

Krystyna Brzozowska

Zakład Finansów

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

Współpraca aniołów biznesu z funduszami venture capital w Polsce

Wprowadzenie

Innowacyjność gospodarki, mimo dużego wpływu na rozwój gospodarczy i społeczny, wywołuje wiele problemów związanych z finansowaniem nietypowych rozwiązań, znajdujących się we wczesnych etapach rozwoju. Innowacyjność i przedsiębiorczość wymagają kapitałów przeznaczonych na zainicjowanie i wstępny rozwój zaplanowanych przedsięwzięć. Najczęściej przedsiębiorcy nie posiadają wystarczających zasobów i poszukują kapitałów z nieformalnych lub formalnych źródeł zewnętrznych.

Wysokie ryzyko inwestycyjne związane z przedsięwzięciami innowacyjnymi z jednej strony wpływa na ostrożne, a nawet zachowawcze podejście instytucji finansowych do ich finansowania, a z drugiej strony daje szansę tym inwestorom, którzy są w stanie akceptować nadzwyczajny poziom ryzyka w zamian za spodziewane przyszłe korzyści w postaci wyższych stóp zwrotu niż w wypadku alternatywnych inwestycji.

W ten sposób, wraz z postępowaniem technicznym i technologicznym oraz ogromnymi potrzebami inwestycyjnymi, wyodrębniła się specyficzna grupa inwestorów, zwanych inwestorami wysokiego ryzyka (*venture capital investors*). W pierwszej kolejności inwestorzy wysokiego ryzyka zaktywizowali się w Stanach Zjednoczonych, gdzie znajduje się nadal największy rynek venture capital, a z czasem ich działalność zaczęła odgrywać coraz bardziej znaczącą rolę w innych krajach.

Po wejściu Polski do Unii Europejskiej i przyjęciu długofalowych planów rozwoju zapisanych w Strategii Lizbońskiej, w której silny nacisk położono na wzrost innowacyjności gospodarki europejskiej, rynek venture capital, do tej pory znajdujący się w pewnym uśpieniu, ożywił się, a jego znaczenie dynamicznie rośnie.

Celem opracowania, o charakterze przeglądowym, jest analiza, na bazie dostępnych danych informacyjnych i statystycznych, rozwoju rynku venture capital w Polsce i wyników współpracy głównych animatorów tego rynku, czyli aniołów biznesu i funduszy venture capital.

Rynek kapitału wysokiego ryzyka

Rynek kapitału wysokiego ryzyka tworzą aniołowie biznesu (nieformalny rynek kapitału wysokiego ryzyka) i fundusze venture capital (formalny rynek kapitału wysokiego ryzyka), często działający w symbiozie lub uzupełniający się wzajemnie.

Aniołami biznesu nazywane są osoby zamożne, posiadające duże doświadczenie biznesowe lub branżowe, skłonne do zainwestowania własnych kapitałów w oczekiwaniu na odpowiednio wysoki zwrot z zaangażowanych środków w przyszłości lub do podzielenia się swoimi umiejętnościami i doświadczeniem przez doradztwo lub współzarządzanie projektem. Nie ulega wątpliwości, że kluczowe znaczenie mają określone cechy takich osób, odznaczających się, oprócz wykształcenia i wiedzy, umiejętnościami promowania projektu wśród inwestorów, przedsiębiorców, sponsorów itp. oraz podejściem empatycznym, czyli rozumieniem racji i emocji inwestorów i przedsiębiorców. Zapotrzebowanie na aniołów biznesu rośnie, z jednej bowiem strony wielu przedsiębiorców poszukuje bezpośredniego dostępu do gotówki, którą aniołowie są w stanie zapewnić, a inni inwestorzy z trudem, z drugiej zaś sami aniołowie uzyskują dla siebie korzyści natury psychologicznej. Podkreślane jest także ich doświadczenie, które może być realnie wykorzystane przy inwestowaniu w znane aniołom branże. Możliwość czerpania z doświadczenia, wiedzy i doradztwa aniołów biznesu zwiększa możliwości powodzenia określonego przedsięwzięcia [Brzozowska 2008].

Fundusze venture capital mają charakter instytucjonalny, ich zasoby kapitałowe pochodzą od innych osób, a podstawowym celem działania jest uzyskanie maksymalnej stopy zwrotu z zainwestowanych środków pieniężnych. Inwestycje funduszy venture capital mają charakter „czasowy”, tzn. jest to zaangażowanie nie na określony czas, ale na czas doprowadzenia przedsięwzięcia do dojrzałości i następnie sprzedania udziałów na rynku giełdowym lub pozagiełdowym.

Wraz ze zwiększającą się liczbą zarejestrowanych aniołów biznesu oraz szybkim rozwojem sieci aniołów biznesu różnice między aniołami biznesu a funduszami venture capital się zacierają; zauważa się coraz więcej podobieństw, jednak podstawowe różnice związane z podstawą wejścia kapitałowego nadal pozostają aktualne. W tabeli 1 zestawiono charakterystyczne cechy aniołów biznesu i funduszy venture capital.

Kluczem dla aniołów biznesu na wczesnym etapie rozwoju projektu jest potencjał wzrostu przedsięwzięcia [De Noble 2001]. Oprócz zaangażowania kapitałowego aniołowie biznesu wnoszą doświadczenie, umiejętności oraz kontakty biznesowe. Z uwagi na niższe koszty pośrednictwa finansowego oraz bezpośrednio angażowanie się aniołów biznesu w realizację projektu często także sami przedsiębiorcy są bardziej zainteresowani ich udziałem niż inwestorów insty-

Tabela 1

Cechy venture capital i aniołów biznesu według wybranych atrybutów

Wyróżnik	Aniołowie biznesu	Venture capital
Stosunek prawny inwestorów	Nieformalny Osoby indywidualne	Formalny Generalnie spółka partnerska
Sposób inwestowania	Inwestowanie własnych środków w projekty, w których dysponują wiedzą biznesową i zarządczą	Inwestowanie środków zewnętrznych partnerów (cudzych środków) w różne projekty
Zaangażowanie	Bezpośrednie w początkowych fazach rozwoju projektu jako konsultanci lub członkowie kierownictwa	Pośrednie w późniejszych fazach rozwoju projektu
Ryzyko inwestycyjne	Duże	Duże
Oczekiwania	Wysokie zyski, korzyści osobiste	Wyłącznie wysokie zyski
Podejście do przedsiębiorcy	Ocena entuzjazmu, budzenia zaufania, pierwszego wrażenia, doświadczenia	Staranne badanie due diligence. Ocena perspektyw rozwoju przedsięwzięcia
Zespół zarządzający	Kompletny, znający branżę	Niekoniecznie znający branżę
Wielkość zasilenia kapitałowego	Niskie do ekstremalnie wysokiego, zazwyczaj od 50 do 500 tys. PLN	Wysokie kwoty, powyżej 1 mln PLN
Wyjście z inwestycji	Często nieplanowane Sprzedaż akcji/udziałów inwestorowi branżowemu, funduszowi venture capital, założycielom przedsiębiorstwa lub poprzednim właścicielom,	Planowane Sprzedaż akcji/udziałów w drodze IPO na giełdzie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [De Clerq i in., 2006].

tuczonalnych [Aernoudt 2005]. Ponadto, zaangażowanie aniołów biznesu może otwierać możliwości uzyskania dodatkowego kapitału, tj. funduszy venture capital lub klasycznego finansowania dłużnego.

Rozwój aniołów biznesu w Polsce

W Polsce instytucja aniołów biznesu jest słabo rozwinięta. W ostatnich latach jest zauważalny wzrost zainteresowania i ze strony przedsiębiorców, i ze strony posiadaczy kapitału. Niewątpliwym wpływem na wzrost znaczenia aniołów biznesu i sieci aniołów biznesu miała akcesja Polski do UE, która wydzieliła duże fundusze na rozwój innowacyjności gospodarki – jednego z priorytetów

rozwoju strategicznego. Najczęściej działalność aniołów biznesu obecnie jest skupiona w sieciach rejestrujących z jednej strony aniołów biznesu, a z drugiej inwestorów i tworzących w ten sposób platformę do zacieśniania relacji inwestorskich. Według stanu z połowy 2007 roku, ujętego w statystykach Europejskiej Sieci Aniołów Biznesu (European Business Angel Network – EBAN), w Polsce działają 3 sieci aniołów biznesu. Są to:

- Polskie Stowarzyszenie Aniołów Biznesu PolBAN,
- Lewiatan Business Angels,
- Śląska Sieć Aniołów Biznesu SilBAN.

Wraz z rozwojem innowacyjności i możliwością wykorzystania środków unijnych na finansowanie takiej działalności są tworzone także inne sieci o znaczeniu regionalnym. Jednym z takich rozwiązań jest utworzenie Lubelskiej Sieci Aniołów Biznesu przez Lubelską Fundację Rozwoju, współfinansowanej ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego oraz środków budżetowych w ramach ZPORR [www.lfr.lublin.pl/index]. W regionie Małopolski powstała Regionalna Sieć Inwestorów Kapitałowych RESIK zarządzana przez Małopolską Agencję Energii i Środowiska Sp. z o.o. [www.resik.pl]. Działalność RESIK jest również finansowana z Europejskiego Funduszu Społecznego oraz ze środków w ramach ZPORR, Działanie 2.6 Regionalne Strategie Innowacyjne¹.

Działalność sieci aniołów biznesu sprowadza się do koordynacji przepływu informacji między inwestorami a przedsiębiorcami. Aniołowie mają zapewniony dostęp do propozycji projektów inwestycyjnych, a przedsiębiorcy dostęp do finansowania zewnętrznego. Na tym rola koordynacyjna sieci kończy się. Obie strony, tj. inwestorzy i przedsiębiorcy, podejmują decyzje inwestycyjne samodzielnie i na własne ryzyko.

W wyniku działań sieci aniołów biznesu, a przede wszystkim dużego zapotrzebowania na kapitał ze strony początkujących przedsiębiorców, zaangażowanie aniołów biznesu zwiększa się. W latach 2003–2007 aniołowie biznesu zainwestowali w 28 projektów realizowanych na terenie Polski (w 2003 r. – 1, 2004 – 6, 2005 – 9, 2006 – 7, 2007 – 6). W połowie realizowane inwestycje były wynikiem współpracy przedsiębiorców z sieciami aniołów biznesu – 14 projektów (PolBAN – 5, Lewiatan BA – 7, CI FIRE – 2 i MCI Management – 1), a w połowie przedsiębiorcy korzystali z własnych źródeł informacji przy pozyskiwaniu aniołów (14 projektów). Z ogólnej liczby projektów w momencie akcesu kapitałowego aniołów biznesu 17 znajdowało się na etapie startu, a 9 na etapie rozwoju, 4 projekty zakończyły się fiaskiem [Tamowicz 2007]. Generalnie udziały aniołów biznesu stanowiły od 25 do 50% kapitału spółek należy podkreślić, że podane dane mają charakter w części tylko informacyjny, gdyż ce-

¹Pod koniec kwietnia 2009 r. zawiązano nową sieć aniołów biznesu pod nazwą AMBER z siedzibą w Szczecinie.

chę charakterystyczną większości aniołów biznesu jest piecza nad zachowaniem anonimowości i staranność w przestrzeganiu poufności.

Rozwój funduszy venture capital w Polsce

Aniołowie biznesu i instytucjonalni inwestorzy venture capital, chociaż inwestują na różnych etapach rozwoju przedsięwzięcia, uzupełniają się w rozumieniu takim, że rynek inwestorów prywatnych zapewnia kapitał na fazę zasiewu i startu dla „wylęgu” nowych przedsięwzięć. Wraz ze wzrostem przedsięwzięcia następuje kres możliwości kapitałowych indywidualnych inwestorów². Jest to okazja do zainteresowania instytucjonalnych funduszy venture capital, których zasoby są przeznaczane na dalszą ekspansję. W momencie gdy przedsięwzięcie osiągnie etap dojrzałości, fundusze venture capital, zgodnie ze swoją strategią, sprzedają swoje udziały inwestorom strategicznym lub organizują publiczną emisję akcji (IPO), podczas której sprzedają posiadane pakiety z nadzieją na uzyskanie satysfakcjonującego zwrotu. Z kolei fundusze venture capital, poprzez dostęp do sieci aniołów biznesu, mogą przekazywać aniołom propozycje inwestycyjne, które nie spełniają ich kryteriów inwestycyjnych pod względem wielkości, etapu rozwoju lub branży, np. zbyt małych lub w zbyt wczesnej fazie dla funduszy. Ponadto, fundusze venture capital mogą zapewnić kapitał dla finansowania transakcji leżących poza możliwościami finansowymi lub doświadczeniem aniołów biznesu.

Jak wynika z tabeli 2, charakteryzującej fundusze venture capital poprzez ich szczególne cechy, fundusze venture capital są wyspecjalizowanymi, profesjonalnymi pośrednikami [Grzywacz, Ochońska 2005], których zadaniem jest doprowadzenie projektów, w które zainwestowali, do rozwoju pozwalającego na korzystną sprzedaż udziałów i tym samym wyjście z inwestycji. Na rynku polskim udział funduszy venture capital we wspomaganiu rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw stale się rozszerza. W Polsce działają fundusze venture capital różniące się zakresem inwestowania (Polska, kraje Europy Środkowej i Wschodniej, fundusze globalne, fundusze specjalistyczne itp.).

Według danych z 2009 roku w Polsce działa 35 funduszy venture capital, z czego 9 ma w swoim zakresie inwestycje we wczesnych etapach rozruchu i startu [Bankier.pl 2009]. Inwestycje funduszy venture capital wyniosły w Polsce w 2007 roku 684 mln euro i w przeważającej mierze dotyczyły spółek dojrzałych (por. tab. 3).

²Powszechną praktyką staje się organizowanie konsorcjów obejmujących różnych inwestorów, nie tylko samych aniołów biznesu, ale coraz częściej również fundusze venture capital. Konsorcja takie pozwalają na podział ryzyka indywidualnych inwestorów, a także na łączenie wysiłków w ocenie efektywności przedsięwzięcia.

Tabela 2

Środki zainwestowane przez kluczowe grupy funduszy venture capital w Polsce w latach 1990–2002 (w tys. USD)

Rodzaj funduszu	Liczba funduszy	Wielkość środków	Wielkość środków w Polsce	Wartość środków zainwestowanych w Polsce	Przeciętna wielkość funduszu
Zagraniczne fundusze VC inwestujące w Polsce	9	1 432	1 432	867	159
Fundusze VC inwestujące w Europie Środkowej i Wschodniej	14	2 509	1 004	493	179
Fundusze globalne inwestujące w Polsce	4			95	
Fundusze specjalistyczne	10	260	104	64	26
Polskie fundusze VC i quasi VC	12	436	436	370	36
Polskie fundusze wspierane przez Skarb Państwa	6	50	50	10	8
Razem	55	4 687	3 026	1 899	85

Źródło: [Wrzesiński 2008].

Tabela 3

Podział inwestycji funduszy venture capital dokonanych w 2007 roku w Polsce pod względem etapu rozwoju spółek

Etap	Kwota inwestycji		Liczba spółek	
	w tys. euro	udział %	w szt.	udział %
Zasiew	2 483	0,3	4	6,2
Start	1 815	0,3	9	13,9
Ekspansja	131 286	19,2	23	35,4
Restrukturyzacja	1 257	0,2	1	1,5
Wykupy i refinansowanie	546 678	80,0	28	43,0
Razem	683 519	100,0	65	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Rynek 2009].

Należy jednak podkreślić, że na płytkim polskim rynku finansowym, z awersją do ryzyka [Wrzesiński 2008], nadal występuje niedobór możliwości do inwestowania przez duże profesjonalne fundusze venture capital, które mają ustaloną graniczną wielkość inwestycji pozwalającą im na zaangażowanie. Generalnie potrzeby kapitałowe innowacyjnych przedsięwzięć w Polsce są na poziomie niższym niż ustalone limity funduszy venture capital.

Komplementarność kapitału wysokiego ryzyka

Fundusze venture capital, poprzez dostęp do sieci aniołów biznesu, mogą przekazywać aniołom propozycje inwestycyjne, które nie spełniają ich kryteriów inwestycyjnych pod względem wielkości, etapu rozwoju lub branży, np. zbyt małych lub w zbyt wczesnej fazie dla funduszy. Ponadto, fundusze venture capital mogą zapewnić kapitał dla finansowania transakcji leżących poza możliwościami finansowymi lub doświadczeniem aniołów biznesu. Innymi słowy, aniołowie biznesu są pierwszymi „żywicielami” i zarazem opiekunami przedsięwzięcia. Ostatnie stadium zaangażowania nieformalnego inwestora venture capital staje się pierwszym cyklem finansowania dla posiadaczy funduszy venture capital, wówczas oni przejmują rolę opiekuna i zaczynają dbać o dalszy rozwój przedsięwzięcia.

Aniołowie biznesu mogą także równolegle inwestować z funduszami venture capital. Na przykład w USA fundusze venture capital współinwestują z aniołami biznesu w ramach sieci oraz wykorzystują umiejętności lub doświadczenie i przedsiębiorczość aniołów przy opracowywaniu i ocenie *due diligence*.

Kolejną korzyścią wynikającą ze współpracy inwestorów nieformalnych z formalnymi może być zwiększenie skali przedsiębiorczości. Przykładowo w Ottawie aż 57% spółek technologicznych, które otrzymały wsparcie finansowe od aniołów biznesu, korzystało w dalszych etapach rozwoju z finansowania przez fundusze venture capital, natomiast tylko 10% z podmiotów niekorzystających z kapitałów aniołów biznesu dalszy rozwój finansowało funduszami venture capital [Madill i in. 2005].

Wspólne inwestycje aniołów biznesu i funduszy venture capital w Polsce

W Polsce nie ma na razie wiele przykładów zaangażowania aniołów biznesu i funduszy venture capital w finansowanie przedsięwzięć innowacyjnych.

Rynek aniołów biznesu w Polsce, na podstawie doświadczeń finansowania innowacyjnych przedsięwzięć w innych krajach, ma szansę rozwijać się zgodnie z najnowszymi tendencjami. Takim przykładem jest program partnerski pod nazwą Anioł Biznesu 2.0 Funduszu venture capital MCI Management SA promujący wspólne inwestycje z aniołami biznesu. Celem tego programu jest pozyskiwanie projektów inwestycyjnych oraz prywatnych inwestorów lub współinwestorów do ich finansowania. Program jest skierowany do osób (menedżerów, konsultantów, prywatnych inwestorów, przedsiębiorców, analityków, dziennikarzy itp.), które są skłonne stać się inwestorami w młodych przedsięwzięciach z zakresu nowych technologii obejmujących informatykę, biotechnologię, e-commerce, Internet, telefonię komórkową. Przez skojarzenie z Funduszem atrakcyjnych projektów oraz pomoc w przygotowaniu i nadzorze takie osoby mają prawo do współinwestowania na poziomie 5–20% wartości przedsięwzięcia. Aniołom biznesu Fundusz oferuje w ramach programu wynagrodzenie na poziomie 5% wartości inwestycji w postaci nieodpłatnego przekazania 5% inwestycji Funduszu oraz możliwość dalszych wspólnych inwestycji (do 15% wartości inwestycji) na takich samych zasadach jak Fundusz, a także prawo udziału w radzie nadzorczej projektu, w którym anioł biznesu posiada wkłady kapitałowe. Na koniec 2005 roku do programu zgłoszono 19 projektów, z których jeden (spółka Hoopla.pl zajmująca się sprzedażą internetową sprzętu gospodarstwa domowego i komputerów we współpracy z aniołem biznesu) został zrealizowany [Frączek 2005].

Kolejnym przykładem inwestowania przez venture capital jest apteka internetowa domzdrowia.pl, która działa na rynku od lipca 2004 roku, a w lutym 2005 roku pozyskała finansowanie od anioła biznesu, co pozwoliło na dofinansowanie w październiku 2005 roku przez Fundusz venture capital MCI Management SA. Fundusz ten bardzo aktywnie współpracuje z aniołami biznesu i w swoim portfelu posiada już 4 wspólne projekty [Frączek 2005].

Należy podkreślić, że rozwój rynku venture capital w Polsce nie przebiega według schematu wypracowanego w takich krajach, jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania, a uzależniającego angażowanie funduszy venture capital od przekroczenia określonego progu wartości przedsięwzięcia oraz od przejścia etapu zasiewu, startu, a nawet wczesnego wzrostu. Stąd występują przypadki bezpośredniego angażowania się funduszy venture capital na etapie wstępnego rozwoju przedsięwzięć, z pominięciem etapu inwestowania przez anioły biznesu. Zestawienie przedsięwzięć, w które zaangażowały się fundusze venture capital na etapie startu i rozruchu przedstawiono w tabeli 4.

Główną przyczyną nietypowego podejścia funduszy venture capital jest relatywnie płytki rynek „wolnego” kapitału w Polsce, słaby rozwój rynku aniołów biznesu, brak tradycji i doświadczeń w inwestycjach wysokiego ryzyka, a także zachodzące zmiany w zachowaniach inwestorów wysokiego ryzyka na globalnym rynku finansowym i stopniowe zacieranie się różnic między formalnym i nieformalnym rynkiem venture capital.

Tabela 4

Przykłady inwestycji funduszy venture capital w startujące przedsięwzięcia

Nazwa funduszu	Inwestycje na etapie startu i rozruchu
BBI Capital NFI SA	BBI Seed Fund MTI Mobilna Telefonía Internetowa
Bmp. AG	K2 Internet SA Nokaut Republika Kobiet – portal internetowy
CARESBACK SEAF Polska	PUPIL – karma dla zwierząt domowych SYMBIO – ekologiczne warzywa i owoce
MCI Management	Travelplanet. PL – obsługa turystyczna przez internet CCC Bankier.pl – portal finansowy One-2-One – agencja marketingu mobilnego
Intel Capital	eTEL – telekomunikacja Wind Telecom

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Katalog 2009].

Podsumowanie

Motorem rozwoju rynku venture capital, w postaci aniołów biznesu i funduszy venture capital, jest postępująca innowacyjność gospodarki i konieczność poszukiwania źródeł finansowania przedsięwzięć odznaczających się wysokim poziomem ryzyka inwestycyjnego.

Rozwój rynku venture capital w Polsce przebiega powoli i w sposób nietypowy do rozwiązań stosowanych w krajach mających bogatsze doświadczenie w tego rodzaju inwestycjach. Można stwierdzić, że inwestycje aniołów biznesu i funduszy venture capital znajdują się na etapie rozruchu i wczesnego rozwoju i po kilku latach relatywnie intensywnego wzrostu zauważa się ich spowolnienie, niewątpliwie na skutek oddziaływania kryzysu finansowego na świecie. Jednak zakładany wzrost poziomu innowacyjności gospodarki i nacisk położony na tworzenie i rozwój małej i średniej przedsiębiorczości powinny wpłynąć na wzrost znaczenia rynku venture capital w Polsce, co powinno przyczynić się do zacieśniania współpracy między inwestorami nieformalnego i formalnego rynku wysokiego ryzyka.

Literatura

- AERNOUDT R.: *Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments*. Venture Capital, No 4, 2005.
- BRZOZOWSKA K.: *Business angels na rynku kapitałowym*, Cedewu.pl, Warszawa 2008.

- DE CLERQ D., FRIED V.H., LEHTONEN O., SAPIENZA H.J.: *An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy*. Academy of Management, Boston 2006.
- DE NOBLE A.: *Review Essay. Raising finance from business angels*. *Venture Capital*, No 4, 2001.
- FRĄCZEK M.: *Kim są Business Angels*. *Nasz Rynek Kapitałowy* 12/2005.
- Fitch Ratings Report 2008.
- GRZYWACZ J., OKOŃSKA A.: *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*. SGH, Warszawa 2005.
- Katalog funduszy venture capital, www.bankier.pl/firma/vc
- MADILL J.J., HAINES G.H., RIDING A.I.: *The Role of Angels in Technology SMEs. A link to venture capital*. *International Journal of Entrepreneurial Finance*, No 7, 2005.
- Mezzanine finance jako źródło finansowania innowacji*. Materiał niepublikowany BRE Banku.
- PANKIEWICZ J.: *Mezzanine. Sposób na finansowanie przedsiębiorstw*, *Biuletyn euro info*, nr 1, 2009.
- Rynek private equity/venture capital w Polsce w 2007 r.* www.ppea.org.pl/new/rynek_privarte_equity_2007_php.
- SOCIŃSKI A.: *Mezzanine finance: między kredytem a sprzedażą akcji*, www.bankier.pl/wiadomosci
- TAMOWICZ P.: *Business Angels. Pomocna dłoń kapitału*. PARP, Gdańsk 2007.
- WRZESIŃSKI M.: *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*. SGH, Warszawa 2008.
- www.lfr.lublin.pl/index
- www.resik.pl

The cooperation of business angels with venture capital funds in Poland

Abstract

A level of innovations in economy has determined a growth of venture capital market. In well developed countries venture capital market plays a significant role in funding innovative projects, but in Poland, so far, a share of venture capital investors is still rather slight. After access of Poland to European Union, directed into increase of innovations in economy of member states, venture capital market has been accelerated, both in informal (business angels) and formal (venture capital funds) markets. There are some interactions between these groups of venture capital investors, like as cooperation, co-financing, and mainly keeping certain turn of funding – in early stages of project development – business angels, and further – venture capital funds. It should be underlined, that in Poland venture capital market has been developing in quite different way, not very similar to scheme worked out in other countries. It can be a result of relatively low level of venture capital market development and structural changes of overall environment.