

RAFAŁ MORAWCZYŃSKI

KRYTERIA STOSOWANE PRZEZ FUNDUSZE *VENTURE CAPITAL* W PODEJMOWANIU DECYZJI INWESTYCYJNYCH*

Słowa kluczowe: venture capital, przedsiębiorczość, wycena firmy

Keywords: venture capital, entrepreneurship, firm valuation

Klasyfikacja JEL: G24; G32; M13

Wprowadzenie

Fundusze *venture capital* (VC) są pośrednikami finansowymi wyspecjalizowanymi w finansowaniu udziałowym przedsiębiorstw znajdujących się na ogół we wczesnym etapie rozwoju. Działają oni w tym segmencie rynku kapitałowego, który raczej nie nadaje się do obsługi przez inne instytucje, a szczególnie banki i rynek publiczny. Cechą charakterystyczną firm, do których kierują finansowanie jest to, że są one na ogół młode, szybko rozwijające się, ale ciągle jeszcze za słabo okrzeple i przez to bardzo ryzykowne. Środowisko to cechuje się słabą przejrzystością i dużą asymetrią informacji. VC specjalizują się w wyborze tej niewielkiej frakcji młodych firm, która ma większe szanse na przetrwanie i rozwój i przez to warta jest dokapitalizowania. Drugi filar tworzenia wartości przez VC opiera się na działaniach usprawniających firmę po podjęciu inwestycji¹. Chronologicznie jest to jednak aktywność wtórna wobec oceny projektów przedsiębiorczych. Literatura, odnosząc się do tych dwóch uzupełniających się aktywności VC opisuje je obrazowo jako role „skauta” i „coacha”². Warunkiem skutecznej oceny jest stosowanie odpowiednich kryteriów, w odpowiedni sposób.

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

¹ T. Hellman Thomas, M. Puri: *Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*, „The Journal of Finance” 2002, Vol. 57, No. 1, s. 169–197.

² M. G. Colombo, L. Grilli: *On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital*, „Journal of Business Venturing”, 2010, Vol. 25, s. 610–626.

Kryteria decyzyjne w tradycji badań VC

Kryteria stosowane przez VC w procesie doboru spółek do portfela są przedmiotem intensywnego badania co najmniej od lat siedemdziesiątych. Miały one nie tylko poznawczą, ale również praktyczną motywację: wierzy się, że poznanie tych kryteriów pozwoli na lepszą jakość podejmowanych decyzji przez VC i na lepsze przygotowanie się do kontaktów z nimi przez szukających kapitału przedsiębiorców. W klasycznym pięciostopniowym modelu działania VC, T. Tybjee i V. Bruno zarezerwowali dla tej aktywności dwie fazy: oceny wstępnej (*screening*) i właściwej (*evaluation*), które poprzedzone są etapem szukania projektów i dwoma etapami występującymi później: przygotowaniem i działaniami poinwestycyjnymi³.

Metody badania

Badania nad oceną projektów zgłaszanych do VC prowadzone są przy użyciu różnych metod. Do prostszych należą metody jakościowe, jak np. wywiad. Ilościowo zorientowane badania używały głównie kwestionariuszy. Wyrafinowanymi narzędziami są techniki wypracowane w badaniach marketingowych, szczególnie analiza *conjoint*. Niektórzy używają również wnioskowania na podstawie danych gromadzonych w panelach. Unikalną metodę badawczą zastosowali J. Petty i M. Gruber. Badali oni materiały gromadzone przez z jeden z VC we własnej bazie danych na każdym etapie oceny projektu. Ta metoda pozwoliła na zwiększenie trafności ekologicznej badania⁴. C. Zopounidis, analizując wcześniejsze opracowania na temat metod badawczych używanych w tej problematyce, dzieli je podobnie, wskazując na metody: (1) deskryptywne, (2) używających liniowych metod statystycznych i (3) ocen wielokryterialnych⁵. W ostatnich latach daje się obserwować zwiększanie roli metod wielokryterialnych, pozwalających na bardziej kompleksową analizę problematyki.

Lista kryteriów

Lista potencjalnych cech branych pod uwagę w ocenie projektów inwestycyjnych jest bardzo długa. Dlatego w wielu opracowaniach próbowano je klasyfikować, na przykład zawęzając ich liczbę dzięki analizie czynnikowej albo przyjętej *a priori* klasyfikacji (tab. 1).

Uderzające jest to, że badacze na ogół nie rozróżniają między osobami menedżerów i przedsiębiorców, w znacznej mierze utożsamiając te role. Wynika to zapewne z faktu, że badania rozwijały się na pograniczu dyscyplin zarządzania i finansów, na ogół abstrahując od paradygmatu przedsiębiorczości.

³ T. Tybjee, A.V. Bruno: *A model of venture capitalist investment activity*, „Management Science” 1984, Vol. 30, s. 1051–1066.

⁴ J. S. Petty, M. Gruber: *In pursuit of the real deal. A longitudinal study of VC decision making*, „Journal of Business Venturing” 2011, 26, s. 172–188.

⁵ C. Zopounidis: *Venture capital modelling: Evaluation criteria for the appraisal of investments*, „The Financier ACMT” 1994, Iss. 2, s. 54–64.

Tabela 1

Główne czynniki w kryteriach decyzyjnych VC w wybranych badaniach

Autorzy	Lista czynników	Kraj
K. Kaplan P. Stromberg	(1) wewnętrzne, (2) zewnętrzne, (3) związane z modelami biznesu	USA
D. Muzyka, S. Birley, B. Leleux	(1) finansowe, (2) rynku i produktu, (3) strategiczno-konkurencyjne, (4) wiążące projekt ze specyfiką funduszu, (5) zespół zarządzający, (6) specyfika danej umowy inwestycyjnej	Europa – wybrane kraje
F. Eisele, Ch. Hacker, R. Oesterle	(1) osobowość zarządzających, (2) doświadczenie zarządzających, (3) dodatkowe kryteria związane z zarządzającymi, (4) cechy produktu, (5) cechy rynku, (6) kryteria finansowe	Niemcy

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S. Kaplan, P. Stromberg: *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*, „The Journal of Finance” 2004, Vol. 59, No. 5, s. 2177–2210; D. Muzyka, S. Birley, B. Leleux: *Trade-offs in the investment decisions of European Venture Capitalists*, „Journal of Business Venturing” 1996, Vol. 11, Iss. 4, s. 273–287; F. Eisele, Ch. Hacker, R. Oesterle: *German Venture Capitalists' Investment Criteria Over Financing Stages*, „International Business & Economics Research Journal” 2004, Vol. 3, No. 3, s. 87–104.

Kryteria związane z zespołem założycielskim są w większości badań wskazywane jako pojedyncza, najważniejsza grupa czynników wpływających na ocenę projektu. Do nieco innych wniosków doszli A. Zacharakis i D. Meyer twierdząc, że wskazywanie głównie na cechy menedżerów firm w opisie procesu decyzyjnego wynika z racjonalizowania wcześniejszych decyzji⁶.

Menedżerowie (założyciele) są często rozpatrywani jako zespół. Zainteresowanie zespołami pochodzi z bardziej ogólnych rozważań zapoczątkowanych w zarządzaniu. Firmy, którymi zainteresowani są VC, wymagają często szerokiej gamy umiejętności zarządzających, stąd lepszymi ich dostawcami są kilkuosobowe zespoły, składające się często z osób o różnych specjalizacjach. Ch. Beckman, M. Burton, Ch. O'Reilly⁷ pokazali, że większe szanse na pozyskanie finansowania mają zespoły cechujące się większą różnorodnością funkcjonalną. VC cenią również związki zespołów menedżerskich z otoczeniem. Dlatego wyżej oceniają zespoły, których członkowie mają doświadczenie w pracy w innych firmach (szczególnie, gdy były to firmy na początkowym etapie rozwoju), albo są równocześnie zaangażowani w inne przedsięwzięcia. Stoi za tym przekonanie, że osoby te cechują się większym kapitałem ludzkim i kapitałem społecznym, dzięki czemu są w stanie dostarczać firmie więcej zasobów. Kapitał ludzki w ich badaniu okazał się bardziej wpływać na decyzje VC niż kapitał społeczny. J. Baum i B. Silverman zwracają uwagę, że firmy aspirujące o kapitał z VC działają coraz częściej w branżach innowacyjnych, opartych na szybko zmieniających się technologiach.

⁶ A. Zacharakis, D. Meyer: *A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their own Decision Process?*, „Journal of Business Venturing” 1998, Vol. 13, Iss. 1, s. 57–76.

⁷ Ch. Beckman, M. D. Burton, Ch. O'Reilly: *Early teams: The impact of team demography on VC financing and going public*, „Journal of Business Venturing” 2007, Vol. 22, Iss. 2, s. 147–173.

W związku z tym, coraz większe znaczenie w ich działalności, a przez to w ich ocenie mają wartości niematerialne. Dzielią je na kapitał ludzi, kapitał społeczny i kapitał intelektualny⁸. Znaczna część tych kapitałów jest lokowana w osobach zarządzających przedsiębiorstwem, choć w różnym natężeniu, najbardziej dotyczy to kapitału ludzkiego.

Do najczęściej wymienianych czynników rynkowych zalicza się: szybkość rozwoju rynku, poziom konkurencji na rynku, typ branży. Badania pokazują, że najważniejszymi cechami związanymi z produktem jest poziom jego innowacyjności, postrzegana atrakcyjność dla klientów, stopień zaawansowania w cyklu życia produktu. Ważnym kryterium jest istnienie ochrony wartości niematerialnych i prawnych związanych z produktem (szczególnie ochrony patentowej).

Na etapie oceny projektów ciężko jest wskazać cechy przygotowanych umów. Wynika to z faktu, że cechy te podlegają negocjacjom i stanowią element umowy końcowej między VC a przedsiębiorcami. Niektóre fakty są jednak znane z góry, albo można je z dużym prawdopodobieństwem przewidzieć. Dotyczy to szczególnie spodziewanej wartości dokapitalizowania, udziału innych stron, np. innych funduszy w finansowaniu, możliwości dzielenia procesu finansowania na kilka etapów, a szczególnie przewidywaną metodę wyjścia z inwestycji.

Czynniki wpływające na różnice stosowanych kryteriów

Kryteria stosowane przez VC zależą od wielu czynników. D. Muzyka, S. Birley i B. Leleux, badając politykę inwestycyjną VC w kilku krajach Europy, nie znaleźli znaczącego wpływu siedziby funduszu na stosowane kryteria. J. Petty i M. Gruber wskazują, że istnieje różnica w ocenie kryteriów w zależności od tego, czy w procesie oceny mają one działać jako argumenty za odrzuceniem czy przyjęciem propozycji inwestycyjnej. Pokazali też, że waga kryteriów decyzyjnych zmienia się w zależności od etapu oceny. Np. we wczesnym etapie większą uwagę przywiązuje się do cech samego produktu i rynku, a na kolejnych, bardziej zaawansowanych stopniach oceny coraz ważniejsze stają się kwestie związane ze specyfiką finansowania.

Na stosowane kryteria wpływ mogą mieć również czynniki o charakterze ogólnym, np. makroekonomiczne. W branży VC, podobnie jak na całym rynku kapitałowym, obserwuje się okresy wzmożonej aktywności inwestycyjnej⁹. To było na przykład powodem dużej ekspansji VC w Europie na przełomie tysiącleci. Obserwuje się też, że ocena kryteriów zmienia się wraz doświadczeniem VC. Odpowiedzialny za to może być proces organizacyjnego uczenia się. Ten czynnik uważa się zresztą za jeden z podstawowych powodów lepszej

⁸ J. Baum, B. Silverman: *Picking winners or building them? Alliance, intellectual and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups*, „Journal of Business Venturing” 2004, Vol. 19, s. 411–436.

⁹ P. Gompers, J. Lerner: *The venture capital revolution*, „Journal of Economic Perspectives” 2001, Vol. 15, s. 145–168.

efektywności starszych amerykańskich VC, w porównaniu z młodszymi – europejskimi¹⁰. Warto o tym pamiętać, badając inwestycje ciągle młodych VC w Polsce.

Większość badań nad kryteriami decyzyjnymi stosuje szeroką perspektywę, próbując ująć możliwie dużą liczbę potencjalnych kryteriów. W mniejszej liczbie badań autorzy skupiają się na wybranych problemach, pogłębiając za to rozumienie ich znaczenia. Np. T. Hellmann i M. Puri koncentrują się na wpływie strategii firm szukających finansowania na decyzje VC. Wykazali, że innowatorzy mają na to większe szanse w porównaniu z imitatorami¹¹. D. Shepherd¹² badał relację między decyzjami VC a zmiennymi związanymi z zarządzaniem strategicznym spółek i ich pozycją konkurencyjną. Pokazał, że przedsiębiorstwa cechujące się stabilniejszymi kluczowymi czynnikami sukcesu, dłużej będące liderami w swoim innowacyjnym segmencie rynkowym, poddane mniejszej rywalizacji konkurencyjnej, mają większą szansę na pozyskanie finansowania od VC. Udowodnił też, że najwyżej cenione są kompetencje firmy w zakresie działań typowych dla danej branży. Badanie Shepherd'a jest oparte na teorii konkurencji w sektorze i ekologii populacji. Takie podejście jest jednak rzadkie w badaniach kryteriów decyzyjnych VC, na ogół brak jest w nich wyjścia od teorii do modelu, a zamiast tego poszukuje się ogólnych wniosków, nie odnosząc ich do konkretnej koncepcji *a priori*. Z kolei S. Geoffrey zajmował się zgłębieniem roli kapitału ludzkiego w wycenie dokonywanej przez VC¹³. F. Eisele, Ch. Hacker i R. Oesterle badają różnice w kryteriach stosowanych przez VC w zależności od etapu, w jakim znajduje się oceniana spółka w jej cyklu życia. Osobowość menedżerów, ich kompetencje menedżerskie są ważniejsze we wczesnych etapach cyklu życia firmy. Z kolei np. gruntowna znajomość rynku przez zarządzających jest tym ważniejsza, im bardziej zaawansowana jest spółka. Zmienne, które można wiązać z problemem agencji – np. wielkość udziału osób zarządzających we własności, uważane są za ważniejsze we wczesnym etapie¹⁴. Niektóre oceniane czynniki są zaś jednakowo ważne we wszystkich stadiach oceny, co dotyczy na przykład wielu cech produktu oferowanego przez przedsiębiorstwo.

Kryteria decyzyjne znajdują się również pod wpływem cech samych VC. Może mieć na to wpływ specjalizacja VC, na przykład zależna od jego statutu, preferowanej branży albo typu spółek. Z punktu widzenia zarządzania ryzykiem, dobór do portfela spółek przy użyciu jednakowych, niezmiennych kryteriów może mieć negatywny wpływ na efektywność inwestycji, mierzonej na przykład relacją spodziewanej stopy zwrotu do ryzyka. Dywersyfikacja może w ten sposób wymuszać heterogeniczność dobieranych spółek, a wtórnie również wagę kryteriów oceny. VC są pośrednikami finansowymi, w przypadku których może istnieć po-

¹⁰ A. Schwienbacher, U. Hege, F. Palomino: *Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States*, „Revue Finance” 2009, Vol. 30, Iss. 1, s. 7–50.

¹¹ T. Hellmann, M. Puri: *The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*, „The Review of Financial Studies” 2000, Vol. 13, No. 3, s. 959–984.

¹² D.A. Shepherd: *Venture Capitalists' Assessment of New Venture Survival*, „Management Science” 1999, Vol. 45, No. 5, s. 621–632.

¹³ S.H. Geoffrey: *Management assessment methods in venture capital: an empirical analysis of human capital valuation*, „Venture Capital” 1999, Vol. 1, No. 1, s. 59–82.

¹⁴ F. Eisele, Ch. Hacker, R. Oesterle: *op.cit.*

dwójny problem agencji – z jednej strony menedżerowie funduszy są agentami w relacjach ze swoimi pryncypałami, czyli inwestorami a z drugiej w relacjach z zarządzającymi spółkami portfelowymi sami stają się pryncypałami. Można się spodziewać, że w celu łagodzenia obaw swoich pryncypałów, mogą dobrać spółki na podstawie cech, które dają się łatwiej uzasadnić, ale niekoniecznie wpływają na efektywność. Środowisko inwestycyjne VC wpływa na ich decyzje. Liczne badania na pograniczu prawa i ekonomii pokazują, że system gospodarczy, w tym szczególnie otoczenie prawne, wpływają na warunki funkcjonowania na rynkach finansowych. Np. pokazano, że jednym z najważniejszych sposobów aktywnego oddziaływania VC na spółki portfelowe jest mechanizm ładu korporacyjnego. Stąd, na rynkach cechujących się słabością rozwiązań prawnych w tym zakresie (np. słabą egzekucją prawa) większe może być znaczenie tych czynników, które zwiększają bezpieczeństwo inwestora przed nadużyciami ze strony menedżerów i przedsiębiorców spółki szukającej kapitału.

J. Petty i M. Gruber¹⁵ pokazują, że sposób oceny poszczególnych kryteriów może mieć charakter nieaddytywny. Na przykład może być tak, że mimo pozytywnej oceny większości czynników, niedostateczna jednego z kryteriów może doprowadzić do odrzucenia propozycji inwestycyjnej. S. Geoffrey zajmował się bardziej dogłębną analizą strategii używanej przez menedżerów VC w radzeniu sobie z dużym zbiorem informacji przetwarzanych w procesie oceny inwestycji. Jego badanie dotyczyło jednego z najtrudniejszych kryteriów decyzyjnych – a mianowicie kapitału ludzkiego przedsiębiorców. Proces oceny tego czynnika jest wyjątkowo trudny, bowiem głębsze zrozumienie cech przedsiębiorców proponujących projekty wymaga nie tylko analizy danych oczywistych, takich jak cechy demograficzne, ale też intensywnej interakcji osobowej. Badanie to pokazuje, że VC, przykładając dużą wagę do cech osób prowadzących firmę, dążą do wszechstronnego zrozumienia przedsiębiorców. Wymaga to od nich nie tylko umiejętności analitycznych, ale też znacznych kwalifikacji psychologicznych¹⁶

Krytyka badań nad kryteriami decyzyjnymi VC

Częstym kierunkiem badań nad kryteriami decyzyjnymi VC jest analizowanie tego zjawiska z punktu widzenia teorii decyzji. Krytycy nie wierzą w pełen wgląd decydentów w stosowany przez nich proces decyzyjny, oparty na jakimś mniej lub bardziej uświadomianym modelu. Te wątpliwości związane są z opisanymi w psychologii uwarunkowaniami racjonalności podejmowania decyzji. Przykładowo opierając się na uwarunkowaniach podejmowania decyzji znanych z psychologii społecznej, N. Franke i M. Gruber pokazali, że podobieństwo cech (demograficznych i związanych z doświadczeniem) menedżerów VC i menedżerów ocenianych spółek wpływa na to, że specjaliści VC lepiej oceniają jakość badanych przez siebie firm¹⁷. Innymi słowy, znana z psychologii społecznej prawidłowość

¹⁵ J.S. Petty, M. Gruber: *op.cit.*

¹⁶ S.H. Geoffrey: *op.cit.*

¹⁷ N. Franke, M. Gruber, D. Harhoff, J. Henkel: *What you are is what you like – similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams*, „Journal of Business Venturing” 2006, Vol. 21, Iss. 6, s. 802–826.

przewidująca, że ludzie nieświadomie skłonni są przypisywać więcej pozytywnych cech osobom podobnym, przekłada się na decyzje ekonomiczne. D. Shepherd i A. Zacharakis¹⁸ kwestionują możliwość wglądu menedżerów w istotę procesu podejmowania decyzji. Wskazują, że ulegają oni różnym zniekształceniom poznawczym, opisywanym przez psychologię podejmowania decyzji. Twierdzą też, że to, co zgłaszają w badaniach, to lista cech, które uważają za ważne, podczas gdy w rzeczywistym procesie decyzyjnym zarówno długość listy, jak i hierarchia kryteriów może być zupełnie inna. W eksperymencie A. Zacharakis i D. Meyer pokazali, że menedżerowie podlegają wielu błędom poznawczym w swoich decyzjach i są w stanie rozpatrzyć jedynie ograniczoną ich liczbę¹⁹.

J. Baum i B. Silverman zwrócili uwagę, że niektóre cechy przedsiębiorstw przyciągają VC, ale równocześnie związek tych cech z wynikami firm jest słaby, a nawet żaden. Dotyczy to według nich przede wszystkim kryteriów związanych z osobami zarządzającymi. Paradoks ten tłumaczą w ten sposób, że szczególnie ważne dla VC cechy menedżerów i przedsiębiorców są dla nich istotne tylko w pierwszym okresie ich obecności w spółkach. W dłuższym terminie zaś planują zastąpienie tych osób innymi, mającymi kwalifikacje potrzebne przedsiębiorstwom na wyższym etapie rozwoju. Może to również wynikać z tego, że dobierają do portfela spółki kierowane przez osoby posiadające pewne cechy, wiedząc, że takie jest oczekiwanie inwestorów powierzających im środki do zarządzania. Możliwe jest również, że jest to kolejny dowód na błędy podejmowania decyzji, w tym konkretnym przypadku wynikające ze znanego w psychologii społecznej zjawiska błędu atrybucji.

Kwestionuje się możliwość wysnuwania wniosków na podstawie danych podawanych przez samych decydentów w oparciu o ich retrospekcję. Stąd właśnie wysoko cenione są metody eksperymentalne, mające w zamyśle zwiększyć trafność ekologiczną problemu decyzyjnego menedżerów VC (np. analiza *conjoint*). Wskazuje się na fakt, że między kryteriami decyzyjnymi zachodzić może interakcja, co powoduje, że w sposób nieliniowy przyczyniają się one do ostatecznej decyzji. Metody quasi-eksperymentalne radzą sobie z tego typu problemami metodologicznymi lepiej niż techniki czysto ankietowe.

Badania kryteriów decyzji VC w Polsce

Branża VC rozwija się w Polsce dosyć szybko. Badania są jednak stosunkowo słabo zaawansowane. W Polsce i w innych krajach regionu VC znacznie częściej zajmuje się wciąż jeszcze inwestowaniem w przedsiębiorstwa znajdujące się w procesie prywatyzacji. Dlatego, inaczej niż w gospodarkach rozwiniętych, firmy te nie są typowymi start-upami, ale często bardzo już dojrzałymi podmiotami, takimi, które w innych krajach są częściej przedmiotem zainteresowania funduszy typu *private equity* niż klasycznych VC. Wpływa to na proces inwestycyjny funduszy, w tym również na stosowane przez nie kryteria decy-

¹⁸ D. Shepherd, A. Zacharakis: *Conjoint analysis: a new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists*, „Venture Capital” 1999, Vol. 1, s. 197–217.

¹⁹ A. Zacharakis, D. Meyer: *op.cit.*

zyjne. R. Bliss pokazał, że model decyzyjny w krajach transformujących gospodarek różni się od tego, co wiadomo o rynkach dojrzałych²⁰. Dowodził, że z powodu wciąż stosunkowo silnego udziału państwa w gospodarce, VC przywiązywały w Polsce uwagę do zakresu tego wpływu w branży i wtórnie – oddziaływania na firmę. Ponadto, nieco inaczej oceniani są przedsiębiorcy, którzy, szczególnie w pierwszych kilkunastu latach po roku 1989, mieli inne doświadczenia i umiejętności niż ich odpowiednicy urodzeni i wykształceni w gospodarkach wolnorynkowych. D. Klonowski pokazał istnienie większej liczby dających się wyróżnić etapów tego procesu – definiując dziewięć takich etapów²¹.

Podsumowanie

Proces decyzyjny stosowany przez VC jest skomplikowany. Decyzja o zainwestowaniu kapitału w sytuacji dużej asymetrii informacji i znacznej niepewności wymaga dużej staranności w selekcji między ogromną liczbą czynników. Spośród długiej listy możliwych kryteriów, cechy osób zarządzających i przedsiębiorców zajmują znaczne miejsce. Jednak waga tego, jak i innych czynników, zależy od szeregu uwarunkowań, w tym cech ocenianego obiektu, jak i specyfiki oceniającego. Nie do końca jest pewne, czy stopień skomplikowania tego procesu pozwala oceniającym na prawdziwy wgląd w swoje decyzje, co wtórnie może wpływać na wyniki badań tego zjawiska. Skomplikowanie procesu i specyfika uwarunkowań kontekstowych wymaga dużej staranności w warunkach polskich.

Literatura

- Baum J., Silverman B.: *Picking winners or building them? Alliance, intellectual and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups*, „Journal of Business Venturing” 2004, Vol. 19.
- Beckman Ch., Burton M., O'Reilly Ch.: *Early teams: The impact of team demography on VC financing and going public*, „Journal of Business Venturing” 2007, Vol. 22, Iss. 2.
- Bliss R.: *A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland*, „Venture Capital” 1999, Vol. 1, No. 3.
- Colombo M., Grilli L.: *On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital*, „Journal of Business Venturing” 2010, Vol. 25.
- Eisele F., Hacker Ch., Oesterle R.: *German Venture Capitalists' Investment Criteria Over Financing Stages*, „International Business & Economics Research Journal” 2004, Vol. 3, No. 3.
- Franke N., Gruber M., Harhoff D., Henkel J.: *What you are is what you like – similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams*, „Journal of Business Venturing” 2006, Vol. 21, Iss. 6.

²⁰ R.T. Bliss: *A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland*, „Venture Capital” 1999, Vol. 1, No. 3, s. 241–257.

²¹ D. Klonowski: *The venture capital investment process in emerging markets. Evidence from Central and Eastern Europe*, „International Journal of Emerging Markets” 2007, Vol. 2, No. 4, s. 361–282.

- Geoffrey S.H.: *Management assessment emethods in venture capital: an empirical analysis of human capital valuation*, „Venture Capital” 1999, Vol. 1, No. 1.
- Gompers P., Lerner J.: *The venture capital revolution*, „Journal of Economic Perspectives” 2001, Vol. 15.
- Schwienbacher A., Hege U., Palomino F.: *Venture Capital Performance: The Venture Capital Performance: Disparity Between Europe and the United States*, „Revue Finance” 2009, Vol. 30, Iss. 1.
- Hellman T., Puri M.: *Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*, „The Journal of Finance” 2002, Vol. 57, No. 1.
- Kaplan S.N., Stromberg P.: *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*, „The Journal of Finance” 2004, Vol. 59, No. 5.
- Klonowski D.: *The venture capital investment process in emerging markets. Evidence from Central and Eastern Europe*, „International Journal of Emerging Markets” 2007, Vol. 2, No. 4.
- Muzyka D., Birley S., Leleux B.: *Trade-offs in the investment decisions of European Venture Capitalists*, „Journal of Business Venturing” 1996, Vol. 11, Iss. 4.
- Petty J.S., Gruber M.: *In pursuit of the real deal. A longitudinal study of VC decision making*, „Journal of Business Venturing” 2011, No. 26.
- Shepherd D.A.: *Venture Capitalists’ Assessment of New Venture Survival*, „Management Science” 1999, Vol. 45, No. 5.
- Shepherd D., Zacharakis A.: *Conjoint analysis: a new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists*, „Venture Capital” 1999, Vol. 1.
- Tyebjee T., Bruno A.V.: *A model of venture capitalist investment activity*, „Management Science” 1984, Vol. 30.
- Zacharakis A.L., Meyer D.: *A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their own Decision Process?*, „Journal of Business Venturing” 1998, Vol. 13, Iss. 1.
- Zopounidis C.: *Venture capital modelling: Evaluation criteria for the appraisal of investments*, „The Financier ACMT” 1994, Vol. 1–2.

dr Rafał Morawczyński
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Katedra Przedsiębiorczości i Innowacji

Streszczenie

Artykuł zajmuje się przeglądem badań nad kryteriami stosowanymi w procesie inwestycyjnym przez fundusze *venture capital*. W oparciu o wybrane studia, pokazano najczęściej stosowaną metodologię, listę kryteriów i czynniki wpływające na ich stosowanie. Wskazano również na krytykę możliwości badania tego zjawiska. Odniesiono się do specyfiki polskiej w kontekście tego problemu. Udało się ustalić, że najczęściej dokumentowanymi kryteriami stosowanymi przez VC są te, które odnoszą się do cech osób zarządzających przedsiębiorstwami szukającymi finansowania. Pokazano też, że wyniki badań są ściśle uzależnione od kontekstu, w tym szczególnie miejsca prowadzenia

badań, specyfiki osób oceniających i ocenianych podmiotów. Wskazano, że proces oceny poddany jest dużemu wpływowi zniekształceń poznawczych, znanych z psychologii podejmowania decyzji. Pokazano, że implikacja tych wniosków w warunkach polskich wymaga uwzględnienia specyfiki miejscowego rynku kapitałowego.

CRITERIA USED BY VENTURE CAPITAL FUNDS IN MAKING INVESTMENT DECISIONS

Summary

The paper is a review of research carried out on the decision process used by venture capital funds. Based on the selected studies several issues are presented: methodological concerns, list of employed criteria and factors influencing their implementation. Critical voices on the possibility of research in this field are presented. Unique Polish context in this area is addressed. It was shown that the most frequently used factors are related to characteristics of management and entrepreneurs of companies seeking capital. It was documented that research results depend on the given context and most importantly localization of researched VCs and particular characteristics of both evaluators and evaluated objects. It was also observed, that evaluation process is subject to cognitive biases described in cognitive psychology. It was concluded, that research on this topic in Polish circumstances needs to address unique situation of this particular market.