocena (2,85) jest niespodziewanie niska. Jest to szczególnie zaskakujące zważywszy na fakt, że w większości badań prowadzonych na świecie to działanie znajduje się na ogół na bardzo wysokich miejscach spośród innych

sposobów pomocy przedsiębiorcom przez inwestorów (Ehrlich, 1994; Pereiro, 2001; Mason, Harrison, 1996; Brettel, 2003). Tak niski wynik może wynikać albo ze specyfiki niewielkiej próbki użytej dla celów badania, albo wynika z cech rynku polskiego.

Na przedostatnim miejscu w tym zestawieniu znalazła się pomoc w rozwoju produktu lub usługi (średnia 2,71). Ten wynik jest podobny do rezultatów badania Ehrlicha, Noble'a, Moore'a i Weavera (1994) w Wielkiej Brytanii, ale odmienny od wniosków Masona i Harrisona (1996) w tym samym kraju i Brettel (2003) w Niemczech. W tych dwóch ostatnich badaniach taka działalność była wysoko oceniana przez anioły. W niektórych rodzajach działalności anioły mogą być szczególnie skłonne do pomocy w rozwoju produktu. Jest tak w branżach zajmujących się nowymi technologiami. Dlatego Erikson i Sorheim (2005) zaproponowali termin „anioł technologiczny” dla wyróżnienia tego typu inwestorów.

Uwagi końcowe

Anioły biznesu podejmując decyzję o zainwestowaniu kapitału biorą pod uwagę cechy osoby przedstawiającej projekt. Przedsiębiorca jest ważny dla nich na wszystkich etapach procesu inwestycyjnego. Szczególnie cenione są jego doświadczenie przedsiębiorcze, pasja i uczciwość. Mniejsze znaczenie mają inne rodzaje doświadczenia, wykształcenie i możliwość lubienia przedsiębiorcy. Wyniki są w znacznej mierze zgodne z tym, co wiadomo z innych badań, prowadzonych na świecie. Nieco zaskakuje stosunkowo mała waga przywiązywana do możliwości lubienia przedsiębiorcy. Na podstawie badań innych autorów można się było bowiem spodziewać, że bezpośrednie zaangażowanie inwestorów w spółki powoduje, że będą cenić wyżej tę cechę, która może rzutować później na jakość wzajemnych relacji.

Również wyniki w zakresie oceny wagi działań polegających na pomocy przedsiębiorcy już po rozpoczęciu inwestycji są zgodne z wnioskami z badań na świecie. Pomoc w formułowaniu strategii oraz monitorowanie pozwalają na użyteczne wykorzystanie doświadczenia inwestora i zapewnienie bezpieczeństwa inwestycji. Zaskakuje natomiast mała waga przywiązywana do kontaktowania przedsiębiorcy z otoczeniem. Taka aktywność jest w opinii autorów zagranicznych niemal definicyjną cechą aniołów.

Literatura

- Adveitchikova, S. (2008). On the structure of the informal venture capital market in Sweden: developing investment roles. *Venture Capital*, 1 (10), 55–85.
- Ardichvili, A., Cardozo, R., Tune, K., Reinach, J. (2002). The Role of Angel Investors in the Assembly of non-financial resources of new Ventures: Conceptual Framework and Empirical Evidence. *Journal of Enterprising Culture*, 1 (10), 39–65.
- Arthurs, J., Busenitz, L. (2003). The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneur Relationship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2 (28), 145–162.
- Berger, A.N., Udell, G.F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Role of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of Banking and Finance*, 6–8 (22), 613–673.

- Carpentier, C., Suret, J. (2013). Bypassing the financial growth cycle: Evidence from Capital Pool Companies. *Journal of Business Venturing*, 1 (21), 45–73.
- Ehrlich, S., Noble, A., Moore, T., Weaver, R. (1994). After the cash arrives: A comparative study of venture capital firms and private investor involvement in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 9, 67–82.
- Feeney, L., Haines, G., Riding, A. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Behaviour*, 1, 121–145.
- Festel, G., De Cleyn, W. (2013). Founding angels as an emerging subtype of the angel investment model in high-tech business. *Venture Capital*, 3 (15), 261–282.
- Fiet, J. (1995). Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets. *Journal of Management Studies*, 4 (32), 551–574.
- Franke, N., Gruber, M., Harhoff, D., Henkel, J. (2008). Venture Capitalists' Evaluations of Starts-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2 (32), 459–483.
- Haar, N., Starr, J., MacMillan, I. (1988). Informal Risk Capital Investors: Investment Patterns on the East Coast of the U.S.A. *Journal of Business Venturing*, 1 (3), 1–29.
- Kaplan, S., Sensoy, B., Stromberg, P. (2009). Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. *The Journal of Finance*, 1 (64), 75–115.
- Kelly, P., Hay, M., (2003). Business angel contracts: The influence of context. *Venture Capital*, 5, 287–312.
- Knight, F. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Nowy Jork: Houghton Mifflin.
- Mansson, N., Landstrom, H. (2006). Business Angels in a Changing Economy: The Case of Sweden. *Venture Capital*, 4 (4), 281–301.
- Harrison, R., Mason, C. (2002). Backing the Horse or The Jockey? Agency Costs, Information and The Evaluation of Risk by Business Angels. *Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College*. Pobrano z: https://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/Babson2002/XII/XII_P3.htm (1.04.2017).
- Mason, C., Harrison, R. (1996). Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship and Regional Development*, 8, 105–125.
- Maxwell, A., Levesque, S. (2014). Trustworthiness: A critical ingredient for entrepreneurs seeking investors. *Entrepreneurship and Practice*, 5 (38), 1057–1080.
- Mittens, Ch., Baucus, M., Sudek, R. (2012). Horse vs. Jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluation of angel investors. *Venture Capital*, 4 (14), 241–267.
- Mittens, Ch., Sudek, R., Cardon, M. (2012). Angel investor characteristics that determine whether perceived passion leads to higher evaluations of funding potential. *Journal of Business Venturing*, 5 (27), 592–606.
- Politis, D. (2008). Business angels and value added: What do we know and where do we go? *Venture Capital*, 10, 127–147.
- Smart, G. (1999). Management assessment methods in venture capital: an empirical analysis of human capital valuation. *Venture Capital*, 1 (1), 59–82.
- Sorheim, R. (2003). The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital*, 4 (5), 337–364.
- Stedler, H., Peters, H. (2003). Business angels in Germany: an empirical study. *Venture Capital*, 3 (5), 269–276.
- Stinchcombe, A. (1965). Social structure and organizations. W: J.G. March, *Handbook of organizations* (s. 142–193). Chicago: Rand McNally.
- Sudek, R. (2006). Angel investment criteria. *Journal of Small Business Strategy*, 17, 89–103.
- Wetzel, W. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, 24, 23–34.
- Wiltbank, R., Read, S., Dew, N., Sarasvathy, S. (2009). Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angels investing. *Journal of Business Venturing*, 2 (24), 116–133.
- Winborg, J., Landstrom, H. (2001). Financial Bootstrapping in Small Businesses: Examining Small Business Managers' Resource Acquisition Behaviors. *Journal of Business Venturing*, 3 (16), 235–254.
- Van Osnabrugge, M. (1998). Do serial and non-serial investors behave differently? An empirical and theoretical analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22, 23–43.

IMPORTANCE OF THE ENTREPRENEUR IN BUSINESS ANGEL'S INVESTMENT PROCESS. RESULTS OF THE STUDY

Abstract: The aim of the paper is to present selected results of the research dedicated to assessment of entrepreneurs made by investors in the private capital market (business angels) in Poland. Additional goal is to present importance of “value adding” activities undertaken by business angels in order to support entrepreneurs in their efforts to grow companies. Research was carried out with a questionnaire on a sample of investors active in Poland. The results of the study are in accordance with similar investigations completed in other countries. Results support general opinion that investors appreciate traits that improve competitive advantage of firms run by entrepreneurs but also diminish agency costs concerns. Support given to entrepreneurs is based mostly on strategic advice. Although similar studies were conducted in other countries, this research addresses lack of such investigations in Poland.

Keywords: business angels, investment criteria, private capital market, entrepreneurship

Cytowanie

Morawczyński, R. (2017). Znaczenie przedsiębiorcy w procesie inwestycyjnym aniołów biznesu. Wyniki badania. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2), 157–168. DOI: 10.18276/firfu.2017.89/2-12.