

Kamil GEMRA, Dominik KRAWCZYK, Robert ŁUGOWSKI

Aniołowie biznesu w Polsce

Business angels in Poland

Streszczenie: Aniołowie biznesu są ważnymi uczestnikami ekosystemu finansowania innowacyjnych przedsięwzięć. Wspierają start-upy swoim kapitałem, ale cenniejsza jest ich wiedza, doświadczenie czy sieć kontaktów. W literaturze naukowej brakuje pozycji przybliżających ten rynek w Polsce lub cechy aniołów biznesu. Prezentujemy pierwsze opracowanie w Polsce, którego celem jest określenie cech aniołów biznesu, ich preferencji inwestycyjnych oraz sposobu podejmowania decyzji tym zakresie. Cel ten został zrealizowany za pomocą badania ankietowego przeprowadzonego pośród 40 najaktywniejszych aniołów biznesu działających na rynku w Polsce. Badanie potwierdza przypuszczenia, że polski rynek aniołów biznesu jest młody – świadczą o tym doświadczenie inwestorów czy niewielka liczba wyjść z inwestycji.

Słowa kluczowe: aniołowie biznesu, start-up, finansowanie

Abstract: Business angels are important players in the ecosystem of financing innovative ventures. They support startups with their capital, but their knowledge, experience and network of contacts are more valuable. There are no studies in the scientific literature showing what the market in Poland looks like or what features do business angels have. We present the first study of this type in Poland. The aim of this article is to define the characteristics of business angels, their investment preferences and the manner of making investment decisions. This goal was achieved through a questionnaire survey of 40 of the most active business angels operating on the Polish market. The research confirms the assumptions that the Polish market of business angels is young, as evidenced by the experience of investors and a small number of exits.

Keywords: business angels, start-up, financing

JEL: G10

Finansowanie rozwoju innowacji jest zadaniem trudnym. Projekty tego typu są bowiem obciążone wyższym ryzykiem niż standardowe przedsięwzięcia. Wynika to z tego, że trudno z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć przyszłe przepływy pieniężne. Równie trudno jest określić w początkowej fazie sposób komercjalizacji danego rozwiązania. Natomiast po II wojnie światowej rządy wielu krajów zachodnich zaczęły dostrzegać, że rozwój innowacji może być przewagą konkurencyjną i trzeba wspierać ten sektor gospodarki. Przez kilkadziesiąt lat wspomniana pomoc przybierała różne formy, od bezpośredniego wsparcia po dotowanie funduszy *venture capital*. Jednak nie jest to jedyne źródło finansowania tego typu projektów. Coraz większe znaczenie mają aniołowie biznesu, czyli przedstawiciele prywatnego sektora.

Jedna z najprostszych definicji mówi, że aniołowie biznesu to zamożni inwestorzy, którzy dostarczają kapitał na nowe przedsięwzięcia biznesowe [Scott, 2003]. Jest to jednak bardzo szerokie ujęcie tego zagadnienia, ponieważ zwraca się uwagę również na to, że oprócz finansowania aniołowie biznesu dzielą się swoim doświadczeniem czy siecią kontaktów. Dzięki temu start-upy zyskują dostęp do współpracowników, którzy mogą ich wesprzeć w wielu dziedzinach, nie tylko dostarczając finansowanie. Rynek aniołów biznesu w Stanach Zjednoczonych czy Europie Zachodniej dynamicznie się rozwija. Trend ten obserwuje się również w Polsce, ale jak dotąd nie udało się go zbadać. W literaturze brakuje bowiem opracowań dotyczących jego wielkości, roli aniołów biznesu w finansowaniu firm na wczesnych etapach rozwoju czy też preferencji inwestycyjnych. W niniejszym artykule zostały przedstawione wyniki badania ankietowego obejmującego najaktywniejsze anioły biznesu w Polsce (40 respondentów), będące podstawą do scharakteryzowania tego sektora.

Przegląd literatury

Harrison wraz zespołem [2020] zwraca uwagę, że trudno na podstawie badań literaturowych potwierdzić z całą pewnością, że inwestycje aniołów biznesu zawsze pomagają spółkom technologicznym. Są one jednak istotnym czynnikiem w rozwoju przedsięwzięć na wczesnym etapie. Powszechnie przyjmuje się, że podobnie jak w przypadku kapitału wysokiego ryzyka [Breuer, Pinkwart, 2018] aniołowie biznesu mają kluczowe znaczenie dla rozwoju gospodarczego poprzez finansowanie innowacji w przedsięwzięciach typu start-up, które wykorzystują nowe technologie i rynki [Drover i in., 2017]. Jest to również zjawisko w coraz większym stopniu międzynarodowe. Potwierdzają to inne badania mówiące o tym, że aniołowie biznesu są ważnym źródłem finansowania innowacyjnych start-upów i ważnym motorem rozwoju nowych przedsięwzięć i innowacji [Croce i in., 2018]. Nie tylko dostarczają bardzo potrzebnego kapitału finansowego na wczesnych etapach rozwoju nowych przedsięwzięć, ale także pomagają w zakresie

wiedzy na temat zarządzania i dostępu do sieci kontaktów [Dutta, Folta, 2016; Kerr i in., 2014]. Aniołowie biznesu mogą inwestować samodzielnie lub tworząc konsorcjum inwestycyjne wraz z innymi inwestorami [Block i in., 2019].

W ciągu ostatnich kilku lat zarówno naukowcy, jak i praktycy poświęcali coraz więcej czasu zrozumieniu dynamiki inwestycji aniołów biznesu. Dane rynkowe zarówno dla USA, jak i Europy pokazują, że aniołowie biznesu stali się jedną z kluczowych części rynku kapitałowego, porównywalną do profesjonalnych inwestorów *venture capital* [Bonini i in., 2018]. W związku z tym nie dziwi fakt, że inwestycje aniołów biznesu przyciągnęły uwagę decydentów na arenie międzynarodowej, krajowej i regionalnej, co skutkuje szeregiem działań wspierających rozwój tego rynku [Mason, 2009], obejmujących tworzenie i funkcjonowanie grup i sieci aniołów biznesu, mających na celu łączenie inwestorów z przedsięwzięciami poszukującymi kapitału [Lahti, Keinonen, 2016]. Ponadto występują inwestycje rządowe w programy koinwestycyjne (w celu zwiększenia kapitału dostępnego na rynku) oraz zachęty podatkowe mające skłonić większą liczbę aniołów biznesu do wejścia na rynek poprzez dostosowanie zależności dochód–ryzyko [Carpentier, Suret, 2007].

W ostatnich latach nastąpił wzrost inwestycji aniołów biznesu za pośrednictwem ustrukturyzowanych platform – zarówno online, jak i offline. Ten rozwój rynku aniołów zmienił sposób, w jaki aniołowie podchodzą do strategii inwestycyjnych. Łącząc swoje transakcje z transakcjami innych inwestorów, mogą zawierać ich więcej i dywersyfikować swoje portfele w różnych branżach. W ten sposób ograniczone fundusze i wiedza nie uniemożliwiają aniołom biznesu budowy zdywersyfikowanego portfela inwestycji [Antretter i in., 2020]. W kwestii sieci panuje obecnie w literaturze naukowej konsensus co do tego, że odgrywają one istotną rolę w kierowaniu decyzjami biznesowymi i finansowymi przedsiębiorców [Butticè i in., 2021].

W ciągu ostatnich kilku dekad fundusze dostarczane przez anioły biznesu gwałtownie rosły pod względem wielkości i znaczenia. Mimo to literatura akademicka koncentruje się głównie na analizie cech aniołów (kogo finansują, dlaczego i ile zarabiają) lub przedsiębiorstw wspieranych przez anioły. Z powodu braku odpowiednich danych zachowanie rynku aniołów jest nadal stosunkowo niezbadane [Cipollone, Giordani, 2019]. W Polsce rynek aniołów biznesu dopiero raczkuje i niezwykle interesujący wydaje się problem określenia jego wielkości, roli aniołów biznesu w finansowaniu firm na wczesnych etapach rozwoju czy też ich preferencji inwestycyjnych. Teoretyczne rozważania na ten temat trwają od kilku lat i wykazanie roli aniołów biznesu w finansowaniu start-upów jest dość oczywiste, trudności natomiast pojawiają się w odniesieniu do praktyki życia gospodarczego. Brakuje dokładnych i pełnych statystyk, a wszelkie dane mają charakter szacunkowy. Z pewnością ważną publikacją był raport Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, który opisywał specyfikę instytucji aniołów biznesu, pochodzi on jednak z 2007 r. Można zauważyć, że głównymi źródłami informacji

najczęściej są narodowe i regionalne sieci aniołów biznesu [Piechunko-Mantiuk, 2014]. W dalszej części artykułu przedstawiono wyniki przeprowadzonego przez autorów badania. Opracowanie to jest pierwszym tego typu w polskiej literaturze.

Sylwetka anioła biznesu

Rynek aniołów biznesu jest trudny do zbadania, ponieważ brakuje danych charakteryzujących poszczególnych jego uczestników. Wynika to ze specyfiki inwestycji aniołów biznesu, ale też z samej definicji takiej osoby. Z jednej strony bowiem aniołowie nie chcą dzielić się informacjami o tym, ile zainwestowali i w kogo, ponieważ dotyczy to ich prywatnego majątku. Ponadto czasami związane jest to z ograniczeniami wynikającymi z polityki informacyjnej korporacji, w której pracują. Z drugiej strony zawsze nasuwa się pytanie, kogo można określić mianem anioła biznesu. Czy będzie to ktoś, kto raz zainwestował w start-up znajomych? Autorzy postanowili tego nie rozstrzygać, dlatego skupili się jedynie na zbadaniu najaktywniejszych aniołów biznesu, dokonujących przynajmniej jednej inwestycji rocznie. Grupę badawczą stanowiło 198 osób, które zgłosiły się do konkursu Business Angel of the Year 2021, wzięły udział w publicznym ogłoszeniu o badaniu oraz kilku członków klubu aniołów biznesu Cobin Angels. Z tej grupy wpłynęło 40 odpowiedzi. Wyniki badania zaprezentowano też w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.* autorstwa wspomnianej sieci aniołów biznesu Cobin Angels.

Trudno jednoznacznie ocenić, czy to duża, czy mała grupa, niemniej jednak jako pierwsze tego typu badanie przeprowadzone w Polsce może wskazywać pewne trendy dotyczące zachowań najaktywniejszych aniołów biznesu.

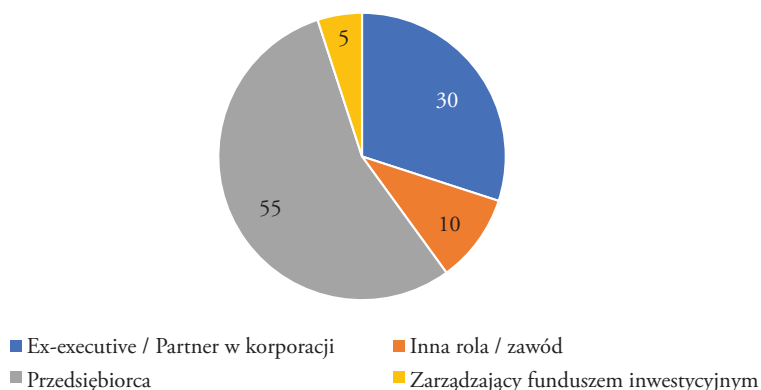
Na podstawie wyników ankiety można ustalić, że obszar inwestycji aniołów pozostaje wciąż zdominowany przez mężczyzn. Aż 80% przebadanych aniołów biznesu to właśnie mężczyźni, choć na tle innych krajów europejskich udział 20% kobiet w inwestycjach anielskich to całkiem dobry wynik. Według raportu EBAN Statistics Compendium, European Early Stage Market Statistics 2020 poniżej 20% kobiet inwestorek odnotowano w takich krajach, jak Hiszpania, Chorwacja, Łotwa, Cypr, Słowacja, Irlandia czy Finlandia. Biorąc pod uwagę wiek, największa grupa aniołów biznesu aktywnie inwestujących plasuje się pomiędzy 35. a 49. rokiem życia. W tym przedziale znajduje się aż 71% ankietowanych. Wynik potwierdza tezę, że aniołowie biznesu to najczęściej osoby wciąż aktywne zawodowo, poszukujące nowych kanałów do lokowania kapitału, lub przedsiębiorcy, którym udało się wcześniej osiągnąć sukces w swojej wiodącej działalności.

Jeżeli chodzi o status zawodowy przebadanych aniołów biznesu, największą grupę stanowią przedsiębiorcy i jest to aż 55%, drugą grupą są osoby pracujące w korpo-

racjach. Najmniejsza grupa to osoby zarządzające funduszami inwestycyjnymi. Dane przedstawiono na rysunku 1.

Dane na temat źródeł wiedzy dotyczącej inwestowania w start-upy, pozyskiwanej przez anioły biznesu, przedstawia rysunek 2.

Rysunek 1 Zawód przebadanych najaktywniejszych aniołów biznesu



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

Rysunek 2 Źródła wiedzy dotyczące inwestowania w start-upy pozyskiwanej przez anioły biznesu



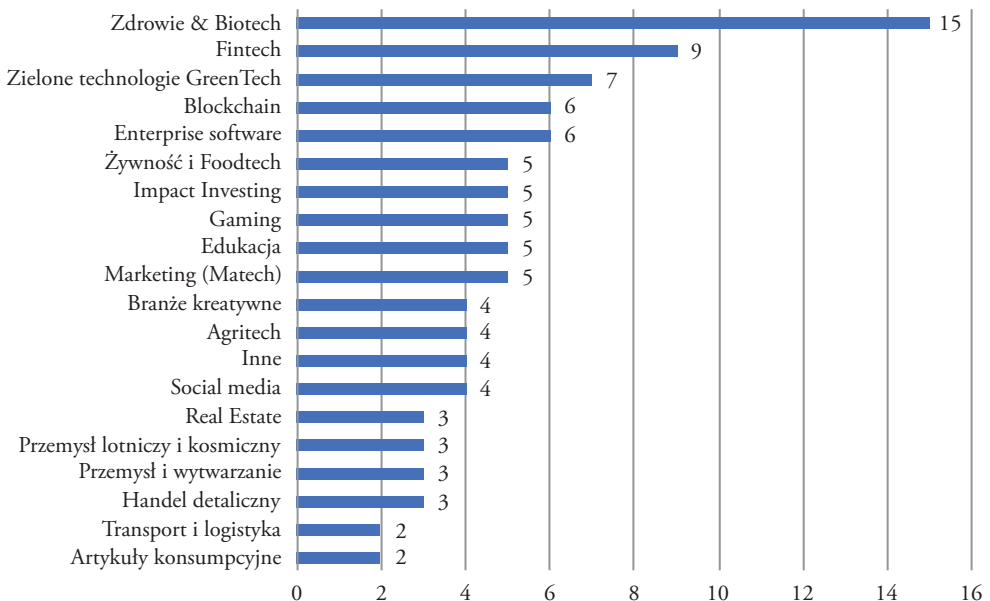
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

Wiedzę na temat inwestowania w start-upy aniołowie biznesu w głównej mierze czerpią z doświadczeń zawodowych, pozwalających im pośrednio poznać zagadnienia inwestycyjne, oraz ze zrealizowanych inwestycji w inne klasy aktywów. Oba te obszary pozyskiwania wiedzy można określić jako niebezpośrednie – aniołowie posiadają ogólną wiedzę dotyczącą inwestycji. Jak wynika z badania, dopiero trzecie co do wielkości źródło wiedzy, czyli sieci aniołów biznesu, stanowią bezpośredni sposób wykorzystania wiedzy ekspertów. Sieci aniołków biznesu to miejsca, gdzie nowi inwestorzy mają możliwość czerpania wiedzy od bardziej doświadczonych aniołów oraz korzystania z narzędzi i kompetencji osób zaangażowanych w prowadzenie sieci aniołów biznesu.

Jak inwestują aniołowie biznesu

Aniołowie biznesu, co do zasady, inwestują w projekty, które rozumieją i do których są w stanie wnieść wartość dodaną. Stąd też wybierane sektory i branże najczęściej się pokrywają z ich doświadczeniem, wiedzą i zainteresowaniami. Spośród przebadanych aniołów biznesu najwięcej zainteresowanych jest obszarem „Zdrowie & Biotech” – aż 15%, dalej obszarem „Fintech” – 9%, oraz „GreenTech (Zielone Technologie)” – 7%.

Rysunek 3 Sektory, w które inwestują badani aniołowie biznesu (w %)



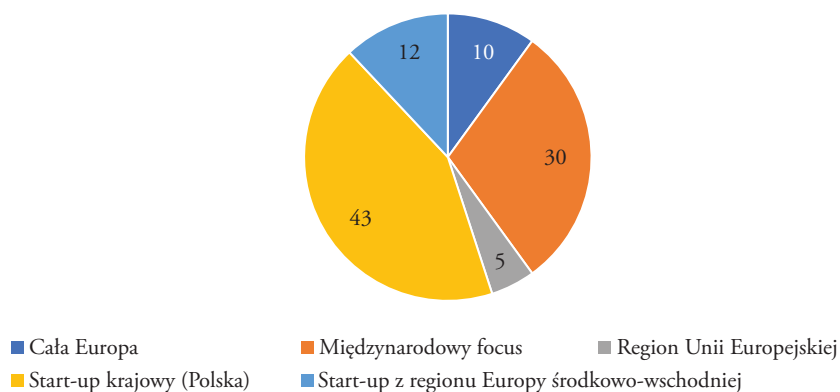
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

Co ciekawe, spośród czterech najbardziej popularnych sektorów aż dwa związane są ze zdrowiem lub technologiami sprzyjającymi środowisku, co może wskazywać na miśyjność inwestycji aniołów i rosnące zainteresowania tzw. inwestycjami impactowymi (z pozytywnym wpływem na życie ludzi i środowisko). Dane te pokazuje rysunek 3.

W przypadku danych dotyczących inwestorów z całej Europy w badaniu EBAN największym zainteresowaniem również cieszy się obszar „Fintech” – 15% rund finansowania zostało zrealizowanych właśnie w tym obszarze.

Badając zasięg terytorialny inwestycji anielskich, można stwierdzić, że badani aniołowie biznesu w głównej mierze skupiają się na rodzimym rynku – 43% z nich skupia się wyłącznie na Polsce. Według autorów wynika to z tego, że krajowe inwestycje są prostsze do zrealizowania – łatwiej znaleźć koinwestorów, start-upy, w które chce się zainwestować, oraz wnieść wartość dodaną na rodzimym rynku. Niespełna jedna trzecia badanych deklaruje skupienie się na inwestycjach bez ograniczeń geograficznych.

Rysunek 4 Zasięg terytorialny inwestycji badanych aniołów biznesu (w %)



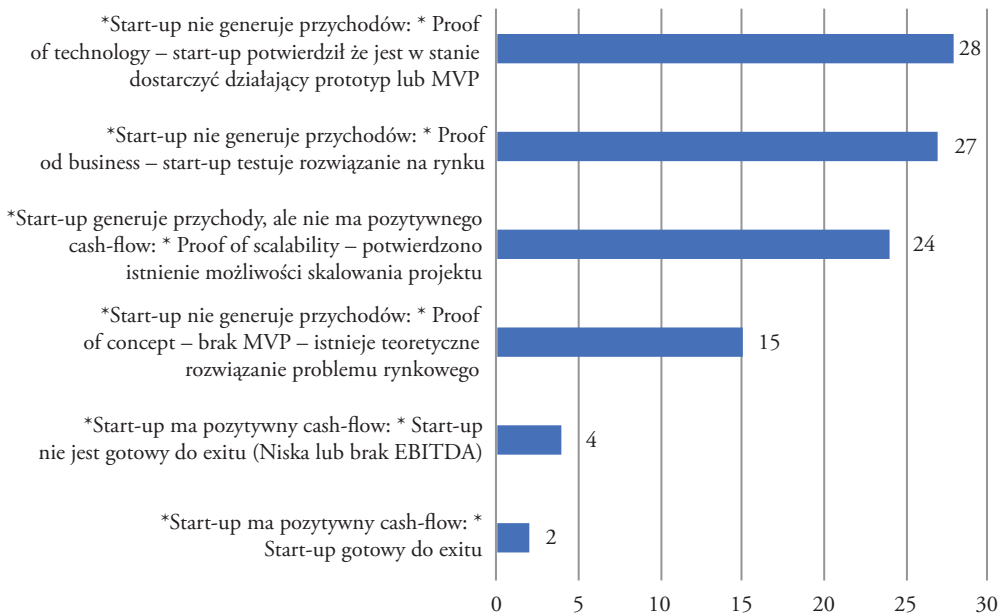
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

Przebadaliśmy też, w jakiej fazie rozwoju start-upu inwestują aniołowie biznesu. Aż 71% aniołów biznesu zainteresowanych jest inwestycjami, które na etapie ich inwestycji nie generują jeszcze przychodów, z czego najwięcej (28% przebadanych aniołów) zainteresowanych jest start-upami, które potwierdziły, że są w stanie dostarczyć działający prototyp. Zainteresowanie start-upem, który testuje już gotowe rozwiązania na rynku, jednak nie odnotowuje jeszcze przychodów, zadeklarowało 27% aniołów biznesu.

W badaniu zadano ankietowanym pytanie również o doświadczenie w inwestycjach w start-upy. Wynik potwierdza, że rynek inwestycji anielskich w Polsce jest wciąż na bardzo wczesnym etapie rozwoju. Aż 40% badanych aniołów biznesu inwestuje zaledwie od trzech lat lub krócej. Z kolei 15% aniołów biznesu to osoby doświadczone,

które rozpoczęły alokowanie swoich środków minimum 10 lat temu. W dalszej części badania zapytano, w ile projektów inwestowali ankieci. Okazuje się, że ponad połowa aniołów biznesu (53%) dokonała od jednej do sześciu inwestycji podczas całej swojej aktywności.

Rysunek 5 Faza rozwoju start-upu a chęć do inwestowania przez anioły biznesu (w %)

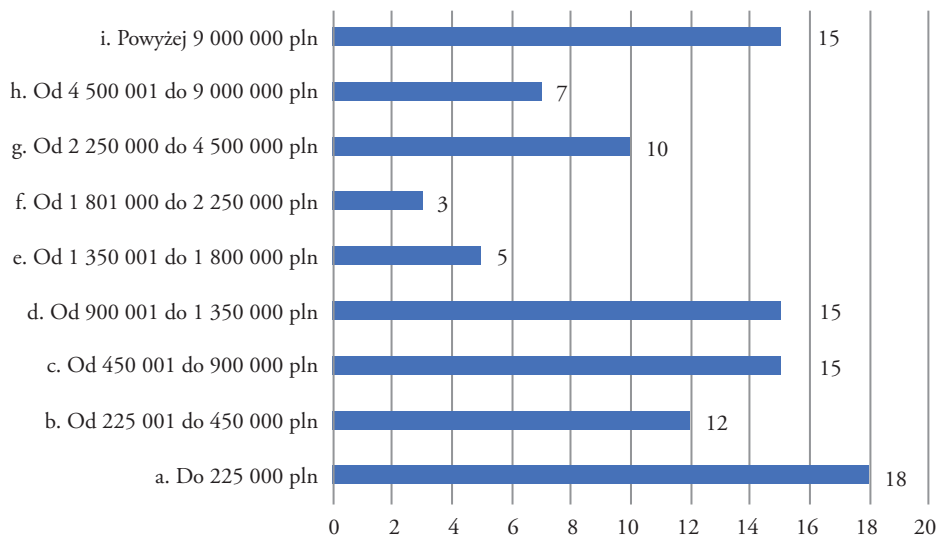


Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

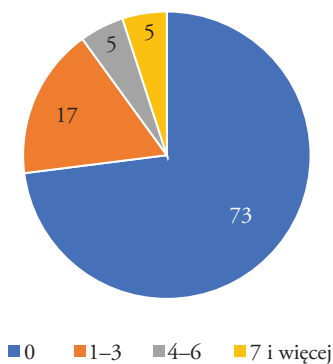
Jak wspomniano, rynek aniołów biznesu w Polsce znajduje się na wczesnym etapie rozwoju. Potwierdzają to wielkości środków, jakie aniołowie biznesu zainwestowali od początku swojej aktywności. Dane te przedstawia rysunek 6.

Z analizy danych pochodzących z badania wynika, że aż 60% inwestorów zallokowało środki o wartości nie przekraczającej 1 350 000 PLN. W grupie, która zainwestowała na przestrzeni całej działalności ponad 9 mln PLN, znalazły się osoby doświadczone, inwestujące od wielu lat, oraz te, które zajmują się inwestowaniem zawodowo – tacy inwestorzy w badaniu stanowili 15%.

Na zakończenie, zgodnie z charakterystyką inwestycji kapitałowych, zadano pytanie o wyjścia z już poczynionych inwestycji. Rysunek 7 przedstawia wyniki, które potwierdzają wczesny etap rozwoju tego rynku, ponieważ 73% ankietowanych deklaruje, że nie przeprowadziło do tej pory żadnego wyjścia z inwestycji.

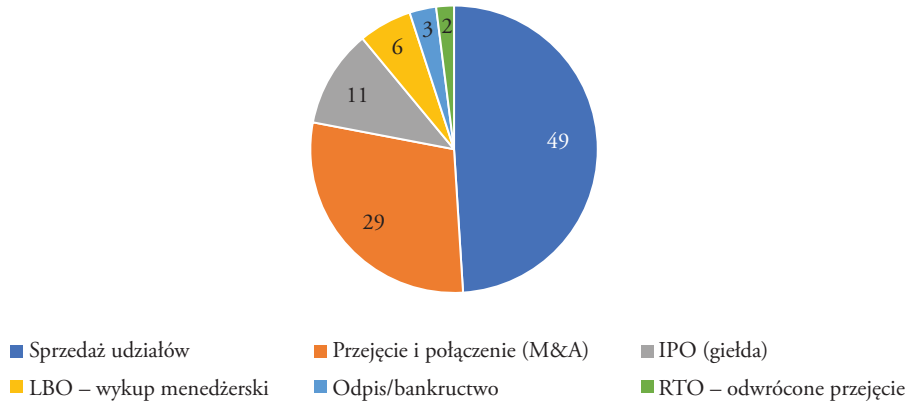
Rysunek 6 Wartość wszystkich inwestycji anielskich w przebadanej grupie (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

Rysunek 7 Liczba zrealizowanych wyjść z inwestycji (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

Aniołowie biznesu, którzy zrealizowali wyjścia z inwestycji, zostali również zapytani o najpopularniejsze formy takich dezynwestycji.

Rysunek 8 Deklarowane sposoby wyjścia z inwestycji anielskich

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania, którego wyniki opublikowane są również w raporcie *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*

Wśród badanych 49% deklaruje, że jest to sprzedaż udziałów innym podmiotom, w tym fundusze *venture capital*, inwestujące na późniejszym etapie, natomiast 29% wskazuje, że wychodziło w wyniku transakcji fuzji i przejęć, a 11% brało udział w dez-inwestycjach poprzez giełdę.

Podsumowanie

Zaprezentowane wyniki badania są pierwszym tego typu opracowaniem na rynku w Polsce. Dotyczy ono najaktywniejszych aniołów biznesu, którzy wzięli udział w ankiecie. Jest to zatem próba celowa kierowana do osób, które chciały się podzielić informacjami o swoich inwestycjach. Celem badania było sformułowanie charakterystyki aniołów biznesu. Na podstawie wyników stwierdzono, że decyzje inwestycyjne podejmowane są w zgodzie z doświadczeniem zawodowym i dotyczą głównie polskich podmiotów.

Autorzy badania są świadomi, że zaproszona grupa nie wyczerpuje całkowitej liczby osób, które można zaliczyć do grona aniołów biznesu, natomiast uważają, że badanie ma charakter poznawczy i wskazuje pewne trendy, jakie można zaobserwować na rynku. Polski rynek aniołów biznesu jest nadal stosunkowo młody. Wyniki ankiety pokazują, że najaktywniejsi aniołowie działają na tym rynku stosunkowo krótko oraz nie mają za sobą pełnych cykli inwestycyjnych związanych z wyjściami z inwestycji. Natomiast na tym rynku istnieją też profesjonalni gracze, którzy inwestują nawet powyżej 9 mln zł w start-upy. Oczywiście w skali rynku kapitałowego są to kwoty nadal

niewielkie, jednak nie można zapominać, że w przypadku aniołów biznesu chodzi nie tylko o sam kapitał; ważniejszą rolę odgrywa *know-how* i kontakty, które taki anioł przekazuje start-upowi i pozwala mu się rozwijać.

Pomimo tego, że instytucja anioła biznesu jest znana od wielu lat, to polski rynek można nadal uznawać za rynek w początkowej fazie rozwoju. Wydaje się, że jego rozwój możliwy byłby, gdyby zintensyfikowano działania edukacyjne, budujące świadomość funkcjonowania aniołów biznesu, ale też źródła takiego kapitału. Na pewno zachętą mogłyby być – znane chociażby z Wielkiej Brytanii czy Skandynawii – preferencje podatkowe stymulujące inwestycje.

Bibliografia

- Antretter T., Sirén, Ch., Grichnik D., Wincent J. (2020), *Should business angels diversify their investment portfolios to achieve higher performance? The role of knowledge access through co-investment networks*, Journal of Business Venturing, Volume 35, Issue 5.
- Block J. H., Fisch Ch., Obschonka M., Sandner P.G. (2019), *A personality perspective on business angel syndication*, Journal of Banking & Finance, Volume 100.
- Bonini S., Capizzi V., Valletta M., Zocchi P. (2018), *Angel network affiliation and business angels' investment practices*, Journal of Corporate Finance, Volume 50.
- Breuer, W., Pinkwart, A. (2018). *Venture capital and private equity finance as key determinants of economic development*, Journal of Business Economics, 88, 319–324
- Butticè, V., Croce, A., Ughetto, E. (2021), *Network dynamics in business angel group investment decisions*, Journal of Corporate Finance, Volume 66.
- Carpentier, C., Suret J.M. (2007), *On the usefulness of tax incentives for informal investors*, Venture Capital, 9.
- Cipollone A., Giordani P. (2019), *Entrepreneurs meet financiers: Evidence from the business angel market*, Journal of Business Venturing, Volume 34, Issue 5.
- Croce A., Guerini M, Ughetto E. (2018), *Angel Financing and the Performance of High-Tech Start-Ups*, Journal of Small Business Management, 56, 2.
- Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., Dushnitsky, G. (2017), *A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators*, Journal of Management, 43(6),
- Dutta S., Folta T.B. (2016), *A comparison of the effect of angels and venture capitalists on innovation and value creation*, Journal of Business Venturing, Volume 31, Issue 1.
- Harrison, R.T., Bock, A.J., Gregson, G. (2020), *Stairway to heaven? Rethinking angel investment policy and practice*, Journal of Business Venturing Insights, 14.
- Kerr W.R., Lerner J., Schoar A. (2014), *The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings*, *The Review of Financial Studies*, Volume 27, Issue 1.
- Lahti, T., Keinonen, H. (2016), *Business angel networks: a review and assessment of their value to entrepreneurship* w: C. Mason (red.) *Handbook on Research on Venture Capital*, s. 354–378.

- Mason, C.M. (2009), *Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review*, International Small Business Journal, 27(5).
- Piekunko-Mantiuk, I. (2014), *Aniołowie biznesu i ich rola w finansowaniu startupów*, Economics & Management/Ekonomia i Zarządzanie, 6(4).
- Raport (2022), *Jak inwestują najlepsi aniołowie biznesu w Polsce? Polski rynek inwestycji anielskich w 2021 r.*, Klub aniołów biznesu Cobin Angels, Warszawa.
- Scott, D.L. (2003), *Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*, Houghton Mifflin Company
- Tarmowicz P. (2007), *Business angels. Pomocna dłoń kapitału*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.

* * *

Kamil Gemra
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
e-mail: kgemra@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0001-5292-2362

Dominik Krawczyk
Cobin Angels
e-mail: d.krawczyk@cobinangels.com
ORCID: 0000-0003-3230-1601

Robert Ługowski
Cobin Angels
e-mail: r.lugowski@cobinangels.com
ORCID: 0000-0003-1897-5896