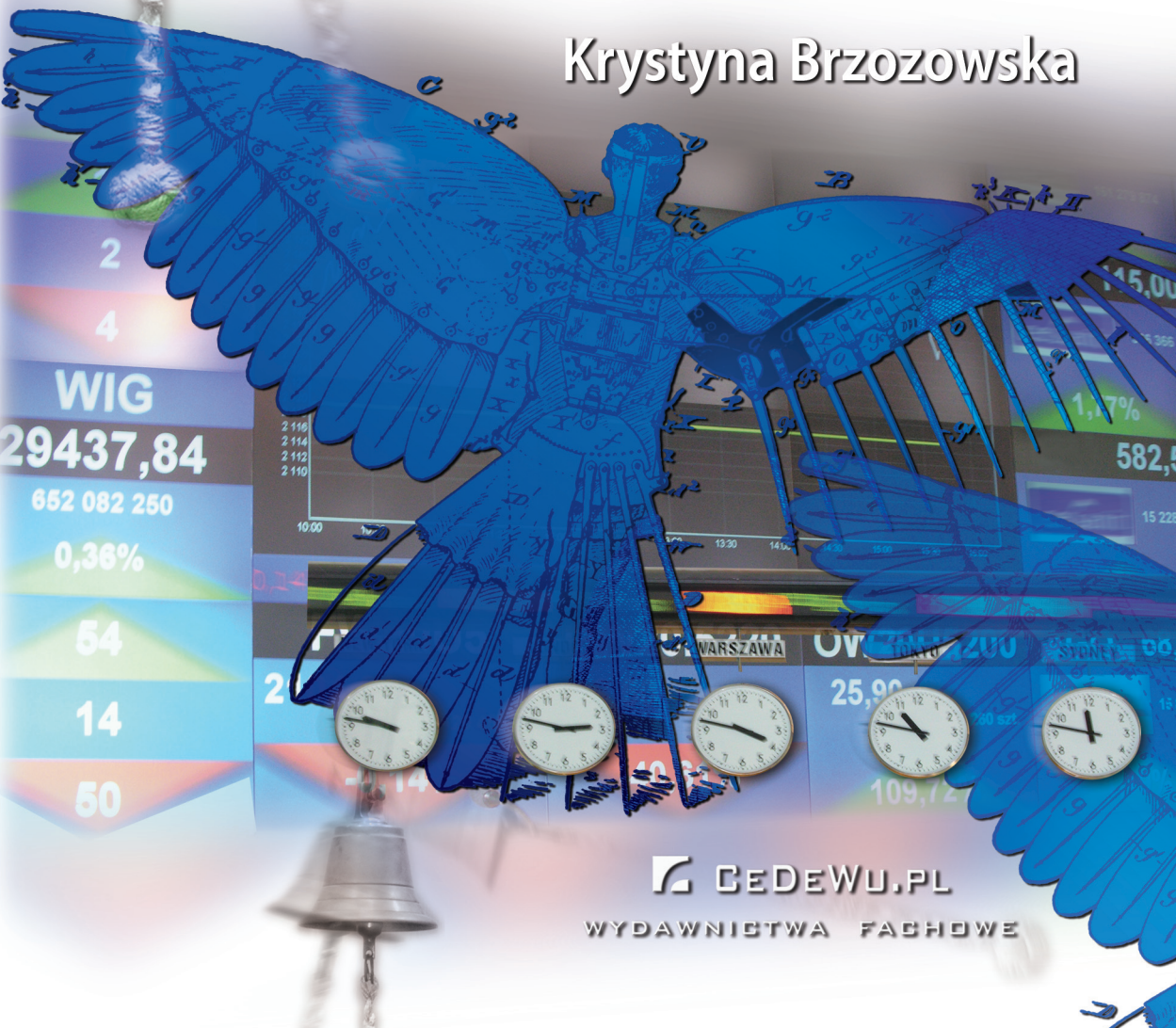


BUSINESS ANGELS NA RYNKU KAPITAŁOWYM

MOTYWACJE INWESTOWANIE EFEKTY

Krystyna Brzozowska



 CEDEWU.PL

WYDAWNICTWA FASHOWE



BUSINESS ANGELS NA RYNKU KAPITAŁOWYM

MOTYWACJE INWESTOWANIE EFEKTY

Krystyna Brzozowska

 **CEDEWU.PL**

WYDAWNICTWA FACHOWE

© 2008 Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Recenzent: prof. zw. dr hab. Jerzy Węclawski

DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I, Warszawa 2008

ISBN 978-83-7556-054-1

EAN 9788375560541

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2020

ISBN 978-83-7941-291-4

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

tel.: (4822) 827 38 90, 49 88 645, fax (4822) 827 38 89

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

cedewu.pl

Spis treści

Wprowadzenie	7
Rozdział 1. Źródła finansowania działalności innowacyjnej	11
1.1. Rozwój innowacyjnych przedsięwzięć	11
1.2. Etapy finansowania innowacyjnych przedsięwzięć	13
1.3. Problemy kapitałowe rozwoju przedsięwzięć	16
Rozdział 2. Pojęcie, istota działania i motywacje aniołów biznesu	29
2.1. Pojęcie anioła biznesu	29
2.2. Cele działania aniołów biznesu	31
2.3. Pozycja aniołów biznesu w finansowaniu innowacyjnych przedsięwzięć	33
2.4. Profil anioła biznesu	38
Rozdział 3. Rodzaje aniołów biznesu	45
3.1. Kryteria klasyfikacji aniołów biznesu	45
3.2. Klasyfikacja aniołów biznesu według motywacji działania	46
3.3. Klasyfikacja aniołów biznesu według doświadczenia zawodowego	48
3.4. Klasyfikacja aniołów biznesu według kompetencji i aktywności inwestycyjnej.....	49
3.5. Klasyfikacja aniołów biznesu według roli w inwestycji ...	51
3.6. Klasyfikacja aniołów biznesu według doświadczenia inwestycyjnego	54

3.7. Klasyfikacja aniołów biznesu według sformalizowania spotkań	56
Rozdział 4. Formy działania aniołów biznesu	59
4.1. Ryzyko inwestowania przez anioły biznesu	59
4.2. Modele rynku aniołów biznesu	63
4.3. Konsorcja aniołów biznesu	66
4.4. Sieci aniołów biznesu	69
Rozdział 5. Proces inwestycyjny aniołów biznesu	73
5.1. Zasady inwestowania przez anioły biznesu	73
5.2. Pozyskiwanie informacji o możliwościach inwestowania	74
5.3. Ocena propozycji inwestycyjnych	79
5.4. <i>Due dilligence</i>	83
5.5. Wstępna wycena	85
5.6. Zawarcie umowy kapitałowej	87
5.7. Warunki skutecznego inwestowania przez anioły biznesu	89
Rozdział 6. Współpraca aniołów biznesu i funduszy <i>venture capital</i> ...	93
6.1. Różnice i podobieństwa	93
6.2. Podejście do <i>Due dilligence</i> i monitoringu inwestycji	98
6.3. Współpraca aniołów biznesu z funduszami <i>venture capital</i>	101
6.4. Współinwestowanie	103
Rozdział 7. Rozwój instytucji aniołów biznesu	107
7.1. Początki działania aniołów biznesu	107
7.2. Rynek aniołów biznesu w Stanach Zjednoczonych	111
7.3. Rynek aniołów biznesu w Unii Europejskiej	115
7.4. Tendencje rozwojowe rynku aniołów biznesu	121
7.5. Rynek aniołów biznesu w wybranych krajach	124

Rozdział 8. Rozwój instytucji aniołów biznesu w Polsce	131
8.1. Profil aniołów biznesu	131
8.2. Sieci aniołów biznesu	132
8.3. Fundusze zasiewowe i rozwojowe	141
8.4. Przykłady udanych inwestycji aniołów biznesu	145
Rozdział 9. Wspieranie rozwoju instytucji aniołów biznesu	147
9.1. Ulgi i udogodnienia podatkowe w Unii Europejskiej	147
9.2. Rozwiązania stosowane w Stanach Zjednoczonych	151
9.3. Schematy współfinansowania ..	152
9.4. Fundusze <i>venture capital</i>	156
Zakończenie	159
Bibliografia	162

Wprowadzenie

Kapitał jest czynnikiem warunkującym jakikolwiek rozwój gospodarczy w obrębie świata, regionów, krajów, jak i pojedynczych podmiotów gospodarczych. Dlatego też zagadnienia dotyczące kapitału oraz możliwości jego wzrostu stanowią obszerny zakres w badaniach naukowych. Zagadnienia ceny kapitału (stóp procentowych), ryzyka, premii za ryzyko, dostępu do kapitału można znaleźć w opracowaniach czołowych ekonomistów.

Generalizując, kapitałem są szczególnie zainteresowane dwie strony:

- poszukujący kapitału,
- posiadający nadwyżki kapitału.

Poszukujący kapitału są zainteresowani dostępem do kapitału jak najtańszego, niezabezpieczonego szczególnie warunkami utrudniającymi im bieżące funkcjonowanie.

Posiadający nadwyżki kapitału są zainteresowani uzyskaniem relatywnie jak najwyższych stóp zwrotu przy jak najniższym ryzyku.

Problem dostępu do kapitału nabiera szczególnego znaczenia dla małych, dopiero startujących przedsięwzięć, które nie są w stanie korzystać z powszechnie stosowanych źródeł, takich jak kredyty, emisja akcji, fundusze *venture capital*, itp. W szczególności dotyczy to przedsięwzięć o dużym poziomie innowacyjności. Zapewnienie kapitału umożliwiającego rozwój przedsięwzięcia na etapie jego startu i wczesnego rozwoju może ułatwić w dalszej kolejności dostęp do innych źródeł. Problem ten nie jest bez znaczenia także dla posiadających nadwyżki kapitału, ponieważ ryzyko utraty włożonych środków w takie przedsięwzięcia może być bardzo wysokie.

Wysokie ryzyko wynikające z innowacyjności projektu oraz wczesnego etapu jego rozwoju często jest powiększane przez niedostateczne przygotowanie menedżerskie przedsiębiorców, brak znajomości rynku i zasad nim kierujących. Zatem doskonałym rozwiązaniem umożliwiającym – z jednej strony – niwelowanie luki kapitałowej, a z drugiej – luki

menedżerskiej, może być pozyskanie inwestorów chcących podzielić się zarówno kapitałem, jak i posiadaną wiedzą i doświadczeniem w zamian za przewidywane korzyści w przyszłości. Takie rozwiązanie jest z powodzeniem wykorzystywane głównie w Stanach Zjednoczonych, a także dynamicznie rozwija się w innych krajach, szczególnie zachodnioeuropejskich. Działanie instytucji indywidualnych inwestorów, zwanych aniołami biznesu, można z całą pewnością określić mianem akceleratorów rozwoju ryzykownych, obiecujących przedsięwzięć.

Aniołowie biznesu są przedmiotem niniejszego opracowania, przedstawiającego ich rolę jako nieocenionych dostawców kapitału dla początkujących przedsięwzięć, z jednoczesnym gwarantowaniem korzyści dla siebie.

Celem opracowania jest zbadanie przesłanek włączania się zamożnych osób prywatnych w finansowanie i prowadzenie bardzo ryzykownych przedsięwzięć inwestycyjnych oraz podjęcie próby wyjaśnienia przyczyn dynamicznego rozwoju instytucji aniołów biznesu w obecnym otoczeniu biznesowym, a także wskazanie głównych korzyści i zagrożeń płynących z takiego zaangażowania inwestycyjnego.

W opracowaniu, podzielonym na 9 rozdziałów, można wydzielić 3 części – każda składająca się z 3 rozdziałów.

W części pierwszej przedstawiono główne zagadnienia dotyczące kategorii aniołów biznesu, a mianowicie ekonomiczne przesłanki zapotrzebowania na inwestorów w postaci aniołów biznesu, ich definicję, charakterystykę standardowego profilu i celów działania oraz występujące na rynku wysokiego ryzyka rodzaje aniołów wyodrębnione według wybranych kryteriów.

Część druga obejmuje problematykę inwestowania przez anioły biznesu, a w szczególności formy ich działania oraz poszczególne etapy procesu podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz warunków zaangażowania kapitałowego, a także kwestie współlistnienia z funduszami *venture capital*.

Część trzecia zawiera zwięzłą prezentację rozwoju instytucji aniołów biznesu w jej kolebce, czyli w Stanach Zjednoczonych oraz w krajach Unii Europejskiej i innych, a na ich tle analizę dotychczasowej działalności aniołów biznesu w Polsce. Rozważania zamyka rozdział poświęcony sposobom wspierania działań aniołów biznesu stosowanych w różnych krajach, determinujących zwiększenie skali zainteresowania ze strony potencjalnych inwestorów takim formami inwestowania.

W trakcie pisania pracy przeprowadzono obszerną analizę literatury naukowej i publicystycznej, poświęconej omawianym zagadnieniom. Szczególnie pomocne okazały się anglojęzyczne prace C. M. Masona, R.T.

Harrisona, M. Van Osnabrugge, H. Landstroma i R. Sorheima, E. J. Sohla oraz polskie opracowania J. Węclawskiego, A. Duliniec, J. Grzywacza i B. Mikołajczyk. Korzystano także ze źródeł internetowych, głównie w odniesieniu do oceny aktywności aniołów biznesu na terenie Polski.

Praca, jako swoiste kompendium wiedzy na temat aniołów biznesu i zasad ich działania na rynku wysokiego ryzyka, jest adresowana do pracowników naukowych oraz specjalistów zajmujących się problemami kapitału i źródeł finansowania. Może także stanowić bazę informacyjną dla potencjalnych przedsiębiorców i inwestorów, a także służyć jako podstawa do pogłębienia badań w zakresie rynku wysokiego ryzyka.

ROZDZIAŁ I

Źródła finansowania działalności innowacyjnej

I.1. Rozwój innowacyjnych przedsięwzięć

Nowo zakładane i innowacyjne małe i średnie przedsiębiorstwa obciążone są wysokim ryzykiem, dużo wyższym niż w podmiotach większych, dysponujących większym kapitałem, większym doświadczeniem rynkowym i wynikającym z tych czynników lepszym zabezpieczeniem prowadzonej działalności. Na skutek zbyt małych lub wręcz braku możliwości kapitałowych, a w konsekwencji braku jakichkolwiek zabezpieczeń małe i średnie przedsiębiorstwa odczuwają wiele trudności w pozyskiwaniu kapitału niezbędnego do sfinansowania początkowej działalności.

Jeśli za **innowacyjne przedsiębiorstwo** przyjmiemy podmiot potrafiący tworzyć, absorbować i zbywać nowe produkty lub usługi to w istocie wszystkie nowo zakładane przedsiębiorstwa noszą znamiona innowacyjności. Bardzo trafne w tym względzie wydaje się klasyczne ujęcie innowacyjności przez Schumpetera, który sprowadził je do pięciu przypadków¹:

- wprowadzenie nowego towaru, z jakim konsumenci nie mieli jeszcze do czynienia lub nowego gatunku jakiegoś towaru,
- wprowadzenie nowej metody produkcji praktycznie jeszcze nie wypróbowanej w danej dziedzinie,
- otwarcie nowego rynku, na którym dany rodzaj krajowej działalności nie funkcjonował,
- zdobycie nowego źródła surowców lub półfabrykatów,
- wprowadzenie nowej organizacji prowadzenia działalności na rynku.

Innymi słowy, **innowacyjność działalności** można sprowadzić do odkrycia nowej wiedzy w zakresie produktów i usług, udoskonalenia istnieją-

¹ Schumpeter J., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960, s. 104 [za:] Janasz W., Kozioł K., *Determinanty działalności innowacyjnej przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2006, s. 12.

cych procesów produkcyjnych i rynkowych, a także skłonności i zdolności przedsiębiorstwa do rozwijania oraz przyswajania (wdrożenia tej wiedzy do procesów produkcji) nowych i udoskonalonych produktów, świadczonych usług bądź stosowanych technologii².

W rozwoju każdego przedsiębiorstwa można wyróżnić charakterystyczne etapy, wyraźnie różniące się od siebie, składające się na **cykl życia przedsiębiorstwa** definiowany jako przedział czasu od momentu powstania koncepcji przedsięwzięcia do jego wycofania z rynku. Nie każde przedsiębiorstwo musi przechodzić przez wszystkie etapy rozwoju, a długość trwania poszczególnych etapów też jest zróżnicowana w zależności od branży i fazy cyklu życia tej branży, przyjętej strategii rozwoju i możliwości jej realizacji w konkurencyjnym otoczeniu, sprawności kierowania przedsiębiorstwem³.

W praktyce rozróżnia się dwa podstawowe **etapy przeprowadzania inwestycji** (rozwoju przedsięwzięcia)⁴:

- etap początkowy (*early stage*),
- etap ekspansji (*expansion stage*).

W pierwszym etapie, najważniejszym w aspekcie rozwoju innowacyjnego projektu, występują trzy podetapy finansowania: finansowanie zasiewów (*seed financing*), finansowanie startu (*start-up financing*) oraz finansowanie fazy wczesnego wzrostu (*early growth stage financing*).

W drugim etapie, o charakterze dojrzałego rozwoju, występują również trzy podetapy, takie jak: finansowanie fazy drugiej (*second stage financing*), finansowanie fazy trzeciej (*third stage financing*) oraz finansowanie fazy czwartej (*fourth stage financing*).

² W ostatnich latach pojęcie innowacyjności jest coraz częściej ograniczane do adaptacji nowych technologii (zaawansowanych technologii), do których zalicza się zaawansowane technologie przemysłowe (roboty przemysłowe, inżynieria materiałowa, oprogramowanie komputerowe procesów projektowania, prac inżynierskich, planowania procesów, automatyzację procesów technologicznych i systemów produkcji, zaawansowane polimery, lasery, optoelektronikę, ceramikę strukturalną, paliwa syntetyczne) oraz zaawansowane technologie informacyjne (sztuczna inteligencja, mikrokomputery, złożone chipy, bazy relacyjne, systemy bazodanowe, bazy stosowane w systemie produkcji i dystrybucji) (por. Kasiewicz S., *Budowanie wartości firmy w zarządzaniu operacyjnym*, SGH, Warszawa 2005, s. 228-230). Takie zawężenie jednak nie jest prawidłowe i w opracowaniu przyjęto jako innowacyjne przedsiębiorstwo każdy podmiot gospodarczy spełniający warunki definicji przyjętej przez Schumpetera.

³ Dulinić A., *Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, t.2. pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 282.

⁴ Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 23-24.

W innym ujęciu cykl życia przedsiębiorstwa (projektu) jest podzielony na pięć faz⁵:

- faza powstawania i początkowego wzrostu,
- faza wzrostu,
- faza dojrzałości,
- faza stabilizacji,
- faza schyłku.

Jak trafnie podaje A. Duliniec „tak jak część przedsiębiorstw nie wychodzi poza pierwszą fazę cyklu życia, dla wielu innych fazę wzrostu lub dojrzałości udaje się wydłużyć i nie wchodzi one w ostatnią fazę – schyłkową, która zazwyczaj kończy się likwidacją firmy. Zdarza się niekiedy, że z fazy schyłkowej przedsiębiorstwo ponownie wchodzi w okres znaczącego wzrostu aktywności.”⁶.

Zatem cykl życia projektu można podzielić na okres przedrynkowy, rynkowy i postrynkowy. Okres przedrynkowy to faza powstania (projektowania) i początkowego wzrostu przedsięwzięcia. Okres rynkowy to czas masowej sprzedaży i przechodzenie kolejno przez fazę wzrostu, dojrzałości do schyłku sprzedaży. Natomiast okres postrynkowy ma miejsce wówczas, gdy zainteresowanie danym produktem czy usługą zanika, co skutkuje likwidacją produkcji⁷.

1.2. Etapy finansowania innowacyjnych przedsięwzięć

Sposób finansowania poszczególnych faz życia przedsiębiorstwa czy przedsięwzięcia jest uzależniony od pozycji podmiotu na określonym etapie rozwoju, jego struktury kapitałowej, poziomu ryzyka inwestycyjnego lub operacyjnego, możliwości rozwojowych i zapotrzebowania na kapitał, a także możliwości wypracowywania przepływów pieniężnych na określonym etapie rozwoju.

Poszczególne etapy rozwoju i finansowania projektów innowacyjnych przedstawiono graficznie na schemacie 1.1.

Finansowanie zasiewowe obejmuje kapitał na bardzo wczesnym etapie przedsięwzięcia przeznaczony na opracowanie projektu na bazie wcześniejszego pomysłu, zbudowanie prototypu produktu, przeprowadzenie wstępnych badań rynkowych, przygotowanie dokładnego biznesplanu,

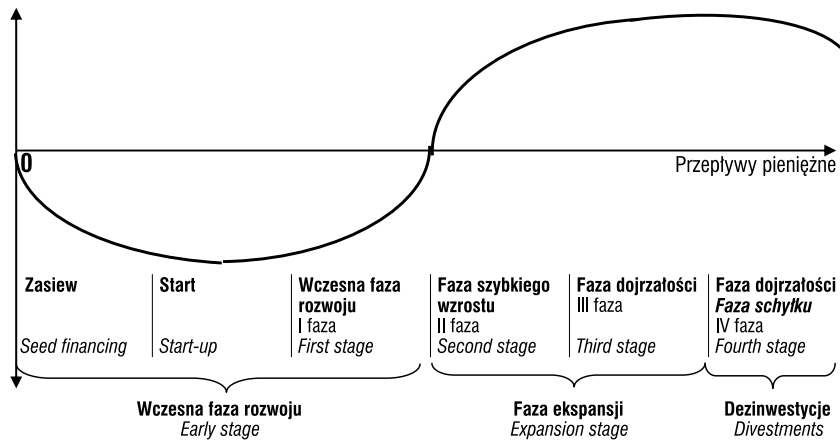
⁵ Damodaran A., *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, New York 2001, s. 509.

⁶ Duliniec A., *Finansowanie* op. cit., s. 282.

⁷ Kiziukiewicz T., *Zarządcze aspekty rachunkowości*, PWE, Warszawa 2003, s. 254.

a niejednokrotnie skompletowanie zespołu menedżerskiego. Na tym etapie powstaje pomysł wymagający rozpracowania szczegółowego i operacyjnego. Z reguły koszty tego etapu nie są najwyższe, ale jest to uzależnione od stopnia innowacyjności idei przedsięwzięcia.

Schemat 1.1. Rozwój i finansowanie innowacyjnego projektu



Źródło: Opracowanie własne.

Finansowanie startu obejmuje opracowanie studium wykonalności (*feasibility study*), znalezienie źródeł finansowania przedsięwzięcia oraz sfinansowanie końcowych prac nad rozwojem produktu i uruchomienie działalności.

Finansowanie fazy pierwszej dotyczy finansowania inwestycji lub produkcji, wprowadzenia produktów na rynek i rozbudowy struktur organizacyjnych przedsiębiorstwa. Koszty tego podetapu są wysokie i wymagają zaangażowania kapitałów zewnętrznych. Jest to okres najwyższego zapotrzebowania na kapitał. Zapoczątkowana działalność operacyjna odznacza się wysokimi kosztami przewyższającymi początkowe przychody, czego rezultatem są ujemne przepływy pieniężne.

Etap ekspansji jest okresem, w którym pojawiają się pierwsze wymierne korzyści. **Faza druga** jest okresem kontynuowania procesu inwestowania rozpoczętego w fazie pierwszej. Nadal występuje wysokie ryzyko inwestycyjne oraz duże zapotrzebowanie na kapitał. Pojawiają się elementy walki konkurencyjnej na rynku oraz problemy rozbudowy przedsięwzięcia.

Finansowanie fazy trzeciej zawiera rozwój produkcji i utworzenie własnego systemu dystrybucji, zapoczątkowanie procesu fuzji i przejęć

firm tej samej branży. Zbudowany potencjał firmy pozwala na dalszą ekspansję na rynku, wykorzystywanie efektów skali w wyniku wypracowanej pozycji rynkowej.⁸

Czwarta faza następuje w takim momencie rozwoju firmy, w którym planowana jest publiczna emisja akcji, wymagająca dodatkowych nakładów kapitałowych związanych z pokryciem kosztów dopuszczenia do obrotu giełdowego⁹.

Wszelkie **działania innowacyjne mają charakter inwestycji**, przez które przyjmuje się ponoszone nakłady w teraźniejszości, w celu uzyskania zysków lub innych korzyści w przyszłości. Inwestycje można określić jako:

- 1) ogół czynności związanych z przygotowaniem i realizacją przedsięwzięć rozwojowych firmy, polegających głównie na tworzeniu nowych oraz odtwarzaniu i unowocześnianiu już eksploatowanych środków trwałych

Tabela 1.1. Cykl projektu i jego fazy

PROJEKT INWESTYCYJNY	Etap początkowy	Faza zasiewu	Faza przedinwestycyjna	Identyfikacja koncepcji; Studium możliwości	
				Wybór wstępny; Studium przedwykonalności	
		Faza startu		Studia pomocnicze	
				Opracowanie studium wykonalności	
	Etap ekspansji	Faza wczesnego wzrostu	Faza inwestycyjna	Ocena; Raport oceniający	
				Negocjacje, podpisywanie umów	
				Projektowanie techniczne	
				Budowa	
		Faza druga		Marketing przedprodukcyjny	
				Szkolenie	
		Faza trzecia		Faza operacyjna	Odbiór i rozruch
					Wejście na rynek
Faza czwarta	Budowa i rozbudowa kanałów dystrybucji				
	Rozbudowa, innowacje (poszerzenie produkcji i kanałów dystrybucji)				

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Czechowski L., Dziworska K., Gostkowska-Drzewicka T., Górczyńska A., Ostrowska E., *Projekty inwestycyjne. Finansowanie. Metody i procedury oceny*, ODDK, Gdańsk 1999, s. 36, Safin K., *Zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 139.

⁸ Węclawski J., *Venture op.cit.*, s. 29.

⁹ Tarczyński W., *Venture capital w polskich przedsiębiorstwach – nowa forma inwestowania*, Materiały konferencyjne IV Zachodniopomorskiego Forum Finanse'99, Szczecin 1999, s. 133.

oraz różnych operacjach finansowo-giełdowych, wykonywanych przez wyspecjalizowany zespół pracowników w ścisłym powiązaniu z innymi sferami działalności gospodarczej przedsiębiorstwa;

- 2) całokształt nakładów finansowych związanych z tworzeniem nowych, odtwarzaniem i unowocześnianiem obiektów produkcyjnych i nieprodukcyjnych firmy oraz poszerzeniem przez operacje finansowe kapitału firmy (zakup akcji i udziałów, lokaty, itp.);
- 3) źródło przyrostu kapitału firmy w postaci nowych lub zmodernizowanych maszyn i urządzeń, środków transportu, obiektów budowlanych, itp.”¹⁰.

Inwestycje mogą mieć charakter nowych działań (tzw. *greenfield projects*) lub procesów nastawionych na odtworzenie i modernizację istniejących obiektów.

Powiązanie działań związanych z realizacją inwestycji w podziale na główne fazy realizacji projektu oraz finansowania projektu w podziale na główne fazy rozwoju przedstawiono w tabeli 1.1.

Inni autorzy rozróżniają 9 faz rozwoju projektu, takich jak: faza zasiewu, badań i rozwoju, startu, pierwsza faza działalności, faza ekspansji, *mezzanine*, finansowanie pomostowe, fuzje lub przejęcia oraz wyjście¹¹.

I.3. Problemy kapitałowe rozwoju przedsięwzięć

Podstawowym problemem na początku organizowania działalności gospodarczej jest niedostatek kapitału na jej rozpoczęcie. Najczęściej przedsięwzięcia organizowane „od zera” nie posiadają odpowiedniego zaplecza funkcjonalnego, pozwalającego na zapewnienie jakiegokolwiek zdolności kredytowej umożliwiającej sięgnięcie po leasing, factoring, kredyty i pożyczki z instytucji finansowych. Przedsiębiorcy, często niemający żadnych doświadczeń w prowadzeniu biznesu, mają interesujący pomysł, którego wdrożenie może zapewnić produkty lub usługi o dużym zapotrzebowaniu na rynku. Przedsiębiorcy potrzebują na tym etapie środków finansowych na dokończenie prac badawczych nad produktem, zbadanie pod kątem możliwości prowadzenia działalności na skalę rynkową, opracowanie koncepcji przedsiębiorstwa, pozyskanie pomieszczeń i wyposażenia na prowadzenia działalności, zakup aktywów obrotowych, zatrudnienie pracowników, uzyskanie niezbędnych pozwoleń i koncesji, itp. Na tym etapie rozwoju właściciele przedsiębiorstwa są dawca-

¹⁰ Gawron H., *Ocena efektywności inwestycji*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1997, s. 13.

¹¹ Bradley W., J.G., Benjamin A., Margulis J., *Angel Capital*, Capstone Publishing, Oxford 2002, s. 32.