

**NOWOCZESNA INŻYNIERIA FINANSOWA DLA FIRM
START-UP W POLSCE
W LATACH 2009 – 2012
– raport z badań screeningowych**

Recenzenci

Prof. zw. dr hab. Stanisław Flejterski

Dr hab. prof. PŁ, Agnieszka Zakrzewska - Bielawska

Projekt okładki: *Monika Jagielska*

Skład i łamanie: *Andrzej Nowakowski*

Redakcja techniczna: *Andrzej Nowakowski*

Wydanie I

© Copyright by Zachodniopomorska Szkoła Biznesu w Szczecinie, 2013

All rights reserved

Żadna część tej publikacji nie może być powielana i rozpowszechniana w jakiegokolwiek formie i w jakikolwiek sposób, elektroniczny bądź mechaniczny, włączając fotokopiowanie i nagrywanie lub z wykorzystaniem innych systemów bez pisemnej zgody wydawnictwa.

ISBN 83-60268-10-X

EAN 9788360268100

Wydawnictwo Naukowe Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu w Szczecinie

Ul. Żołnierska 53, 71-210 Szczecin, Tel. +48 91 814 94 38, fax +48 91 814 94 40

www.zpsb.szczecin.pl/wydawnictwo

Druk sfinansowano w ramach grantu badawczego Narodowego Centrum Badań i Rozwoju pt. *Nowoczesna inżynieria finansowa firm start-up – screenin fazy inicjacyjnej w Polsce*, realizowanego w okresie od 1.12.2010r. do 30.11.2013r. (nr projektu NR11-003-10/2010).

Druk: www.printshop.szczecin.pl

**NOWOCZESNA INŻYNIERIA FINANSOWA DLA FIRM
START-UP W POLSCE
W LATACH 2009 – 2012
– raport z badań screeningowych**

praca zbiorowa pod redakcją Anety Zelek

Autorzy:

Leszek Bursiak

Michał Bzunek

Tamara Figurska

Aleksandra Grzesiuk

Grażyna Maniak

Przemysław Pluskota

Beata Świecka

Marta Zdanowska

Aneta Zelek

Wydawnictwo Naukowe
Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu w Szczecinie



finanse
dla innowacji

SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	3
Rozdział I. INŻYNIERIA FINANSOWA DLA FIRM START-UP W POLSCE	
– model badań screeningowych	
1.1. Terminologia i harmonizacja pojęć	7
1.2. Koncepcja i metodyka badań screeningowych	18
Rozdział II. ROLA FIRM START-UP W ŚWIATOWEJ DEMOGRAFII BIZNESU	
– przegląd międzynarodowy	
2.1. Negatywne trendy demografii biznesu w wybranych państwach w latach 2007-2012	35
2.2. Narodziny firm start-up w wybranych państwach w latach 2007-2012	43
2.3. Saldo demografii podmiotów gospodarczych w wybranych gospodarkach w latach 2007-2012	50
Rozdział III. UWARUNKOWANIA FINANSOWANIA FIRM START-UP	
– przegląd międzynarodowy	
3.1. Źródła i rodzaje finansowania działalności przedsiębiorstw	57
3.2. Etapy finansowania przedsiębiorstw	59
3.3. Dostępność źródeł finansowania dla mikro i małych przedsiębiorstw	69
3.4. Rynek <i>Private Equity</i> w Europie	71
3.5. Działalność sieci Aniołów Biznesu w Europie	82
3.6. Inwestycje kapitału wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych	87
Rozdział IV. FIRMY START-UP I ICH ZNACZENIE DLA POLSKIEJ GOSPODARKI	
4.1. Sektor małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce	91
4.2. Aktywność ekonomiczna i przedsiębiorczość Polaków	100
4.3. Bariery prowadzenia działalności gospodarczej w ocenie przedsiębiorców	103
4.4. Innowacyjność polskich przedsiębiorstw	107
Rozdział V. POLSKI RYNEK <i>PRIVATE EQUITY</i> A FINANSOWANIE START-UP	
5.1. Źródła finansowania działalności młodych przedsiębiorstw w Polsce	115
5.2. Inwestycje kapitału <i>Private Equity/Venture Capital</i> w Polsce	117
5.3. Inwestycje kapitałowe Aniołów Biznesu	120
5.4. Fundusze kapitału zalążkowego (<i>Seed Capital</i>)	124
5.5. Rola i miejsce Krajowego Funduszu Kapitałowego w aktywizacji rynku <i>venture</i>	127
Rozdział VI. OCENA POLITYKI PODMIOTÓW RYNKU <i>PRIVATE EQUITY</i> WOBEC INWESTYCJI W FIRMY START-UP W POLSCE – raport z badań pierwotnych	
6.1. Ocena potencjału inwestycyjnego kapitałów wysokiego ryzyka	129
6.2. Struktura branżowa inwestycji <i>Private Equity</i> w firmy start-up	148
6.3. Kryteria decyzyjne w procesie inwestowania w start-up	156
6.4. Ścieżki wyjścia funduszy <i>Private Equity</i> z inwestycji start-up	169
6.5. Przesłanki i bariery rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w opiniach przedstawicieli instytucji PE	176

Rozdział VII. OCENA POTRZEB KAPITAŁOWYCH I POZAKAPITAŁOWYCH W FIRMACH START-UP W POLSCE – raport z badań pierwotnych	
7.1. Oczekiwania kapitałowe firm start-up	191
7.2. Cele strategiczne firm start-up	197
7.3. Relacje firm start-up z inwestorami	201
Rozdział VIII. OCENA KONDYCJI FINANSOWEJ FIRM START-UP W POLSCE – analiza porównawcza	
8.1. Wstępna analiza finansowa firm start-up	205
8.1.1. Wstępna analiza bilansu	208
8.1.2. Analiza wstępna rachunku zysków i strat	223
8.2. Analiza wskaźnikowa firm start-up	229
8.2.1. Analiza płynności	229
8.2.2. Analiza aktywności	231
8.2.3. Analiza zadłużenia	235
8.2.4. Analiza rentowności	240
8.3. Ocena generalna kondycji firm start-up	245
Rozdział IX. OCENA POTENCJAŁU INTELKTUALNEGO FIRM START-UP W POLSCE – raport z badań pierwotnych	
9.1. Kapitał intelektualny jako determinanta rozwoju i wartości nowopowstających firm	247
9.2. Charakterystyka badania potencjału intelektualnego firm w fazie start-up	249
9.3. Potencjał intelektualny firm start-up w Polsce – wyniki badań	252
9.4. Kapitał intelektualny w badanych firmach start-up	261
9.5. Mapy potencjału intelektualnego firm start-up	267
Rozdział X. POZYCJONOWANIE SYTUACJI FINANSOWEJ FIRM START-UP NA SKALI MODELU CYKLU ŻYCIA ORGANIZACJI – metoda eksperymentalna	
10.1. Model cyklu życia organizacji jako narzędzie do diagnozowania pozycjonowania sytuacji finansowej badanych firm start-up	273
10.2. Określenie obszaru badań i procesu badawczego	278
10.3. Diagnoza i pozycjonowanie sytuacji finansowej badanych firm – wyniki badań	281
Rozdział XI. INŻYNIERIA FINANSOWA DLA FIRM START-UP W POLSCE – konkluzje i rekomendacje	299
Spis rysunków	311
Spis tabel	321
Bibliografia	325
Załączniki	333

WPROWADZENIE

Prezentowany raport z badań nad inwestycjami wysokiego ryzyka w firmach start-up stanowi kontynuację raportu przedstawionego w analogicznym układzie rok temu. Zgodnie z zapowiedzią sprzed roku i zgodnie z założeniami grantu badawczego pt. *Nowoczesna inżynieria finansowa firm start-up – screening fazy inicjacyjnej w Polsce*¹, niniejsze opracowanie obejmuje sprawozdanie z badań screeningowych przeprowadzanych w roku 2013. Raport ten jednocześnie prezentuje znacznie bogatszy materiał badawczy niż raport zeszłoroczny. Przeprowadzone dwukrotnie badania pozwoliły na przedstawienie wyników analizy porównawczej stanu rynku inwestycji wysokiego ryzyka w Polsce w latach 2011 i 2012.

Głównym motywem do podjęcia badań komparatywnych była potrzeba rejestracji bieżących, dynamicznych zmian zachodzących na rynku inwestycji wysokiego ryzyka w Polsce. Badania dowodzą, że rynek ten pozostaje nadal w fazie wczesnego rozwoju, a podaż kapitału przeznaczonego na tworzenie nowych innowacyjnych przedsiębiorstw jest niewielka i kontrastuje z potencjałem i dostępnością kapitału tego typu w Europie czy w Stanach Zjednoczonych.

Według danych Europejskiego Stowarzyszenia *Venture Capital* (EVCA) za 2012 rok, wartość polskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka (*Venture Capital-VC*) stanowiła 0,007 proc. PKB. Ten wynik stawia Polskę daleko za krajami Zachodniej Europy (ze średnim wskaźnikiem na poziomie ok. 0,03 proc. PKB), jednocześnie czyniąc Polskę najszybciej rosnącym rynkiem *Venture Capital* w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (ze średnim wskaźnikiem na poziomie ok. 0,004 proc. PKB).²

Zapóźnienia Polski pod względem udziału inwestycji VC w PKB nie zmienia dynamicznie rozwijający się w Polsce rynek funduszy *Venture Capital* ani szybko rosnąca liczba sieci tzw. Aniołów Biznesu (*Business Angels*) oraz funduszy oferujących kapitał załączkowy (*Seed Capital*). Nieznaczna poprawa sytuacji wynika aktualnie z funduszy, pozostających w latach 2007-2013 w dyspozycji Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, skierowanych na wsparcie funduszy załączkowych oraz inicjatywa Krajowego Funduszu Kapitałowego.³

Dodatkowo – jak wynika z pierwszej rundy badań screeningowych – w Polsce mamy do czynienia z brakiem kompatybilności zasobów polskiego rynku *Venture Capital* z potrzebami finansowania sektora start-up (ilościowa i jakościowa luka kapitałowa). Wynika to po części z opisanych powyżej niedoborów kapitału wysokiego ryzyka, ale także ze specyfiki struktury inwestycyjnej tych funduszy. Jak wynika z badań pierwszej rundy screeningu, portfele większości funkcjonujących na polskim rynku

¹ Projekt rozwojowy Narodowego Centrum Badań i Rozwoju pt. *Nowoczesna inżynieria finansowa firm start-up - screening fazy inicjacyjnej w Polsce* (nr projektu NR11-003-10/2010), realizowany jest w okresie od 1.12.2010r. do 30.11.2013r. i obejmuje dwukrotne badania screeningowe – 2012 i 2013.

² EVCA Yearbook 2012.

³ Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK) to instytucja, której celem jest wspieranie przedsiębiorczości poprzez wspieranie rynku VC. Zamierzenie to jest realizowane poprzez inwestycje KFK w prywatnie zarządzane fundusze VC, wspólnie z inwestorami prywatnymi, dając tym inwestorom prywatnym dodatkowe zachęty (głównie ochrona kapitału ograniczająca ryzyko w przypadku niepowodzenia funduszu).

funduszy VC są zdominowane przez inwestycje w biznesy dojrzałe lub będące w fazie intensywnego wzrostu.

Innym, zidentyfikowanym w badaniach z roku 2012 problemem, jest stosunkowo niska efektywność wykorzystania kapitałów VC w analizowanych podmiotach start-up i potwierdzona przez inwestorów rozczarowująco niska jakość współpracy między dawcą a biorcą kapitału.

Badania przeprowadzone w 2013 roku bazowały na metodyce screeningu (monitoringu) rozwiązań systemowych w zakresie inżynierii finansowania polskich przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, opracowanej w pierwszej rundzie badań. Jednolite zakresy merytoryczne badań, metoda i narzędzia badawcze w obu transzach screeningu pozwoliły zespołowi na zaprezentowanie wielu bardzo ciekawych i istotnych porównań wyników w czasie.

Zgodnie z założeniami modelu badawczego, zaprezentowanego w rozdziale I niniejszego raportu, badania obejmowały zarówno komponent badań wtórnych, jak i badania pierwotne, spełniające wymogi screeningu. Badania przeprowadzono w zgodzie z zasadą triangulacji metodologicznej, tzn. zastosowano w nich różnorodne metody i narzędzia badawcze. Kanwą badań tworzą badania ankietowe, wzbogacone o elementy wywiadu pogłębionego, ustrukturyzowanego. Dodatkowo *gros* materiału analitycznego zgromadzono i przetworzono przy użyciu: metod tradycyjnej analizy finansowej, zastosowanej do komparacji badanych podmiotów z grupą podmiotów referencyjnych oraz metody opartej na pozycjonowaniu badanych firm według autorskiego modelu cyklu sprawnościowo-dysfunkcyjnego. W procesie badawczym dążono do objęcia analizą pełnej populacji obiektów (tutaj: firm we wczesnych fazach rozwoju, korzystających z finansowania na rynku funduszy *Private Equity / Venture Capital* w Polsce), jednak zgodnie ze stosowanymi w nauce praktykami uznano, że minimalną próbę w badaniach screeningowych stanowi 60 proc. populacji obiektów. Podejście takie jest charakterystyczne dla badań społecznych i ekonomicznych, jak również wskazuje na przeglądowy i profilaktyczny charakter badań screeningowych.

Z punktu widzenia tak zdefiniowanego modelu badań, jak i z uwagi na zawartość merytoryczną niniejszego raportu należy uznać, że jest to **pierwsze w Polsce tak rozległe opracowanie monitorujące stan rozwoju zarówno sektora firm start-up, jak również sektora instrumentów finansowania ich działalności, uwzględniające dynamiczne zmiany w tych obszarach w ostatnich latach.**⁴ Jako taki, raport ten adresowany jest do stosunkowo szerokiej grupy czytelników. Autorzy wyrażają nadzieję, że znajdzie on uznanie nie tylko w ocenach praktyków zarządzających funduszami PE/VC i ich stowarzyszeniami, ale również w grupie samych projektodawców i innowatorów. Nie mniej ważnym adresatem powinny być instytucje otoczenia biznesu i podmioty stanowiące

⁴ Warto zaznaczyć, że w rozwiniętej gospodarce światowej badania dotyczące systemów finansowania młodych przedsięwzięć inwestycyjnych są szeroko rozwinięte i przeprowadzane cyklicznie. Coroczne badania rynku kapitału prywatnego angażowanego w młodych firmach przeprowadzane są przez wiele organizacji zrzeszających inwestorów i wiele agend rządowych. Wystarczy przytoczyć roczniki publikowane przez EVCA (*European Venture Capital Association*) oraz amerykańskie NVCA (*National Venture Capital Association*). Mnogość tego typu raportów w USA i w Europie kontrastuje z ich brakiem lub fragmentarycznością w Polsce. Wydaje się, że dotychczasowe praktyki monitorowania sytuacji w sektorze PE i start-up w Polsce (głównie publikacje PSIK i EVCA) są niewystarczające i nie pozwalają na kompleksową i rzetelną diagnozę sytuacji tak pod względem istniejącej luki kapitałowej, jak i pod kątem oceny efektywności operacyjnej pracującego kapitału typu PE.

prawo regulujące działalność sektora start-up i rynku funduszy wysokiego ryzyka w Polsce. Raport ten może stanowić również doskonałe kompendium wiedzy dla badaczy rynku funduszy PE i VC działających w Polsce, również w kontekście badań dotyczących schematów finansowania biznesu w Polsce. W końcu, niniejsze opracowanie, samo w sobie może być bardzo ciekawym argumentem dla potencjalnych inwestorów, którzy planują rozpocząć działalność w roli tzw. Aniołów Biznesu.

Prezentowany raport – analogicznie do pierwszej edycji raportu – obejmuje bardzo szerokie i gruntowne sprawozdanie z badań wtórnych i pierwotnych, ustrukturyzowane zgodnie z przyjętym modelem badawczym. I tak, w rozdziale I autorzy definiują kluczowe kategorie pojęciowe, związane z inżynierią finansową firm start-up i na ich tle prezentują przyjęty w niniejszym projekcie model badań screeningowych. W rozdziałach II i III dokonano międzynarodowych przeglądów sytuacji w sektorach start-up, eksponując typowe i nietypowe struktury i statystyki demograficzne młodych firm oraz systemów ich finansowania w różnych gospodarkach światowych. Rozdział IV stanowi raport z badań wtórnych dotyczących populacji młodych firm w Polsce oraz uwarunkowań ich rozwoju. W konsekwencji, w rozdziale V przedstawiono dostępne w Polsce instrumenty finansowania działalności gospodarczej we wstępnych fazach rozwoju, wraz z precyzyjną analizą znaczenia funduszy wysokiego ryzyka. W tej części opracowania ukazano statystyki ilościowe i wartościowe dotyczące skali inwestycji funduszy PE/VC w Polsce na tle krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Rozdział VI otwiera część raportującą przebieg badań pierwotnych i zawiera screening sytuacji w podmiotach rynku PE/VC. Rozdział ten obejmuje bardzo szczegółowe omówienie wyników badań ankietowych i wywiadów przeprowadzonych w dwóch grupach respondentów: funduszach VC oraz Aniołach Biznesu, dotyczących ich polityki inwestycyjnej, planów inwestycyjnych, kryteriów oceny projektów, oczekiwań co do stopy zwrotu kapitału oraz oceny relacji z projektodawcami. Na uwagę zasługuje fakt, że w prezentowanej edycji raportu dokonano licznych porównań i zestawień wyników z pierwszego i drugiego screeningu. Zabieg taki pozwolił na rejestrację głównych zmian i ewentualnych różnic i podobieństw w postawach podmiotów rynku PE/VC w Polsce w dwóch ostatnich latach. Podobną strukturą charakteryzuje się raport z badań pierwotnych przeprowadzonych w populacji firm start-up, stanowiący zawartość rozdziału VII.

Kolejna część raportu – rozdział VIII to kompleksowe badania z zakresu analizy kondycji finansowej badanych firm start-up. Ten komponent badań miał na celu ocenę efektywności ekonomicznej wykorzystania kapitału typu VC w młodych firmach. Analizie poddano tutaj zarówno składniki bilansu (analiza struktury poziomej i pionowej), jak i wskaźniki finansowe. Tłem dla wnioskowania w tej części badań była analiza finansowa grupy firm notowanych na giełdzie New Connect, która stanowiła bazę referencyjną dla oceny efektywności ekonomicznej firm start-up. Tak skonstruowana analiza zawiera w tegorocznej edycji raportu dodatkowy walor – przedstawia porównania kondycji finansowej badanych firm start-up w latach 2009-2011, zatem pozwala na uogólnienia wniosków dotyczących efektywności wykorzystania kapitału wysokiego ryzyka.

Rozdział IX skonstruowano w oparciu o autorską propozycję pomiarowania kapitału intelektualnego badanych firm start-up. I w tym zakresie autorzy pokusili się o zestawienie wyników z badań

zeszłorocznych, dzięki czemu udało się uchwycić istotne zmiany potencjału innowacyjnego i intelektualnego badanych firm.

Podobny charakter ma rozdział X, stanowiący suplementujący raport z badania kondycji firm start-up przy użyciu autorskiego modelu cyklu sprawnościowo-dysfunkcyjnego, zastosowanego do pomiaru kroczącego, tj. uwzględniającego wyniki badań zeszłorocznych i aktualnych.

Raport zamyka rozdział XI, obejmujący główne wnioski badawcze, ale również definiujący kluczowe rekomendacje związane z postulatem aktywizacji polskiego rynku funduszy wysokiego ryzyka, jako źródła finansowania przedsiębiorczości i innowacji.

*W imieniu zespołu autorów
Kierownik projektu i redaktor raportu
dr hab. prof. ZPSB Aneta Zelek*

Rozdział I

INŻYNIERIA FINANSOWA DLA FIRM START-UP W POLSCE

– model badań screeningowych

1.1. Terminologia i harmonizacja pojęć

Badania dotyczące systemów finansowania młodych przedsięwzięć inwestycyjnych nie są w rozwiniętej gospodarce światowej nowością. Ich dynamiczny rozwój, jak również wzrost liczby organizacji i instytucji diagnozujących rozwój rynku kapitałowego, związanego z finansowaniem nowych przedsięwzięć biznesowych, jest bezpośrednim efektem wzrostu znaczenia tego typu inwestycji kapitałowych. Cykliczne, coroczne badania rynku kapitału prywatnego, angażowanego

w młodych firmach, przeprowadzane są przez liczne organizacje zrzeszające inwestorów oraz przez wiele agend rządowych. Wystarczy przytoczyć dane z roczników publikowanych przez EVCA (*European Venture Capital Association*) oraz amerykańskie NVCA (*National Venture Capital Association*). Mnogość tego typu raportów, a także zróżnicowane praktyki statystyczne poszczególnych organizacji badawczych prowokują jednak chaos terminologiczny i skutkują niejednoznacznością w rozumieniu głównych terminów i pojęć tego rynku.

Już w pierwszej edycji raportu autorzy zaproponowali ujednolicenie nomenklatury i wprowadzenie pewnych kompromisowych klasyfikacji. Treść tego podrozdziału stanowi powtórzenie uzgodnień z pierwszej edycji raportu. Celem tego zabiegu jest próba zachowania określonego porządku definicyjnego w zakresie kluczowych pojęć związanych z inżynierią finansową firm start-up i tym samym zwiększenie czytelności raportu. Podjęto tutaj próby sformalizowania definicji takich pojęć jak: firma start-up, faza załączkowa, fundusze *Private Equity*, fundusze *Venture Capital*, fundusze *Seed*, Aniołowie Biznesu, luka kapitałowa itp.

Aktywność gospodarcza, wyrażająca się liczbą nowo powstałych firm, stanowi we współczesnej gospodarce podstawowy motor wzrostu gospodarczego i rozwoju zrównoważonej i innowacyjnej gospodarki. Dlatego bardzo istotnym wskaźnikiem stanu koniunktury w danej gospodarce jest liczba młodych firm i ich dane demograficzne, tj. okres trwania czy odsetek przeżywalności.

pojęcie firmy "start-up"

Młode firmy we wczesnym stadium ich rozwoju nazywane są firmami start-up. Z uwagi na fakt braku formalnego określenia cech dystyngujących firm start-up, definicja tego pojęcia nie jest jednoznaczna i pozostaje w literaturze przedmiotu dość rozmyta. Posługując się definicją zaczerpniętą z Wikipedii, tzn. ujawniającą najbardziej powszechne rozumienie pojęcia „firma start-up”, można uznać, że start-up to młode, ryzykowne przedsięwzięcia,

związane z rozwojem technologicznym i innowacjami, do czasu uzyskania zakładanych zysków (korzyści):

„Start-up – nazwa stosowana na określenie nowo powstałych stron opartych na technologii Web 2.0, często tworzonych w ramach młodych przedsiębiorstw działających w Internecie. Termin ten stał się popularny podczas bańki internetowej, kiedy powstawało dużo firm tego typu (nazywanych dot comami). W tym okresie aktywność start-upów szczególnie widoczna była w Dolinie Krzemowej.

Przedsiębiorstwa start-up powstać mogą w dowolnej branży, jednak najczęściej związane są z nowymi technologiami. Do ich cech charakterystycznych zalicza się:

- niskie koszty rozpoczęcia działalności,
- ryzyko wyższe niż w przypadku "standardowych" przedsięwzięć,
- potencjalnie wyższy w stosunku do "standardowych" przedsięwzięć zwrot z inwestycji.

Jedną z metod finansowania projektów rozpoczynanych jako start-up jest korzystanie z funduszy Venture Capital lub z pomocy Aniołów Biznesu. Momentem, w którym firma przestaje być uważana za start-up, może być osiągnięcie zysku, fuzja lub przejęcie.” (źródło: Wikipedia).

Podobne znaczenie pojęcia „start-up”, jednak ograniczające zakres stosowania tego pojęcia do przedsięwzięć typu e-biznes, znaleźć można w innych źródłach. Według definicji portalu i-slownik.pl, firmą start-up określa się:

„młode, dynamiczne firmy działające w Internecie, finansowane przez konsorcja Venture Capital, które mają szansę osiągnięcia szybkiego sukcesu.”

Bodaj najszersze znaczenie pojęciu „start-up” przyznaje definicja popularyzowana w USA przez Erica Riesa. Według niego, start-up to:¹

„...Forma biznesu, która została stworzona po to, by dostarczyć nowy produkt, usługę, technologię lub proces w warunkach dużej niepewności.”

cykl życia firmy

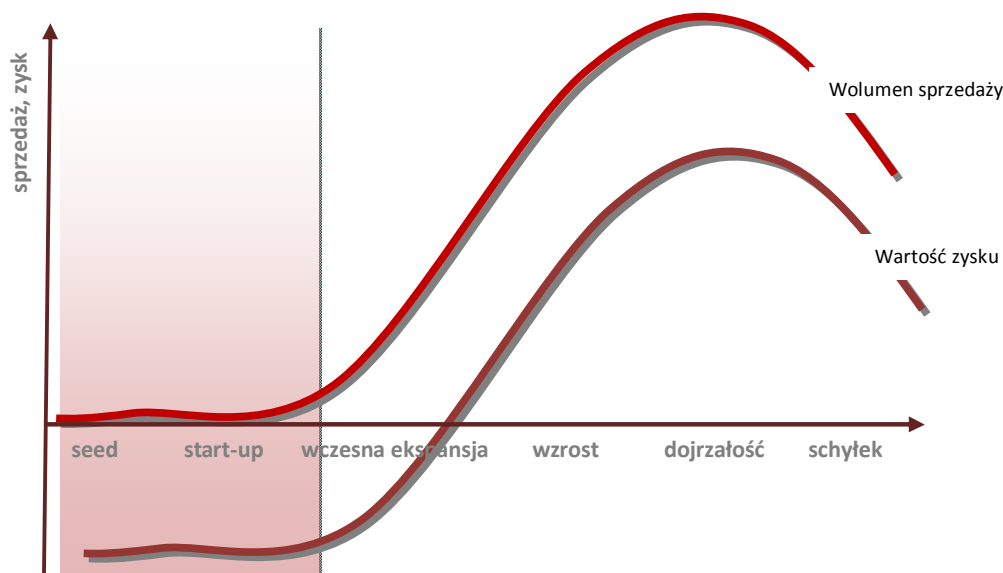
Pojęcie „start-up” ma również wyraźny związek z rozróżnieniem faz rozwoju w klasycznym cyklu życia firmy, opartym na koncepcji cyklu życia w marketingu. W tym kontekście start-up uznawany jest za okres rozwoju firmy od momentu jej zainicjowania do momentu pewnego wzrostu (ekspansji), charakteryzującego się szybką dynamiką wzrostu sprzedaży. W tym ujęciu również, start-up może być rozumiany jako projekt, który posiada gotowy produkt do wprowadzenia na rynek, jednak nie rozpoczął jeszcze sprzedaży lub sprzedaż ma charakter pilotażowy. Faza start-up trwa więc do momentu pozytywnego zweryfikowania produktu i modelu biznesowego przez rynek, co najczęściej wyraża się wyraźnym ożywieniem sprzedaży, a więc wkroczeniem w fazę wczesnej ekspansji (zob. rys. 1.1).

faza "seed"

W takim podejściu bliższej interpretacji wymagają poszczególne fazy rozwoju firmy, uwzględniające ich istotę i podstawowe cechy dystynktywne. I tak: **faza seed to tzw. faza zasiewu lub faza zalążkowa**, czyli najwcześniejsza faza rozwoju, związana z inicjacją pomysłu biznesowego i jego wstępnym przygotowaniem do realizacji. To dlatego w wielu pozycjach literatury faza seed uznawana

¹ <http://www.startuplessonslearned.com/> (12.04.2012 r.)

jest za fazę embrionalną biznesu. W trakcie trwania fazy *seed* powstają zwykle bardzo wstępne koncepcje produktu czy technologii, wyprzedzające powstanie prototypu i rozpoczęcie działalności gospodarczej. Ta faza rozwoju biznesu jest zwykle inicjowana przez projektodawcę i przez niego finansowana, choć we współczesnej praktyce już w fazie *seed* dochodzi do zaangażowania kapitału zewnętrznego.



Rys. 1.1. Cykl życia firmy a kształtowanie się sprzedaży i zyskowności

Źródło: Opracowanie własne.

→ **faza "start-up"**

Faza start-up określana jest również jako faza rozruchu. To etap rozwoju przedsiębiorstwa następujący po fazie *seed*, w którym nowo powstała firma może zademonstrować gotowy produkt lub usługę oraz strategię ich wprowadzenia na rynek. W tej fazie najczęściej dochodzi też do sformalizowania modelu biznesowego i systemu organizacyjno-prawnego firmy, przy uwzględnieniu wpływu pozyskanego kapitału zewnętrznego. W takim rozumieniu faza start-up polega na inkubacji pomysłu biznesowego i nadaniu mu formalnych ram funkcjonowania. Firmy w tej fazie nadal pozostają przedsięwzięciami charakteryzującymi się bardzo wysokim ryzykiem inwestycyjnym i działają w warunkach skrajnie wysokiej niepewności. W fazie start-up krytyczne znaczenie dla dalszego powodzenia przedsięwzięcia ma pozyskanie kapitału przeznaczanego na fazę komercjalizacji projektu. Należy wyraźnie zaznaczyć, że faza start-up cechuje się brakiem rentowności i wymaga intensywnych nakładów inwestycyjnych, związanych z wdrożeniem produktu na rynek i pozyskaniem pozytywnej weryfikacji rynkowej dla pomysłu.

→ **pojęcie ekspansji**

Faza wczesnej ekspansji w klasycznym cyklu życia firmy jest rzadko wyodrębniana, jednak ma istotne znaczenie z punktu widzenia cyklu finansowania i obrotu kapitałem pracującym. To etap rozwoju firmy, charakteryzujący się sprawdzonym modelem biznesowym, który wymaga skalowalności i/lub zwiększenia zasięgu działania, poprzez np. znaczny wzrost sprzedaży produktów.

W większości przypadków przejście z fazy start-up do fazy wczesnej ekspansji określa się jako moment uzyskania rentowności operacyjnej.

faza wzrostu

Faza **wzrostu** (ekspansji właściwej) to faza rozwoju firmy, w trakcie której dane przedsiębiorstwo ma już pozytywnie zweryfikowany model biznesowy i skupia się na dynamicznym skalowaniu biznesu, poprzez np. zwiększenie mocy produkcyjnych, rozwój produktu i zdobywanie nowych rynków.

faza dojrzałości

Faza **dojrzałości** charakteryzuje się rekordowymi rozmiarami sprzedaży i zyskowności. Z punktu widzenia interesów inwestorskich, w tej fazie dochodzi najczęściej do osiągnięcia zakładanego zwrotu z inwestycji i wycofania się inwestora w procesie tzw. dezinwestycji. W wielu przypadkach, ze względu na skrócone fazy rozwoju, dezinwestycje dokonywane są nawet w fazie schyłku, oznaczającej pojawienie się pierwszych symptomów spadku aktywności gospodarczej firmy. Faza ta jednak ma niewielkie znaczenie dla analizy procesów inwestycji w start-up.

fazy inwestowania

Przedstawiona powyżej koncepcja cyklu życia firmy, eksponująca fazy inkubacyjne nie obejmuje specyficznych faz związanych z międzynarodowymi praktykami finansowania młodych przedsięwzięć biznesowych. W praktykach tych bowiem dochodzi do bardziej szczegółowego rozróżnienia etapów procesów inwestycyjnych. W najbardziej ogólnym ujęciu można mówić o finansowaniu faz początkowych i faz ekspansji, składających się z kolejnych podetapów (zob. tab. 1.1). W efekcie takiego podziału można mówić o sześciu typowych etapach zaangażowania kapitału we wczesnych fazach rozwoju przedsięwzięcia, w tym fazach inkubacyjnych, tj. fazie zasiewu i fazie start-up oraz czterech kolejnych etapach związanych z wczesną ekspansją (faza pierwsza) i pewnym wzrostem (faza od drugiej do czwartej).

Tab. 1.1. Rozróżnienie faz rozwoju firmy w kontekście sposobów i źródeł ich finansowania

Faza inwestycyjna	Fazy początkowe – związane z inkubacją pomysłu, koncepcji na biznes oraz założeniem firmy	Fazy ekspansji
Etap 1	finansowanie zasiewów (<i>seed financing</i>) – relatywnie małe kwoty, przeznaczone na przeprowadzenie studium wykonalności	finansowanie fazy drugiej (<i>second stage financing</i>) – ekspansja firmy, szybki wzrost sprzedaży na progu rentowności
Etap 2	finansowanie startu (<i>start-up financing</i>) – rozwój produktu i wstępny marketing bez sprzedaży komercyjnej; finansowanie przeznaczone na rozpoczęcie działalności operacyjnej	finansowanie fazy trzeciej (<i>third stage financing</i>) – dalsza ekspansja sprzedaży i pojawienie się trwałej rentowności
Etap 3	finansowanie fazy pierwszej (<i>first stage financing</i>) – kapitał obrotowy przeznaczany na fazę wczesnej ekspansji, bez widocznych zysków i płynności finansowej	finansowanie fazy czwartej (<i>fourth stage financing</i>) – finansowanie pomostowe, przygotowujące firmę do wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Preston S. L., *Angel Financing for Entrepreneurs: Early Stage Funding for Long-Term Success*, John Wiley & Sons Inc., 2007, s. 74; oraz Hirsh R. D., Peters M. P., *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011, s. 112 i dalsze.

**pojęcie "inżynieria finansowa start-up"**

Jedną z bardzo istotnych kwestii związanych z rozwojem przedsiębiorstwa i przechodzeniem z fazy do fazy jest problem finansowania

działalności firmy. Potrzeby inwestycyjne firmy, kierunki zasilania kapitałowego i zapotrzebowanie na fundusze w kolejnych etapach rozwoju jest zmienne i, jako takie, może stanowić najpoważniejszą barierę rozwoju. Dlatego tak istotnym aspektem jest odpowiednie dopasowanie źródeł finansowania i rodzaju kapitału do potrzeb inwestycyjnych i operacyjnych. Autorzy niniejszego raportu w tym właśnie kontekście rozumieją pojęcie inżynierii finansowej i przyjmują, że jej najpowszechniejszą funkcją użyteczną jest funkcja montażu finansowego.² W tym sensie **inżynieria finansowa firm start-up** oznacza sposób finansowania przedsięwzięć gospodarczych, w których wykorzystywane są różne kombinacje instrumentów, form i instytucji finansowych.

Na rozwiniętych rynkach finansowych notuje się bardzo wysoką aktywność instytucji finansowych i parafinansowych w zasilaniu młodych przedsięwzięć gospodarczych. Obok instytucji typu *Private Equity* i *Venture Capital*, statutowo działających w obszarze inwestycji biznesowych, źródłem pozyskania kapitału stałego i obrotowego mogą być: banki, domy finansowe (w znaczeniu usług brokerskich na rynku finansowym), towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, fundusze publiczne czy firmy leasingowe (zob. tab. 1.2).

Tab. 1.2. Potrzeby kapitałowe młodej firmy i źródła jej finansowania

Kluczowe potrzeby kapitałowe młodej firmy		
Kapitał stały <ul style="list-style-type: none"> • start-up • ekspansja i rozwój • innowacje • refinansowanie 	Kapitał obrotowy <ul style="list-style-type: none"> • luka w płynności finansowej bieżącej • wahania sezonowe • finansowanie pomostowe • środki krótkoterminowe 	Aktywa <ul style="list-style-type: none"> • technologie • środki trwałe • aktywa niematerialne
Rodzaje kapitału		
Kapitał prywatny – inkubacyjny, początkowy i rozwojowy	Finansowanie krótkoterminowe (do trzech lat)	Finansowanie średnio- i długoterminowe
Źródła pozyskania kapitału		
<ul style="list-style-type: none"> • inwestycje osobiste • <i>Private Equity</i> i <i>Venture Capital</i> • zasoby sektora publicznego 	<ul style="list-style-type: none"> • banki clearingowe • domy finansowe • spółki factoringowe • firmy leasingowe • zasoby sektora publicznego 	<ul style="list-style-type: none"> • banki clearingowe • <i>Private Equity</i> i <i>Venture Capital</i> • fundusze emerytalne • firmy ubezpieczeniowe • domy finansowe • firmy leasingowe • zasoby sektora publicznego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Stokes D., Wilson N., *Small Business Management and Entrepreneurship*, South-Western Cengage Learning, 2002, s. 240 i dalsze.

² Pojęcie „inżynieria finansowa” może być, i w praktyce jest, używane dla określenia dziedziny nowoczesnych finansów, która dostarcza narzędzi do modelowania i prognozowania zdarzeń na rynkach finansowych oraz do ilościowego zarządzania ryzykiem związanym z inwestycjami finansowymi. W tym bardzo szerokim ujęciu inżynieria finansowa dostarcza metod do celów: projektowania złożonych strategii inwestycyjnych, prognozowania cen i wyceny bieżącej instrumentów finansowych czy kreowania nowych instrumentów finansowych.

→ **typy kapitału**

Trzeba jednak zwrócić uwagę, że największe znaczenie dla inwestycji we wczesnych fazach

rozwoju biznesu, a więc obarczonych wysokim ryzykiem, mają fundusze typu *Private Equity* i *Venture Capital*. Na uwagę zasługują tutaj następujące rozróżnienia:³

- kapitał inkubacyjny – zarezerwowany dla określenia przedsięwzięć w fazie *seed*, czyli oznaczający typowy kapitał załączkowy (zarodkowy),
- kapitał początkowy – oznaczający nakład inwestycyjny poczyniony w typowej fazie start-up,
- kapitał rozwojowy – angażowany zwykle w fazach wczesnej ekspansji i wzrostu,
- kapitał odtworzeniowy – oznaczający dodatkowy wkład finansowy na etapie silnego wzrostu firmy,
- kapitał „wykupowy” – związany z transakcjami przejęcia lub/i wykupów menedżerskich (MBO), zewnętrznych (MBI) lub lewarowanych (LBO).

Jeszcze bardziej szczegółowe rozróżnienie faz inwestycyjnych występuje w praktykach inwestycyjnych funduszy *Private Equity* zrzeszonych w EVCA (*European Venture Capital Association*) oraz w amerykańskim NVCA (*National Venture Capital Association*). Według tych organizacji rozróżnia się charakterystyczne typy inwestycji w zależności od momentu zaangażowania kapitału (zob. tab. 1.3).

Tab. 1.3. Rozróżnienie faz rozwoju firmy w kontekście sposobów i źródeł ich finansowania w praktykach EVCA i NVCA

Faza rozwoju firmy	EVCA (<i>European Venture Capital Association</i>)	NVCA (<i>National Venture Capital Association - US</i>)
<i>Seed</i>	Seed Capital – finansowanie kapitału inkubacyjnego	Early Stage Financing – finansowanie wczesnych etapów: • kapitał inkubacyjny (<i>Seed Stage Financing</i>), • inne wczesne etapy finansowania (<i>Other Early Stage Financing</i>).
Start-up	Start-up – finansowanie kapitału początkowego	Early Stage Financing – finansowanie wczesnych etapów: • kapitał początkowy (<i>Start-Up Financing</i>), • inne wczesne etapy finansowania (<i>Other Early Stage Financing</i>)
Wczesna ekspansja	Expansion – finansowanie rozwoju, finansowanie pomostowe, restrukturyzacja	Expansion Stage Financing – finansowanie rozwoju
Wzrost	Replacement capital – kapitał odtworzeniowy, drugi zakup udziałów, zamiana kapitałów, refinansowanie długu bankowego	Later Stage Financing – finansowanie późniejszych etapów rozwoju: • etap późniejszy (<i>Later Stage</i>), • finansowanie pomostowe (<i>Bridge Financing</i>), • otwarty rynek (<i>Open Market</i>)
Dojrzałość /schyłek	Buy-outs – wykupy menedżerskie wewnętrzne (MBO) i zewnętrzne (MBI) oraz wykupy akcji spółek giełdowych	Acquisition/Buyout – finansowanie przejęć i wykupów: • finansowanie przejęć (<i>Acquisition Financing</i>), • finansowanie wykupów menedżerskich/lewarowanych (<i>Management/Leveraged Buyout- MBO, LBO</i>), • finansowanie restrukturyzacji (<i>Turnaround</i>)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: www.evca.eu i www.nvca.org

³ Szeroki i kompleksowy opis europejskich praktyk w tym zakresie zawiera rozdział III niniejszego raportu.

Poczynione rozróżnienie typów kapitału pod kątem fazy finansowania ma istotne znaczenie w kontekście potrzeby sklasyfikowania różnego rodzaju funduszy kapitałowych dostępnych na rynkach finansowych.

➔ **Private Equity**

Najbardziej ogólnym typem oferowanego kapitału inwestycyjnego są fundusze **Private Equity (PE)**. *Private Equity* oznacza rodzaj średnio- i długoterminowych inwestycji dokonywanych na niepublicznym rynku kapitałowym w przedsiębiorstwa zdobywające rynek lub już posiadające ugruntowaną pozycję na rynku oraz wykazujące duży potencjał wzrostu wartości w perspektywie kilku lat. W praktyce PE to inwestycje kapitałowe w przedsiębiorstwa, które nie są notowane na giełdzie papierów wartościowych. Są one dokonywane we wszystkich sektorach gospodarki oraz wszystkich fazach rozwoju przedsiębiorstwa, często z zamiarem udziału w bezpośrednim zarządzaniu tym przedsiębiorstwem. Inwestycje tego typu mogą być wykorzystane w celu rozwoju nowych produktów i technologii, zwiększenia poziomu kapitału pracującego w przedsiębiorstwie, dokonania przejęć lub wzmocnienia struktury bilansu przedsiębiorstwa. Mogą one przyczynić się do rozwiązania kwestii własnościowych lub związanych z zarządzaniem. W swojej istocie inwestycje PE służą zwiększeniu tempa i potencjału przedsiębiorstw, zarówno poprzez zasilenie kapitałowe, jak i oparcie się na wiedzy i doświadczeniu biznesowym inwestora.

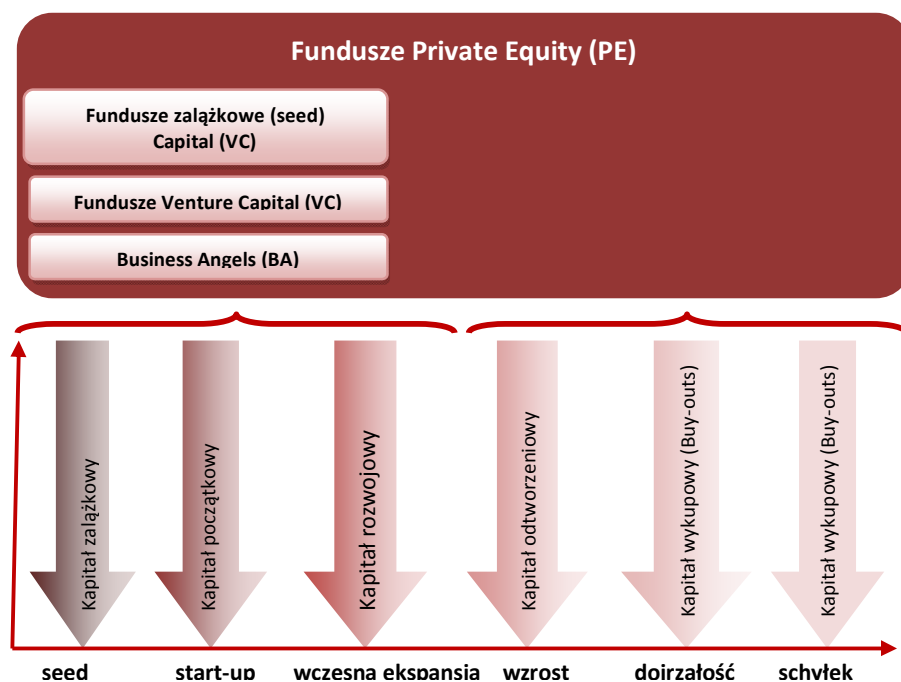
Inwestycje PE mogą przybierać różne formy – od udziału kapitałowego po formy instrumentów hybrydowych, noszących cechy długu. Cechą wspólną tego typu transakcji kapitałowych są biorcy kapitału, czyli przedsiębiorstwa rynku niepublicznego. Z samej istoty tego rynku wynika, że w porównaniu z inwestycjami giełdowymi inwestycje PE charakteryzują się zwykle większym ryzykiem i niespekulacyjnym celem. W tym kontekście można mówić o strategicznym, długookresowym charakterze inwestycji PE. Zwykle fundusze te kontynuują inwestycje w okresie od 3 do 7 lat i dokonują wycofania kapitałów po zrealizowaniu celu dotyczącego oczekiwanego zwrotu z kapitału.

➔ **Venture Capital**

Istotnym komponentem rynku funduszy PE są specjalistyczne fundusze **Venture Capital (VC)**. Fundusze VC koncentrują się na inwestycjach w przedsiębiorstwa we wczesnych stadiach rozwoju o dużym potencjale wzrostu, działających szczególnie w obszarze nowych technologii. Służą one uruchomieniu przedsiębiorstwa lub jego ekspansji. Zazwyczaj inwestycje te przybierają formę obejmowania udziałów lub akcji w zamian za wkłady pieniężne. Poza kapitałem inwestor dostarcza również szerokiej wiedzy specjalistycznej w dziedzinie finansów oraz zarządzania przedsiębiorstwami, a nawet pełni aktywne funkcje zarządcze lub nadzorcze.

W terminologii rynków kapitałowych bardzo często utożsamia się oba wyżej omawiane typy kapitału. Warto jednak zaznaczyć, że *Venture Capital*, będąc elementem *Private Equity*, ma znacząco mniejszy zasięg i koncentruje się na transakcjach o podwyższonym ryzyku inwestycyjnym. Fundusze VC operują zasadniczo w obszarze inwestycji w spółki we wczesnych fazach rozwoju, zarówno *seed* i start-up, jak również w fazach wczesnej ekspansji, podczas gdy działalność funduszy PE skupia

się wokół transakcji wykupów, przejęć, restrukturyzacji i konsolidacji, czyli inwestycji w fazach ekspansji, dojrzałości, a nawet schyłku (zob. rys. 1.2).⁴



Rys. 1.2. Charakter i źródła kapitału w różnych fazach cyklu życia firmy

Źródło: Opracowanie własne.

→ **Business Angel** Szczególnym rodzajem kapitałów typu VC są kapitały oferowane przez inwestorów indywidualnych tzw. **Aniołów Biznesu (Business Angels – BA)**. Typowe działania BA swoim zasięgiem obejmują podobne przedsięwzięcia do inwestycji VC, jednak w tym przypadku mowa o nieformalnym segmencie rynku kapitałowego. BA bowiem to inwestor prywatny, nieformalny, inwestujący własne nadwyżki finansowe w młode, perspektywiczne firmy, wspierając je osobiście w dynamicznym wzroście. Inwestycje BA mają zazwyczaj charakter udziałowy, tj. wkład kapitału odbywa się w drodze objęcia udziałów w spółce.⁵

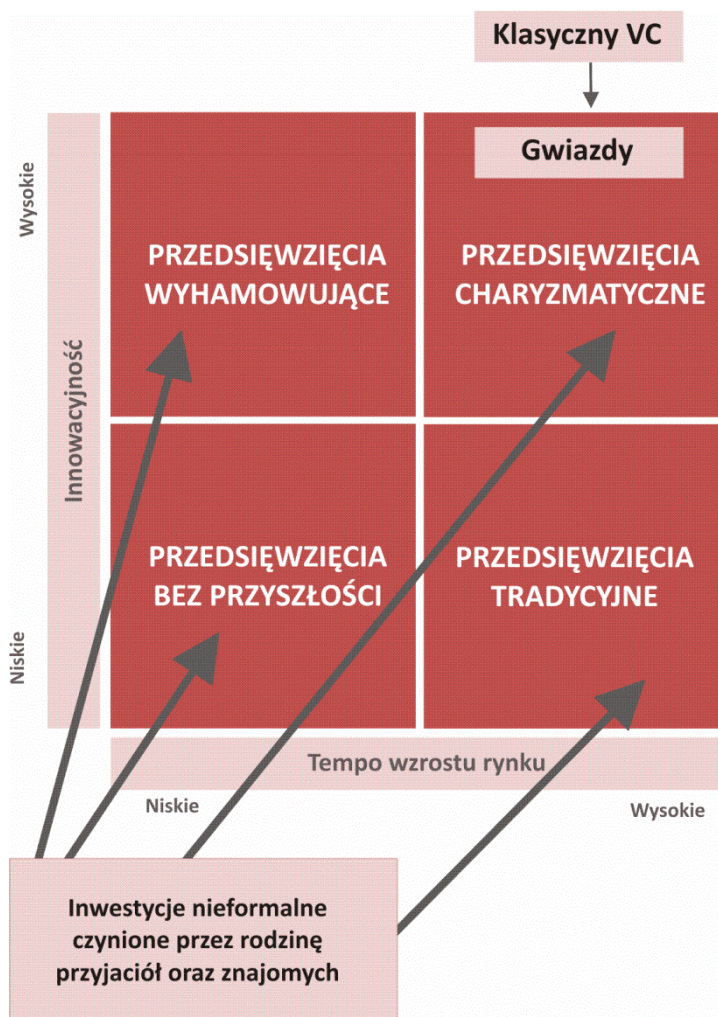
→ **kapitał "seed"** W ostatnim dwudziestoleciu, wraz z dynamicznym rozwojem rynku funduszy PE i wzrostem wartości transakcji inwestycyjnych, pojawiają się nowe formy funduszy kapitałowych i nowe instrumenty finansowania. Takim stosunkowo nowym typem funduszu są specjalistyczne **fundusze zalążkowe (Seed Capital)**, zarezerwowane dla inwestycji w projekty w fazie inicjacyjnej (inkubacyjnej). Z reguły pozyskane finansowanie jest przeznaczone na badania, ocenę, rozwój i przygotowanie pomysłu do fazy komercyjnej. W tak wczesnej fazie nie można w zasadzie mówić o istnieniu podmiotu gospodarczego jako biorcy kapitału. Fundusze typu *seed* angażowane są najczęściej w projektowanie i tworzenie innowacji produktowej, procesowej lub technologicznej

⁴ Szeroki opis aktywności funduszy PE/VC w USA, Europie i w Polsce zawiera rozdział III (3.4. i 3.6.) oraz rozdział V.

⁵ Szeroki opis aktywności funduszy BA w USA, Europie i Polsce zawiera rozdział III (3.5. i 3.6.) oraz rozdział V.

i służą rozwinięciu koncepcji jeszcze bez ram formalno-prawnych. Oczywiście wejście kapitału załączkowego powoduje zwykle konieczność sformalizowania projektu w postaci umowy o finansowaniu.

→ **polityka inwestycyjna VC** Dokonane powyżej rozróżnienie rodzajów funduszy tworzących rynek *Private Equity* nie oznacza bynajmniej, że stanowią one główne i jedyne źródło finansowania przedsięwzięć biznesowych obarczonych wysokim ryzykiem ze względu na wczesną fazę ich rozwoju. W praktyce rozwiniętych rynków, nawet pomimo szerokiej dostępności funduszy typu PE, największe znaczenie w rozwoju start-up mają kapitały nieformalne, prywatne. PE alokują kapitał tylko w specyficzne przedsięwzięcia, opierając swoje kryteria inwestycyjne o typowe przesłanki, w tym opierając się na ocenie stopnia innowacyjności biznesu i perspektyw jego wzrostu (zob. rys. 1.3).

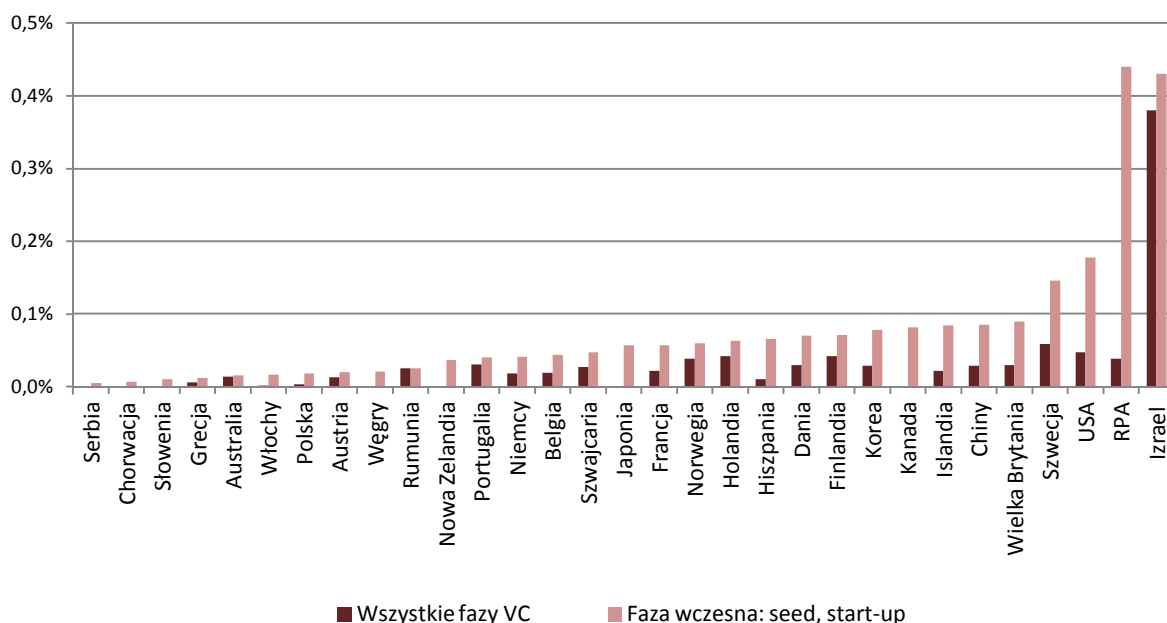


Rys. 1.3. Typy inwestycji w start-up a źródła kapitału (wg kryterium innowacyjności i perspektyw wzrostu rynku)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hirsh R. D., Peters M. P., *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011, s. 65.

Typowe inwestycje *Venture Capital* koncentrują się na wyjątkowych przedsięwzięciach, klasyfikowanych jako charyzmatyczne, tzn. odznaczające się ponadprzeciętnym stopniem innowacyjności i oryginalności przy założeniu istnienia szybko rosnącego rynku. Oznacza to, że w praktyce polityka funduszy PE, w tym głównie VC, polega na starannym selekcjonowaniu projektów do sfinansowania i tworzeniu portfeli najefektywniejszych z punktu widzenia perspektyw rozwoju biznesów. Wystarczy przytoczyć statystyki z rynku amerykańskiego z 2010 roku, w którym udział funduszy VC w inwestycjach w start-up wyniósł ok. 28,5 mld USD (ok. 3200 inwestycji), podczas gdy inwestycje grona inwestorów nieformalnych (rodzina, przyjaciele itp.) szacowane były na blisko 200 mld USD, alokowanych w ponad 1 mln przedsięwzięć.⁶

Należy również zwrócić uwagę na fakt, że choć *ex definitione* fundusze VC angażują się w przedsięwzięcia wysokiego ryzyka, to jednak udział inwestycji VC w fazach start-up jest zwykle ograniczony i przeciętnie nie przekracza połowy wartości wszystkich transakcji tych funduszy. Szczególnie niski jest udział funduszy VC w finansowaniu bardzo wczesnych faz rozwoju biznesu w krajach rozwijających się (Polska, Chorwacja, Słowenia itp.), podczas gdy w krajach wysokorozwiniętych o ponadprzeciętnym potencjale innowacyjnym (Izrael, Australia, Szwecja, Finlandia, Norwegia, Holandia) inwestycje w start-up stanowią większość wszystkich transakcji VC (zob. rys. 1.4).



Rys. 1.4. Inwestycje VC jako odsetek PKB w wybranych krajach w roku 2010

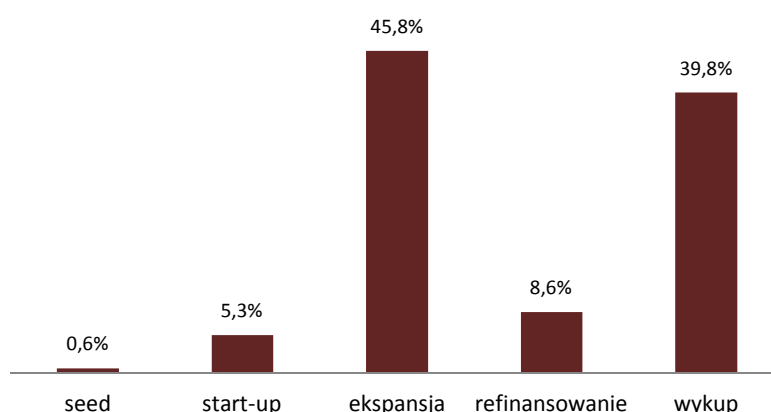
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Hirsh R. D., Peters M. P., *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011, s. 136.

Również dane dotyczące struktury inwestycji funduszy VC w Europie wskazują na niewielki udział funduszy w finansowaniu wczesnych faz rozwoju firm takich jak *seed* czy start-up. W 2010 roku tylko 1,2 proc. wszystkich inwestycji europejskich funduszy VC zaangażowanych było w fazach *seed* i niewiele ponad 5 proc. - w fazach start-up. Statystyki te wyraźnie wskazują na dominację inwestycji

⁶ Hirsh R. D., Peters M. P., *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011, s. 66 i dalsze.

ograniczających nieznacznie ryzyko, tj. angażowanie kapitału w fazach ekspansji (w 2010 roku inwestycje te stanowiły ponad 46 proc. wszystkich przedsięwzięć w Europie). Nie mniejsza jest aktywność funduszy VC w transakcjach wykupowych: 40 proc. (zob. rys. 1.5).

Pomimo bardzo wysokiej dynamiki wzrostu liczby i wartości transakcji funduszy VC, polityka inwestycyjna, koncentrująca się na finansowaniu późniejszych faz rozwoju firm, powoduje niedobór funduszy wobec potrzeb kapitałowych firm start-up. Wniosek ten dotyczy nie tylko polskiego, stosunkowo młodego rynku. Ma on również istotne znaczenie dla tak rozwiniętych rynków jak rynek PE w USA czy w Europie Zachodniej. W kontekście stałego niedoboru podaży kapitałów PE należy wyeksponować rolę pojęcia „luka kapitałowa”.



Rys. 1.5. Inwestycje VC w poszczególnych fazach rozwoju firm w Europie w roku 2010

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: www.evca.eu

➔ luka kapitałowa

Luka kapitałowa (*Equity gap*), zwana również luką Macmillana⁷, jest definiowana jako trwała

nieciągłość po stronie podażowej rynku, wyrażająca się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości i/lub pochodzących od określonej grupy przedsiębiorców. Stan taki oznacza, że na rynku znajduje się wiele firm, które zgłaszają zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny i nie są w stanie go pozyskać z powodu braku inwestorów dysponujących wolnym kapitałem. Z tego względu zjawisko to dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw, które wyczerpały już kapitały pochodzące z własnych oszczędności, a także pozyskane od rodziny i przyjaciół, a jednocześnie nie osiągnęły jeszcze takiego poziomu rozwoju i nie wymagają na tyle dużych kwot inwestycji, żeby wsparciem były zainteresowane fundusze *Venture Capital*. Teoretycznie występuje tutaj również możliwość pozyskania kapitału dłużnego w formie kredytu, jednak w praktyce ta forma finansowania znajduje się poza zasięgiem firm rozpoczynających działalność, tak ze względu na wysoki koszt kapitału, jak i z uwagi na brak historii finansowej i możliwości ustanowienia zabezpieczeń kredytowych.⁸

⁷ Pojęcie „luka Macmilliana” pochodzi z 1931 roku i zostało użyte przez autora nazwy (Harolda Macmilliana, późniejszego premiera Wielkiej Brytanii) do określenia stanu chronicznego braku kapitału, skutkującego spowolnieniem gospodarczym. Podano za: Józwiak-Mijał M., *Luka Macmilliana a znaczenie średnich przedsiębiorstw dla gospodarki*, Referat na II Konferencji młodych doktorów i doktorantów Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2009, s. 5.

⁸ Szerzej na temat przyczyn powstawania luki kapitałowej w finansowaniu przedsięwzięć start-up w rozdziale III (3.1).

1.2. Koncepcja i metodyka badań screeningowych



Polski rynek inwestycji wysokiego ryzyka, jakimi są transakcje kapitałowe w firmach start-up, jest nadal w fazie inicjacyjnej, a podaż kapitału przeznaczonego na tworzenie nowych innowacyjnych przedsiębiorstw jest wciąż bardzo niska, wręcz niedostateczna. Zasięg i rozmiar działalności podmiotów PE w Polsce, pomimo faktu, że pierwsze z nich powstały już w 1993 roku, są nadal niewystarczające i wymagają intensyfikacji oraz rozpropagowania. W Polsce o powstaniu zasobów kapitału podwyższonego ryzyka można mówić w zasadzie dopiero od inicjacji transformacji gospodarczej, jednak tempo rozwoju tego sektora było w pierwszym dziesięcioleciu bardzo niskie. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy był brak systemowego, rządowego wsparcia dla tego typu kapitałodawców, nieufność przedsiębiorców wobec takiej formy wsparcia oraz brak podstaw prawnych, które umożliwiłyby funduszom emerytalnym i firmom ubezpieczeniowym udostępnianie kapitału dla funduszy ryzyka. Czynnikiem hamującym był również nieprzyjazny system podatkowy, ze względu na podwójne opodatkowanie, brak systemu ulg i zwolnień podatkowych oraz duże ryzyko legislacyjne. Z powyższych względów instytucje kapitału wysokiego ryzyka do 2004 roku były bardzo ostrożne, a ich skłonność do ponoszenia ryzyka była znacznie niższa niż w bardziej dojrzałych gospodarkach, gdzie wypracowano już dobre praktyki i schematy działania. Wprawdzie w roku 2002 funkcjonowało w Polsce już prawie 30 instytucji dysponujących kapitałem wysokiego ryzyka, to jednak większość z nich zarejestrowana była w rajach podatkowych. Pierwsze sukcesy odnosiła też rosnąca grupa inwestorów indywidualnych – Aniołów Biznesu. Pionierzy rynku: PolBAN (stowarzyszenie utworzone w grudniu 2003 r., obecnie działające pod nazwą Business Angel Club) i Lewiatan *Business Angels* (sieć utworzona w kwietniu 2005 r., afiliowana przy Polskiej Konfederacji Pracodawców Prywatnych Lewiatan) – na fali zainteresowania niepublicznym rynkiem kapitałowym zyskali licznych naśladowców. Szczególnie po roku 2006, gdy pojawiło się wsparcie publiczne dla instytucji otoczenia biznesu, liczba powoływanych sieci znacznie wzrosła. W okresie 2006-2007 ogłoszono powstanie Regionalnej Sieci Inwestorów Kapitałowych (Małopolska), Śląskiej Sieci Aniołów Biznesu (Katowice) i Lubelskiej Sieci Aniołów Biznesu. Po roku 2008 aktywność założycielska wzrosła. Wsparcie publiczne na utworzenie sieci trafiło do ośmiu kolejnych podmiotów, mających ambicje stworzenia sieci regionalnej lub ogólnokrajowej (rozpoczęto wówczas realizację takich projektów jak: Sieć Inwestorów Prywatnych Satus, sieć Amber, sieć Aurum).⁹ Istotne znaczenie dla aktywizacji rynku VC w Polsce miało też utworzenie w 2005 roku Krajowego Funduszu Kapitałowego rozumianego jako fundusz funduszy. Działalność KFK polega na inwestowaniu w fundusze VC, które zasilają kapitałowo małe i średnie przedsiębiorstwa polskie, szczególnie przedsiębiorstwa innowacyjne o wysokim potencjale rozwoju lub prowadzące działalność badawczo-rozwojową.

Pomimo wzrostu aktywności inwestorów prywatnych, rozmiary rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce nadal są niedostateczne. Według danych Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK), aktualnie w Polsce funkcjonuje zaledwie kilkanaście sieci Aniołów skupiających ponad 300 Aniołów Biznesu dysponujących kapitałem o mobilnej wartości od 70 do 180 mln zł. Podaż polskiego kapitału VC wzbogaca blisko 50 funduszy *Seed Capital*, dysponujących łącznie

⁹ Raport: *Kapitał na start. Finansowanie start-upów 2011*, Lewiatan Business Angels, Warszawa 2011, s. 15.

kapitałem ok. 500 mln zł, w znakomitej większości finansowanym z Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka (wcześniej w ramach SPO WKP) oraz 15 funduszy VC skupionych w KFK o łącznym kapitale ponad 800 mln zł.¹⁰

Nie lepiej kształtuje się sytuacja w całym sektorze kapitału PE. Zgodnie z trendem ogólnoeuropejskim, udział rodzimego rynku PE w finansowaniu firm start-up jest praktycznie szczątkowy. Po stosunkowo dobrym 2008 roku, kiedy w 24 firmy zainwestowano 18,6 mln euro (rok wcześniej było to 13 firm i 3,5 mln euro), kolejny rok przyniósł twarde lądowanie – jedna spółka i 1 mln euro inwestycji. Sytuację na polskim rynku pogarsza silna konkurencja zewnętrzna, która sprawia, że spora część kapitału (45 proc. w 2009 roku i 42 proc. w 2010 roku), zgromadzona przez firmy zarządzające jest inwestowana poza Polską.¹¹

Znaczne ożywienie rynku kapitału podwyższonego ryzyka odnotowano dopiero w 2011 roku, który uznano za rekordowy, zarówno pod względem wartości zrealizowanych inwestycji PE/VC, jak i wartości wyjść ze spółek. Według danych EVCA, fundusze zainwestowały przeszło 680 mln euro w 57 polskich spółek. Nadal jednak utrzymuje się wyraźne zainteresowanie kapitału PE inwestycjami w firmy stabilne, dojrzałe, do których trafia ok. ¾ kapitałów. W dobrym, 2011 roku do spółek w fazie dynamicznego wzrostu wpłynęło zaledwie 24 proc. zainwestowanych kwot (163 mln euro), zaś do najmłodszych firm - tylko 4 proc. (27 mln euro). Należy podkreślić, że przeszło 90 proc. kapitałów funduszy alokowanych w 2011 roku w polskie firmy pochodziło od zagranicznych inwestorów instytucjonalnych.¹²

Rok 2012 przyniósł osłabienie procesów inwestycyjnych – łączna wartość inwestycji PE/VC w Polsce wyniosła ok. 478 mln euro i trafiła do 75 firm, z czego tylko 9 mln euro trafiło do 32 firm start-up.¹³ Stan taki oznacza ostry spadek aktywności funduszy PE na polskim rynku – wartość transakcji w 2012 spadła o ponad 30 proc. wobec roku poprzedniego. Dodatkowo udział polskich kapitałów alokowanych w 2012 roku w polskie firmy zmalał dramatycznie do poziomu ok. 0,5 proc. wszystkich inwestycji.

Zdaniem analityków rok 2013 powinien być w Polsce dobrym rokiem dla inwestycji typu *Venture Capital*, jak i całego rynku *Private Equity*. Dobre środowisko inwestycyjne powstało w wyniku gorszych warunków ekonomicznych, które spowodowały przecenę firm i wymuszają restrukturyzację, a z kolei projekty przedstawiane funduszom VC są coraz lepiej przygotowywane. Potwierdzeniem tej opinii jest raport przygotowany przez firmę Roland Berger „*European Private Equity Outlook*”. Autorzy raportu spodziewają się wzrostu na rynku PE/VC w 2013 r. o ok. 1,9 proc. Według magazynu Forbes, wzrost ten powinno przynieść zwiększone zainteresowanie zagranicznych firm w takie sektory polskiej gospodarki jak ochrona zdrowia, projekty infrastrukturalne, sieci komercyjne oraz technologia, które otrzymają dużą pomoc finansową z funduszy unijnych. Duży udział w tych

¹⁰ Dane szacunkowe na podstawie informacji PSIK i KFK.

¹¹ Raport: *Kapitał na start... op.cit.*, s. 10.

¹² Podano za: PSIK, <http://www.psik.org.pl/dane/items/rynek-private-equity-venture-capital-w-polsce-w-2011-roku.html> (12.02.2012 r.)

¹³ EVCA Yearbook 2013.

inwestycjach będzie pochodził z funduszy VC, dla których technologia to tradycyjny kierunek poszukiwań atrakcyjnych inwestycyjnie firm start-up.¹⁴

polska luka kapitałowa

Istotnym argumentem przemawiającym za potrzebą aktywizacji polskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka jest również sytuacja w zakresie dynamiki wzrostu firm start-up. Jak wskazują statystyki raportowane przez Dun & Bradstreet w ramach badań aktywności biznesowej Polaków, w Polsce na jedną zarejestrowaną firmę przypada około 11 mieszkańców, podczas gdy średnia europejska wynosi 8,1 mieszkańca na jedno przedsiębiorstwo.¹⁵ Jednocześnie w ostatnich latach obserwuje się w Polsce stosunkowo wysoką dynamikę wzrostu przedsiębiorczości indywidualnej. Własną działalność gospodarczą prowadzi około 15 proc. Polaków¹⁶, podczas gdy ten wskaźnik dla całej UE nie przekracza 12 proc. Niestety dominującą formą finansowania własnej działalności gospodarczej w Polsce są fundusze własne przedsiębiorców oraz kredyty i pożyczki. Znaczenie funduszy wysokiego ryzyka w finansowaniu młodych firm jest nadal marginalne i ma związek z istnieniem na polskim rynku PE głębokiej luki kapitałowej.

Chociaż dotychczas nie opracowano w Polsce formalnej metody, która pozwoliłaby w sposób jednoznaczny i dokładny określić rozmiary luki kapitałowej, to w ekspertyzie dla Ministerstwa Gospodarki dotyczącej barier rozwoju rynku Aniołów Biznesu w Polsce, cytuje się wycenę intuicyjną z roku 2007 autorstwa P. Tamowicza¹⁷. Według tych szacunków luka Macmilliana w Polsce do 2007 roku kształtowała się w przedziale od 100 tys. do 10 mln €. Dzięki powstaniu *NewConnect*, Krajowego Funduszu Kapitałowego oraz aktywizacji podmiotów, takich jak Aniołowie Biznesu i fundusze *seed*, w ciągu kolejnych 3 lat jej rozmiar został prawdopodobnie zmniejszony do przedziału 1,5-4 mln €.¹⁸

W niniejszym opracowaniu została podjęta próba oszacowania aktualnej wartości luki kapitałowej. Podstawą szacunku będą wyniki badań screeningowych uwzględniających z jednej strony deklarowaną wartość kapitałów po stronie podaży i oczekiwania przedsiębiorców i projektodawców co do popytu na kapitał wysokiego ryzyka.

potrzeba badań

Cytowane statystyki jednoznacznie wskazują na pilną potrzebę aktywizacji polskiego rynku kapitału podwyższonego ryzyka i zwiększenie znaczenia krajowych funduszy w finansowaniu młodych przedsięwzięć. Postulaty te wiążą się z koniecznością opracowania rzetelnej metodyki screeningu (monitoringu) rozwiązań systemowych w zakresie inżynierii finansowania polskich przedsiębiorstw, znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju (tzw. start-up). Równie istotną potrzebą jest próba cyklicznego badania efektywności wykorzystania funduszy wysokiego ryzyka w Polsce. Wydaje się, że dotychczasowe praktyki monitorowania sytuacji w sektorze PE i start-up (głównie publikacje PSIK i EVCA) są niewystarczające i nie pozwalają na kompleksową i rzetelną diagnozę sytuacji,

¹⁴http://inwestor.msp.gov.pl/portalsi/338/26270/Rynek_Venture_Capital_w_Polsce__niska_baza_z_duzym_potencjalem.html

¹⁵ <http://gospodarka.dziennik.pl/news/artykuly/319241,tutaj-rodzi-sie-najwiecej-firm-w-polsce.html> (17.03.2012 r.)

¹⁶Warto nadmienić, że relatywnie wysoki odsetek Polaków prowadzących własną działalność gospodarczą wynika prawdopodobnie z powszechnej praktyki stosowanej na rynku pracy „zatrudniania” na podstawie kontraktów, co zmusza pracodawców do podjęcia działalności na własny rachunek.

¹⁷ Raport: Bariery rozwoju rynku aniołów biznesu w Polsce, Ministerstwo Gospodarki 2011, s.16.

¹⁸ Tamże, s. 16.

tak pod względem istniejącej luki kapitałowej, jak i pod kątem oceny efektywności operacyjnej pracującego kapitału typu PE.

cele screeningu **Diagnoza systemu finansowania firm start-up, bazująca na prezentowanych badaniach screeningowych, ma w swoich założeniach stanowić cykliczną ocenę kompatybilności zasobów polskiego rynku PE z potrzebami finansowania sektora start-up w Polsce, czyli ocenę skali i charakteru luki kapitałowej. Istotnym i wysoko użytecznym komponentem badań screeningowych jest również ocena efektywności wykorzystania kapitałów rynku PE w analizowanych podmiotach start-up.**


hipotezy badawcze Koncepcja badawcza bazuje na przyjętych w wyniku wstępnych badań wtórnych siedmiu hipotezach badawczych (zob. tab. 1.4.). Zapis hipotez pozostał w drugiej edycji badań screeningowych niezmieniony, pomimo faktu, że w pierwszej edycji dwie hipotezy (3 i 7) zostały zweryfikowane negatywnie.

Tab. 1.4. Hipotezy badawcze w modelu screeningu systemów finansowania firm start-up w Polsce (na podstawie firm wyłonionych do badań – grupa SUZI)


Numer hipotezy	Brzmienie hipotezy	Podstawa
1	W Polsce występuje luka kapitałowa tj. trwałe, strukturalny niedobór podaży funduszy <i>Private Equity</i> , skierowanego na finansowanie przedsięwzięć wysokiego ryzyka.	Rynek inwestycji wysokiego ryzyka w Polsce jest aktualnie w fazie wstępnej, a podaż kapitału przeznaczanego na tworzenie nowych, innowacyjnych przedsiębiorstw jest wciąż bardzo niska i niedostateczna. Jednocześnie, mimo rozbudowy instytucjonalnych form rynku PE/VC w Polsce oraz mimo wzrostu podaży kapitałów wysokiego ryzyka, nadal w Polsce udział kapitału krajowego na tym rynku jest marginalny.
2	Oczekiwania inwestorów z sektora funduszy PE (obu typów: VC i BA) – co do stopy i tempa zwrotu kapitału – są w Polsce nierealistyczne.	Doświadczenia funduszy PE w Polsce w dziedzinie finansowania przedsięwzięć wysokiego ryzyka są rozczarowujące właścicieli kapitału i nie stymulują dalszego ich wzrostu.
3	Aktywność funduszy PE w firmach start-up ogranicza się do roli inwestorów, którzy bardzo rzadko podejmują się funkcji doradczych i mentorskich.	Pomimo deklaracji dysponentów kapitału, dotyczących udzielania wsparcia pozakapitałowego, w praktyce ich rola ogranicza się do funkcji czysto inwestorskich.
4	Aktywność funduszy PE w Polsce koncentruje się w kilku branżach, charakteryzujących się wysokim potencjałem innowacyjnym i potencjałem wzrostu.	Typowe branże alokacji kapitału VC i BA w Polsce to: technologie informatyczne, multimedia, e-handel, usługi internetowe, biotechnologie, nanotechnologie, technologie opakowaniowe.
5	Firmy start-up wykazują w pierwszej fazie rozwoju bardzo niską efektywność ekonomiczną, prowadzącą do podwyższonego ryzyka utraty kapitału.	Zakłada się istnienie luki efektywnościowej grupy badanych firm wobec grupy referencyjnej oraz stosunkowo wysokie zagrożenie bankrutwem.
6	Firmy start-up w Polsce dysponują niedostatecznym kapitałem intelektualnym.	Zakłada się niedostateczny poziom potencjału intelektualnego i innowacyjnego w firmach start-up, co wpływa na ich obniżone zdolności do ekspansji i rozwoju.
7	Gros firm start-up w Polsce “zamiera” przed fazą stabilizacji.	Zakłada się stosunkowo krótki cykl życia firm start-up w Polsce.

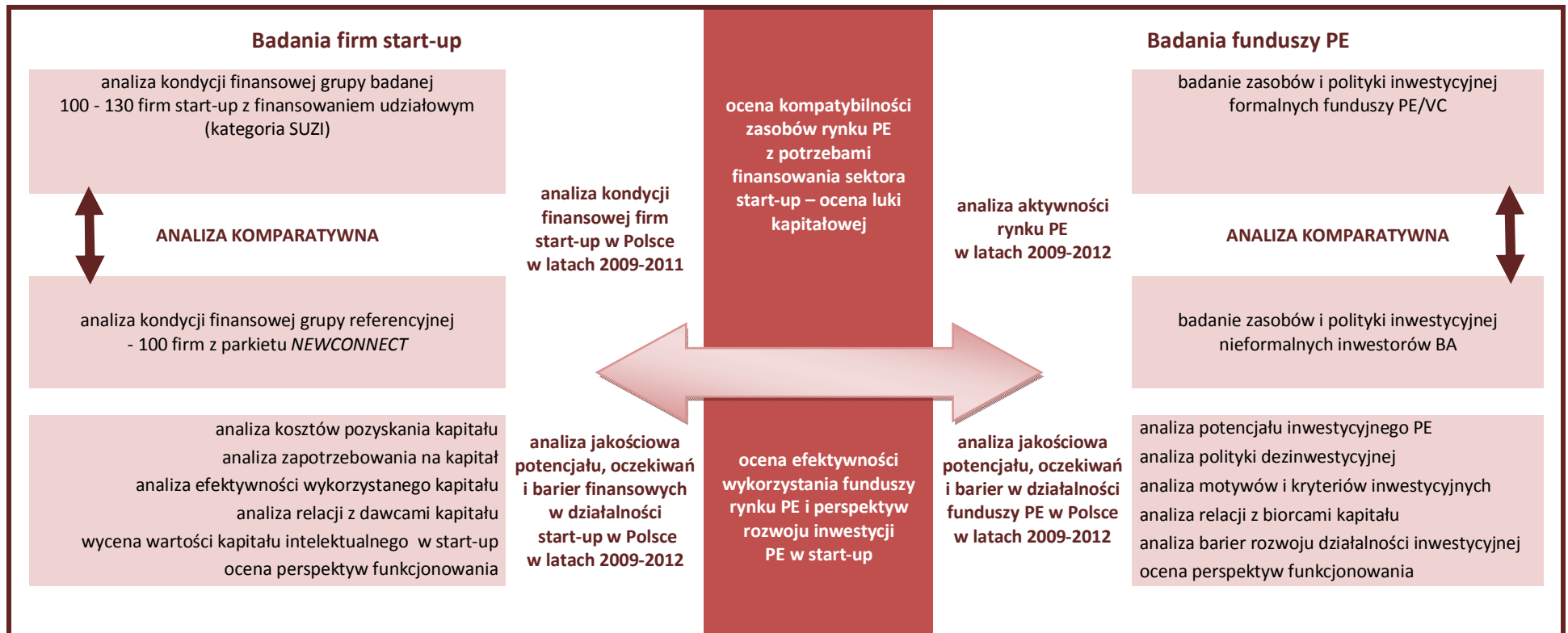
Źródło: Opracowanie własne.

Tak zdefiniowane cele i hipotezy badawcze determinują obszary diagnostyczne screeningu. Prezentowany model screeningu bazuje na dwóch płaszczyznach badawczych: badaniach wtórnych i badaniach pierwotnych. Jednocześnie pozwala na przeprowadzenie badań dwóch grup podmiotów: firm we wczesnych fazach rozwoju oraz dawców kapitału wysokiego ryzyka.

 **zakres badań wtórnych** Badania wtórne stanowią międzynarodową kanwę porównawczą dla analiz sytuacji firm start-up oraz rynku PE w Polsce i obejmują następujące elementy:

1. Analiza raportów międzynarodowych dotyczących finansowania start-up, w tym:
 - inwestycje kapitału wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych,
 - dostępność źródeł finansowania działalności gospodarczej w Unii Europejskiej,
 - rynek *Private Equity* w Europie,
 - rynek *Venture Capital* w Europie Środkowej i Wschodniej,
 - działalność Aniołów Biznesu w Europie,
 - inwestycje kapitałowe w Europie i w Stanach Zjednoczonych – analiza porównawcza.
2. Analiza międzynarodowych odniesień firm typu start-up, obejmująca szeroki i szczegółowy przegląd demografii biznesowej w USA i Europie oraz w strukturze krajów OECD. Analiza dostarcza wiedzy na temat struktury i dynamiki wzrostu nowopowstałych firm oraz statystyk dotyczących ich przeżywalności i zgonów. Analiza demografii firm start-up i ich znaczenia dla polskiej gospodarki, koncentrująca się na wieloprzekrojowym przeglądzie statystyk w zakresie aktywności biznesowej Polaków i uwzględniająca skłonność gospodarki do tworzenia nowych podmiotów gospodarczych.
3. Inwentaryzacja instytucjonalna polskiego rynku PE i ich zaangażowanie w finansowanie firm start-up, stanowiąca obok elementu raportu z badań wtórnych podstawę selekcji podmiotów rynku PE do próby badawczej w badaniach pierwotnych.

 **logika badań pierwotnych** Badania pierwotne obejmują dwie grupy podmiotów stanowiących istotę relacji w inwestycjach PE w start-up, czyli instytucje rynku PE w Polsce oraz firmy start-up korzystające z finansowania pochodzącego z funduszy PE. Diagram poniżej przedstawia ogólną logikę modelu badawczego, przy uwzględnieniu głównych obszarów i celów diagnostycznych w badaniach pierwotnych (zob. rys. 1.6.). Badania niniejsze przeprowadzono w zgodzie z zasadą triangulacji metodologicznej, tzn. zastosowano w nich różnorodne metody i narzędzia badawcze. Ich kanwę tworzą badania ankietowe, wzbogacone o elementy wywiadu pogłębionego, ustrukturyzowanego. Dodatkowo jednak większość materiału analitycznego zgromadzono i przetworzono przy użyciu metod tradycyjnej analizy finansowej, zastosowanej do komparacji badanych podmiotów z grupą podmiotów referencyjnych oraz metody opartej na pozycjonowaniu badanych firm według modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego.



Rys. 1.6. Model badań screeningowych systemu finansowania firm start-up w Polsce

Źródło: Opracowanie własne.



charakterystyka prób badawczych w screeningu


Ze względu na brak jednoznacznej definicji pojęcia „badania screeningowe” w badaniach ekonomicznych, w niniejszym opracowaniu przyjęto założenie zaczerpnięte z nauk medycznych¹⁹, że badania te powinny dążyć do objęcia analizą pełnej populacji obiektów, których może dotyczyć badane zjawisko. Jednocześnie zgodnie ze stosowanymi w nauce praktykami uznano, że minimalną próbę w badaniach screeningowych stanowi 60 proc. populacji obiektów. Podejście takie jest charakterystyczne dla badań społecznych i ekonomicznych, a także wskazuje na przeglądowy i profilaktyczny charakter badań screeningowych.



próba badawcza firm start-up - pojęcie "SUZI"

O ile ustalenie kryteriów doboru próby badawczej w prezentowanych badaniach screeningowych nie nastroczało większych trudności, o tyle dokładna ocena liczebności populacji firm start-up w Polsce okazała się w praktyce bardzo trudna, jeśli nie niemożliwa. W tym celu dokonano pogłębionego przeglądu sytuacji demograficznej firm w Polsce, obejmującego ocenę w zakresie dynamiki i struktury wiekowej podmiotów gospodarki narodowej (wg spisu z lat 2009-2010) oraz ocenę struktury branżowej i geograficznej firm zakwalifikowanych do podmiotów we wczesnej fazie rozwoju (czyli firmy w pierwszych 5 latach funkcjonowania). Ze względu na obszary, cele i hipotezy badawcze przyjęte w modelu badań screeningowych, dobór próby badawczej miał charakter celowy. Do badań zakwalifikowano tylko te podmioty z populacji start-up, które korzystają z zewnętrznego finansowania (i w tym sensie są uczestnikami obrotu na polskim rynku funduszy PE) oraz które prowadzą standardową sprawozdawczość finansową. W efekcie skatalogowano 130 podmiotów spełniających poniższe kryteria doboru do próby badawczej (zob. tab. 1.5.). Podmioty te oznaczono akronimem SUZI (start-up z inwestorem zewnętrznym).²⁰

Tab. 1.5. Kryteria doboru celowego firm spełniających cechy SUZI (start-up z zewnętrznym inwestorem)

Cecha doboru celowego do próby badawczej	
 <ul style="list-style-type: none"> • START • UP • ZEWNĘTRZNY • INWESTOR 	
Wiek firmy	firma działająca na rynku mniej niż 6 lat
Źródła finansowania kapitału	firma korzystająca z zewnętrznych źródeł finansowania z funduszy PE/VC lub BA
Faza rozwoju firmy	firma funkcjonująca nadal z udziałem kapitału PE/VC lub BA (przed momentem dezinvestycji)
Rodzaj rachunkowości (sprawozdawczości finansowej)	pełna rachunkowość - firma udostępniająca sprawozdania finansowe w KRS

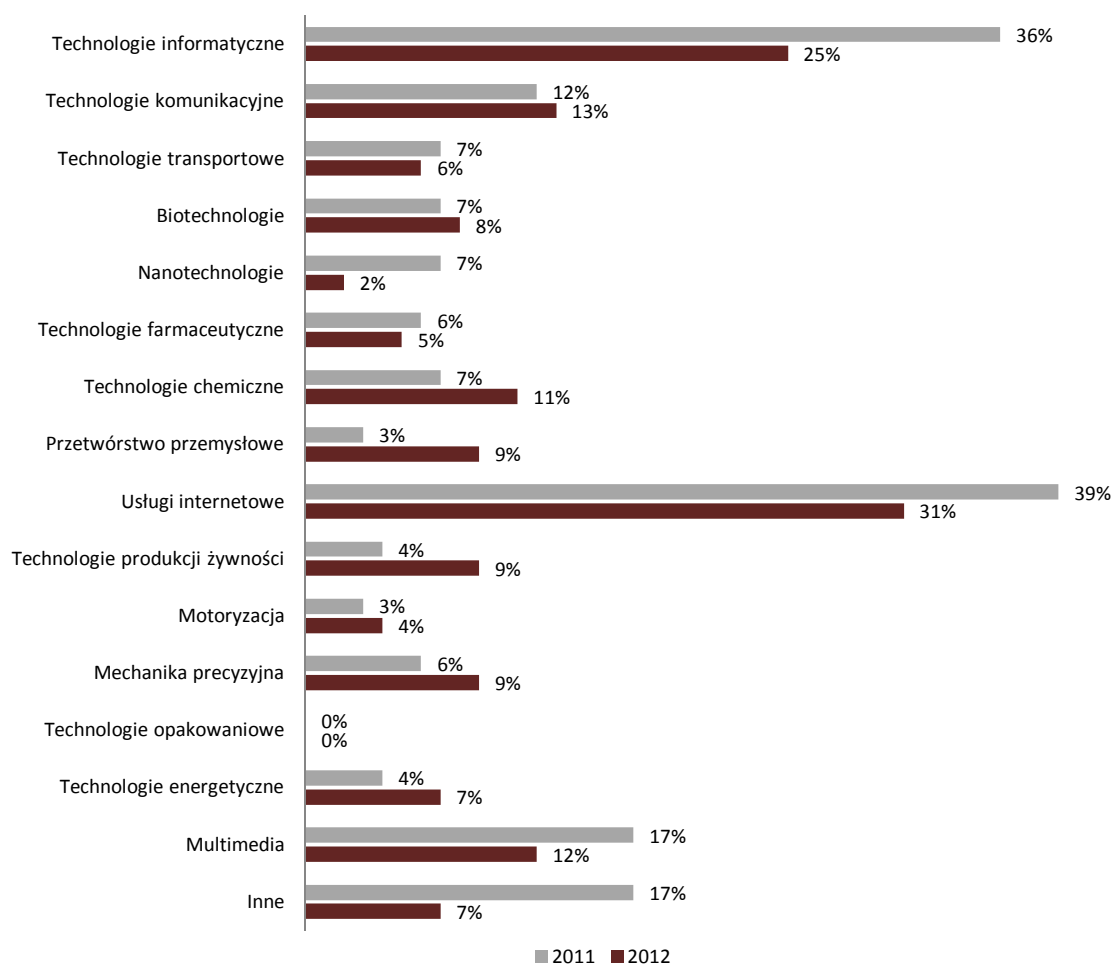
Źródło: Opracowanie własne.

¹⁹ Badania screeningowe (przesiewowe) to rodzaj strategicznego badania profilaktycznego, które przeprowadza się w masowych grupach badawczych.

²⁰ Konieczne jest zaznaczenie, że ze względu na bardzo dynamiczne zmiany zachodzące zarówno w stanie, jak i statusie skatalogowanych firm, ostateczna grupa badanych w planowanym na rok 2012 screeningu może ulegać zmianie.

Dla spełnienia wymogów badań screeningowych przyjęto, że minimalna próbka firm zakwalifikowanych do badań musi stanowić 60 proc. populacji firm spełniających kryteria doboru celowego (tj. 78 podmiotów). **Badania sprawozdań finansowych przeprowadzono dla pełnej populacji, tj. 130 firm, podczas gdy badania kwestionariuszowe wykonano w 100 podmiotach SUZI a analizie poddano materiał zgromadzony w 95 podmiotach**²¹. W tym sensie należy uznać, że prezentowany raport obejmuje pełen screening analizowanych procesów i zjawisk w odniesieniu do firm start-up, uczestników rynku funduszy PE.

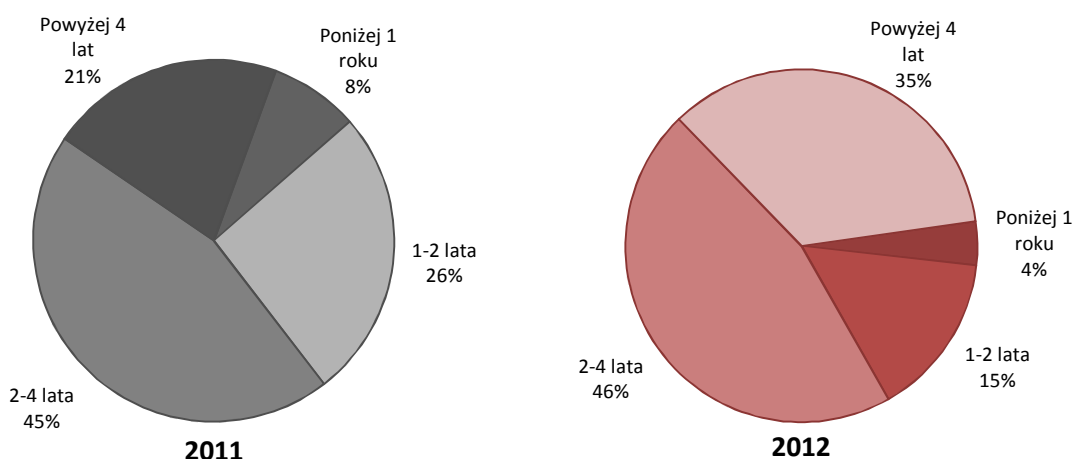
Badania ankietowe i wywiady bezpośrednie przeprowadzono w 100 podmiotach spełniających opisane powyżej kryteria doboru do grupy badawczej SUZI. W doborze celowym próby badawczej w obu edycjach screeningu, rozkład statystyczny głównych cech badanej populacji ma charakter wynikowy i charakteryzuje rzeczywisty profil młodych firm pod względem ich wieku i branży (zob. rys. 1.7. i 1.8.).



Rys. 1.7. Struktura branżowa próby badawczej SUZI w obu edycjach screeningu (przy uwzględnieniu faktu, że wiele firm działa w więcej niż jednej dziedzinie)

Źródło: Opracowanie własne.

²¹ Dotarcie do pełnej populacji firm z grupy celowej nie było możliwe ze względu na odmowy uczestnictwa w badaniach. Należy zaznaczyć, że firmy start-up bardzo często odwoływały się do zapisów i klauzul o poufności, zawartych w umowach o finansowanie.



Rys. 1.8. Struktura wiekowa próby badawczej SUZI w obu edycjach screeningu

Źródło: Opracowanie własne.

próba badawcza - podmioty PE

Podobny dobór celowy przeprowadzono dla grupy inwestorów funkcjonujących na rynku

PE/VC, wyłonionych do badania. Dla oceny liczebności populacji obiektów przyjęto, że w Polsce, wg stanu na dzień 30.09.2010 r., aktywność wykazywało 10 stowarzyszeń (zrzeszeń, związków), skupiających około 300 inwestorów typu *Business Angel*²², 12 funduszy załączkowych (typu *seed*), specjalizujących się w inwestycjach we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstw i ponad 90 funduszy typu *Venture Capital*. W doborze celowym przyjęto, że na rynku działa łącznie około 100 podmiotów instytucjonalnych, w związku z czym uznano, że minimalna próba badawcza w tej grupie inwestorów wynosi nie mniej niż 60 podmiotów. Do badań wyselekcjonowano podmioty specjalizujące się w inwestycjach we wczesne stadia rozwoju przedsiębiorstw, a więc głównie fundusze załączkowe, BA oraz te fundusze VC, które deklarują zainteresowanie inwestycjami w start-up. Należy wyraźnie zaznaczyć, że fakt inwestowania w start-up stanowił krytyczne kryterium dopuszczające do badań. W efekcie w pierwszej edycji screeningu, badaniom poddano 74 instytucje rynku PE i 73 w drugiej edycji. Próba taka czyni ją zgodną z wymogami badań screeningowych.

Znacznie więcej trudności przysporzyło dotarcie do minimalnej próbki inwestorów indywidualnych typu *Business Angel*. Trzeba jednoznacznie stwierdzić, że sytuacja w tym segmencie rynku funduszy PE jest bardzo trudna do zinwentaryzowania, a deklaracje stowarzyszeń, dotyczące liczby funkcjonujących na rynku Aniołów Biznesu, pozostają dalekie od prawdy. W trakcie prób bezpośredniego kontaktu z BA okazało się, że w znakomitej większości (około 70 proc. BA) inwestorzy ci są nieaktywni, tzn. nigdy nie dokonali żadnej inwestycji, a ich doświadczenia ograniczają się jedynie do deklaratywnego członkostwa w związkach BA. Istotnym ograniczeniem okazała się również niechęć inwestorów z grupy BA do uczestnictwa w badaniu. W efekcie, w prezentowanym raporcie uwzględniono wyniki wywiadów przeprowadzonych w pierwszej edycji z 27, a w drugiej edycji z 30 inwestorami indywidualnymi, charakteryzującymi się dość głębokim doświadczeniem w działalności Aniołów Biznesu.

²² W 2012 roku było już 12 SAB.

➔ badania podmiotów PE

Zgodnie z założeniami doboru próby badawczej podmiotów rynku PE, badania pierwotne instytucji tego sektora przeprowadzono w dwóch grupach podmiotów – funduszy PE typu *Venture Capital i Seed* oraz funduszy typu *Business Angels*.

Badania te polegały na bezpośrednim dotarciu do wymienionych podmiotów i ich ankietyzacji z komponentem wywiadu pogłębianego. Kwestionariusz wywiadu, w oparciu o który prowadzono badania pierwotne, obejmował 25 pytań, składających się na część retrospekcyjną i projekcyjną badania. Wywiad obejmował zarówno element ankietyzacji (odpowiedź na pytania zamknięte), jak i komponent pogłębianego wywiadu indywidualnego (pytania otwarte i możliwość zaprezentowania opinii, poglądów i sądów wartościujących).²³ Konstrukcja kwestionariusza wywiadu pozwoliła na zgromadzenie materiału ilościowego i jakościowego o następującej strukturze:

1. RETROSPEKCJA – analiza potencjału i polityki inwestycyjnej podmiotów PE w latach 2009-2012:
 - oszacowanie ilości i wartości dokonanych inwestycji w start-up,
 - analiza struktury branżowej inwestycji w start-up,
 - skatalogowanie i ranking głównych kryteriów decyzji inwestycyjnych (zakres stosowanego *due dilligence*),
 - ocena procedur aplikacyjnych,
 - ocena oczekiwań i stopnia satysfakcji pod kątem uzyskanej rentowności,
 - analiza okresu zwrotu (okresu zaangażowania),
 - analiza relacji inwestor – firma,
 - analiza głównych barier i problemów współdziałania,
 - analiza sposobów wyjścia z inwestycji.
2. PROJEKCJA – analiza planowanej polityki inwestycyjnej w latach 2012-2015:
 - oszacowanie ilości i wartości planowanych inwestycji w start-up,
 - ocena oczekiwań pod kątem rentowności,
 - identyfikacja preferowanych branż inwestycji w start-up,
 - skatalogowanie i ranking głównych kryteriów przyszłych decyzji inwestycyjnych,
 - analiza preferowanych sposobów wyjścia z inwestycji,
 - kryteria decyzji w przyszłej polityce inwestycyjnej.

➔ badania firm start-up

Badania pierwotne przeprowadzone w grupie wyłonionych firm start-up mają w założeniach umożliwić diagnozę w czterech obszarach:

1. Ocena faktycznej kondycji finansowej w celu diagnozy w zakresie efektywności ekonomicznej wykorzystania kapitału wysokiego ryzyka.
2. Ocena zapotrzebowania na kapitał w celu diagnozy wartości luki kapitałowej i barier dostępu do kapitału wysokiego ryzyka.
3. Ocena kapitału intelektualnego w celu wskazania potencjału rozwojowego i efektywnościowego firm we wczesnych stadiach rozwoju.
4. Ocena pozycji w cyklu życia organizacji w celu diagnozy zdolności młodych firm do rozwoju i stabilizacji.

²³ Wzór kwestionariusza wywiadu w instytucjach rynku PE stanowi załącznik nr 1 do niniejszego raportu.

Pierwszy wyżej wymieniony obszar badań bazował na analizie sprawozdań finansowych dwóch grup przedsiębiorstw: grupy podstawowej, obejmującej 130 wyselekcjonowanych firm start-up oraz grupy referencyjnej, na którą składa się 100 firm z parkietu *NewConnect*. Przyjęcie takiej liczebności i struktury próby badawczej podyktowane było próbą wykonania badań pełnych dla populacji firm start-up.

Realizacja badań w obszarach 2, 3 i 4 wymagała bezpośredniego dotarcia do przedsiębiorstw, w związku z czym do badań pierwotnych w obu edycjach wyselekcjonowano 100 podmiotów start-up spełniających warunki doboru do próby badawczej. Próba taka spełnia postulat badań screeningowych, tzn. wskazuje na objęcie badaniami około 60 proc. populacji obiektów badania. Badania pierwotne w tak wyłonionych firmach start-up bazowały na kwestionariuszu wywiadu, obejmującego 11 pytań i metryczkę, pozwalającą na kategoryzowanie badanych firm. Wywiad obejmował zarówno element ankietyzacji (odpowiedź na pytania zamknięte), jak i komponent pogłębionego wywiadu indywidualnego (pytania otwarte i możliwość zaprezentowania opinii, poglądów i sądów wartościujących). Bardzo istotnym komponentem wywiadu było kolekcjonowanie informacji dotyczących zasobów kapitału intelektualnego i potencjału innowacyjnego badanych firm.²⁴ W efekcie konstrukcja kwestionariusza wywiadu pozwoliła na zgromadzenie materiału ilościowego i jakościowego, niezbędnego do realizacji zadań badawczych w obszarach 2-4 i do weryfikacji przyjętych hipotez badawczych.

badania zapotrzebowania na kapitał w firmach start-up

Analiza jakościowa potencjału, oczekiwań i barier finansowych w działalności start-up w Polsce została przeprowadzona dla okresu

2009-2012 i obejmowała następujące elementy:

- analiza zapotrzebowania na kapitał,
- analiza efektywności i przeznaczenia kapitału,
- analiza priorytetów strategicznych rozwoju badanych firm start-up,
- analiza relacji z dawcami kapitału.

badania kondycji finansowej start-up

Analiza kondycji finansowej firm start-up w Polsce w latach 2009-2011 została przeprowadzona w modelu badań

komparatywnych, gdzie grupą referencyjną są firmy w ekspansywnej fazie rozwoju, wyselekcjonowane z *NewConnect*. Badania w tym obszarze mają na celu ocenę faktycznej efektywności ekonomicznej firm start-up. Za zasadne uznano zastosowanie tradycyjnego podejścia analitycznego, charakterystycznego dla ocen standingu finansowego przedsiębiorstw. Dlatego badania start-up w modelu badań porównawczych z firmami *NewConnect* (jako obiektami referencyjnymi) podlegały tradycyjnej analizie finansowej, obejmującej następujące komponenty:

- analiza bilansu: badanie struktury majątkowej na podstawie wskaźników struktury aktywów (analiza pionowa), badanie struktury kapitałowej na podstawie wskaźników struktury pasywów (analiza pionowa), badanie struktury kapitałowo-majątkowej (analiza pozioma);

²⁴ Wzór kwestionariusza wywiadu w badanych firmach start-up stanowi załącznik nr 2 do niniejszego raportu.

- analiza wskaźnikowa: wskaźniki płynności (*liquidity ratios*), wskaźniki zadłużenia (*debt ratios*), wskaźniki aktywności/sprawności działania (*activity ratios*), wskaźniki rentowności/zyskowności (*profitability ratios*);
- porównanie w czasie (analiza szeregów czasowych) – polegające na analizie zachodzących w czasie zmian poszczególnych danych finansowych i wskaźników dotyczących tego samego przedsiębiorstwa, ale w różnych okresach, w celu zaobserwowania występujących trendów;
- porównywanie w przestrzeni – polegające na porównywaniu danych finansowych przedsiębiorstwa z odpowiadającymi im danymi dotyczącymi innych przedsiębiorstw, a przede wszystkim przedsiębiorstw działających w tej samej branży i konkurencyjnych – w modelu badań komparatywnych za grupę referencyjną przyjęto 100 podmiotów notowanych na giełdzie *NewConnect*;
- wstępna analiza przepływów finansowych.

Powyżej zdefiniowane obszary analizy efektywności ekonomicznej pozwoliły na wielowymiarową analizę badanych podmiotów start-up w układzie dynamicznym (porównania w czasie) oraz w układzie przestrzennym (porównania wewnątrz grupy start-up oraz porównania z grupą referencyjną na zewnątrz).



badania kapitału intelektualnego w firmach start-up

Dla potrzeb zidentyfikowania poziomu potencjału intelektualnego firm w fazie start-up wykorzystano koncepcję kapitału

intelektualnego przedsiębiorstwa. Jego pomiar należy do największych wyzwań dla badaczy zajmujących się problematyką kapitału intelektualnego. Mimo wielu koncepcji dotyczących sposobów określania wartości kapitału intelektualnego, nie wypracowano obowiązującego standardu w tym zakresie.

Konstruując model badania kapitału intelektualnego, w niniejszym screeningu przyjęto, że – z uwagi na właściwości firm start-up – wskazane jest odejście od finansowych metod pomiaru, na rzecz zestawu wskaźników (zarówno o charakterze ilościowym, jak i jakościowym). W takim podejściu niezbędne okazało się wyodrębnienie kategorii składowych kapitału intelektualnego oraz rozpoznanie determinantów odpowiedzialnych za tworzenie jego poszczególnych komponentów. Wychodząc z najbardziej rozpowszechnionych na świecie koncepcji²⁵, przyjęto następującą klasyfikację badanych składowych kapitału intelektualnego: kapitał ludzki, innowacyjny, procesów oraz relacyjny. Założono także, iż w badaniu kapitału intelektualnego firm start-up należy uwzględnić dwie płaszczyzny:

1. Subiektywną, zasobową – zmierzającą do zidentyfikowania wagi aktywów niematerialnych, w kontekście ich wpływu na budowanie przewagi konkurencyjnej. W tym celu zbadano opinię założycieli i menedżerów firm na temat znaczenia kapitału intelektualnego

²⁵ Zob. m.in.: Mroziewski M., *Kapitał intelektualny współczesnego przedsiębiorstwa: koncepcje, metody wartościowania i warunki jego rozwoju*, Difin, Warszawa 2008; Sokołowska A., *Uwarunkowania efektywnego wykorzystania kapitału intelektualnego w małym przedsiębiorstwie*, PTE, Warszawa 2005; Szczygielska A., *Kapitał intelektualny w gospodarce opartej na wiedzy: wybrane zagadnienia w świetle studiów i badań empirycznych*, Wyd. UE we Wrocławiu, Wrocław 2009.

dla rozwoju ich przedsiębiorstw, a także oczekiwań wobec inwestora zewnętrznego w zakresie innych niż finansowe form wsparcia.

2. Obiektywną, pomiarową – obejmującą dobór i wykorzystanie wybranych wskaźników wartości niematerialnych.

Współistnienie i wzajemne przenikanie obu wymiarów jest kluczowe dla zarządzania kapitałem intelektualnym firm. Przeprowadzone badania screeningowe firm w początkowej fazie rozwoju, uwzględniające powyższe dwa aspekty, umożliwiły podstawową identyfikację zjawiska i jego podstawowych wymiarów w kontekście postawy właścicieli. Zważywszy na złożoność zagadnienia, uzyskane wyniki badań nie stanowią precyzyjnej wyceny aktywów niematerialnych badanych firm w początkowej fazie rozwoju, ale wskazują na ich znaczenie i wykorzystanie.

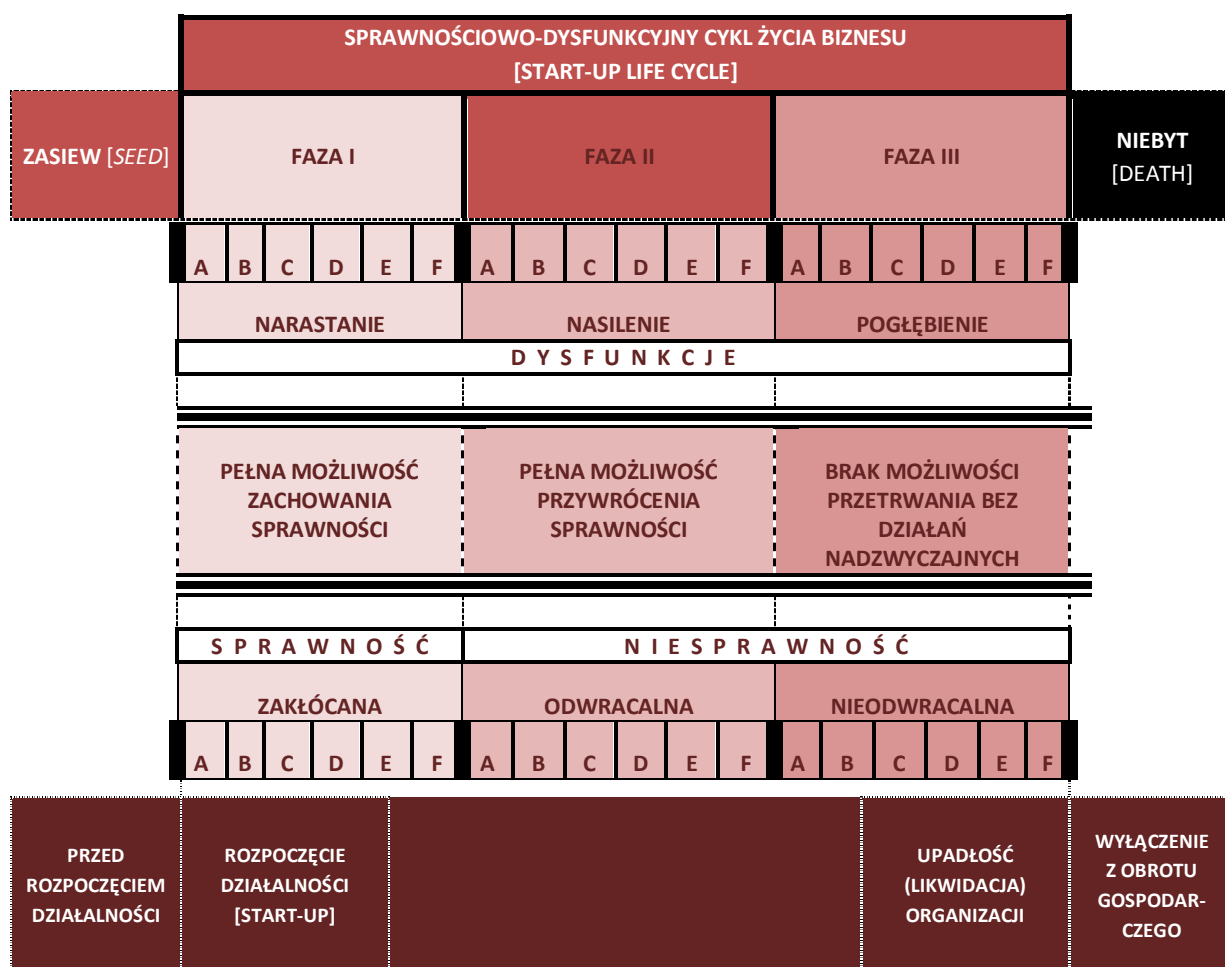


badania cyklu życia firm start-up

Kończącym akordem badań screeningowych jest próba pozycjonowania badanych podmiotów start-up na modelu sprawnościowo–dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji. Model ten pozwala na monitorowanie sprawności funkcjonowania badanych firm i wskazanie ewentualnych punktów krytycznych. Model sprawnościowo–dysfunkcyjny cyklu życia organizacji jest opracowaniem autorskim, dostosowanym do potrzeb analizy przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. Logikę przebiegu cyklu życia w tym ujęciu demonstruje rys. 1.9.

Procedura pozycjonowania poszczególnych podmiotów w zaprezentowanym modelu jest uzależniona od rodzaju diagnozy. Wyniki diagnozy organizacyjnej są odnotowywane przez badacza (operatora modelu), w oparciu o zsyntetyzowany rezultat pogłębionej analizy jakościowej. Pozycjonowanie wyników diagnozy sytuacji finansowej badanych firm start-up, opartej na analizie danych ze sprawozdań finansowych, dokonuje automatycznie system modelowania diagnostycznego, wizualizując je na odpowiednio sparametryzowanej i oprzyrządowanej informatycznie skali. Obydwie te skale zostały zsynchronizowane graficznie, przez co zachowana jest niezbędna zbieżność i porównywalność pozycjonowania badanych firm start-up. Walory te pozwalają na zintegrowane pozycjonowanie na jednej skali sytuacji finansowej i organizacyjnej każdego z badanych podmiotów.²⁶

²⁶ Szczegółowy opis pozycjonowania na skali modelu sprawnościowo–dysfunkcyjnego cyklu życia badanych firm start-up oraz omówienie rezultatów poszczególnych rodzajów diagnoz wraz z wynikami badań, znajduje się w rozdziale X.



Rys. 1.9. Model sprawnościowo–dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji w badaniach firm we wczesnych stadiach rozwoju

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Bursiak L., *Dysfunkcje organizacyjne a sprawność skomercjalizowanych przedsiębiorstw komunalnych funkcjonujących w fazie dekonstrukcji*, Zeszyty Naukowe nr 628, Ekonomiczne Problemy Usług nr 78, red. Flejterski S., Szewczuk A., Kogut-Jaworska M., Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 44-58.

➔ **struktura raportu**

Przyjęty model badań determinuje układ i strukturę treści w raporcie screeningowym.

Ustalono następujący zakres raportu:

1. Firmy start-up w światowej gospodarce – przegląd międzynarodowy.
2. Uwarunkowania finansowania firm start-up – przegląd międzynarodowy.
3. Firmy start-up i ich znaczenie dla polskiej gospodarki.
4. Polski rynek PE a finansowanie start-up.
5. Ocena polityki podmiotów PE wobec inwestycji w start-up.
6. Ocena potrzeb kapitałowych w firmach start-up.
7. Ocena kondycji finansowej (ekonomicznej) firm start-up – analiza porównawcza.
8. Ocena potencjału intelektualnego firm start-up.
9. Model cyklu życia i finansowania firmy start-up.
10. Konkluzje i rekomendacje dla polskiego systemu finansowania start-up.

→ kalendarz badań

Model badań zakłada (zgodnie z założeniami wstępnymi projektu) przeprowadzenie dwóch badań screeningowych obejmujących dwa okresy:

1. **Badania przeprowadzone w roku 2012 – raport za okres 2009-2011.**
2. **Badania przeprowadzone w roku 2013 – raport za okres 2010-2012.**

Suplementującym powyższe raporty produktem badań jest opracowanie case study, stanowiących podstawę wyłonienia dobrych praktyk w obszarze finansowania firm komercjalizujących wiedzę i firm innowacyjnych w Polsce w latach 2009-2012.

→ ograniczenia metodologiczne

W procesie przeprowadzania badań pierwotnych napotkano wiele istotnych trudności w zakresie gromadzenia wiarygodnego materiału statystycznego. Problemy dotyczyły zarówno fazy dotarcia do respondentów, jak i możliwości uzyskania wszystkich oczekiwanych danych i informacji.

Szczególne problemy ujawniły się w grupie badawczej firm start-up, które charakteryzowały się dużą niechęcią do podjęcia współpracy w zakresie badania ankietowego oraz wywiadu rozszerzonego. Wielokrotne próby kontaktu z zarządami firm podejmowane przez ankierów były utrudnione, a czasami wręcz niemożliwe. W efekcie w około 12 proc. przypadków przeprowadzono badanie przy udziale kompetentnego przedstawiciela firmy, w zamian za wywiad bezpośredni z zarządem. Na tym tle znacznie sprawniej wypadły próby podjęcia współpracy z przedstawicielami rynku PE. W tej grupie wyższą skłonność do poddania się badaniom wykazały fundusze instytucjonalne (w zasadzie zbadano tu 90 proc. populacji), podczas gdy inwestorzy indywidualni wykazywali daleko idącą rezerwę. Warto również zwrócić uwagę na fakt, że ustalenie liczebności całkowitej inwestorów typu *Business Angels* na polskim rynku jest trudne, a w zasadzie niemożliwe. Z deklaracji stowarzyszeń tego typu podmiotów wynika, że względnie trwałą aktywnością na rynku szczyli się jedynie kilkudziesięciu BA spośród ponad 300 zarejestrowanych. Inwentaryzacja faktycznej liczby inwestorów indywidualnych jest również niemożliwa ze względu na fakt, że wielu z nich funkcjonuje na rynku bez zaangażowania się w stowarzyszenia i fundusze zbiorowe.

Obok trudności z dotarciem do wyselekcjonowanych do badań podmiotów, istotną przeszkodą w realizacji badań pierwotnych okazał się być problem ze zgromadzeniem pełnego materiału statystycznego. Zawartość merytoryczna ankiety kierowanej do firm z grupy SUZI oraz do przedstawicieli funduszy kapitałowych, pomimo faktu, że autorzy starali się uniknąć pytań wrażliwych i dotyczących ewentualnych tajemnic handlowych, prowokowała częste przypadki uchylania się od odpowiedzi. Braki informacji w zakresach dotyczących wartości inwestycji ujawniły się zarówno w grupie SUZI, jak i w grupie badanych podmiotów z rynku PE. W obu przypadkach respondowani odwoływali się do zawartych w kontraktach inwestycyjnych klauzul o poufności i dochowaniu tajemnicy.

Pewne trudności metodologiczne dotyczyły również analiz kondycji finansowej firm wyselekcjonowanych do badania (grupa SUZI) na tle firm z grupy referencyjnej (*NewConnect*). Podstawowym problemem okazały się próby stosowania komparacji danych pochodzących z różnych form sprawozdawczości finansowej. Mowa tutaj o tym, że część firm dostarcza do KRS sprawozdania

(rachunek wyników) w układzie kalkulacyjnym, a część - w układzie porównawczym. Problem ten zadecydował o przeprowadzeniu analiz komparatywnych w rozdziale VI, w obu układach.

Autorzy pragną wyrazić również zastrzeżenie dotyczące pionierskiego zastosowania w niniejszym raporcie wniosków z badań przeprowadzonych przy zastosowaniu modelu cyklu życia firmy start-up w oparciu o model sprawnościowo-dysfunkcyjny, pozwalający na pozycjonowanie badanych podmiotów. Ta część badań ma charakter prekursorski i autorski i ma stanowić eksperymentalne wzbogacenie diagnoz z badań pierwotnych. Użyteczność i zdolności analityczne tak rozumianej metody będą mogły być oceniane dopiero po dłuższym okresie stosowania.

Niezależnie od wyżej opisanych trudności w procesie gromadzenia danych i informacji, cały materiał analityczny zgromadzony w obu edycjach badań screeningowych został poddany wnikliwej analizie i stanowił podstawę wnioskowania i weryfikacji przyjętych hipotez badawczych. O ile autorzy zachowują i zalecają ostrożność wobec prób uogólniania wniosków badawczych na całą populację badanych obiektów, o tyle należy zwrócić uwagę, że zaprezentowany w niniejszym opracowaniu raport spełnia kryteria badań screeningowych, tzn. opisuje faktyczne zjawiska i relacje zachodzące między podmiotami rynku PE a firmami start-up, reprezentującymi minimum 60 proc. całej populacji w obu grupach.

Rozdział II

ROLA FIRM START-UP W ŚWIATOWEJ DEMOGRAFII BIZNESU

– przegląd międzynarodowy

2.1. Negatywne trendy demografii biznesu w wybranych państwach w latach 2007-2012

wprowadzenie do tematyki

Wraz z upływem czasu, potwierdzają się i nabierają coraz większego znaczenia konstatacje ukazujące firmy znajdujące się we wczesnym stadium rozwoju, jako czynnika dynamizującego gospodarkę.¹ Firmy start-up są też szczególnie istotnym nośnikiem przedsiębiorczości i innowacyjności. W obliczu doskwierających gospodarkom większości państw świata zjawisk recesji i kryzysu w skali makroekonomicznej, przedsiębiorczość innowacyjna reprezentowana przez firmy start-up staje się coraz bardziej pożądanym czynnikiem dynamizującym obrót gospodarczy.²

Skutki ostatniej ogólnoswiatowej zapaści gospodarczej powodują, że firmom start-up przypada w udziale szczególna, rola polegająca na uzupełnianiu ubytków w obrocie gospodarczym spowodowanych niewątpliwie w pewnej części zjawiskami recesji i kryzysu. Zapoczątkowany w połowie 2007 roku w Stanach Zjednoczonych kryzys finansowy już w roku 2008 zaczął przenosić się i negatywnie – jednak z bardzo zróżnicowaną siłą – oddziaływać na sferę realną niemal całej światowej gospodarki,³ hamując światowy wzrost gospodarczy i uderzając w sektor przedsiębiorstw.⁴ Niekorzystny transfer tych oddziaływań na warunki funkcjonowania przedsiębiorstw, istotnie pogorszone występowaniem zjawisk recesyjnych i kryzysowych w otoczeniu makroekonomicznym, negatywnie oddziaływał na kondycję podmiotów gospodarczych funkcjonujących w sferze realnej

¹ A. Zelek, *Inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – model badań screeningowych*, [w:] A. Zelek (red.) *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – raport z badań screeningowych 2011*, Wydawnictwo Naukowe Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2012, s. 7.

² L. Bursiak, *Firmy start-up w światowej gospodarce – przegląd międzynarodowy*, [w:] A. Zelek (red.) *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – raport z badań screeningowych 2011*, Wydawnictwo Naukowe Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2012, s. 33.

³ L. Balcerowicz, *Przedmowa do wydania polskiego*, [w:] J. B. Taylor, *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 9; J. E. Stiglitz, *Freefall. America, Free Market, and Sinking of the World Economy*, W. W. Norton & Company, New York 2010, s. 23-24; A. P. Balcerzak, *Przegląd i wstępna ocena teoretycznych stanowisk dotyczących źródeł globalnego kryzysu gospodarczego*, [w:] S. Antkiewicz, M. Pronobis (red.), *Gospodarka w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 257; M. Kalinowski (red.), *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 13, ponadto zob. G. W. Kołodko, *Zanim nadejdzie jeszcze większy kryzys*, [w:] G. W. Kołodko (red.), *Globalizacja, kryzys co dalej?*, POLTEXT, Warszawa 2010, s. 9 oraz T. T. Kaczmarek, *Globalna gospodarka i globalny kryzys*, Difin, Warszawa 2009, s. 180.

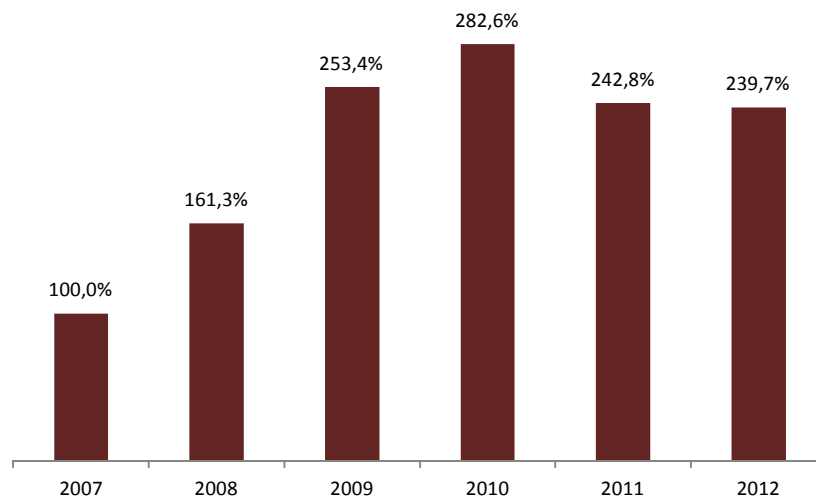
⁴ A. Zelek, *Cykl koniunkturalny w gospodarce, Kryzys 2007-2010 – przyczyny, objawy, transmisja*, [w:] red. A. Burlita, G. Maniak i A. Zelek, *Przetrwac dekonunkturę; Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wobec kryzysu*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2011, s. 40; szerzej zob. tamże, s. 38-43.

w wymiarze mikroekonomicznym.⁵ Efektem wielu z tych negatywnych oddziaływań mogło być między innymi zaprzestanie prowadzenia działalności gospodarczej i wyeliminowanie z obrotu gospodarczego (zgon) firm, które nie sprostały nowym wyzwaniom.

W zbilansowanej i sprawnie funkcjonującej gospodarce, liczebność zbioru powstających firm start-up (narodzin) powinna co najmniej rekompensować ubytki spowodowane wyłączeniami z obrotu gospodarczego firm kończących prowadzoną dotychczas działalność (zgonów). Wypływająca z tej konstatacji logika postępowania badawczego wskazuje na konieczność rozpoczęcia analizy od danych statystycznych zgonów firm, w wybranych obszarach gospodarki światowej w latach 2007-2012, czyli w okresie globalnego spowolnienia gospodarczego. Kolejny etap przedmiotowego postępowania badawczego skupi się na nowopowstałych firmach start-up z tego samego okresu. W prowadzonych badaniach przeglądowych wykorzystano dane statystyczne OECD o liczbie firm zarejestrowanych (narodziny) i wyrejestrowanych (zgony) w wybranych państwach w kolejnych latach.⁶

zgony firm w Danii

W latach 2007-2012, w Danii zanotowano drastyczny wzrost liczby zgonów firm wyłączanych z obrotu gospodarczego, który dynamicznie narastał aż do roku 2010. (zob. rys. 2.1.).



Rys. 2.1. Zgony firm w Danii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

Przywołany wzrost liczby zgonów firm w Danii w roku 2008 wyrażał się poziomem 161,31 proc. zgonów z roku 2007, a w kolejnych dwóch latach odpowiednio poziomami: 253,41 proc. w roku 2009 i 282,57 proc. w roku 2010. Z analizowanych danych wynika, że w Danii przelomowym okazał się rok

⁵ A. Zelek, *Kondycja ekonomiczna przedsiębiorstw w fazie dekonstrukcji*, [w:] red. A. Burlita, G. Maniak i A. Zelek, *Przetrwaj dekonstrukcję; Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wobec kryzysu*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2011, s. 75; W. Nawrot, *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 110-112, a ponadto B. Podolski, *Skąd się biorą kryzysy*, Fijorr Publishing, Warszawa 2010, s. 107.

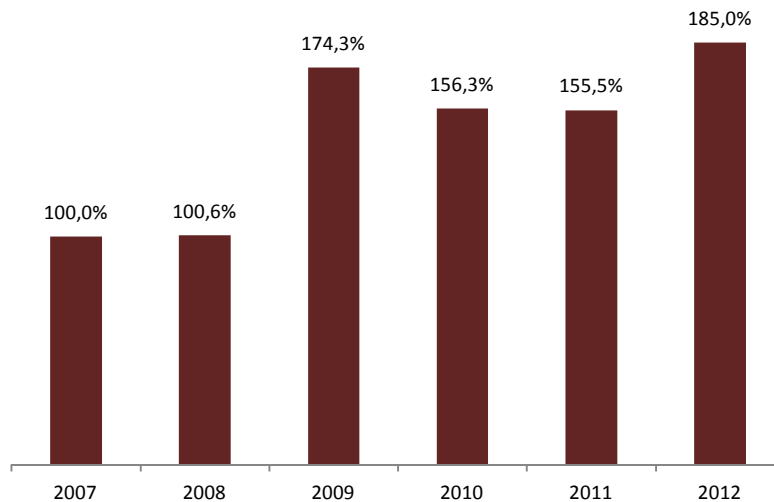
⁶ Obliczenia własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

2010, kiedy to ten negatywny trend się zakończył. W kolejnym 2011 roku odnotowano spadek liczby wyłączeń z obrotu firm o prawie 40 proc. w stosunku do poziomu z roku poprzedniego. Dalszy niewielki spadek zgonów zanotowano w roku 2012.

→ **zgony firm w Holandii**

W Holandii liczba zgonów firm w całym badanym okresie była bardzo zróżnicowana (zob. rys. 2.2.).

Dane dotyczące 2008 roku sygnalizowały śladowy wzrost zgonów, który praktycznie pozostawał na poziomie bazowego 2007 roku. Jednak 2009 rok charakteryzował się nagłym wzrostem liczby zgonów, przewyższającym o ponad siedemdziesiąt procent wyłączenia firm z dwóch poprzednich lat. W następnym, 2010 roku nastąpił spadek zgonów z poziomu 174,31 proc. w roku 2009, do 156,27 proc. W 2011 roku nie wystąpiły istotne różnice w liczbach wyłączeń firm z obrotu gospodarczego w stosunku do 2010 roku. Natomiast w kończącym badany okres roku 2012 zarejestrowano w Holandii największą liczbę firm wyłączanych z obrotu gospodarczego, przewyższającą o 85 proc. poziom zgonów z roku bazowego.



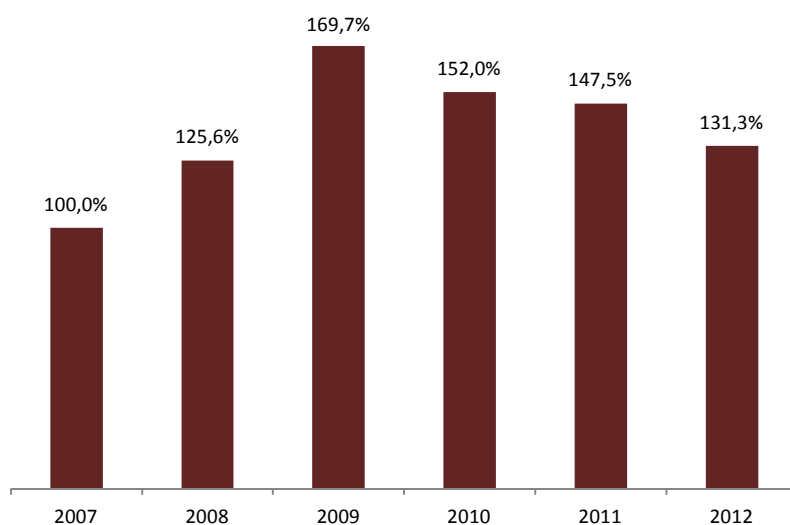
Rys. 2.2. Zgony firm w Holandii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

→ **zgony firm w Norwegii**

W Norwegii w 2008 roku zarejestrowano wzrost zgonów firm osiągający poziom 125,62 proc.

w stosunku do bazowego 2007 roku (zob. rys. 2.3.). Liczba zgonów firm w tym kraju wzrosła również w kolejnym roku (2009) do poziomu 169,66 proc. W następnych trzech latach liczba ta stopniowo malała, osiągając 151,98 proc. w 2010 roku, 147,52 proc. w 2011 roku oraz 131,27 proc. w 2012 roku.

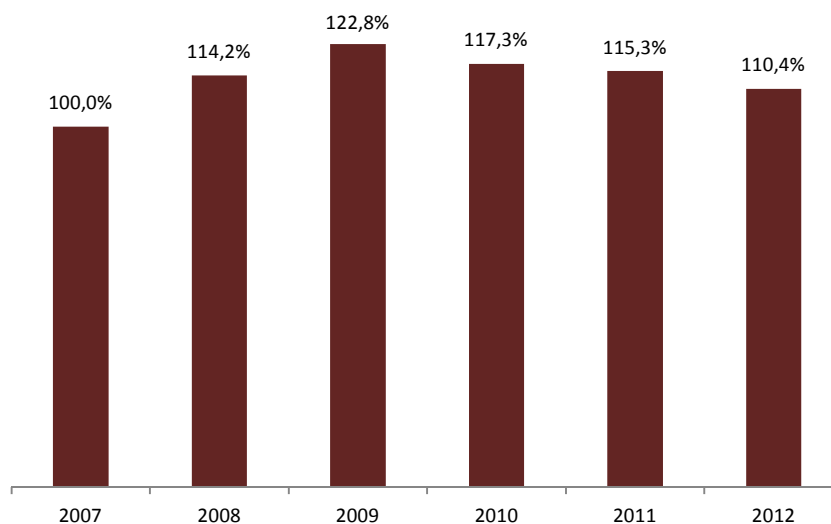


Rys. 2.3. Zgony firm w Norwegii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **zgony firm we Francji**

Zgony firm we Francji charakteryzowały się podobnym układem trendów jak w Norwegii, jednak o zdecydowanie łagodniejszej progresji (zob. rys.2.4.). W roku 2009 trend wzrostowy we Francji osiągnął punkt kulminacyjny na poziomie o 22,85 proc. wyższym od stanu z 2007 roku. Od roku 2010 rozpoczął się stopniowy spadek liczby zgonów, który w roku 2012 osiągnął poziom 110,39 proc. w stosunku do roku bazowego. Tym samym spadek ten był o nieco ponad 10 proc. niższy od poziomem z 2009 roku oraz o podobną wartość wyższy od bazowego 2007 roku.



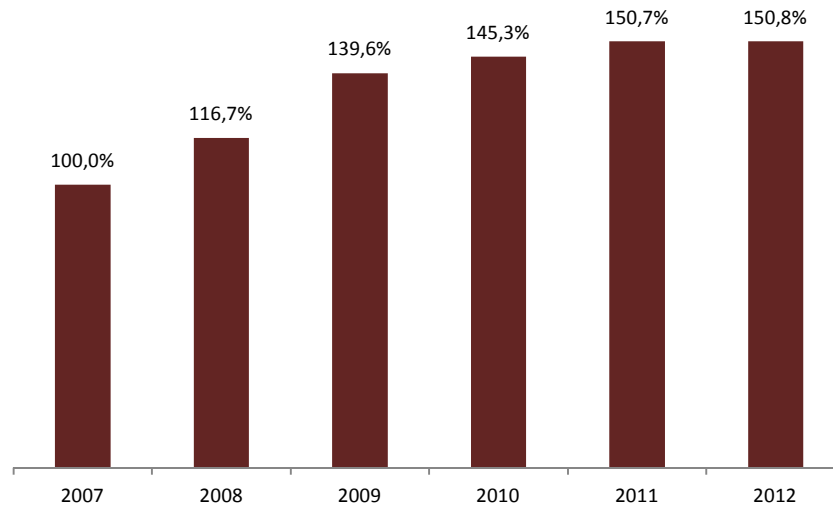
Rys. 2.4. Zgony firm we Francji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship 38T a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **zgony firm w Wielkiej Brytanii**

Zgony firm w Wielkiej Brytanii w trendzie rosnącym przewyższyły liczbę zgonów z roku

bazowego: w roku 2008 o 16,73 proc., w 2009 roku o 39,56 proc., w 2010 roku o 45,67 proc., ażeby w 2011 roku osiągnąć nadwyżkę na poziomie 50,67 proc. W 2012 roku liczba zgonów firm w Wielkiej Brytanii była zbliżona do poziomu z 2011 roku (zob. rys. 2.5.).



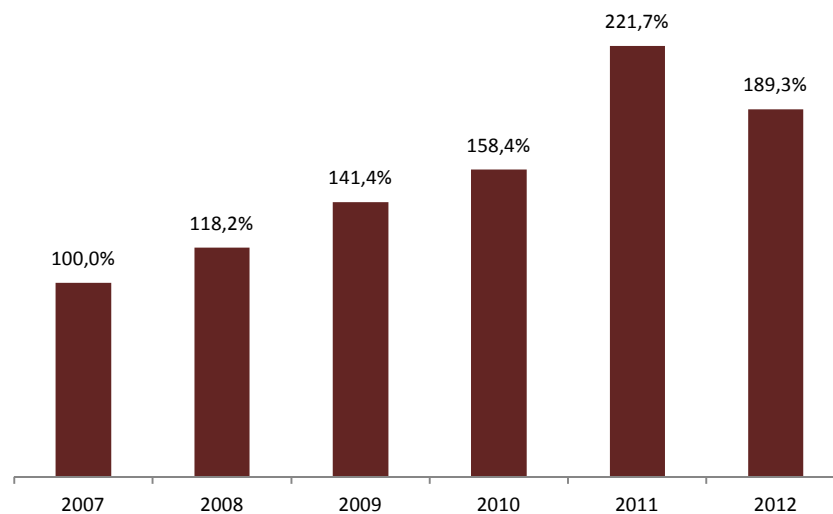
Rys. 2.5. Zgony firm w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **zgony firm w Islandii**

W Islandii (zob. rys. 2.6.), szczególnie dotkniętej kryzysem finansowym, zgony firm przewyższyły

w kolejnych latach poziom z 2007 roku o następujące wartości: w 2008 roku o 18,17 proc., w 2009 roku o 41,44 proc., w 2010 roku o 58,35 proc., ażeby w 2011 roku zanotować gwałtowny wzrost zgonów przewyższający o 121,74 proc. poziom z roku bazowego. W 2012 roku z kolei można mówić o zakończeniu tego negatywnego trendu demografii firm.

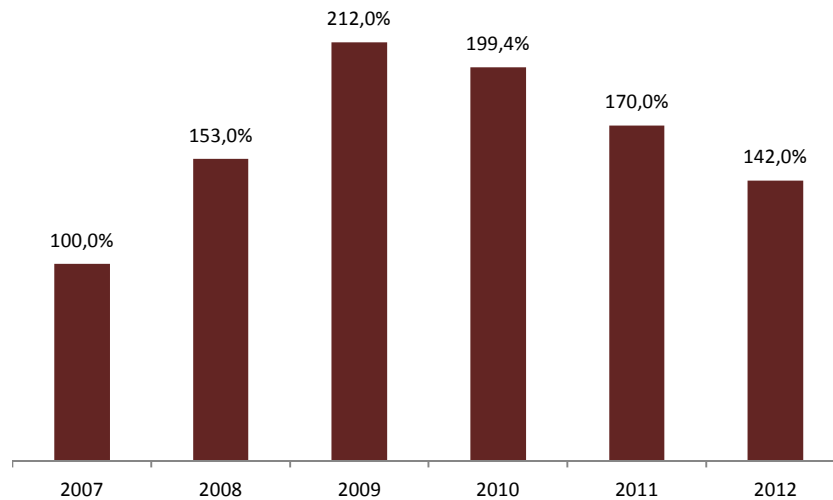


Rys. 2.6. Zgony firm w Islandii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

zgony firm w USA

W USA, największej gospodarce współczesnego świata i kolebce ostatniego kryzysu, przełomowym był 2009 rok, w którym zanotowano wzrost zgonów firm przewyższający o 112 proc. liczbę zgonów z roku 2007 (zob. rys. 2.7.). W poprzedzającym rok przełomowy, roku 2008, wzrost wyniósł 52,99 proc. liczby zgonów z roku bazowego. Od 2010 roku w USA zapoczątkowany został trend spadkowy liczby zgonów firm o 12,58 proc. w stosunku do stanu z 2009 roku. W następujących latach spadek ten wynosił odpowiednio 42,05 proc. w 2011 roku i 69,98 proc. w 2012 roku, pozostając jednak ciągle (na zakończenie okresu badawczego) na poziomie o 42,02 proc. wyższym od bazowego 2007 roku.



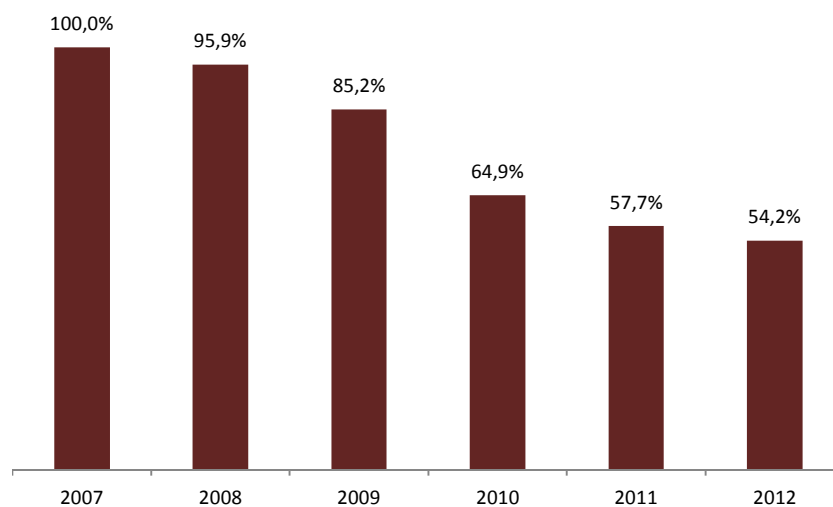
Rys. 2.7. Zgony firm w USA w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

zgony firm w Kanadzie

Kanadyjskie firmy wykazały się dużą odpornością na warunki kryzysowe. Wyrazem tej odporności był systematyczny spadek liczby zgonów, odnotowywanej w kolejnych latach badanego okresu (zob. rys. 2.8.).

Z analizy danych wynika, że w Kanadzie w stosunku do bazowego 2007 roku w kolejnych latach następował spadek zgonów firm o następujące wartości: w 2008 roku o 4,11 proc., w 2009 roku o 14,80 proc., w 2010 roku o 35,10 proc., w 2011 roku 42,35 proc., a w 2012 roku o 45,81 proc.

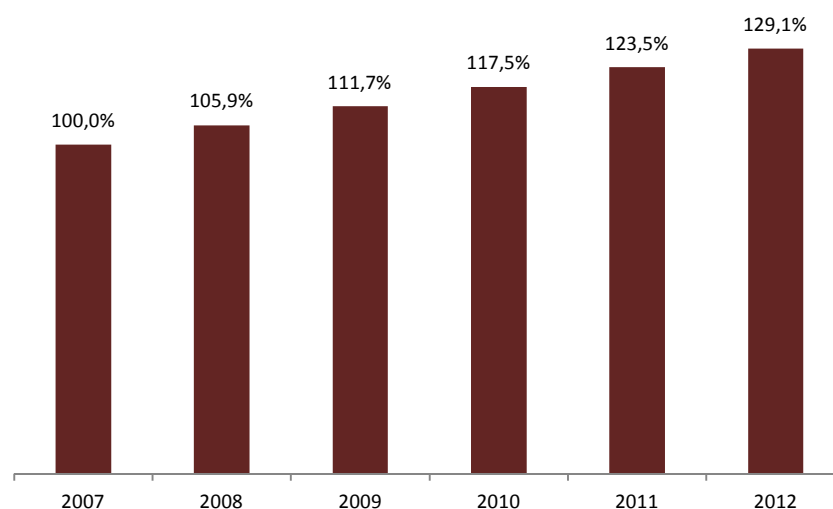


Rys. 2.8. Zgony firm w Kanadzie w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **zgony firm w Australii**

W Australii wystąpił odwrotny trend od zanotowanego w Kanadzie, to jest trend rosnący liczby zgonów firm, sukcesywnie postępujący przez cały badany okres (zob. rys. 2.9.).



Rys. 2.9. Zgony firm w Australii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

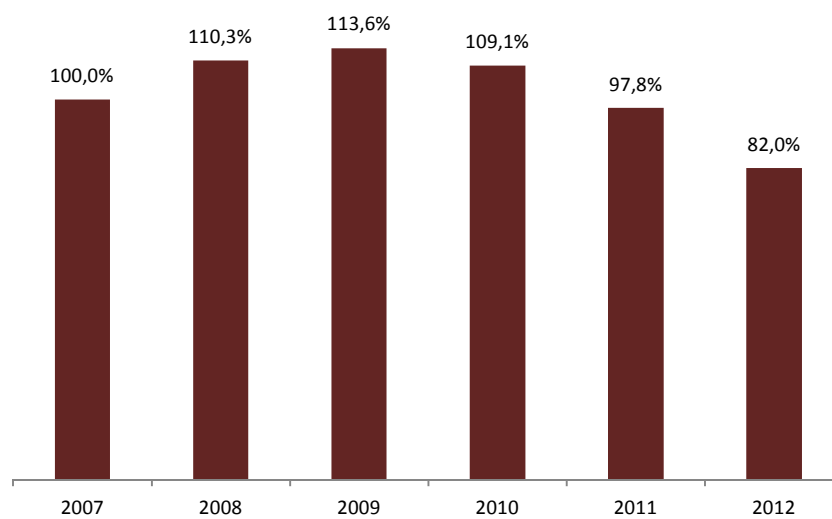
Zanotowany w Australii wzrost zgonów następował stosunkowo łagodnie w kolejnych latach badanego okresu. Przyrosty te miały w kolejnych latach następujące wartości (w stosunku do bazowego 2007 roku): 5,91 proc. w 2008 roku, 11,66 proc. w 2009 roku, 17,53 proc. w 2010 roku, 23,48 proc. w 2011 roku oraz 29,09 proc. w 2012 roku.

➔ **zgony firm w Chile**

W Chile odnotowano odmienny od dotychczas prezentowanych układ zbiorowości podmiotów

wyłaczanych z obrotu gospodarczego (zgonów). Jego specyfiką był początkowy wzrost liczby zgonów, zakończony spadkiem poniżej poziomu z 2007 roku (zob. rys. 2.10.).

Przez trzy pierwsze lata badanego okresu, w Chile odnotowano zgony firm na poziomie wyższym od bazowego, 2007 roku. W 2008 roku było to o 10,32 proc. zgonów więcej, a w 2009 roku o 13,61 proc. więcej (najwyższy poziom w badanym okresie). W 2010 roku zarysowała się tendencja spadkowa, ciągle jednak o 9,05 proc. powyżej poziomu z 2007 roku. Spadek zgonów zanotowany w latach 2011 i 2012 oznacza wyraźną stabilizację trendów demograficznych firm w tej gospodarce.



Rys. 2.10. Zgony firm w Chile w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

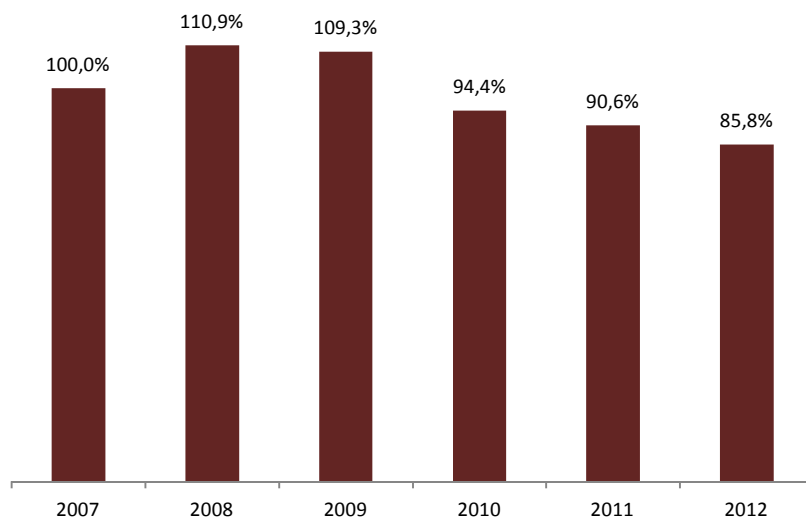
Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **zgony firm w Japonii**

W Japonii wystąpiło podobne zjawisko jak w Chile, gdzie po początkowym

utrzymywaniu się wzrostu liczby zgonów firm powyżej poziomu z 2007 roku zanotowano spadki poniżej stanu z roku bazowego (zob. rys. 2.11.).

W Japonii już w roku 2008 zanotowano najwyższą dynamikę wzrostu liczby zgonów firm (o 10,90 proc. więcej niż w roku bazowym). W kolejnych latach następowało stopniowe zmniejszanie się liczby wyłączeń firm z obrotu gospodarczego. W roku 2009, początkującym trend spadkowy, nastąpił spadek o 1,59 proc. liczby zgonów w stosunku do 2008 roku, co jednak ciągle przewyższało o 9,31 proc. stan z roku bazowego. Natomiast w kolejnych latach następował spadek zgonów do poziomów poniżej bazowego 2007 roku. W 2010 roku był to spadek o 5,62 proc., w 2011 roku o 9,44 proc., a w kończącym badany okres, 2012 roku spadek ten wyniósł 14,21 proc., co stanowiło 85,79 proc. stanu zgonów z 2007 roku.



Rys. 2.11. Zgony firm w Japonii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

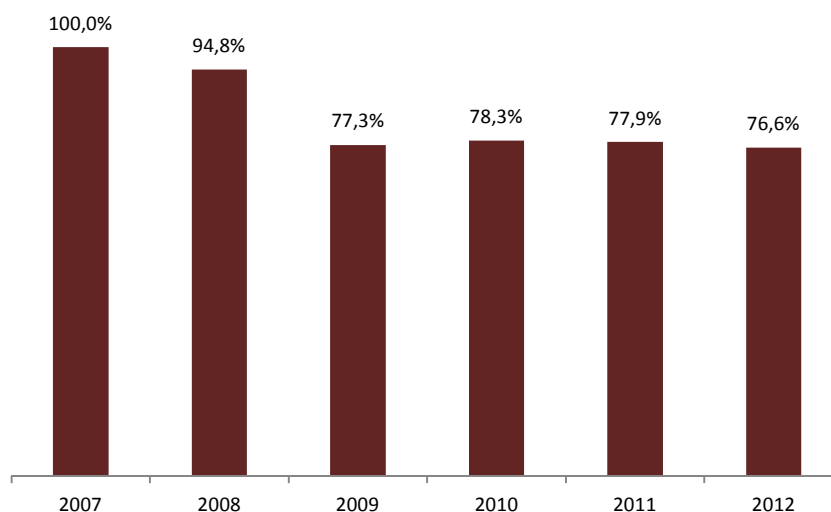
Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

2.2. Narodziny firm start-up w wybranych państwach w latach 2007-2012

➔ narodziny firm w Danii

Liczba nowopowstałych firm start-up w Danii przez cały badany okres kształtowała

się na poziomie niższym od roku bazowego 2007, przyjętego za 100 proc. (zob. rys.2.12.).



Rys. 2.12. Narodziny firm start-up w Danii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

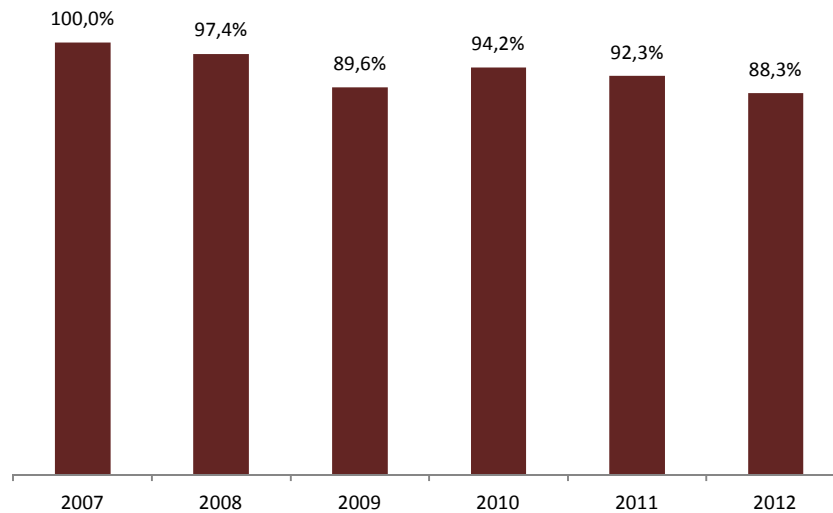
Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

W 2008 roku w Danii nastąpił spadek kreacji firm start-up do poziomu 94,84 proc. poziomu z roku 2007. W następnych latach liczba nowopowstałych firm start-up spadła do poziomu nieprzekraczającego 80 proc. kreacji z roku bazowego.

→ **narodziny firm w Finlandii**

Narodziny firm start-up w Finlandii przez cały badany okres kształtowały się w sposób zróżnicowany, jednak na poziomie niższym od roku bazowego 2007 (zob. rys. 2.13.).

W 2008 roku kreacja firm start-up w Finlandii stanowiła 97,36 proc. stanu z 2007 roku i w następnym 2009 roku spadła do 89,59 proc. Po początkowym wzroście kreacji do 94,19 proc. w 2010 roku, w latach następnych następował spadek do 92,30 proc. w 2011 roku oraz do 88,27 proc. w roku 2012.

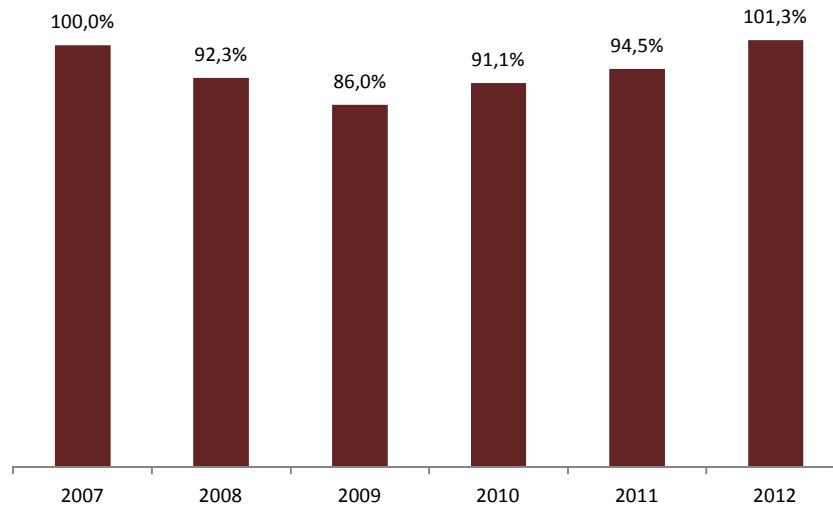


Rys. 2.13. Narodziny firm start-up w Finlandii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (.09.2013).

→ **narodziny firm w Norwegii**

Kreacja firm start-up w Norwegii w latach 2008-2011 kształtowała się na poziomach poniżej bazowego 2007 roku, przyjętego za 100 proc. Najgłębszy spadek liczby nowopowstałych firm odnotowano w 2009 roku (85,97 proc. stanu kreacji z 2007 roku). Dopiero w 2012 roku, kończącym badany okres, osiągnięto w Norwegii poziom nieznacznie przekraczający stan narodzin z roku bazowego (zob. rys 2.14.).



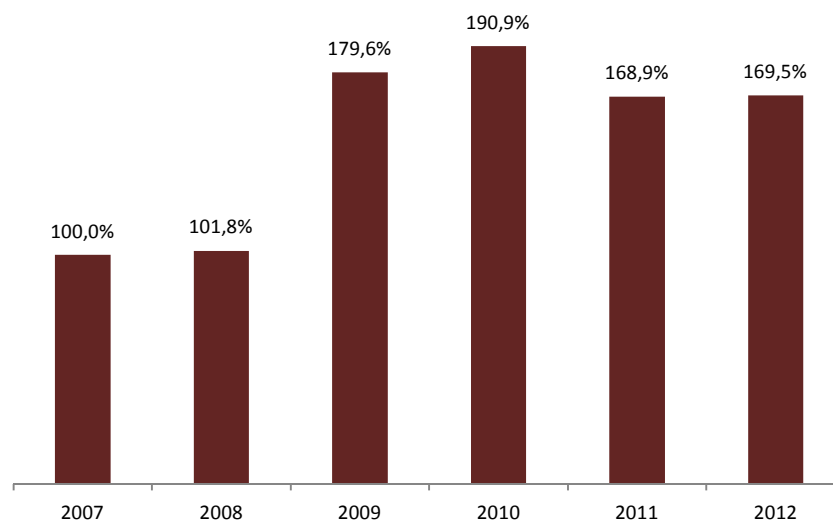
Rys. 2.14. Narodziny firm start-up w Norwegii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **narodziny firm we Francji**

Przez cały badany okres, narodziny firm start-up we Francji osiągały poziomy wykraczające poza stan kreacji z bazowego 2007 roku (zob. rys. 2.15.).

Przez cały badany okres, narodziny firm start-up we Francji osiągały poziomy wykraczające poza stan kreacji z bazowego 2007 roku (zob. rys. 2.15.).



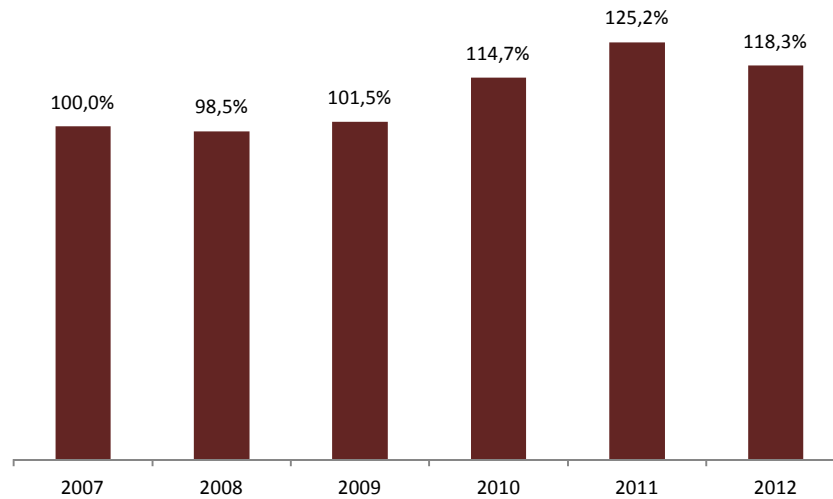
Rys. 2.15. Narodziny firm start-up we Francji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

Początkowo w roku 2008 stan narodzin firm start-up przewyższał stan kreacji z roku 2007 tylko o 1,80 proc. W następnych latach badanego okresu odnotowano większą dynamikę i w 2009 roku było to 79,57 proc., w 2010 roku 90,90 proc. (najwyższy poziom kreacji), natomiast w 2011 roku 68,95 proc. i w 2012 roku 69,45 proc.

➔ **narodziny firm w Szwecji**

W badanym okresie liczba narodzin firm w Szwecji tylko w jednym roku (2008) spadła poniżej poziomu z roku bazowego (o 1,52 proc.). W kolejnych trzech latach notowano w Szwecji systematyczne wzrosty kreacji firm start-up. Dopiero w 2012 roku nastąpił spadek liczby wykreowanych firm o 6,92 proc. w stosunku do roku poprzedzającego (zob. rys. 2.16.).

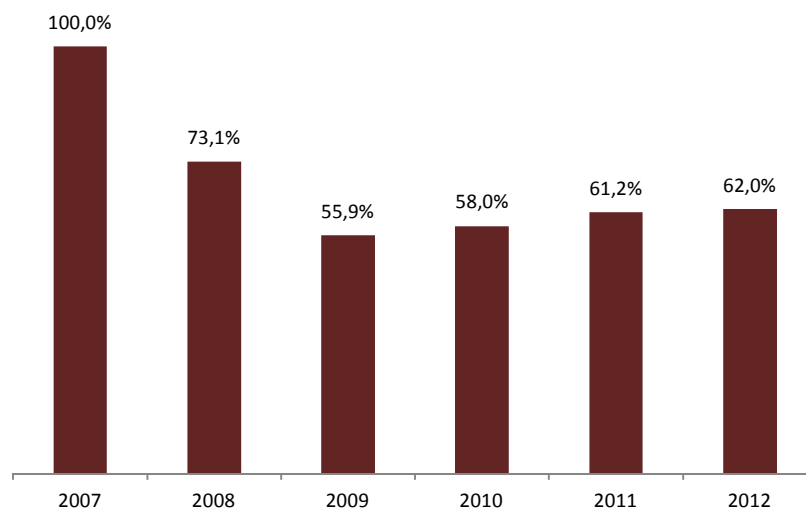


Rys. 2.16. Narodziny firm start-up we Szwecji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **narodziny firm w Hiszpanii**

W Hiszpanii kreacja firm start-up załamała się już w 2008 roku, spadając do 73,07 proc. poziomu z 2007 roku, z pogłębieniem w roku następnym do 55,85 proc. Po symbolicznym przyroście kreacji zapoczątkowanym w 2010 roku, do końca badanego okresu narodziny firm start-up w Hiszpanii nie przekroczyły 62 proc. kreacji z 2007 roku (zob. rys. 2.17.).

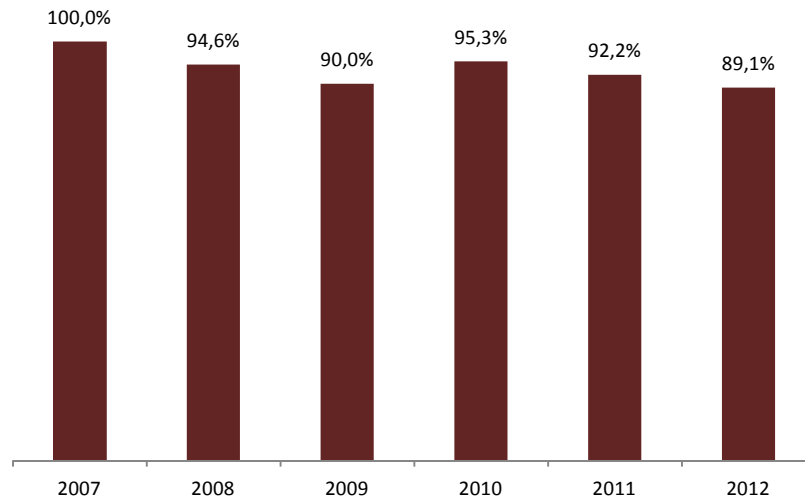


Rys. 2.17. Narodziny firm start-up we Hiszpanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

→ **narodziny firm we Włoszech**

Liczba narodzin firm start-up we Włoszech przez cały badany okres plasowała się poniżej poziomu z roku bazowego 2007, a tempo spadku tej kreacji było zróżnicowane (zob. rys. 2.18.).



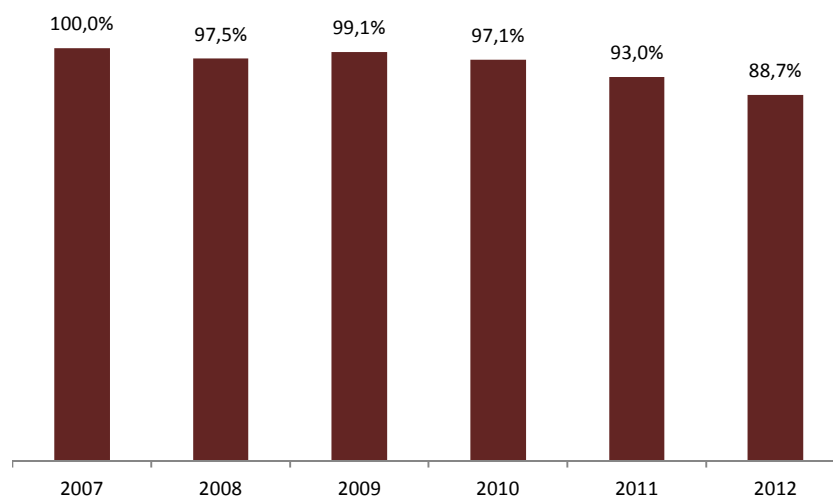
Rys. 2.18. Narodziny firm start-up we Włoszech w latach 2007-(2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

Badając dynamikę liczebności nowopowstałych firm we Włoszech, można wyodrębnić dwa symetryczne trendy spadkowe wydzielone wzrostem kreacji na początku drugiego trendu spadkowego. Pierwszy z nich obejmuje lata 2007-2009, a drugi lata 2010-2012.

→ **narodziny firm w Niemczech**

W Niemczech, w całym badanym okresie utrzymywał się trend spadkowy kreacji firm start-up, z epizodem niewielkiego wzrostu w roku 2009, pozostającym jednak poniżej poziomu z roku 2007 (zob. rys. 2.19.).

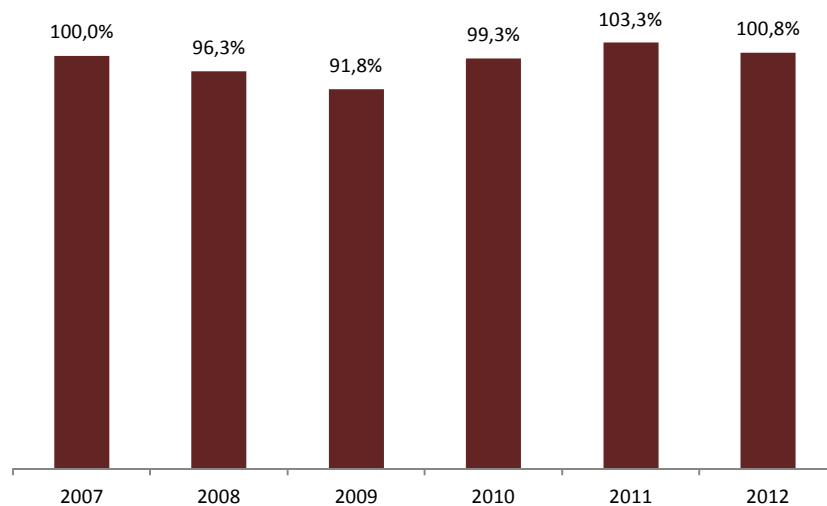


Rys. 2.19. Narodziny firm start-up w Niemczech w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

Przyrost niemieckiej populacji firm start-up w 2009 przewyższał poziom kreacji z roku 2008 zaledwie o 1,56 proc. i był równocześnie o 0,92 proc. niższy do stanu z 2007 roku. Po tym niewielkim wzroście nastąpił nieprzerwany spadek kreacji nowych podmiotów, tak że w 2012 roku ukształtował się na poziomie 88,72 proc. stanu kreacji z bazowego 2007 roku.

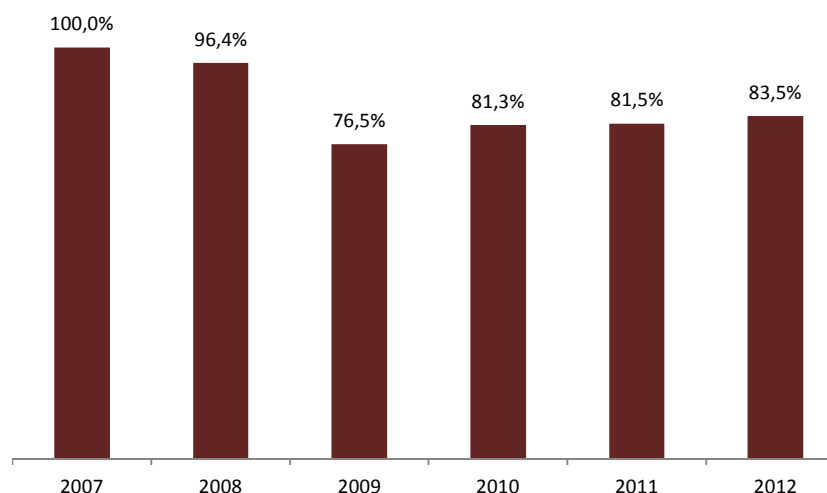
narodziny firm w Belgii W Belgii największy spadek kreacji firm start-up wystąpił w 2009 roku, a najwyższy wzrost w 2011 roku, ażeby w 2012 roku osiągnąć poziom zbliżony do roku bazowego (zob. rys. 2.20).



Rys. 2.20. Narodziny firm start-up w Belgii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

narodziny firm w Rosji Kreacja firm start-up w Rosji w całym badanym okresie kształtowała się poniżej stanu z roku 2007, z zapaścią w 2009 roku na poziomie 76,50 proc. tego stanu. W trzech ostatnich latach kreacja firm nie przekroczyła 84 proc. stanu z roku bazowego. (zob. rys. 2.21.).

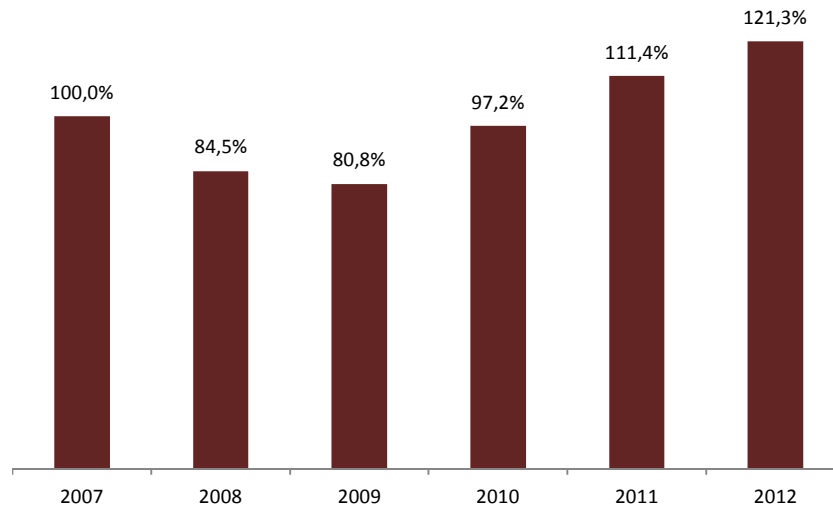


Rys. 2.21. Narodziny firm start-up w Rosji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

→ **narodziny firm w Wielkiej Brytanii**

W Wielkiej Brytanii do 2009 roku następował spadek liczby nowopowstałych firm, aż do poziomu 80,80 proc. stanu kreacji z 2007 roku. Od roku 2010 zarysował się w Wielkiej Brytanii trend wzrostowy, który w roku 2012 osiągnął poziom 121,30 proc. stanu narodzin firm z roku bazowego (zob. rys. 2.22.).

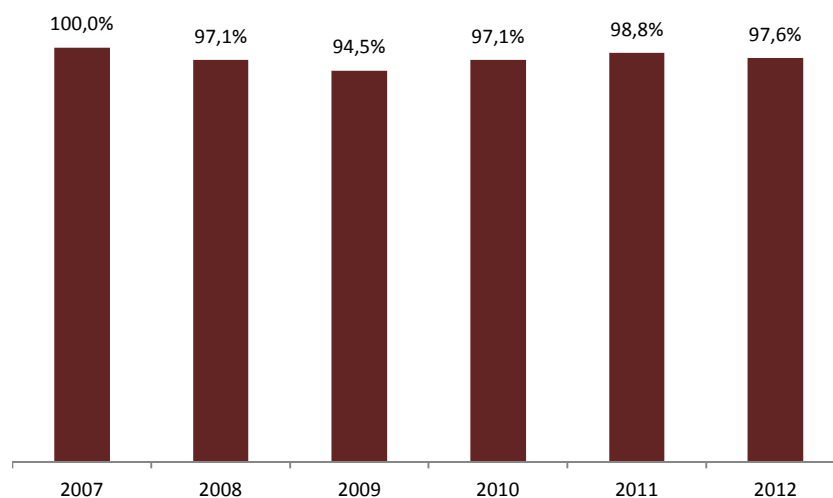


Rys. 2.22. Narodziny firm start-up w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

→ **narodziny firm w USA**

Narodziny firm start-up w USA w badanym okresie charakteryzowały się trendem spadkowym do roku 2009 do poziomu 94,52 proc. w stosunku do roku bazowego (zob. rys. 2.23.). W kolejnych dwóch latach odnotowano wzrost kreacji firm do poziomu 98,81 proc. stanu z roku bazowego. Natomiast w 2012 roku nastąpił niewielki spadek narodzin firm (o 1,24 proc.) w porównaniu do 2011 roku.



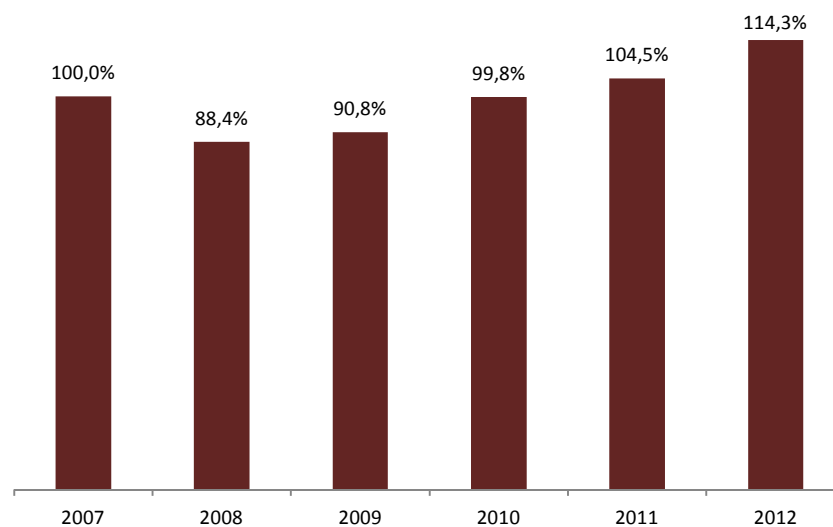
Rys. 2.23. Narodziny firm start-up w USA w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

Analiza danych statystycznych dla rynku amerykańskiego wskazuje, że kreacja firm w USA w całym badanym okresie nie przekroczyła poziomu z roku bazowego. Jednak poziom spadku kreacji firm start-up w USA (w stosunku do roku 2007) był stosunkowo niski i w żadnym z pomiarów nie przekroczył wartości zaledwie kilku procent.

→ narodziny firm w Australii

Liczba wprowadzanych do obrotu gospodarczego firm start-up w Australii spadła w 2008 roku o 11,56 proc. w stosunku do 2007 roku, przyjętego za bazowy (zob. rys. 2.24.). W kolejnych latach następował systematyczny wzrost kreacji firm, aż do przekroczenia w 2011 roku poziomu narodzin firm z roku bazowego (o 4,50 proc.) i osiągnięcia w 2012 roku poziomu przewyższającego ten stan liczbowy o 14,25 proc.



Rys. 2.24. Narodziny firm start-up w Australii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

2.3. Saldo demografii podmiotów gospodarczych w wybranych gospodarkach w latach 2007-2012

Zestawienie zbiorcze narodzin i zgonów firm start-up wymagało uprzedniego zgromadzenia odpowiedniego materiału badawczego. Materiał ten został oparty o dostępne, najbardziej aktualne, spójne przedmiotowo i podmiotowo dane statystyczno-analityczne OECD dotyczące lat 2007-2012 i opracowany zgodnie z systematyką przyjętą przez tę organizację.⁷ Celem pierwszej części realizowanego przedsięwzięcia badawczego była analiza danych dotyczących ubytków (zgonów) firm w wybranych gospodarkach w latach 2007-2012. Druga część rozdziału koncentrowała się na narodzinach firm z zastosowaniem identycznej procedury badawczej jak w części pierwszej.

⁷ OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship..., op. cit. (17.09.2013).

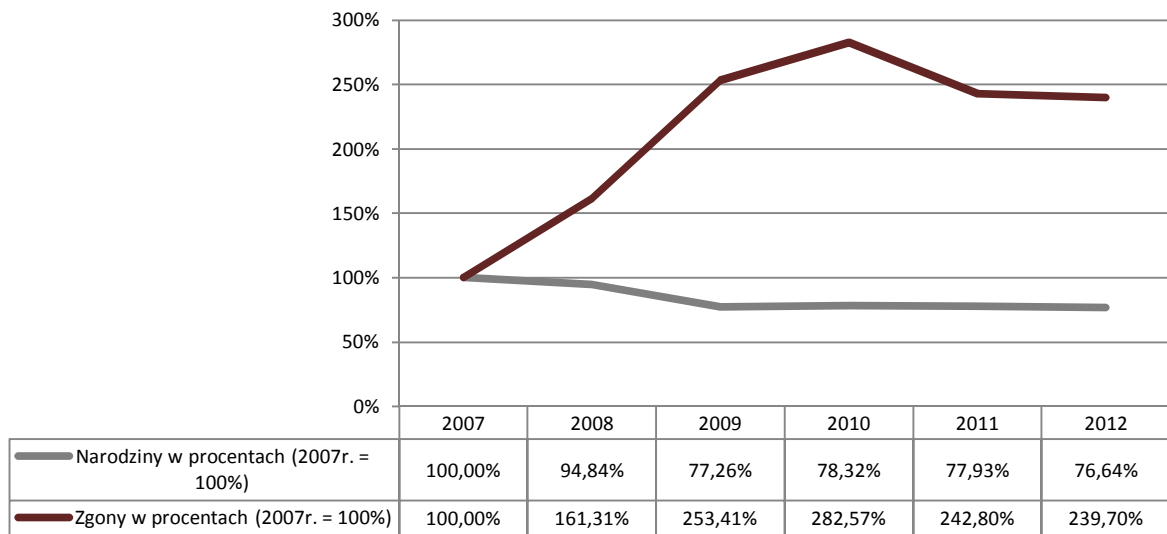
W niniejszej części rozdziału zaprezentowano zestawienie zgromadzonego materiału statystycznego, zmierzające do rozpoznania szczególnych właściwości trendów demografii biznesowej w badanych gospodarkach. Zastosowany sposób prezentacji uzyskanych rezultatów badań, pozwala na ukazanie syntetycznego obrazu kształtowania się wzajemnych relacji pomiędzy liczebnością firm wyłączanych z obrotu gospodarczego a wprowadzanymi do tego obrotu nowopowstałymi firmami start-up. Analiza tych relacji pozwala na ujawnienie potencjalnych luk, mogących powstać pomiędzy niezbilansowanymi zgonami i narodzinami firm w gospodarkach objętych badaniami.

Zgodnie z założeniami tej części badań, dane źródłowe OECD dotyczące poziomów zgonów oraz narodzin firm w poszczególnych latach odniesione zostały do stanów właściwych populacji z roku 2007 przyjętego za bazowy. Szczególnym walorem takiego zabiegu jest fakt, że był to rok poprzedzający negatywny transfer kryzysu finansowego na sferę realną i bezpośrednio destrukcyjne oddziaływanie na sektor przedsiębiorstw. Uwzględniając ten fakt można przyjąć, że prezentowane wyniki analiz poziomów kreacji i zgonów firm dotyczą czasu narastania kryzysu w sferze realnej, porównywanych do stanów z roku bezpośrednio poprzedzającego uaktywnienie się kryzysu.

Wynikające z przyjętej systematyki ograniczenia badawcze rekompensuje jej główny atut, jakim jest możliwość zapewnienia względnej porównywalności danych statystycznych, w stopniu wystarczającym do realizacji celu badawczego, jakim jest dokonanie międzynarodowego przeglądu sytuacji demografii biznesowej w okresie ostatniego kryzysu gospodarczego i wskazania roli firm start-up w kreowaniu gospodarki.

demografia firm w Danii

Z danych statystycznych OECD, dotyczących wyłączania z obrotu i kreacji nowych podmiotów gospodarczych w Danii w latach 2007-2012, wyłania się obraz ilustrujący coraz szersze *rozwieranie się nożyc* pomiędzy zgonami i narodzinami firm duńskich (zob. rys. 2.25.). Rok 2007 stanowi oś tych *rozwierających się nożyc*, a proces ich coraz szerszego rozwierania się trwa aż do 2010 roku. Można w tym przypadku mówić o wyraźnej asymetrii w dynamice po stronie zgonów w stosunku do narodzin. Przez cały badany okres kreacja nowych firm w Danii utrzymywała się na poziomie poniżej stanu z 2007 roku, z kolei liczebność zgonów przekraczała poziom z roku bazowego.



Rys. 2.25. Zgony i narodziny firm w Danii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

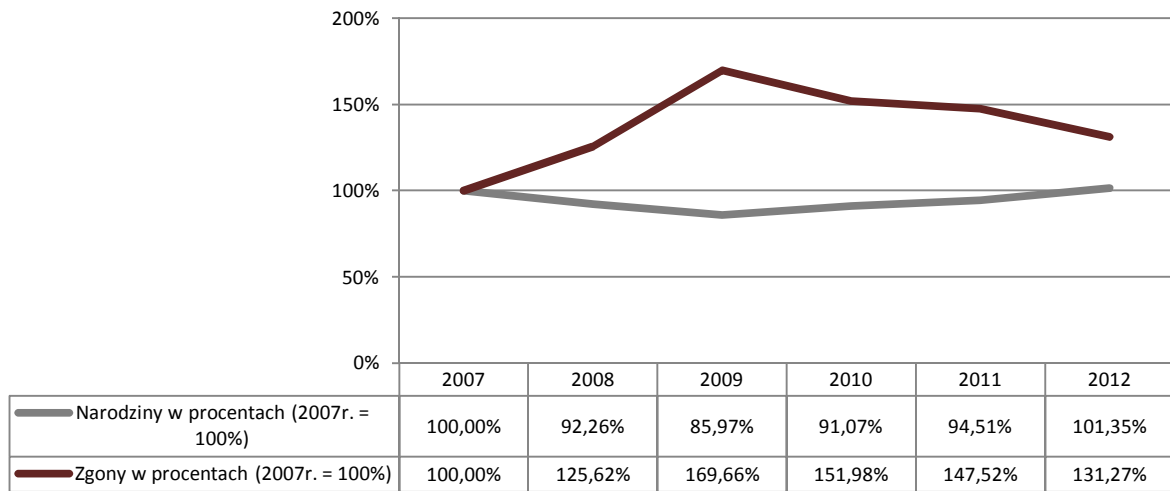
Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

Czterdziestoprocentowy spadek zgonów w 2011 roku, utrzymujący się do 2012 roku, przy niezmiennym – i do tego ujemnym w stosunku do roku bazowego - poziomie kreacji nowych podmiotów, nie stanowił przełomu zaistniałej sytuacji. Na koniec badanego okresu, w 2012 roku zdiagnozowana luka zawierała się pomiędzy 139,70 proc. nadwyżką zgonów oraz 23,36 proc. spadkiem urodzeń firm w odniesieniu do ich stanów stwierdzonych w bazowym roku.

→ **demografia firm w Norwegii**

Dane statystyczne dotyczące demografii biznesu w Norwegii wskazują na pojawienie

się ujemnego salda netto między zgonami a narodzinami w 2009 – powstała w tym roku luka zawierała się pomiędzy 69,66 proc. nadwyżką zgonów oraz 14,10 proc. spadkiem urodzeń firm w odniesieniu do ich stanów stwierdzonych w bazowym 2007 roku. W latach następnych wystąpiła tendencja zwierania luki powstałej na początku badanego okresu (zob. rys. 2.26.), która w roku 2012 zawężała się do różnicy pomiędzy wartościami zgonów 131,27 proc. oraz 101,35 proc. narodzin firm w odniesieniu do ich stanów stwierdzonych w roku bazowym.

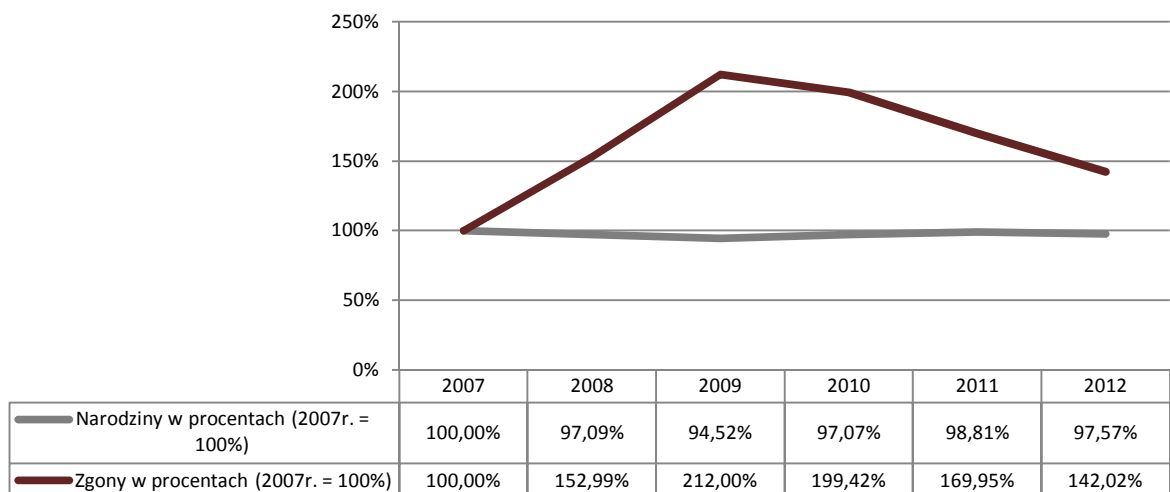


Rys. 2.26. Zgony i narodziny firm w Norwegii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

demografia firm w USA

Przedstawiona na rysunku 2.27. prezentacja danych statystycznych dotyczących USA, ukazuje duże podobieństwo do trendów demografii biznesowej, zidentyfikowanych w Norwegii, z zastrzeżeniem, że spadek narodzin firm w Norwegii był głębszy niż w USA. Zarejestrowana w USA w 2009 roku luka zawierała się pomiędzy 112 proc. nadwyżką zgonów oraz 5,08 proc. spadkiem kreacji firm. W latach następnym w USA (podobnie jak w Norwegii) wystąpiła tendencja zwierania luki powstałej na początku badanego okresu, która w roku 2012 zawężała się do różnicy pomiędzy wartościami zgonów 142 proc. oraz 97,57 proc. narodzin firm w odniesieniu do ich stanów stwierdzonych w roku bazowym.

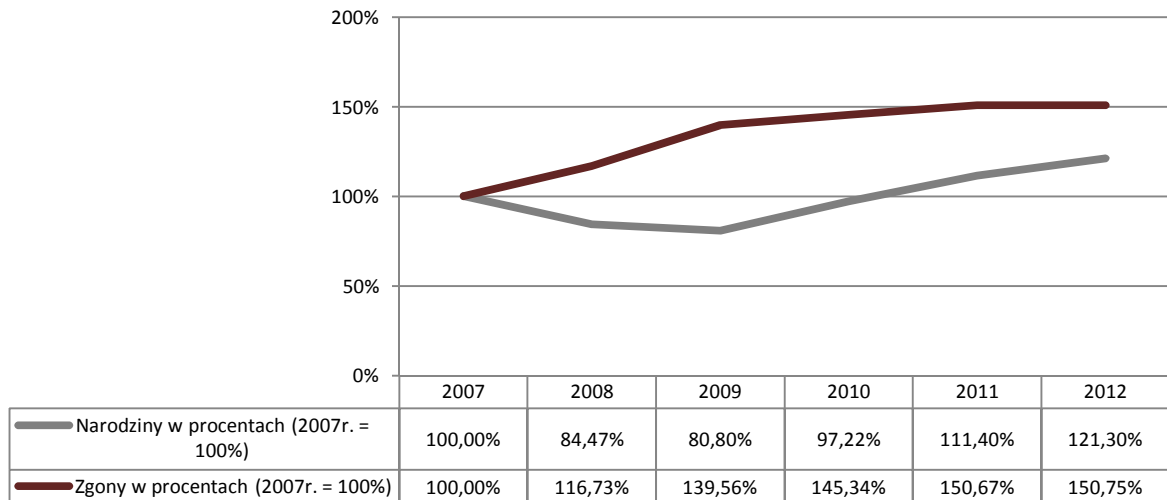


Rys. 2.27. Zgony i narodziny firm w USA w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

demografia firm w Wielkiej Brytanii

Dane charakteryzujące zgony i narodziny firm w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 (zob. rys. 2.28.), wskazują na stosunkowo wąskie rozwarście nożyc pomiędzy poziomami zgonów i kreacji firm. Najgłębsza nierównowaga wystąpiła w 2009 roku (zgony 139,56 proc, a narodziny 80,80 proc. stanu z roku bazowego). W latach następnych przyrost kreacji firm przewyższał zgony, a luka na koniec badanego okresu (w 2012 roku) zawierała się pomiędzy zgonami na poziomie 150,75 proc., a narodzinami firm start-up na poziomie 121,30 proc.

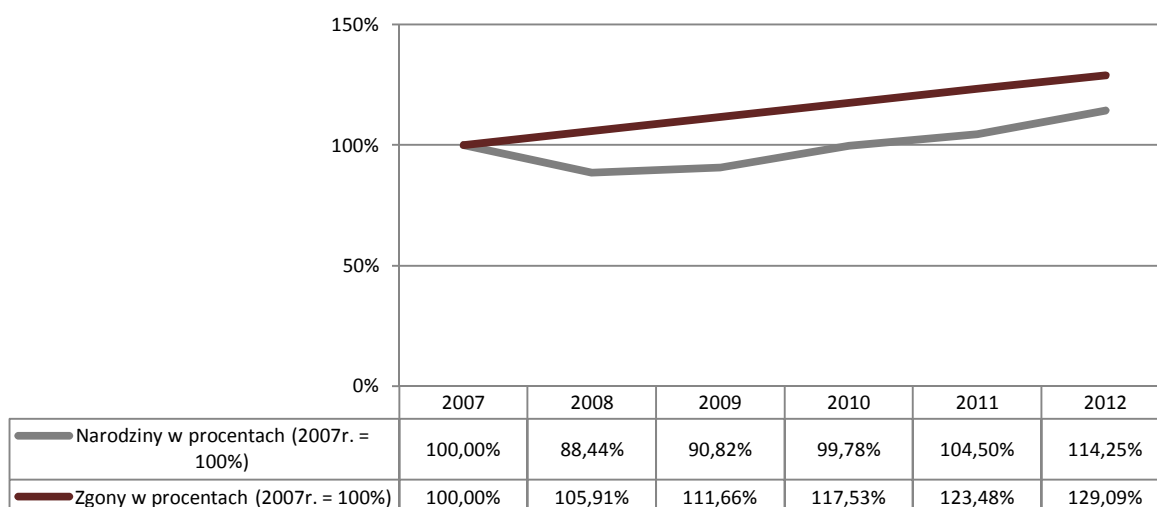


Rys. 2.28. Zgony i narodziny firm w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

demografia firm w Australii

Statystyka demografii biznesowej dla Australii (zob. rys. 2.29.) wskazuje na stosunkowo zbieżne trendy w liczbie zgonów i narodzin. Do poważnych dysproporcji między badanymi cechami doszło w 2008 roku, ale już w kolejnych latach badanego okresu następował systematyczny wzrost kreacji nowych firm zamykający się poziomem 114,25 proc. stanu z roku bazowego. Jednak wzrostowi narodzin firm w Australii towarzyszył niemal równoległy wzrost zgonów firm, kończący się w roku 2012 na poziomie 129,09 proc. stanu z roku 2007.



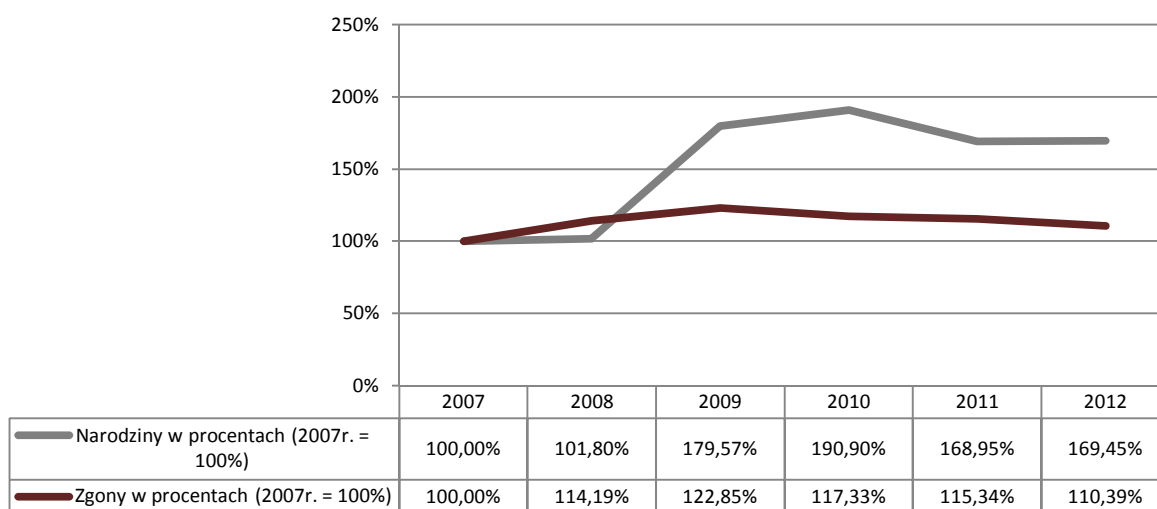
Rys. 2.29. Zgony i narodziny firm w Australii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

➔ **demografia firm we Francji**

Rysunek 2.30. obrazuje kształtowanie się relacji pomiędzy zgonami i narodzinami firm we Francji

w latach 2007-2012. Tylko w roku 2008 zgony firm w tym kraju przewyższyły kreacje firm start-up, przy czym ta różnica (saldo ujemne) na niekorzyść kreacji firm zawierała się pomiędzy ich zgonami (114,19 proc.), a narodzinami firm (101,80 proc.) stanu kreacji z roku bazowego. Następne lata badanego okresu charakteryzowały się zdecydowaną nadwyżką kreacji firm start-up nad wyłączeniami firm z obrotu gospodarczego. W roku 2009 nadwyżka ta odnoszona do stanów z 2007 roku wynosiła 56,72 proc., w 2010 roku 73,57 proc., w 2011 roku 53,61 proc. Natomiast w kończącym badany okres 2012 roku nadwyżka ta osiągnęła poziom 59,06 proc. stanowiący różnicę pomiędzy narodzinami firm (169,45 proc.) a zgonami (110,39 proc.).



Rys. 2.30. Zgony i narodziny firm we Francji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie OECD Statistics Directorate, Entrepreneurship at a Glance, OECD Publishing, www.oecd.org/std/entrepreneurshipataglance2013.htm (17.09.2013).

Z przeprowadzonych badań wynika, że spośród sześciu analizowanych gospodarek tylko Francja w badanym okresie odnotowała nadwyżkę kreacji firm start-up nad zgonami. W pozostałych państwach, w całym badanym okresie wystąpiły ubytki w populacji firm spowodowane zdecydowanymi nadwyżkami zgonów firm nad kreacją nowych podmiotów gospodarczych. Zjawisko to należy uznać za bardzo niebezpieczne i destrukcyjnie wpływające na warunki funkcjonowania opisywanych gospodarek. Trzeba mieć świadomość, że kryzys jako faza cyklu koniunkturalnego powoduje „wypadanie” pewnej części firm z obrotu gospodarczego i tym samym powoduje eskalację negatywnych objawów kryzysu. W tym kontekście, firmy start-up mogą mieć moc energetyzującą osłabioną kryzysem gospodarkę. Młode firmy jako nośniki przedsiębiorczości i innowacyjności dynamizują obrót gospodarczy nie tylko w fazach recesyjnych. Firmy te mają również ogromne znaczenie dla kreowania wzrostu gospodarczego w fazach ożywienia.

Na tle tej ostatniej konstatacji, trzeba zwrócić uwagę na fakt, że w przedstawionych w niniejszym rozdziale badaniach zdiagnozowano bardzo poważne zjawisko ujemnego salda w demografii biznesowej różnych gospodarek krajowych, niezależnie od poziomu ich rozwoju. Deficyt nowopowstałych firm, przy wysokiej dynamice wyłączeń z obrotu gospodarczego może w przyszłości skutkować przedłużaniem się fazy wychodzenia gospodarki globalnej z kryzysu.

Rozdział III

UWARUNKOWANIA FINANSOWANIA FIRM START-UP

– przegląd międzynarodowy

3.1. Źródła i rodzaje finansowania działalności przedsiębiorstw

Działalność przedsiębiorstw może być finansowana z różnych źródeł. Wśród najczęściej używanych kryteriów wyróżnia się źródło pochodzenia kapitału dopływającego do firmy oraz prawo własności kapitału. Pierwsza klasyfikacja wyróżnia finansowanie zewnętrzne i finansowanie wewnętrzne.

→ finansowanie wewnętrzne

Finansowanie wewnętrzne określane jest również jako samofinansowanie.

Dla funkcjonujących już przedsiębiorstw jest podstawowym źródłem zasilania, które polega na finansowaniu przedsiębiorstwa z zysku zatrzymanego w przedsiębiorstwie, odpisów amortyzacyjnych oraz z przekształceń strukturalnych majątku przedsiębiorstwa. Ogólnie wewnętrzne źródła finansowania dotyczą wszystkich sposobów finansowania nie angażujących kapitału osób trzecich¹.

→ finansowanie zewnętrzne

Kapitał pochodzący spoza przedsiębiorstwa wiąże się z finansowaniem zewnętrznym.

Przedsiębiorstwo korzysta z niego poprzez rynek pieniężny, kredytowy i kapitałowy oraz szczególne formy finansowania na przykład factoring, leasing czy zaangażowanie wyspecjalizowanych funduszy lub osób mających kapitał i doświadczenie w prowadzeniu danego rodzaju działalności.

Biorąc pod uwagę kryterium własności kapitału wyróżniamy finansowanie kapitałem własnym i finansowanie kapitałem obcym.

→ finansowanie kapitałem własnym

Finansowanie kapitałem własnym zawiera środki pozostawione przez właścicieli do dyspozycji przedsiębiorstwa.

Mogą one pochodzić ze źródeł wewnętrznych przykładowo odpisy amortyzacyjne bądź zysk netto, jak również ze źródeł zewnętrznych, do których zaliczamy emisje nowych akcji bądź pozyskiwanie kapitału od nowych udziałowców².

→ finansowanie kapitałem obcym

Kapitałem obcym jest kapitał pozyskiwany z zewnątrz, z otoczenia w którym działa

¹ M. Bielówka, M. Molo, *Przegląd dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej oraz ocena ich atrakcyjności*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, wrzesień-listopad 2000, s.37.

² J. Bednarz, E. Gostomski, *Finansowanie działalności gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 58.

przedsiębiorstwo. Reprezentuje on zobowiązania przedsiębiorstwa wobec innych podmiotów, jest udostępniany na określony czas i za odpowiednie wynagrodzenie w postaci oprocentowania. Kapitał obcy można uzyskać za pomocą instrumentów rynku finansowego, rynku towarowego oraz ze szczególnych form finansowania³ (zob. tab. 3.1.).

Dostępność zewnętrznych źródeł finansowania odgrywa szczególną rolę w rozwoju każdego przedsiębiorstwa, zwłaszcza tych najmniejszych. Spełnienie powyższych warunków wielokrotnie umożliwia uzyskanie przez firmę mocnej pozycji rynkowej oraz możliwość ekspansji rynkowej. Umiejętność podejmowania prawidłowych decyzji w zakresie wyboru optymalnych kierunków rozwoju firmy uwarunkowana jest nie tylko sprawnością bieżącego zarządzania, ale również optymalizacją decyzji w zakresie finansowania oraz wyboru najkorzystniejszych źródeł pozyskiwania kapitału. Od trafności tych decyzji oraz dostępności i różnorodności źródeł finansowania zależy konkurencyjność przedsiębiorstwa, jego udział w rynku i możliwości generowania zysków. W tym kontekście, najczęściej w celu finansowania bieżącej działalności, niezbędne jest uzyskanie kredytu obrotowego bądź w rachunku bieżącym. Z kolei w celu finansowania rozwoju firmy wielokrotnie niezbędnym jest uzyskanie kredytu inwestycyjnego. Jednak wymienione wyżej instrumenty nie zawsze są dostępne dla zainteresowanych. Szczególnie odnosi się to do firm najmniejszych, które bardzo często napotykają ogromne trudności w pozyskiwaniu zewnętrznego finansowania. Przeprowadzone badania potwierdzają, że wielokrotnie sektor MSP zmuszony jest finansować swój rozwój środkami własnymi. W sytuacji znacznej redukcji podaży środków własnych wielokrotnie przedsiębiorcy zmuszeni są odłożyć w czasie swoje plany inwestycyjne.

Tab. 3.1. Główne źródła pozyskiwania kapitału własnego i obcego w przedsiębiorstwie

Kapitały własne	
Źródła wewnętrzne	Źródła zewnętrzne
<ul style="list-style-type: none"> • Niepodzielony zysk netto (tzw. zysk zatrzymany w przedsiębiorstwie) • Odpisy amortyzacyjne • Przekształcenia strukturalne majątku przedsiębiorstwa 	<ul style="list-style-type: none"> • Pozyskiwanie nowego udziałowca (inwestora) • Emisja akcji • Dopłaty do udziałów przez dotychczasowych właścicieli • Pozyskiwanie kapitału od funduszy <i>Venture Capital</i> bądź od aniołów biznesu
Kapitały obce	
Kapitały długoterminowe	Kapitały krótkoterminowe
<ul style="list-style-type: none"> • Leasing • Papiery dłużne • Długoterminowe kredyty bankowe • Poręczenia kredytowe • Dotacje z budżetu państwa 	<ul style="list-style-type: none"> • Faktoring • Krótkoterminowe obligacje • Kredyty kupieckie (handlowe) • Krótkoterminowe kredyty bankowe • Zaliczki (kredyty od odbiorców)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Bednarz, E. Gostomski, *Finansowanie działalności gospodarczej*, op. cit., s.31.

³ L. Szyszko, *Finanse przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 133.

3.2. Etapy finansowania przedsiębiorstw


Funkcjonowanie i rozwój każdego przedsiębiorstwa charakteryzuje się występowaniem charakterystycznych etapów różniących się od siebie, które świadczą o występowaniu w nim określonego cyklu rozwojowego, podobnego do cyklu życia produktu. Poszczególne etapy tworzą cykl życia przedsiębiorstwa, obejmujący proces od powstawania koncepcji, pomysłu na biznes, przez inicjowanie działalności, aż po wycofanie się z rynku. Poszczególne etapy mogą różnić się między sobą wieloma kwestiami, jak np. długością trwania, uwarunkowaną specyfiką przedsiębiorstwa, branży, strategią rozwoju i sposobem zarządzania przedsiębiorstwem. Ponadto nie każde przedsiębiorstwo musi przechodzić przez wszystkie etapy.

Etapy rozwoju przedsiębiorstwa są ściśle związane z zapotrzebowaniem na kapitał i jego strukturą oraz dostępnością źródeł finansowania, które z kolei w znacznym stopniu są zdeterminowane przez czynniki wewnętrzne, wynikające m.in. z poziomu rozwoju przedsiębiorstwa i jego bieżącej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Zdaniem A. Dulinię do najważniejszych czynników w tym zakresie należą⁴:

- wielkość przedsiębiorstwa i wysokość tworzonych przepływów pieniężnych,
- rentowność prowadzonej działalności,
- możliwości rozwojowe i planowane nakłady inwestycyjne,
- branża, w której działa przedsiębiorstwo,
- pozycja konkurencyjna,
- ryzyko operacyjne (zmiennosc wyniku operacyjnego i salda operacyjnych przepływów pieniężnych),
- realizowana polityka podziału wypracowanego zysku i wypłat dywidend,
- notowania przedsiębiorstwa (spółki) na rynku regulowanym.

Jednocześnie kształtowanie się wymienionych czynników oraz ich wpływ na przedsiębiorstwo uzależnione jest od fazy cyklu życia takiego przedsiębiorstwa, jego wielkości. Inna jest sytuacja i pozycja małej, niedawno uruchomionej firmy, a inna przedsiębiorstwa dużego, mającego ugruntowaną pozycję na rynku. Najogólniej fazy rozwoju przedsiębiorstwa można podzielić na dwie grupy, utożsamiane z etapami przeprowadzania inwestycji, mianowicie⁵:

- Fazy początkowe (*early stages*),
- Fazy ekspansji (*expansion stages*).

 **fazy początkowe**

Fazy początkowe związane z inkubacją pomysłu, koncepcji na biznes oraz założeniem firmy składają się z trzech części: finansowania zasiewów (*seed financing*), finansowania startu (*start-up financing*) oraz finansowania fazy pierwszej (*first stage financing*).

⁴ A. Dulinię, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 103.

⁵ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 24.

 fazy ekspansji

Natomiast drugi etap rozwoju przedsiębiorstwa składa się z: finansowania fazy drugiej (*second stage financing*), finansowania fazy trzeciej (*third stage financing*) oraz finansowania fazy czwartej (*fourth stage financing*).

W innym ujęciu cykl życia przedsiębiorstwa został podzielony na pięć faz⁶:

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

Zakładanie przedsiębiorstwa i jego wczesny rozwój to z pewnością bardzo trudny okres w cyklu życia każdego przedsiębiorstwa. W tych fazach działalność charakteryzuje się ujemnymi przepływami finansowymi (zob. rys. 3.1.), a także wynikiem finansowym oraz niepewnymi przychodami. Powyższe sprawia, że taki podmiot wymaga permanentnego zasilania w kapitał, a mając na uwadze wielkość i etap rozwoju, jego źródła zarówno te zewnętrzne, jak i wewnętrzne są bardzo mocno ograniczone. Wielokrotnie inwestycje umożliwiające rozpoczęcie działalności są finansowane w większości przez indywidualnego przedsiębiorcę, jego rodzinę lub znajomych. Z uwagi na cechy przedsiębiorstwa, jak i ponadprzeciętne ryzyko, bardzo często jakiegokolwiek źródła zewnętrzne są bardzo ograniczone lub całkowicie niedostępne. Zdaniem A. Duliniec „bardzo duży potencjał wzrostu może jednak zachęcać zewnętrznych inwestorów do inwestowania kapitału w rozwijające się, nowo powstałe przedsiębiorstwo. Duże ryzyko operacyjne oraz ujemne przepływy pieniężne netto raczej zniechęcają potencjalnych wierzycieli do finansowania przedsiębiorstwa. Pozyskiwany kapitał będzie więc głównie kapitałem własnym”⁷.

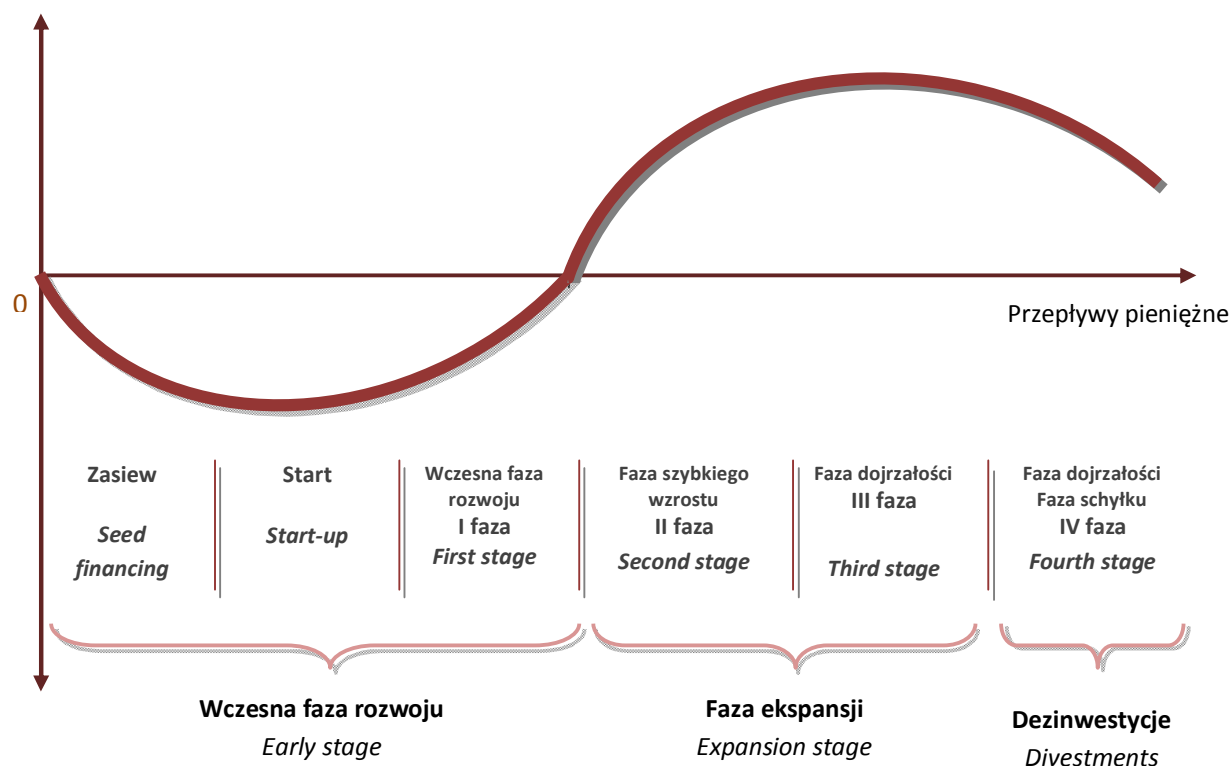
Przedsiębiorcy znajdujący się w początkowych etapach działalności najczęściej inwestycje finansują środkami własnymi, co świadczy o ich pewnej konserwatywności. Taki stan rzeczy jest także rezultatem znacznego ograniczenia innych zewnętrznych źródeł. Dostępność kredytów bankowych jest wielokrotnie ograniczona brakiem historii kredytowej, akceptowalnych form zabezpieczenia długu, czy po prostu niewystarczającą zdolnością kredytową potencjalnego kredytobiorcy. Na wymienione bariery najczęściej napotykają najmniejsi przedsiębiorcy oraz ci, którzy funkcjonują na rynku najkrócej lub dopiero zamierzają. Mają innowacyjny pomysł, koncepcję, jednak niedobór kapitału wielokrotnie oznacza konieczność skorygowania koncepcji, albo po prostu zaniechanie jej opracowywania. Bardzo często podstawową trudnością napotykaną w początkowych etapach organizowania przedsiębiorstwa jest brak środków na jego organizowanie i finansowanie. Taki stan rzeczy, czyli sytuacja gdy potrzeby kapitałowe przewyższają możliwości ich zaspokojenia (popyt na kapitał przewyższa jego podaż) oznacza istnienie luki kapitałowej (*equity gap*)⁸. Luka kapitałowa,

⁶ K. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*. CeDeWu.pl, Warszawa 2008, s. 13, za: A. Damoradan, *Corporate Finance: Theory and Practice*, Wiley, New York 2001, s. 509.

⁷ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 107.

⁸ K. Brzozowska: *Wsparcie kapitałowe przedsięwzięć innowacyjnych w Polsce*, w: *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Studia Bankowości i Finansów, Polskie Stowarzyszenie Finansów i Bankowości, Difin*, 2009, s. 142.

będąca konsekwencją niedoskonałości rynku, uniemożliwia sfinansowanie projektu nawet wówczas, gdy jest on rozsądny i zyskowy. Taka sytuacja oznacza negatywny wpływ nie tylko na rozwój przedsiębiorstw, ale również negatywnie wpływa na wzrost gospodarczy kraju⁹. Brak wystarczającego kapitału najczęściej odczuwalny jest wśród przedsiębiorstw funkcjonujących w sektorze wysokich technologii, znajdujących się w początkowych fazach istnienia (zasiew, inkubacja pomysłu – *seed*, start – *start-up*).



Rys. 3.1. Rozwój i finansowanie innowacyjnego projektu

Źródło: B. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*. CeDeWu.pl, Warszawa 2008, s. 14.

→ luka kapitałowa

Wśród przyczyn istnienia i utrzymywania się luki kapitałowej¹⁰ wymienić można:

- znacznie większe ryzyko towarzyszące przedsiębiorstwom w fazie zasiewu (*seed*) lub startu (*start-up*) wynikające z małego doświadczenia kadry zarządzającej, nowości produktu czy procesu produkcyjnego,
- zazwyczaj mniejsze zyski z inwestycji w firmy z sektora MSP w porównaniu z alternatywami,

⁹ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk: *Aniołowie Biznesu w sektorze MSP*, Difin, 2007, s. 27.

¹⁰ Pojawienie się luki kapitałowej (*equity gap*) zostało paradoksalnie wywołane rosnącą popularnością inwestycji przeprowadzanych przez fundusze *Venture Capital* oraz *private equity*. Poszukiwanie coraz większych stóp zwrotu z inwestycji, wywołując obfity napływ środków, znacznie zwiększył przeciętną wartość inwestycji. To z kolei doprowadziło do zmniejszenia podaży niewielkich kwot inwestycji, na rzecz nowopowstających przedsiębiorstw. Pojęcie luki kapitałowej było jednak znane wcześniej, po raz pierwszy zostało użyte w latach 30-tych XX wieku przez Brytyjczyków, jako niezdolność brytyjskiego rynku finansowego do oferowania małym i młodym firmom niewielkich porcji kapitału długoterminowego (P. Tamowicz, *Business Angels. Pomocna dłoń kapitału*, PARP, Warszawa 2007, s. 7).

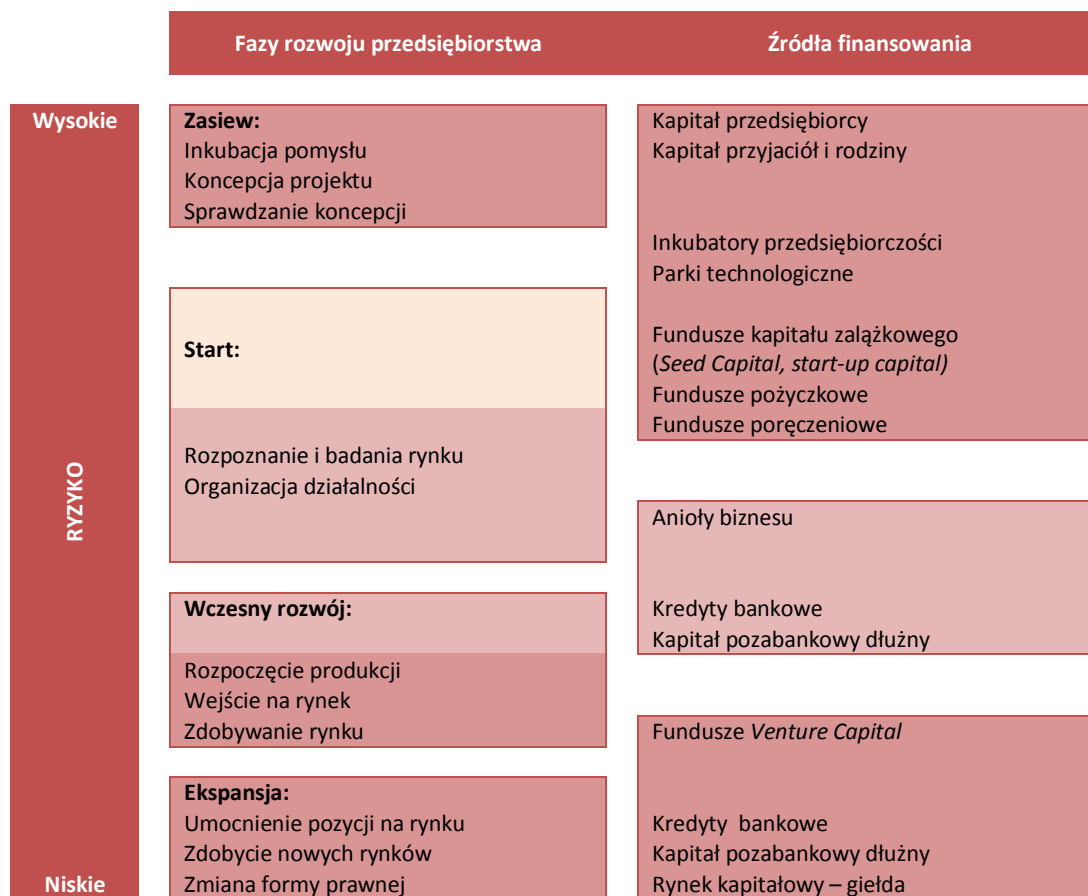
- niepewność wyników osiągniętych w chwili wycofywania się z inwestycji zniechęcająca formalnych, jak i nieformalnych inwestorów do jej podejmowania,
- zbyt wysokie koszty monitorowania i konieczność ciągłego zasilania kapitałowego podjętych inwestycji,
- długi okres zwrotu z inwestycji w firmy znajdujące się w fazie zasiewu lub startu¹¹.

Ograniczone zasoby kapitałowe stanowią istotny problem w finansowaniu działalności gospodarczej, również tej innowacyjnej, nie tylko w początkowych fazach, ale również w późniejszych etapach (np. rozwój związany z rozszerzeniem działalności, wprowadzeniem nowego produktu lub usługi). Przedsiębiorcy są skazani na środki własne, których ograniczoność jest znacznie większa od źródeł zewnętrznych, ale są bardziej dostępne. Problemem jest również niewielkie zainteresowanie sektora finansowego finansowaniem przedsiębiorstw we wczesnych etapach. Jedną z przyczyn jest z pewnością znacznie większe ryzyko takiego projektu w porównaniu z inwestycjami firm dużych, o ustabilizowanej pozycji rynkowej, znajdujących się w fazach wzrostu czy rozwoju. Fundusze *Venture Capital* mając możliwość wejścia kapitałowego w projekt obarczony większym ryzykiem o wartości 1 mln zł lub projekt charakteryzujący się znacznie mniejszym ryzykiem o wartości 10 mln zł, wybiorą to drugie rozwiązanie. Powodem są również koszty opracowania takiego projektu, które w obu przypadkach są podobne, pomimo znacznych różnic w ich wartości. Dlatego również kapitał wysokiego ryzyka nie jest zainteresowany finansowaniem innowacyjnych pomysłów i przedsiębiorstw we wczesnych fazach istnienia. Mało dostępny jest również kapitał dłużny, chociażby z uwagi na niebezpieczeństwo utraty płynności finansowej. Pozyskanie środków o charakterze dłużnym dla młodego przedsiębiorstwa może okazać się znacznym obciążeniem, zwłaszcza we wczesnych fazach istnienia, kiedy charakteryzuje się ono niską płynnością lub nawet jej brakiem, co może mieć bardzo negatywny wpływ na istnienie takiego przedsiębiorstwa, nie wspominając o jego rozwoju¹². Dostępne możliwości finansowania przedsiębiorstw znajdujących się w różnych fazach swojego istnienia prezentuje rys. 3.2.

Przedsiębiorcy znajdujący się w fazie przed inkubacyjnej lub zasiewu (*seed*), w których to opracowywana, weryfikowana i sprawdzana jest koncepcja pomysłu (inwestycji), mogą polegać wyłącznie na sobie lub swoich bliskich. Najczęściej w tych fazach innowacyjne pomysły finansowane są kapitałem zgromadzonym przez nich samych, ich rodziny, przyjaciół. W wielu przypadkach początkujący przedsiębiorca poza problemami z pozyskaniem niezbędnego kapitału, musi również zmierzyć się z wszelkimi formalnościami związanymi z założeniem firmy. Etap startu i wejścia na rynek może być finansowany przez specjalnie do tego stworzone fundusze kapitału zalążkowego (*Seed Capital*), fundusze pożyczkowe i poręczeniowe oraz częściowo przez nieformalnych inwestorów określanych mianem aniołów biznesu. W kolejnych fazach bardziej dostępne są środki bankowe, *Venture Capital*, czy źródła pozabankowe dłużne lub wierzycielskie.

¹¹ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk: *Aniołowie Biznesu w sektorze MSP*, op. cit., s. 30-31, za: R. Harrison, C. Mason, *Improving Access to Early Stage Venture Capital in Regional Economies: a new Approach to Investment Readiness*, Local Economy, Vol. 1, No 2, maj 2004, s. 159-173.

¹² K. Brzozowska: *Wsparcie kapitałowe przedsięwzięć innowacyjnych w Polsce*, op.cit., s. 143.



Rys. 3.2. Finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw w różnych stadiach rozwoju

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Brzozowska: *Wsparcie kapitałowe przedsięwzięć innowacyjnych w Polsce*, op. cit., s. 143.



Kapitał niezbędny jest nie tylko wtedy, gdy rozpoczyna się działalność, ale również w trakcie jej prowadzenia, w szczególności

w sytuacji, gdy chcemy ją rozszerzyć, wprowadzić nowy produkt lub usługę. Do źródeł jego pozyskania zalicza się źródła nieformalne oraz formalne. Do pierwszej kategorii zaliczyć można środki własne, np. w postaci oszczędności, kapitał pożyczony od rodziny, znajomych, przyjaciół. Jest to najbardziej popularna wśród przedsiębiorców forma finansowania działalności gospodarczej. Natomiast do źródeł sformalizowanych należy wsparcie bankowe i pozabankowe (m.in. fundusze oferujące kapitał wysokiego ryzyka – *Venture Capital*, które finansują wszystkie etapy prowadzonej działalności, od inkubacji pomysłu, poprzez start firmy, rozwój, ekspansję, aż do wykupu przez potencjalnego inwestora).

Zgodnie z zaleceniami Komisji Europejskiej, stadiom rozwoju przedsiębiorstwa, które składają się na jego „cykl życia” (*seed stage – start-up stage – expansion stage – replacement*) odpowiadają różne formy i instrumenty ich finansowania. Zalicza się do nich cztery grupy instrumentów finansowania przedsiębiorstw kapitałem wysokiego ryzyka, przypisując im jednocześnie

źródła pochodzenia¹³:


- *Informal equity* – *Business Angels*: sieci inwestorów (publicznych i prywatnych) oraz inwestorzy indywidualni (przede wszystkim fazy *seed* i *start-up*);
- *Formal equity* – *Venture Capital*: fundusze *Venture Capital*, banki (w szczególności etap ekspansji, dojrzałości oraz nasycenia);
- Kredyty i pożyczki – głównie banki oraz fundusze pożyczkowe (każdy etap rozwoju firmy);
- Gwarancje i poręczenia – fundusze poręczeń kredytowych, gwarancyjne, banki oraz inne instytucje finansowe (fazy *start-up* oraz ekspansji).

Jednak zanim młode, perspektywiczne i innowacyjne pomysły przedsiębiorstwa pojawią się na rynku, rozwiną się, a następnie dojrzeją i przejdą w fazę wzrostu, istotnym wydaje się pozyskanie niezbędnego kapitału. Poszczególnym etapom (fazom) rozwoju przypisać można odpowiednie kategorie finansowania (zob. tab. 3.2.).

Tab. 3.2. Podstawowe źródła finansowania małych i innowacyjnych przedsiębiorstw

Faza rozwoju	Źródła	Opis typowego zastosowania
I zasiew	Zasoby właściciela	Na etapie tworzenia i wczesnych etapach rozwoju, a dalej samofinansowania potrzeb inwestycyjnych
	Rodzina i przyjaciele	We wczesnych etapach jako udziały lub pożyczki na zasadach preferencyjnych
I start	Anioły biznesu	Finansowanie wczesnej fazy rozwoju w postaci udziałów lub pożyczek podporządkowanych
	Banki komercyjne	Kredyty krótko-, średnio- i długoterminowe zabezpieczone, ale rzadko we wczesnych fazach rozwoju, w niektórych przypadkach pełniące rolę finansowania pomostowego
II wczesny rozwój	Dostawcy i odbiorcy	Finansowanie kapitału obrotowego w trakcie działalności bieżącej (tzw. Kredyty dostawców, odbiorców, finansowania się zobowiązaniami)
	Factoring	Wsparcie we wszystkich etapach, dotyczące finansowania działalności bieżącej, powodujące powstawanie dodatkowych kosztów
	Leasing	We wszystkich etapach, pełniąc rolę wsparcia technicznego (finansowanie wyposażenia technicznego) pod warunkiem posiadania własnych zasobów na pokrycie wysokich kosztów obsługi leasingu
III szybki wzrost	Fundusze <i>Venture Capital</i>	Poważne wsparcie kapitałowe na etapie szybkiego wzrostu w drodze wykupienia udziałów, połączonego z doradztwem i nadzorem nad zarządzaniem podmiotem
IV dojrzałość	Rynek kapitałowy	Wejście na giełdę we wczesnej fazie dojrzałości, przy dobrych perspektywach rozwoju

Źródło: K. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*, op. cit., s. 21.

 **faza "zasiewu"** Finansowanie I fazy związanej z inkubacją i rozwojem pomysłu, utworzeniem przedsiębiorstwa, opracowaniem prototypu odbywa się najczęściej ze środków własnych założyciela. Na tym etapie stosunkowo niewielka kwota kapitału jest dostarczana celem rozwinięcia koncepcji biznesu i zakwalifikowania się do finansowania fazy startu. Cechami charakterystycznymi tej fazy są czynności poprzedzające założenie firmy, a związane z inkubacją pomysłu, oceną szans rynkowych,

¹³ S. Flejterski: *Kapitał załączkowy i początkowy w finansowaniu mikro i małych przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej*, Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle „ORGMAZ”, Numer specjalny maj 2007, s. 43.

rozpoznaniem potencjału rynkowego. Zazwyczaj na tym etapie inwestycja funduszu w spółkę wiąże się z zaangażowaniem w pomysł na biznes, a nie w konkretną spółkę¹⁴. Finansowanie tej fazy obciążone jest największym ryzykiem, a czas po jakim zainwestowany kapitał może zacząć przynosić zyski to co najmniej 7 lat (w sytuacji zawirowań na rynkach finansowych – 10-12 lat). W związku z powyższym zainteresowanie ze strony wyspecjalizowanych instytucji jest niewielkie. Etap ten, poza własnymi zasobami przedsiębiorców, staje się domeną inwestorów indywidualnych (*Business Angels*).

faza "startu"

Faza startu charakteryzuje się zainicjowaniem działalności przedsiębiorstwa oraz jego weryfikacją rynkową, czy pierwszą konfrontacją potencjalnych nabywców z produktem lub usługą. Posiadany przez właścicieli kapitał jest niewystarczający a pozyskanie finansowania w formie kredytu bankowego jest bardzo trudne lub wręcz niemożliwe, chociażby z uwagi na ponadprzeciętne ryzyko, brak akceptowalnych zabezpieczeń. Na tym etapie rozwoju przedsiębiorstwo zazwyczaj nie generuje zysków, a jeżeli zysk się pojawi, to w całości jest on reinwestowany. Właściciele przedsiębiorstwa w tej sytuacji są dawcami, a nie jego biorcami – w postaci udziałów w zysku lub dywidend¹⁵. Wartość przedsiębiorstwa wynika głównie z jego możliwości rozwojowych, a nie osiągniętej dotychczas pozycji rynkowej. Z uwagi na brak lub niską rentowność przedsięwzięcia, co jest między innymi spowodowane brakiem lub niskimi przychodami, finansowanie na tym etapie bardzo często jest określane mianem wstępnego lub początkowego (*initial funding*). Angażowanie się funduszy *Venture Capital* na tym etapie jest dość incydentalne, w większym stopniu stanowi on obszar zainteresowania ze strony Aniołów biznesu.

faza "wczesnego rozwoju"

Faza wzrostu charakteryzuje się również wysokim ryzykiem operacyjnym oraz znacznymi jeszcze możliwościami rozwojowymi. Przedsiębiorstwo, umacniając swoją pozycję rynkową, ma przesłanki do dalszej rozbudowy i ekspansji, z uwagi na rosnące przychody ze sprzedaży, coraz większą rentowność sprzedaży pojawiają się pierwsze dodatnie pieniężne przepływy operacyjne, które jednak w głównej mierze są reinwestowane w dalszy rozwój firmy. W związku ze wzrostem intensywności prowadzonej działalności pojawia się zapotrzebowanie na kapitał finansowy ze źródeł zewnętrznych. Jednak towarzyszące w dalszym ciągu zwiększone ryzyko zniechęca dawców kapitału lub powoduje, że uwzględniają oni to ryzyko w cenie kapitału. Potrzeby finansowe na tym etapie nadal są znaczne co oznacza powstanie kolejnej luki kapitałowej, związanej z rozwojem firmy. Z uwagi na w dalszym ciągu zwiększone ryzyko przedsiębiorcy poszukują kapitału. Wśród dostępnych źródeł wymienia się banki komercyjne, które jednak do finansowania przedsiębiorstw znajdujących się w tej fazie podchodzą ze zwiększoną ostrożnością. Wśród źródeł finansowania można wymienić również dostawców i odbiorców, którzy finansują kapitał obrotowy poprzez kredyty dostawców, odbiorców, a także factoring i leasing. Niektórzy do źródeł finansowania w tej fazie zaliczają także fundusze *Venture Capital*, które oprócz wsparcia finansowego, mogą zaproponować również wsparcie menedżerskie oraz technologiczne. Jednak ciągle wysokie ryzyko niepowodzenia powoduje, że znalezienie inwestora w postaci kapitału ryzyka (*Venture Capital*) jest niezwykle trudne. Tego typu

¹⁴ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010, s. 49.

¹⁵ A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, op.cit., s. 108.

instytucje angażują się w przedsiębiorstwa w fazie rozwoju, jedynie w stabilnych i rozwiniętych gospodarkach, unikając inwestycji w projekty na rynkach rozwijających się¹⁶. Zdaniem A. Dulinięca działalność w tej fazie finansowana jest w głównej mierze kapitałem własnym, przy zastrzeżeniu, iż w końcowym etapie inwestycje mogą rozpocząć fundusze *Venture Capital*, fundusze inwestycyjne (agresywnego wzrostu), a także możliwa jest oferta publiczna lub pozyskanie inwestora strategicznego¹⁷. Bardzo często towarzyszą temu zmiany struktury właścicielskiej, poszerzając grono inwestorów, a ograniczając udział osób tworzących przedsiębiorstwo.



Finansowanie kolejnych faz związanych ze wzrostem produkcji, ekspansją jest znacznie łatwiejsze, gdyż przedsiębiorstwo staje się dochodowe i rysują się przed nim perspektywy rozwoju. Dominującą formą jest kapitał ryzyka w postaci funduszy *Venture Capital*, *mazzanine capital*, jak również debiut na rynku kapitałowym.

Podsumowując należy wskazać, iż finansowanie poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa jest bardzo zróżnicowane pod wieloma względami, zarówno pod względem struktury kapitału, formy wnoszonego (inwestowanego) kapitału, ryzyka, a także możliwości rozwojowych (zob. tab. 3.3.).

Tab. 3.3. Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa

	Powstawanie i początkowy rozwój	Wzrost	Dojrzałość	Schyłek
Ryzyko operacyjne	bardzo wysokie	wysokie	średnie	niskie
Możliwości rozwojowe	bardzo duże	duże	małe	brak
Rentowność operacyjna	ujemna	rosnąca dodatnia	wysoka dodatnia	dodatnia spadkowa
Przepływy pieniężne netto	ujemne	dodatnie/ujemne	wysokie dodatnie	dodatnie
Źródła finansowania (rodzaje kapitału)	kapitał własny, <i>Venture Capital</i>	kapitał własny, kapitał hybrydowy	kapitał obcy, kapitał własny	kapitał obcy, zwrot kapitału własnego
Ryzyko finansowe	bardzo niskie	niskie	średnie/wysokie	bardzo wysokie
Wypłaty dywidend	zerowe	niskie	wysokie	bardzo wysokie
Wskaźnik cena/zysk na jedną akcję	nie dotyczy	wysoki	średni	niski

Źródło: A. Dulinięca, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 114.

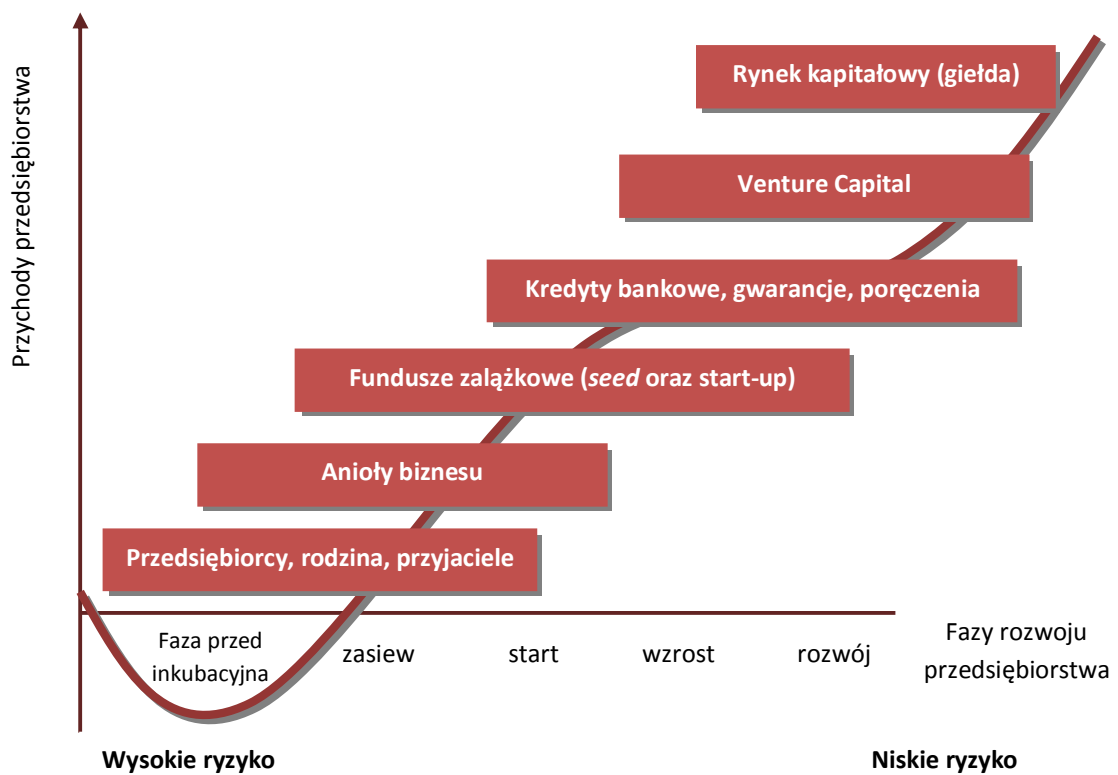
Firmy w różnych fazach rozwoju pozyskują kapitał na swój rozwój z różnych źródeł. Od stadium wejścia do przedsiębiorstwa uzależnione są zyski i ponoszone przez inwestora ryzyko. Im wcześniej dokonywana jest inwestycja tym oczekiwane są wyższe zyski z zaangażowanego kapitału, które niosą za sobą większe ryzyko. Przeprowadzając analizę źródeł finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa w zestawieniu z generowanymi na każdym etapie przychodami oraz ryzykiem inwestycyjnym można podać za Komisją Europejską, iż dotychczasowe źródła, podane powyżej pokrywają się (zob. rys. 3.3.). Na najtrudniejszym pod względem finansowania etapie, przedsiębiorcy

¹⁶ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinvestycji*, op. cit., s. 52.

¹⁷ A. Dulinięca, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, op. cit., s. 108.

zdani muszą być na własne oszczędności, rodzinę i przyjaciół, a w dalszych etapach mogą liczyć na Aniołów Biznesu i specjalne fundusze inwestujące swój kapitał w przedsiębiorstwa znajdujące się na początku swojej drogi.

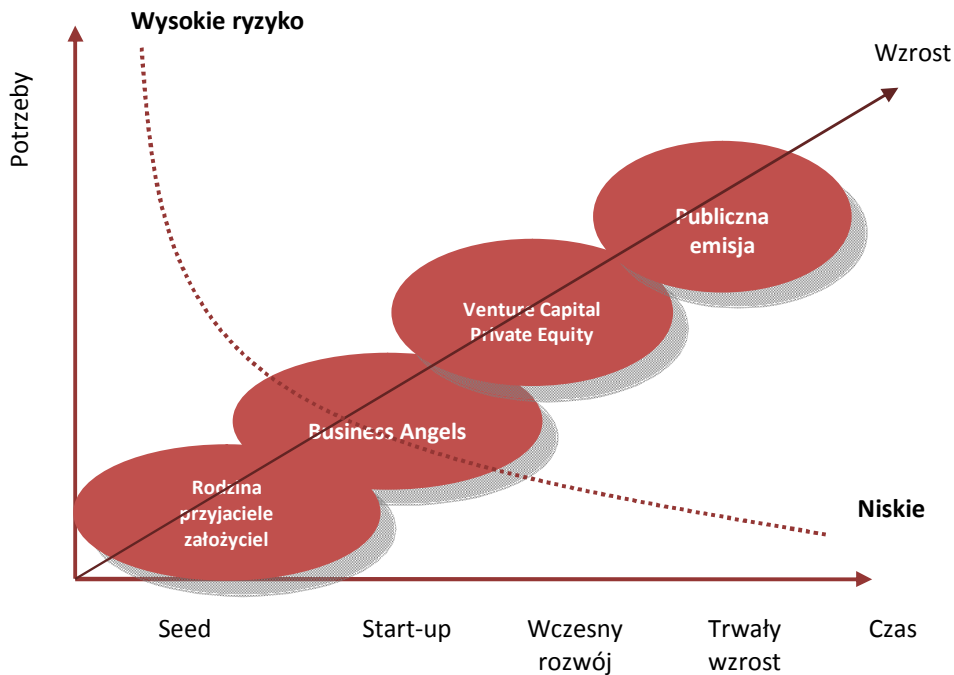
Podobną klasyfikację źródeł finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsięwzięcia prezentuje Europejska Sieć Aniołów Biznesu (zob. rys. 3.4.), według której istotną rolę w finansowaniu młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw odgrywają Aniołowie Biznesu (*Business Angels*) z uwagi na dostarczanie przez nich kapitału, który z innych źródeł, dla tych podmiotów nie jest dostępny. Aniołowie Biznesu przyczyniają się do realizowania udanych projektów, wspierając przedsiębiorców nie tylko kapitałowo, ale także swoim doświadczeniem, kontaktami, stając się niejako współtwórcami przedsięwzięcia¹⁸.



Rys. 3.3. Finansowanie poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa

Źródło: http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/index_en.htm

¹⁸ *Business Angels -Summary Brief on Private Informal Venture Capital Players, Information for Public Decision-makers, Entrepreneurs and Virgin Angels on the Role of Business Angels and their Networks*, EBAN - European Association of Business Angels Networks, August 2006, s. 4.



Rys. 3.4. Finansowanie przedsiębiorstw w różnych stadiach rozwoju wg EBAN

Źródło: *Business Angels, Summary Brief on Private Informal Venture Capital Players, European good practices, European Business Angel Network, s. 7.*

Komisja Europejska za Europejskim Stowarzyszeniem *Venture Capital* (EVCA) poszczególnym stadiom rozwoju przedsiębiorstwa przypisuje odpowiednie źródła finansowania, które różnią się w zależności od stadium rozwoju przedsiębiorstwa oraz w zależności od kraju. Ponadto uważa, iż problem finansowania najmniejszych, początkujących firm jest bardzo istotny również z punktu widzenia wzrostu gospodarczego, a niedoskonałości rynku w tym zakresie powinny być ograniczane poprzez zwiększanie dostępności poszczególnych źródeł w odpowiednim stadium rozwoju (zob. tab. 3.4.).

Tab. 3.4. Źródła finansowania sektora MSP w zależności od stadium rozwoju

Stadium rozwoju	Źródło finansowania
Faza zasiewów	Kapitał nieformalny pochodzący od założyciela i współpracowników. Kredyt bankowy, jeżeli jest dostępny i niezbędny.
Start-up	Kapitał nieformalny pochodzący od założyciela, współpracowników i znajomych. Kredyt bankowy, jeżeli jest dostępny oraz leasing sprzętu.
Ekspansja	Kapitał założycielski, udziały mniejszościowe, <i>Venture Capital</i> , kredyty bankowe oraz inne źródła finansowania w tym leasing i factoring.
Refinansowanie	Udziały mniejszościowe, <i>Venture Capital</i> , emisje akcji (IPO – <i>Initial Public Offering</i>)

Źródło: *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy, European Commission, Bruksela, August 2002, s. 6.*

W celu zwiększenia dostępności źródeł finansowania Komisja Europejska wskazuje możliwości finansowania poszczególnych instrumentów, nie mających charakteru dotacji, ale które mogą być uznane jako wsparcie Funduszy Strukturalnych lub innych instrumentów UE. Główne instrumenty i źródła ich finansowania prezentuje tab. 3.5.

Tab. 3.5. Główne instrumenty finansowe oraz źródła ich finansowania

Instrument finansowy	Typowe źródło
Kapitał formalny – <i>Venture Capital</i>	Fundusze <i>Venture Capital</i> , banki
Kapitał nieformalny – <i>Business Angels</i>	Sieci inwestorów oraz inwestorzy indywidualni
Kredyty	Banki i fundusze
Mikrokredyty	Specjalistyczne fundusze
Gwarancje	Fundusze gwarancyjne, m.in. inicjowane przez władze publiczne

Źródło: *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*, European Commission, op. cit., s. 7.

3.3. Dostępność źródeł finansowania dla mikro i małych przedsiębiorstw

Dostępność do zewnętrznego finansowania (m.in. środki unijne, kredyt, leasing) wśród mikro i małych przedsiębiorstw, na podstawie „Raportu o sytuacji mikro i małych firm w roku 2012” przygotowanego przez Bank Pekao, w opinii ankietowanych przedstawia się dość stabilnie. Zarówno ocena ostatnich 12 miesięcy, jak i przyszłych, nie odbiega swoim poziomem od wielkości osiągniętych w ciągu trzech ostatnich lat, kształtując się blisko neutralnego poziomu 100 punktów. Można zatem stwierdzić, iż mikro i mali przedsiębiorcy, od trzech lat dostępność zewnętrznych źródeł finansowania oceniają bardzo podobnie (zob. tab. 3.6.).

Tab. 3.6. Ocena dostępności zewnętrznego finansowania dla mikro i małych przedsiębiorstw

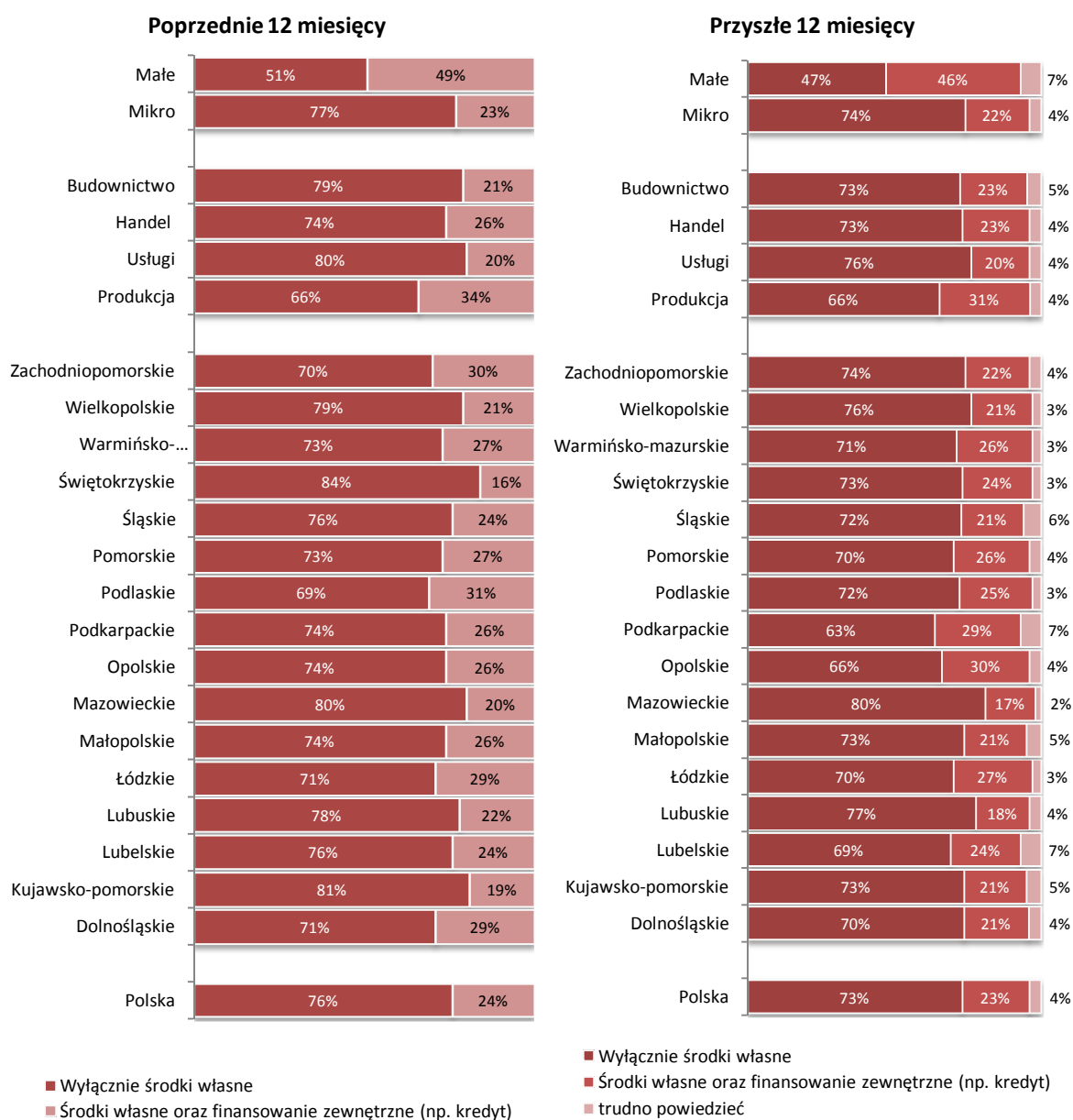
	Ocena dostępności zewnętrznego finansowania w roku 2012 – ostatnie 12 miesięcy	Ocena dostępności zewnętrznego finansowania w roku 2012 – przyszłe 12 miesięcy	Średnia indeksów w roku 2012	Średnia indeksów w roku 2011
Polska	97,1	97,9	97,5	98,1
Wielkość firmy				
Mikrofirmy	97,1	97,9	97,5	98,1
Małe firmy	96,4	96,7	96,6	98,2
Branża				
Produkcja	96,3	98,8	97,6	97,7
Usługi	97,1	97,8	97,4	98,0
Handel	97,3	97,9	97,6	98,2
Budownictwo	97,0	97,3	97,2	98,5

Źródło: Raport o sytuacji mikro i małych firm w roku 2012, Bank Pekao, Warszawa, styczeń 2013r., s. 62.

Dostęp do zewnętrznego finansowania lepiej ocenili najmniejsi przedsiębiorcy, prowadzący działalność w branży handlowej. Również mikrofirmy lepiej oceniają przyszłe 12 miesięcy, lecz w tym przypadku dominują przedsiębiorstwa produkcyjne. Analizując model finansowania mikro i małych firm, pomimo dość korzystnej oceny dostępności zewnętrznych źródeł finansowania, zauważa się dominację środków własnych, jako głównego elementu. Ponad trzy czwarte analizowanych przedsiębiorstw w ten sposób finansuje swój biznes (podobnie jak w roku 2011). Tylko 24 proc.

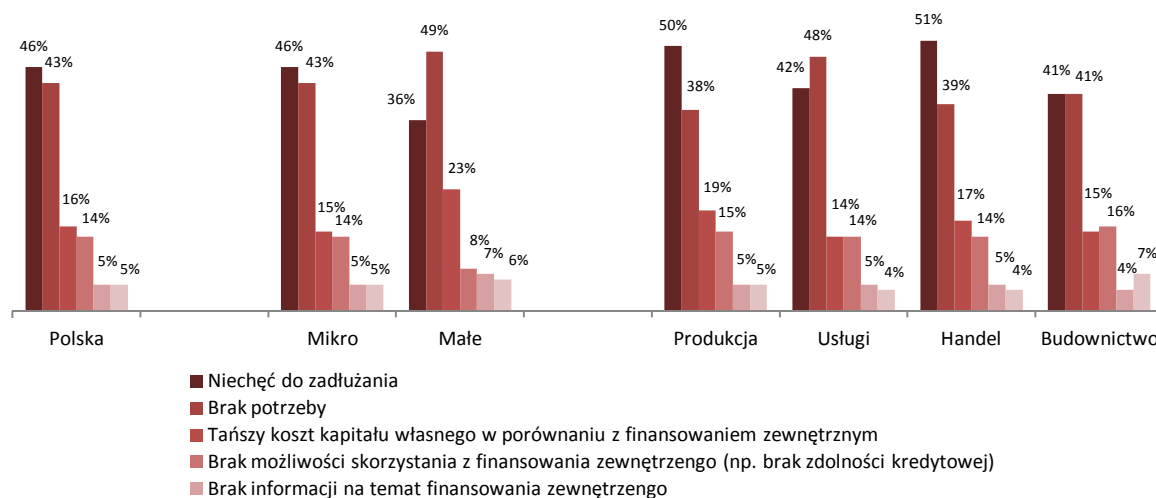
wykorzystywało środki finansowe pochodzące z zewnątrz firmy. Niestety również przyszłe 12 miesięcy w ocenie przedsiębiorców nie będzie w tym zakresie korzystne, gdyż jeszcze mniejszy ich odsetek planuje korzystać z finansowania zewnętrznego. O ile w przypadku małych przedsiębiorstw, około połowa korzysta również z finansowania zewnętrznego, to w przypadku mikro firm zdecydowana większość korzysta i będzie korzystać wyłącznie ze środków własnych (zob. rys. 3.5.).

Wśród przyczyn takiego postępowania najczęściej pada odpowiedź o niechęci do zewnętrznego zadłużania (46 proc.) oraz braku potrzeby (43 proc.). Tylko 16 proc. wskazuje na koszt pozyskania finansowania zewnętrznego w porównaniu z kosztem kapitału własnego, a 14 proc. ankietowanych podaje, że problemem jest brak zdolności kredytowej (zob. rys. 3.6.).



Rys. 3.5. Źródła finansowania firmy według województw, branży i wielkości firmy

Źródło: *Raport o sytuacji mikro i małych firm w roku 2012*, Bank Pekao, Warszawa, styczeń 2013, s. 63.



Rys. 3.6. Przyczyny finansowania firmy ze środków własnych według branży i wielkości firmy

Źródło: *Raport o sytuacji mikro i małych firm w roku 2012*, Bank Pekao, Warszawa, styczeń 2013, s. 64.

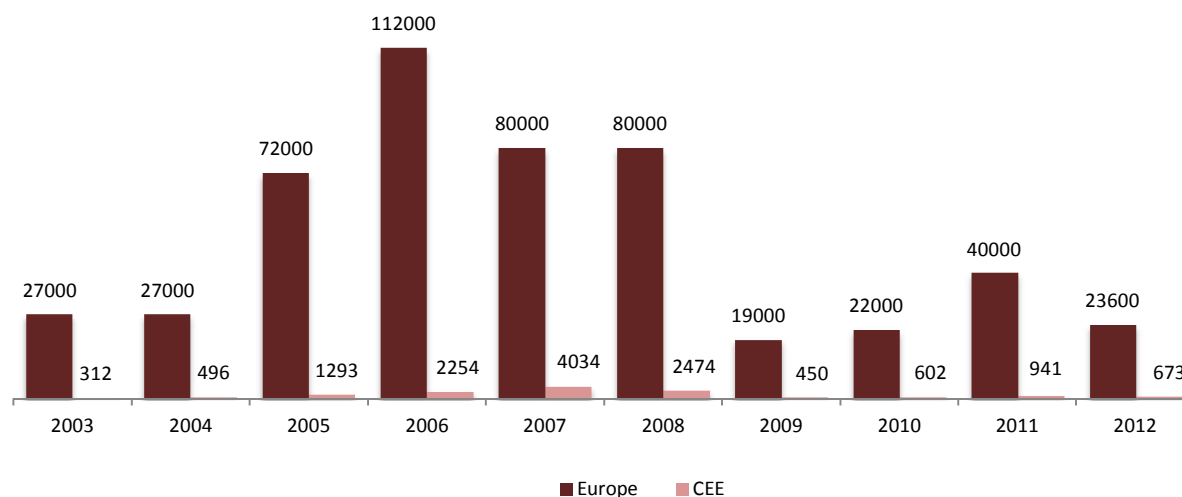
3.4. Rynek *Private Equity* w Europie

Kapitały wszystkich funduszy ryzyka w Europie zgromadzone w roku 2012 wynosiły 23,6 mld euro, co stanowiło spadek o 43 proc. w porównaniu z rokiem poprzednim, z tego na Europę Środkowo Wschodnią przypadało 673 mln euro (zob. rys. 3.7.). Jak pokazują dane *European Venture Capital Association* (EVCA), rok 2012 był okresem, w którym załamała się dotychczasowa tendencja wzrostowa, co było rezultatem mniejszej aktywności największych instytucji. Analizując źródła pochodzenia kapitałów zauważa się dominację Europy. Niespełna połowa kapitałów (48,2%) pochodzi z Wielkiej Brytanii, Francji, krajów skandynawskich, Niemiec i Hiszpanii, podczas gdy z pozostałych państw Europy Zachodniej niespełna 12%, źródłem jednej czwartej kapitałów są Stany Zjednoczone (wzrost o 5% w porównaniu z rokiem 2011). Mniejszą aktywnością wykazują się również inwestorzy z Australii oraz Azji (5,7% – 2010r.; 14,5% – 2011r.; 13,1% – 2012). Na uwagę zasługuje również fakt znacznego ograniczenia źródeł kapitałów pochodzących z Wielkiej Brytanii z 17,2% w 2011r. do 10,8% w 2012r., natomiast zwiększyła się wartość środków pochodzących z Francji (2011r. – 12,0%, 2012r. – 17,4%)¹⁹.

Pomimo znacznego ograniczenia pozyskiwanego kapitału, jego zainwestowana wartość w 2012 roku wyniosła 36,5 mld euro (spadek o 19% w porównaniu z rokiem 2011), natomiast w regionie Europy Środkowo-Wschodniej był to 1,0 mld euro (spadek o 19% w porównaniu do roku poprzedniego). Podobnie jak w latach poprzednich zdecydowana większość inwestycji realizowana była przez fundusze *Buyout & Growth* w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstwa, czyli w fazę ekspansji, uzdrowienia firmy, fazę refinansowania oraz wykupu (zob. rys. 3.8.). Fundusze VC, specjalizujące się głównie w inwestycjach w początkowe fazy, najczęściej inwestowały w rozwój pomysłu (*seed*).

¹⁹ 2012 *Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity*, www.evca.com (14.09.2013r.), *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 4.

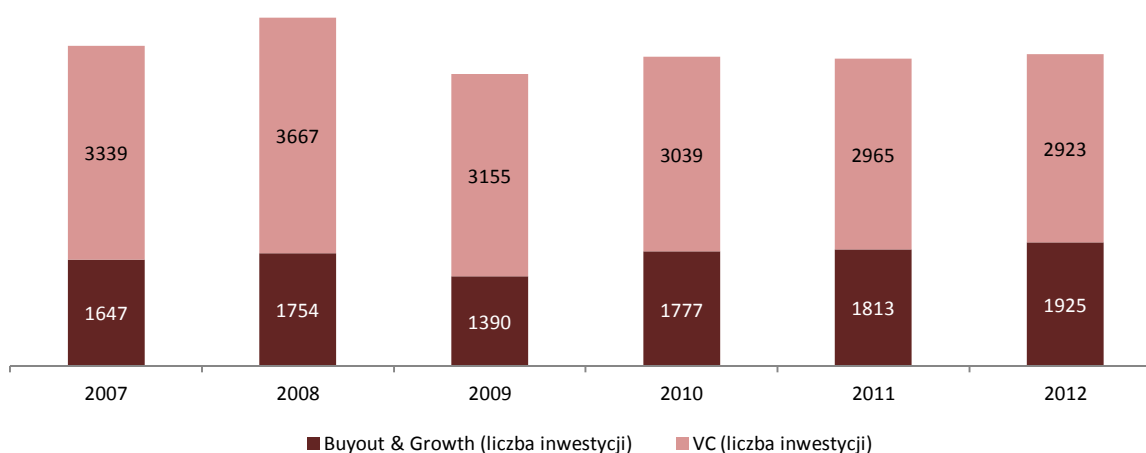
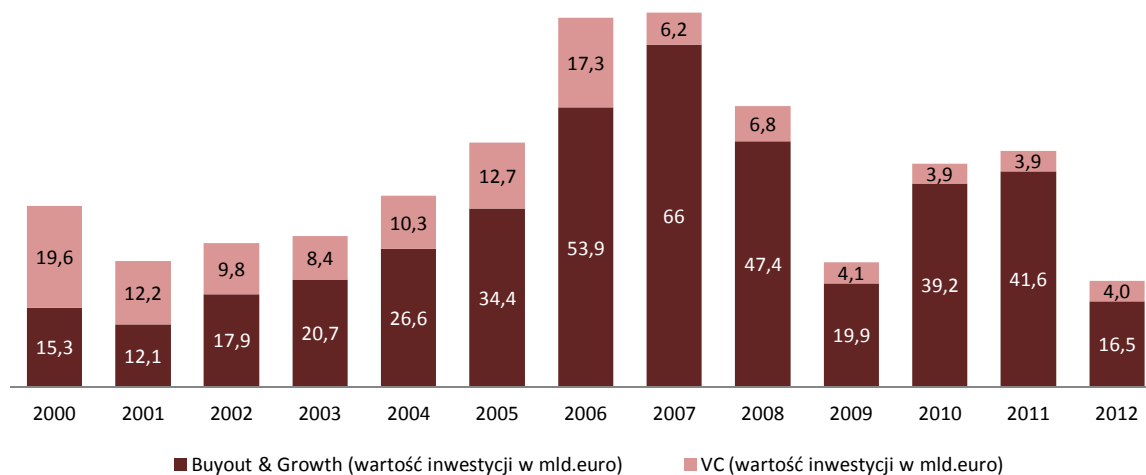
Analizując natomiast liczbę zrealizowanych transakcji, potwierdzona została tendencja dominacji funduszy VC nad *Buyout & Growth*, na co wpływ z pewnością miała niższa wartość realizowanych wejść kapitałowych w przypadku tej grupy. W 2012 roku wartość wszystkich inwestycji kapitałów ryzyka była znacznie niższa, niż ta zrealizowana na początku XXI wieku.



Rys. 3.7. Kapitały funduszy ryzyka w Europie i Europie Środkowo-Wschodniej w 2003-2012 latach (mln euro)

Źródło: 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity, www.evca.com (14.09.2013r.), *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 4-5.

Analiza inwestycji w poszczególne fazy rozwoju przedsiębiorstwa pokazuje, że również w 2012 roku etapy początkowe nie cieszyły się zainteresowaniem funduszy ryzyka. Znaczna część inwestycji w ujęciu wartościowym przeprowadzana była w późniejsze fazy, w których od wielu lat dominuje faza wykupu (zob. rys. 3.9.). Ponadto rok 2012 był okresem, w którym po trzech latach wzrostu wartość inwestycji zmniejszyła się również w fazę wykupu. Niepokojącym jest malejąca wartość wejść w bardzo młode pomysły i przedsiębiorstwa. Fazy załączkowa i startu od lat cieszą się najmniejszym zainteresowaniem funduszy PE/VC, co z jednej strony nasuwa pytanie, dlaczego, a z drugiej powoduje konieczność ciągłego poszukiwania źródeł i podmiotów, które zaaprobują ryzyko związane z takimi inwestycjami i postanowią zaangażować się w projekty znajdujące się na początku swojej drogi.

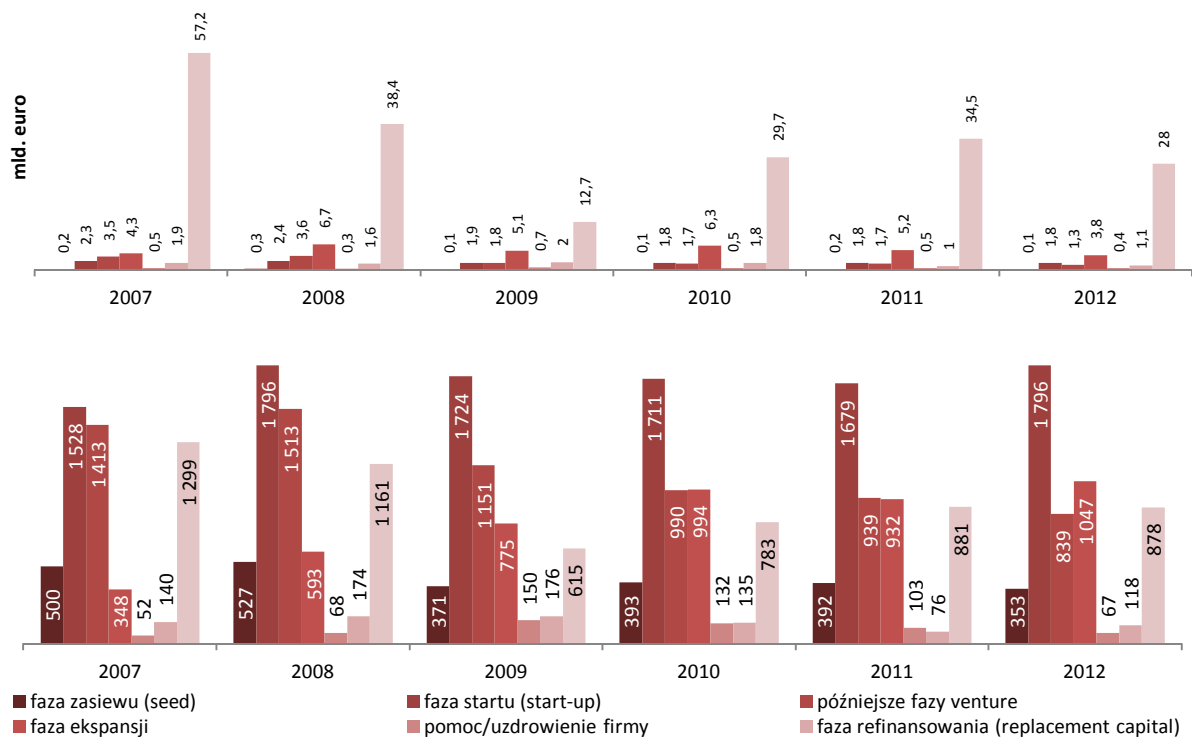


Rys. 3.8. Wartość i liczba inwestycji dokonanych przez kapitały ryzyka w Europie w latach 2000-2012

Źródło: 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity, www.evca.com (14.09.2013r.).

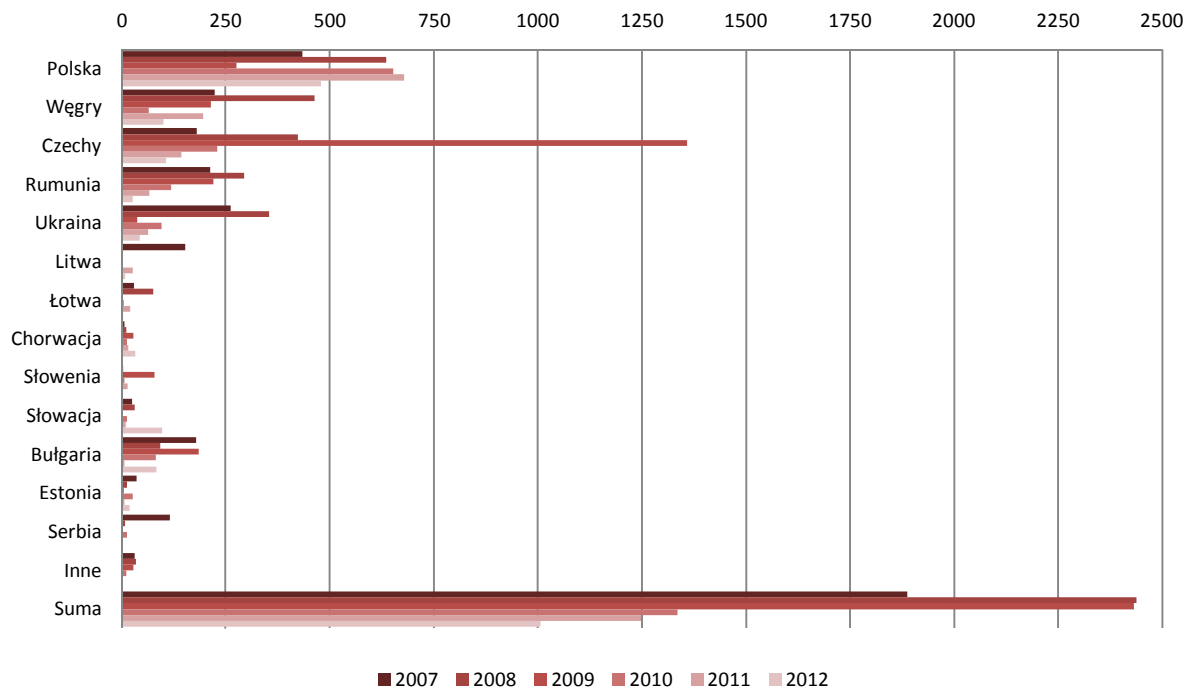
Działalność inwestycyjna PE/VC w 2012 roku w Europie Środkowo-Wschodniej, podobnie jak w latach ubiegłych skoncentrowana była w kilku krajach. Najwięcej transakcji zrealizowano w Polsce, Czechach, na Węgrzech, Słowacji i w Bułgarii, stanowiąc 86% wszystkich inwestycji pod względem jej wartości oraz 63% pod względem ogólnej liczby finansowanych przedsiębiorstw²⁰. W zestawieniach dominuje Polska zarówno w ujęciu wartościowym (47%), jak i ilościowym (ok. 34%) przeprowadzanych inwestycji, potwierdzając potencjał rynku (zob. rys. 3.10. i 3.11.). W wielu krajach naszego regionu widoczny jest spadek ogólnej wartości inwestycji funduszy *Private Equity*. Są jednak kraje w których w 2012 roku odnotowano ich wzrost, a zaliczają się do nich m.in. Słowacja, Bułgaria, Chorwacja, Estonia.

²⁰ Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 11.



Rys. 3.9. Inwestycje funduszy PE w Europie w zależności od fazy rozwoju przedsiębiorstwa w ujęciu wartościowym i ilościowym

Źródło: 2012 Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity, www.evca.com (14.09.2013r.).

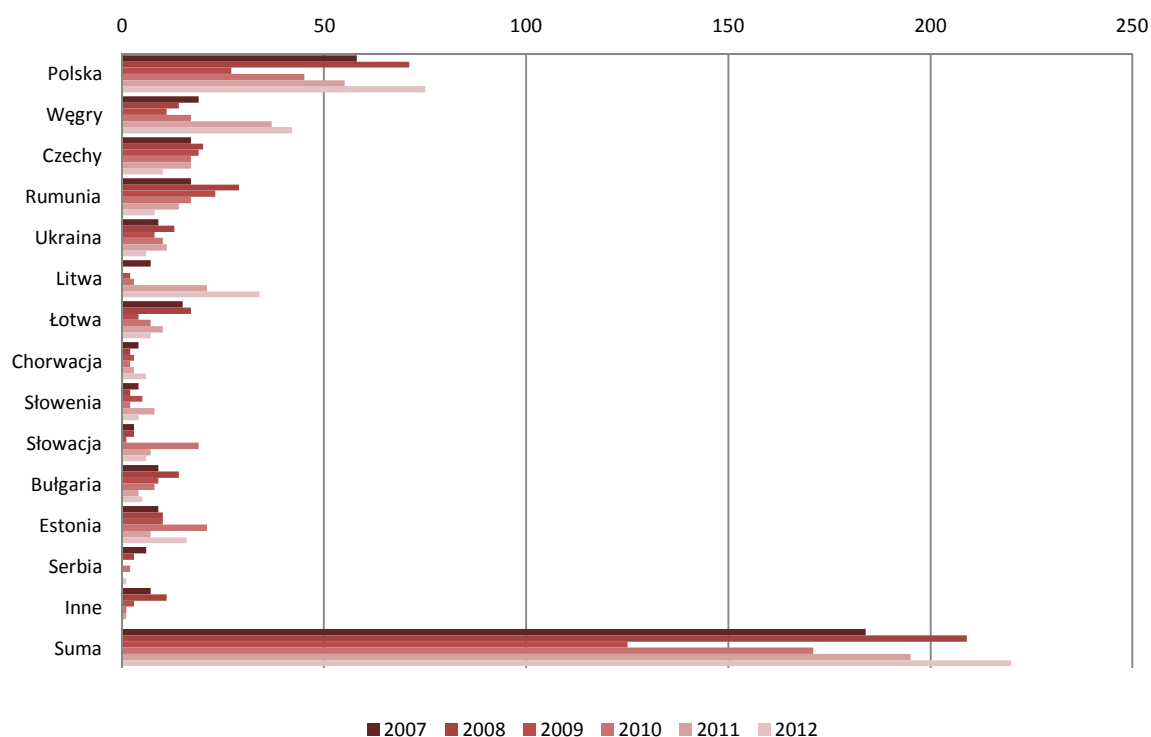


Rys. 3.10. Poziom inwestycje kapitału *Private Equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2007-2012 (w mln euro)²¹

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 12.

²¹ W kategorii „Inne” ujęto informacje z następujących krajów: Bośnia i Hercegowina, Czarnogóra, Macedonia, Mołdawia.

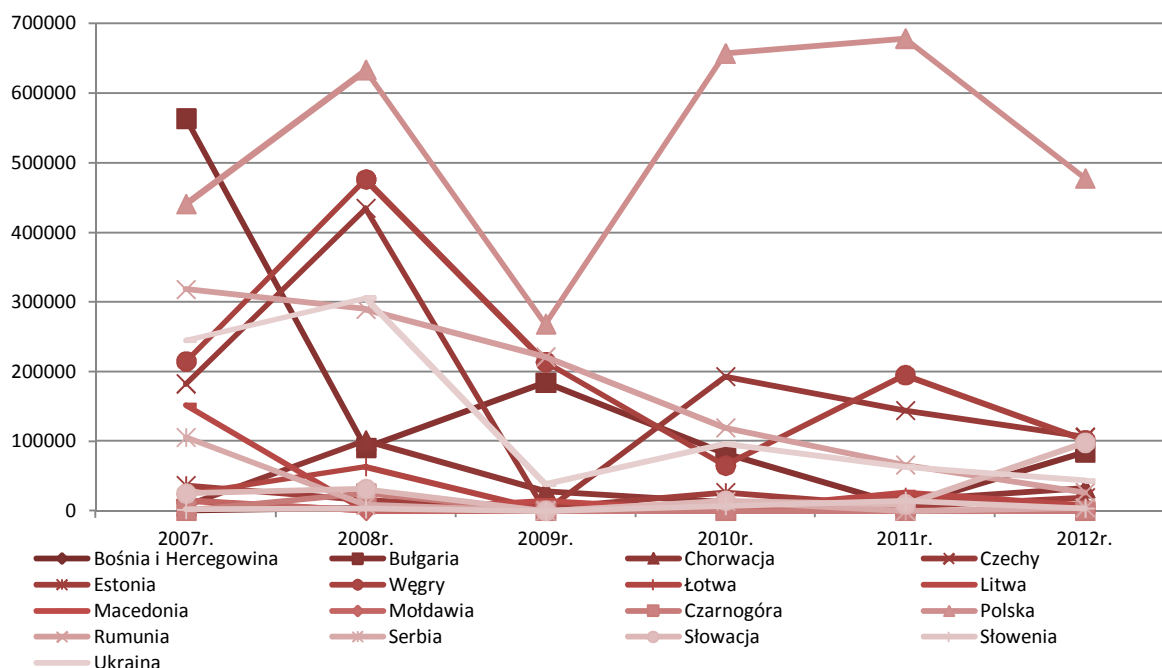
Pod względem ilości przeprowadzonych transakcji rok 2012 był wyjątkowy pomimo malejącej z roku na rok skumulowanej wartości inwestycji. Po pierwsze została zachowana tendencja wzrostowa, zapoczątkowana w 2009 roku, po drugie był to rok rekordowy pod względem ilości przeprowadzonych w przedsiębiorstwa inwestycji w ostatnich sześciu latach (220 szt.). Niższa wartość inwestycji przy rosnącej ich liczbie, świadczy o niższej przeciętnej wartości jednostkowej transakcji. Rys. 3.12. oraz tab. 3.7. kolejny raz potwierdzają dominację Polski, jako miejsca atrakcyjnego i charakteryzującego się potencjalnymi do przeprowadzenia inwestycjami. Świadczy o tym prawie połowa ogólnej wartości inwestycji całego regionu Europy Środkowo-Wschodniej, która została zainwestowana w Polsce, potwierdzając atrakcyjność inwestycyjną, nie tylko w tradycyjne branże i przedsiębiorstwa, ale także oparte na nowoczesnych rozwiązaniach technicznych i technologicznych. Dominacja Polski jako rynku docelowego dla kapitału ryzyka, świadczy również o zadowalających stopach zwrotu, jakie planują osiągnąć inwestorzy w kilkuletniej perspektywie. Na uwagę zasługują również Węgry, Czechy oraz Bułgaria i Słowacja. Jednak w dwóch pierwszych krajach widoczny jest spadek wartości inwestycji, natomiast w dwóch ostatnich odnotowano znaczny wzrost wartości inwestycji kapitałów PE/VC. Pozostałe kraje tego regionu mają symboliczne znaczenie charakteryzując się pojedynczymi transakcjami. Jednak z pewnością również operacje w tych krajach mają istotne znaczenie dla danej społeczności i gospodarki. Nie należy więc umniejszać ich wkładu w rozwój całego regionu.



Rys. 3.11 Liczba inwestycji kapitału *Private Equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2007-2011 (w szt.)²²

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 13.

²² W kategorii „Inne” ujęto informacje z następujących krajów: Bośnia i Hercegowina, Czarnogóra, Macedonia, Mołdawia.



Rys. 3.12. Wartość inwestycji funduszy PE/VC w firmy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2007-2011

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 16.

Analizując branże cieszące się największą popularnością w porównaniu z rokiem poprzednim, w 2012 co czwarte euro zainwestowane było w przedsiębiorstwa związane z naukami o życiu ludzkim (w 2011 r. – 9,5 proc.), co piąte w firmy wytwarzające dobra konsumpcyjne i handel detaliczny (w 2011 r. – 23,6 proc.). Ponad, przeciętnym zainteresowaniem cieszyły się również przedsiębiorstwa związane z usługami finansowymi (2011 r. – 7,9 proc.; 2012 r. – 11,4 proc.), branżą komunikacyjną (2011 r. – 21,8 proc.; 2012 r. – 10,8 proc.). Na uwagę zasługuje branża związana z energią i ochroną środowiska, w przypadku której wartość inwestycji w przedsiębiorstwa wzrosła w ciągu roku o 100 proc. (2011 r. – 4,1 proc.; 2012 r. – 8,5 proc.)²³.

Większość inwestycji przeprowadzana była głównie w fazy finansowania obarczone mniejszym ryzykiem, co potwierdza, że VC nie chcą ponosić ryzyka charakteryzującego np. Anioły Biznesu. W Europie Środkowo-Wschodniej, podobnie zresztą jak w jej zachodniej części, inwestowano głównie w przedsiębiorstwa znajdujące się w końcowych fazach rozwoju (zob. tab. 3.7). Natomiast fazy obarczone największą niepewnością, w których wielokrotnie istnieje dopiero pomysł, prototyp, lub firma dopiero co rozpoczęła prowadzenie działalności i wyprodukowała pierwsze egzemplarze produktów, cieszą się niewielkim zainteresowaniem. Inwestycje w fazy zasiewu w ciągu pięciu analizowanych lat nie uległy diametralnym zmianom. Nieco lepiej sytuacja kształtuje w inwestycjach w przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie startu. Od 2009 roku wartość ta wzrosła niemal siedmiokrotnie. Cieszyć może rosnące stopniowo zaangażowanie w fazy *venture*, czyli charakteryzujące się największym, spośród wszystkich ryzykiem.

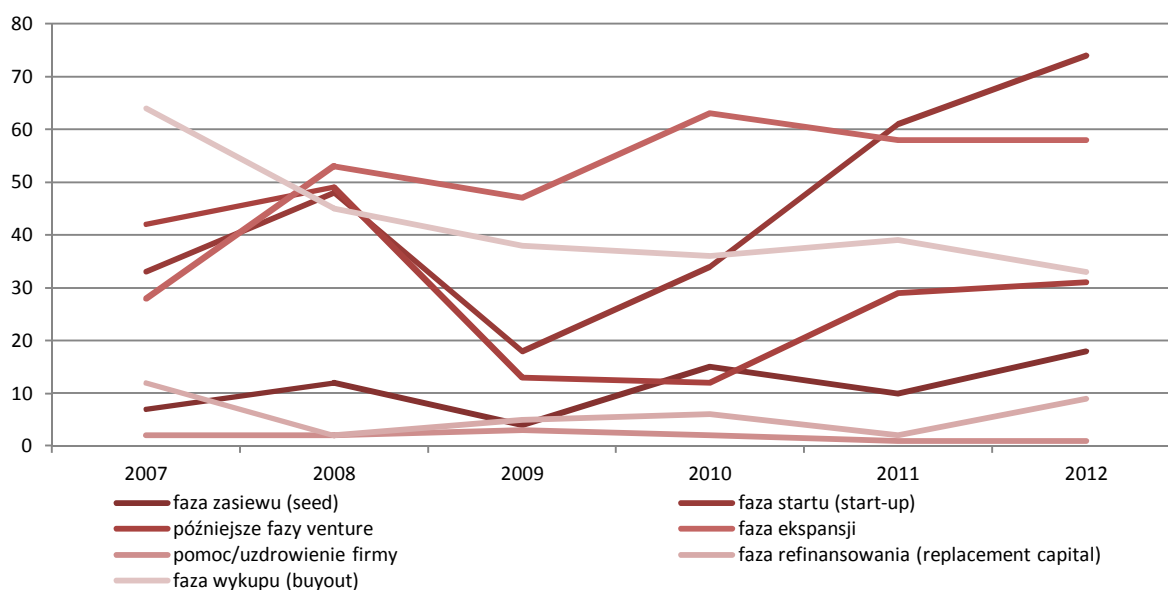
²³ *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 14.

Tab. 3.7. Całkowita wartość inwestycji funduszy PE/VC w firmie w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (w tys. euro) oraz jako proc. PKB

Kraj	Całkowita wartość inwestycji (w tys. euro)						Wartość inwestycji funduszy w przedsiębiorstwa w stosunku do PKB (w proc.)					
	2007r.	2008r.	2009r.	2010r.	2011r.	2012r.	2007r.	2008r.	2009r.	2010r.	2011r.	2012r.
Bośnia i Hercegowina	456	4 208	6 267	0	0	0	0,004	0,036	0,052	0,000	0,000	0,000
Bułgaria	563 374	90 477	184 003	82 238	7 225	84 164	1,950	0,265	0,543	0,229	0,019	0,211
Chorwacja	7 150	100 875	28 154	12 500	15 625	32 299	0,017	0,213	0,061	0,027	0,035	0,073
Czechy	182 368	434 553	1 396 299	192 973	143 933	105 874	0,143	0,294	1,017	0,124	0,092	0,069
Estonia	36 316	14 972	4 507	26 382	6 508	18 630	0,232	0,093	0,033	0,184	0,041	0,109
Węgry	214 682	476 104	213 637	65 046	194 841	101 455	0,208	0,422	0,223	0,067	0,194	0,103
Łotwa	23 654	63 084	997	5 280	20 222	3 802	0,111	0,273	0,005	0,029	0,100	0,017
Litwa	151 661	0	1 183	1 604	26 671	7 651	0,531	0,000	0,004	0,006	0,086	0,023
Macedonia	13 500	0	14 388	0	0	0	0,233	0,000	0,217	0,000	0,000	0,000
Mołdawia	15 050	0	0	10 860	975	0	0,462	0,000	0,000	0,243	0,019	0,000
Czarnogóra	0	25 000	0	0	0	0	0,000	0,809	0,000	0,000	0,000	0,000
Polska	440 715	633 210	268 094	657 002	678 436	477 615	0,141	0,167	0,089	0,186	0,183	0,125
Rumunia	318 089	289 371	220 881	119 138	65 918	26 506	0,239	0,205	0,189	0,098	0,049	0,020
Serbia	105 718	8 402	0	13 208	0	4 350	0,649	0,049	0,000	0,045	0,000	0,014
Słowacja	24 700	31 145	0	14 473	9 149	97 848	0,040	0,046	0,000	0,022	0,013	0,137
Słowenia	1 554	2 853	0	6 945	14 089	3 508	0,004	0,008	0,227	0,020	0,039	0,010
Ukraina	245 021	305 745	38 244	95 827	63 309	43 314	0,230	0,232	0,045	0,092	0,053	0,033
Całość Europa Środkowo- Wschodnia	2 344 007	2 479 998	2 455 783	1 303 476	1 246 901	1 007 015	0,190	0,201	0,239	0,115	0,104	0,082
Całość Europa	71 445 012	52 674 787	22 690 468	41 689 066	44 870 147	36 459 491	0,570	0,394	0,181	0,320	0,328	0,260

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2009*, An EVCA Special Paper, EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2010, s. 11; *Central and Eastern Europe Statistics 2011*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, August 2012, s. 17; *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 16.

W roku 2008 inwestycje w pierwsze fazy rozwoju firmy wykazywały tendencję wzrostową, jednak kolejny okres okazał się znacznie gorszym, co z pewnością zostało wywołane, wielokrotnie wspomnianym już kryzysem finansowym (zob. rys. 3.13.). Wywołał on znaczny odpływ inwestorów i kapitałów z rynków wschodzących, obarczonych większym ryzykiem, tym samym znaczne ograniczenie inwestycji kapitału *Private Equity*, jednak spadek ten był znacznie bardziej odczuwalny i widoczny w fazach początkowych niż późniejszych. Jednak rok 2012 charakteryzuje się wzrostem liczby inwestycji w początkowe fazy (venture), próbując odbudować potencjał sprzed kryzysu. Natomiast łączna liczba inwestycji osiągnęła maksimum w ciągu sześciu ostatnich lat.



Rys. 3.13. Liczba inwestycji funduszy VC w Europie Centralnej i Wschodniej w poszczególnych fazach finansowania w latach 2007-2012

Źródło: EVCA *Central and Eastern Europe Statistics 2009*, An EVCA Special Paper, EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2010, s. 13; *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 19.

Rozpatrując inwestycje kapitału *Private Equity* w przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie zasiewu i startu (start-up) zauważa się, że w niektórych krajach były okresy, w których takie inwestycje nie były przeprowadzane (tab. 3.8). Najwięcej inwestycji, w ujęciu wartościowym, w fazę *seed* zrealizowano w Polsce, w fazie startu z kolei dominowały Węgry, znacznie przewyższając pozostałe kraje. Również późniejsze fazy venture były domeną inwestycji w tym ostatnim kraju. Pozostałe fazy były już wyłączną domeną Polski, która przewodzi także w łącznej wartości przeprowadzonych w 2012 roku inwestycji. Jak wynika z tab. 3.8. inwestycje w 2012 roku w niektórych krajach przewyższyły te przeprowadzone rok wcześniej, niestety więcej jest państw, w których wartość inwestycji uległa zmniejszeniu.

Tab. 3.8. Rodzaje inwestycji funduszy VC w Europie w zależności od fazy finansowania w ujęciu wartościowym

Fazy finansowania	Europa Środkowa i Wschodnia									
	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.
	2008		2009		2010		2011		2012	
faza zasiewu (<i>seed</i>)	4 027	0,2	1 561	0,1	3 381	0,3	4 256	0,3	3 247	0,3
faza startu (<i>start-up</i>)	58 959	2,4	10 652	0,4	27 411	2,1	52 513	4,2	72 773	7,2
późniejsze fazy <i>venture</i>	123 245	5,0	31 295	1,3	34 709	2,7	37 439	3,0	26 502	2,6
total venture	186 231	7,6	43 418	1,8	65 501	5,1	94 209	7,6	102 522	10,2
faza ekspansji	709 783	28,9	309 861	15,9	524 730	40,6	267 284	21,5	204 820	20,3
pomoc/uzdrowienie firmy	568	0,0	6 800	0,3	4 573	0,4	1 923	0,2	3 100	0,3
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	5 000	0,2	170 745	7,0	37 161	2,9	21 770	1,8	41 899	4,2
faza wykupu (<i>buyout</i>)	1 554 028	63,3	1 843 960	75,1	659 720	51,1	858 394	69,0	654 675	65,0
Suma	2 455 610	100,0	2 455 783	100,0	1 291 685	100,0	1 243 580	100,0	1 007 015	100,0
Fazy finansowania	Cała Europa									
	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.	wartość (w tys. euro)	w proc.
	2008		2009		2010		2011		2012	
faza zasiewu (<i>seed</i>)	283 609	0,6	144 093	0,6	111 308	0,3	162 165	0,4	130 260	0,4
faza startu (<i>start-up</i>)	2 409 490	4,6	1 848 213	8,1	1 730 420	4,2	1,795,104	4,1	1 802 639	4,9
późniejsze fazy <i>venture</i>	4 126 630	7,9	1 829 421	8,1	1 671 937	4,1	1,705,149	3,9	1 251 615	3,4
total venture	6 829 728	13,1	3 821 727	16,8	3 513 664	8,5	3,662,408	8,3	3 184 515	8,7
faza ekspansji	7 038 643	13,5	4 493 697	19,8	6 366 528	15,4	5,096,498	11,6	3 807 652	10,4
pomoc/uzdrowienie firmy	282 696	0,5	683 160	3,0	490 711	1,2	392,224	0,9	372 040	1,0
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	1 471 731	2,8	1 774 590	7,8	1 734 743	4,2	854,749	1,9	1 104 748	3,0
faza wykupu (<i>buyout</i>)	36 651 817	70,1	11 971 294	52,5	29 126 285	70,6	34,087,325	77,3	27 990 536	76,8
Suma	52 274 615	100,0	22 690 468	100,0	41 231 931	100,0	44,093,204	100,0	36 459 491	100,0

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper*, July 2009, Edited by the EVCA Central and Eastern European Task Force, s. 12; *Central and Eastern Europe Statistics 2009, An EVCA Special Paper*, EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2010, s. 13; *Central and Eastern Europe Statistics 2011, An EVCA Special Paper* Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2011, s. 17; *Central and Eastern Europe Statistics 2011, An EVCA Special Paper* Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, August 2012, s. 19; *Central and Eastern Europe Statistics 2012, An EVCA Special Paper* Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 18.

Tab. 3.9. Rodzaje inwestycji funduszy wysokiego ryzyka w poszczególnych krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2007-2012 (w tys. euro)

Fazy finansowania	Bułgaria	Chorwacja	Czechy	Estonia	Węgry	Łotwa	Litwa	Polska	Rumunia	Serbia	Słowacja	Słowenia	Ukraina	Inne kraje*
2012														
faza zasiewu (<i>seed</i>)	0	0	0	327	0	0	200	2 720	0	0	0	0	0	0
faza startu (<i>start-up</i>)	85	0	127	8 329	55 930	400	4 080	2 522	0	0	0	1 300	0	0
późniejsze fazy <i>venture</i>	0	3 000	5 101	0	8 303	1 642	0	3 843	3 055	0	0	0	1 557	0
Suma <i>venture</i>	85	3 000	5 229	8 656	64 293	2 042	4 280	9 084	3 055	0	0	1 300	1 557	0
faza ekspansji	3	12 102	4 220	8 974	2 683	1 360	3 371	144 042	6 750	0	5 348	8	15 959	0
Pomoc/uzdrowienie firmy	0	0	0	0	0	0	0	3 100	0	0	0	0	0	0
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	0	0	0	1 000	0	400	0	30 301	0	0	0	0	10 198	0
faza wykupu (<i>buyout</i>)	84 076	17 198	96 425	0	34 539	0	0	291 087	16 700	4 350	92 500	2 200	15 600	0
Suma	84 164	32 299	105 874	18 630	101 455	3 802	7 651	477 615	26 506	4 350	97 848	3 508	43 314	0
2011														
faza zasiewu (<i>seed</i>)	0	0	0	137	3 445	0	0	674	0	0	0	0	0	0
faza startu (<i>start-up</i>)	100	5 625	2 713	1 192	27 388	2 450	546	10 697	0	0	0	1 802	0	0
późniejsze fazy <i>venture</i>	324	0	2 783	0	9 198	403	2 185	15 281	4 000	0	0	0	3 266	0
Suma <i>venture</i>	424	5 625	5 496	1 329	40 031	2 853	2 731	26 652	4 000	0	0	1 802	3 266	0
faza ekspansji	6 801	0	7 733	4 200	494	1 500	10 294	162 856	31 763	0	9 149	4 920	26 600	975
Pomoc/uzdrowienie firmy	0	0	0	0	0	0	0	1 923	0	0	0	0	0	0
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	0	0	0	0	0	3 270	0	0	18 500	0	0	0	0	0
faza wykupu (<i>buyout</i>)	0	10 000	125 678	979	154 331	12 600	13 646	489 196	11 654	0	0	6 867	33 443	0
Suma	7 225	15 625	138 906	6 508	194 856	20 222	26 671	680 627	65 918	0	9 149	13 589	63 309	975
2010														
faza zasiewu (<i>seed</i>)	0	0	0	957	853	0	0	0	0	0	1 742	0	0	0
faza startu (<i>start-up</i>)	1 328	300	13 139	4 125	5 761	206	104	1 541	1 904	0	0	0	0	0
późniejsze fazy <i>venture</i>	0	0	9 910	732	11 286	0	0	1 272	3 185	0	330	1 129	0	0
Suma <i>venture</i>	1 328	300	23 048	5 814	17 900	206	104	2 813	5 089	0	2 072	1 129	0	0
faza ekspansji	80 910	0	84 779	11 931	6 897	5 074	0	114 454	52 049	13 208	9 346	0	92 711	10 860
Pomoc/uzdrowienie firmy	0	0	0	0	0	0	1 500	3 073	0	0	0	0	0	0
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	0	0	0	3 200	0	0	0	16 145	12 000	0	0	5 816	0	0
faza wykupu (<i>buyout</i>)	0	12 200	85 146	5 438	40 249	0	0	520 517	50 000	0	3 055	0	3 116	0
Suma	82 238	12 500	192 973	26 382	65 046	5 280	1 604	657 002	119 138	13 208	14 473	6 945	95 827	10 860

* Bośnia i Hercegowina, Czarnogóra, Macedonia, Mołdawia.

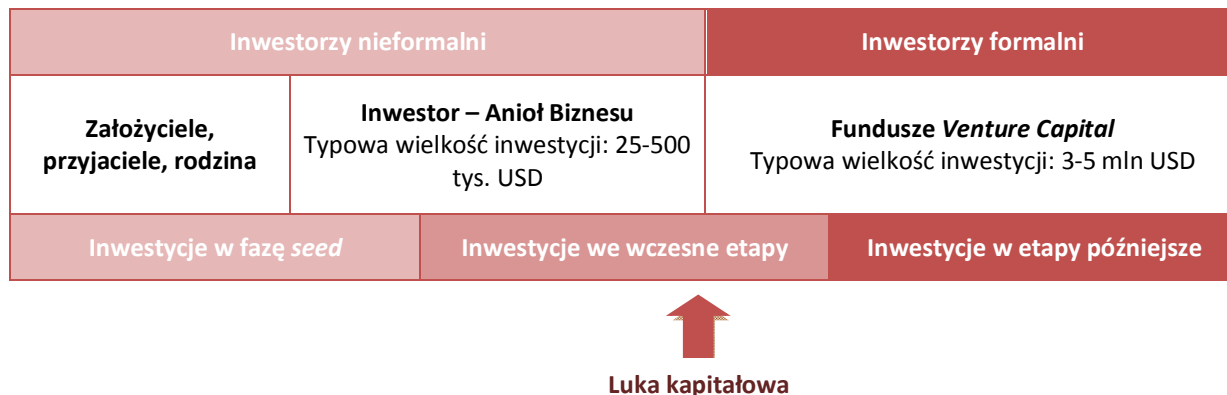
2009														
faza zasiewu (<i>seed</i>)	0	0	0	451	0	0	0	1 100	10	0	0	0	0	0
faza startu (<i>start-up</i>)	1 600	0	0	2 292	1 255	0	145	0	4 170	0	0	900	200	0
późniejsze fazy <i>venture</i>	1 275	0	28 248	0	362	0	0	634	0	0	0	776	0	0
Suma <i>venture</i>	2 875	0	28 248	2 743	1 617	0	145	1 734	4 180	0	0	1 676	200	0
faza ekspansji	582	14 417	205 889	1 764	956	197	1 038	61 559	89 932	0	0	1 000	7 260	6 267
Pomoc/uzdrowienie firmy	0	0	400	0	0	300	0	6 100	0	0	0	0	0	0
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	0	0	139 965	0	8 640	0	0	99	22 041	0	0	0	0	0
faza wykupu (<i>buyout</i>)	180 546	13 736	1 021 797	0	202 424	500	0	198 602	104 728	0	0	76 454	30 784	14 388
Suma	184 003	28 154	1 396 299	4 507	213 637	997	1 183	268 094	220 881	0	0	79 130	38 244	20 655
2008														
faza zasiewu (<i>seed</i>)	0	0	0	0	0	0	0	4 003	0	0	0	0	0	302
faza startu (<i>start-up</i>)	3 771	0	281	1 100	2 017	2 993	0	10 660	5 551	0	0	500	0	252
późniejsze fazy <i>venture</i>	3 397	4 000	12 717	2 644	22 900	4 368	0	35 687	3 984	1 300	0	2 353	398	658
Suma <i>venture</i>	7 168	4 000	12 998	3 744	24 917	7 361	0	50 350	9 535	1 300	0	2 853	398	1 212
faza ekspansji	81 969	0	250 660	3 000	49 387	19 723	0	73 515	90 157	7 102	8 416	0	208 673	2 996
Pomoc/uzdrowienie firmy	500	0	0	0	0	0	0	68	0	0	0	0	0	0
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	0	0	0	0	0	0	0	0	5 000	0	0	0	0	0
faza wykupu (<i>buyout</i>)	840	96 875	170 894	8 228	401 800	36 000	0	509 277	184 679	0	22 729	0	96 673	25 000
Suma	90 477	100 875	434 553	14 972	476 104	63 084	0	633 210	289 371	8 402	31 145	2 853	305 745	29 208
2007														
faza zasiewu (<i>seed</i>)	0	0	0	0	0	0	0	2 483	0	60	0	377	0	377
faza startu (<i>start-up</i>)	0	4 800	500	322	2 083	2 683	3 124	3 321	0	0	1 240	104	4 242	79
późniejsze fazy <i>venture</i>	3 322	2 350	3 692	1 600	13 399	296	1 896	40 267	1 327	0	0	0	369	0
Suma <i>venture</i>	3 322	7 150	4 192	1 922	15 482	2 980	5 020	46 070	1 327	60	1 240	481	4 611	456
faza ekspansji	9 167	0	116 238	9 000	12 906	3 000	0	96 813	94 818	1 092	0	1 073	230 325	0
Pomoc/uzdrowienie firmy	0	0	75	0	0	0	0	1 256	0	0	0	0	0	0
faza refinansowania (<i>replacement capital</i>)	0	0	2 250	0	0	0	0	8 069	59 477	56 000	0	0	10 085	7 750
faza wykupu (<i>buyout</i>)	550 885	0	59 613	25 395	186 295	17 674	146 640	288 507	162 466	48 567	23 460	0	0	20 800
Suma	563 374	7 150	182 368	36 316	214 682	23 654	151 661	440 715	318 089	105 718	24 700	1 554	245 021	29 006

Źródło: EVCA; www.evca.com.

3.5. Działalność sieci Aniołów Biznesu w Europie

Według amerykańskiego stowarzyszenia Aniołów Biznesu-*Angel Capital Association* (ACA), Anioł Biznesu to osoba dysponująca doświadczeniem w prowadzeniu biznesu oraz kapitałem, bezpośrednio inwestująca w obiecujące przedsiębiorstwo w zamian za objęcie części akcji spółki²⁴. Podobnie Anioły Biznesu definiowane są przez Europejskie Stowarzyszenie Aniołów Biznesu (EBAN), które określa ich jako osoby prywatne, które inwestują własne pieniądze w przedsiębiorstwa w początkowym etapie rozwoju, charakteryzujące się potencjałem wzrostu, w zamian za objęcie części akcji spółki²⁵. Oprócz kapitału inwestor zasila firmę swoją wiedzą w zakresie zarządzania, siecią kontaktów biznesowych, odgrywając ważną rolę na wczesnym etapie biznesowej drogi każdego przedsiębiorstwa.

Prywatni inwestorzy, oprócz niezbędnego kapitału odgrywają także kluczową rolę w zapewnieniu strategicznej i operacyjnej wiedzy oraz kapitału społecznego w postaci sieci silnych relacji osobistych, zapewniających zaufanie we współpracy i działaniu. Badania nad aniołami biznesu wielokrotnie udowodniły, że przedsiębiorcy doświadczenie prywatnych inwestorów cenią bardziej niż samo finansowanie. Ponadto, inwestycje Aniołów Biznesu często mogą posłużyć jako sygnał dla innych inwestorów, że firma przeszła pierwsze badanie przez osobę z doświadczeniem w tej dziedzinie²⁶. Miejsce prywatnego inwestora w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa prezentuje rys. 3.14.



Rys. 3.14. Miejsce prywatnego inwestora w procesie finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa

Źródło: *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing, December 2011, s. 21.

Dostępne dane dotyczące aktywizacji Aniołów Biznesu stanowiąc tylko część rynku określanego jako „widoczny” (*visible*), zazwyczaj obejmują tych, którzy uczestniczą w programach rządowych, korzystają z ulg podatkowych lub są częścią współpracy inwestycyjnej. Większość inwestycji Anioła jest indywidualna, informacje zwykle trudne do zdobycia, a efekty nie publikowane, składając się na część rynku określaną jako „niewidoczną” (*invisible*). Stąd też wielokrotnie napotyka się trudności z pozyskiwaniem danych na temat całego rynku Business Angels. Według OECD „niewidzialna” część

²⁴ <http://www.angelcapitalassociation.org> (21.09.2012).

²⁵ <http://www.eban.org> (21.09.2012).

²⁶ *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing, 2011, s. 28.

rynku jest bardzo trudna do oszacowania i znacznie przekracza część „widzialną” (zob. tab. 3.10.). W raporcie o rynku Aniołów Biznesu w Europie widzialnia jego część w 27 krajach Unii Europejskiej została oszacowana na 28,5 – 30 tys. indywidualnych BA²⁷. Natomiast całkowita liczba Aniołów zarówno tych z rynku „widzialnego”, jak i „niewidzialnego” w UE to od 170 do 240 tys. indywidualnych inwestorów²⁸.

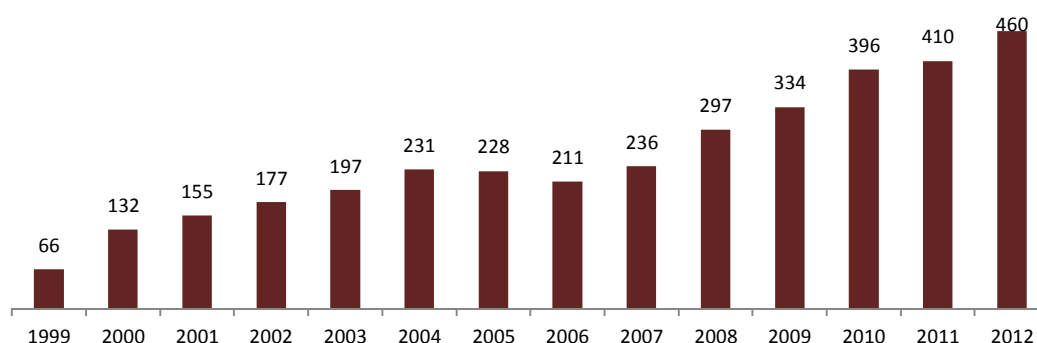
Tab. 3.10. Szacunki rynku Aniołów Biznesu i funduszy *Venture Capital* (w mln USD)

	„Widzialna” część rynku BA (udział w całym rynku w 2009 r.	Szacunkowy rozmiar BA rynku w 2009 r.	Cały VC* rynek w 2009 r.
Stany Zjednoczone	469 (3%)	17 000	18 275
Europa	383 (7%)	5 557	5 309
Wielka Brytania	74 (12%)	624	1 087
Kanada	34 (9%)	388	393

*VC rozmiar rynku zawierający VC inwestycje we wszystkich etapach: *seed*, start, wczesne fazy, rozwój, późne etapy.

Źródło: *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing, 2011, s. 45.

W 2012 roku wartość rynku Aniołów Biznesu²⁹ przekroczyła pięć miliardów euro (5,1 mld EUR), osiągając rekordowy poziom, stanowiąc jednocześnie ok. 30 proc. rynku amerykańskiego, którego wartość przekroczyła 17 mld euro³⁰. *European Business Angels Network* (EBAN) zidentyfikował 460 grup (sieci) aniołów biznesu w Europie (rys. 3.15.), w których zrzeszonych było ponad 26 143 inwestorów (20 proc. wzrost w porównaniu z 2011 r.). Przeprowadzili oni inwestycje o wartości 509 mln euro (+19 proc. – 427 mln EUR w 2011 r.), finansując 2 913 przedsiębiorstw, dzięki którym powstało 17 881 miejsc pracy. Najszybciej rosnącymi rynkami w 2012 roku były Finlandia, Irlandia i Turcja. Średnia wartość transakcji przeprowadzanej przez sieci Aniołów Biznesu wynosiła 1,1 mln euro, natomiast przeciętna wartość inwestycji w przedsiębiorstwo to 174,8 tys. euro³¹.



Rys. 3.15. Liczba sieci aniołów biznesu w Europie w latach 1999-2012

Źródło: *European Angel Investment Overview 2012*, www.eban.org

²⁷ *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies. Final report*, Centre for Strategy&Evaluation Services, October 2012, s. 13.

²⁸ Ibidem, s. 15.

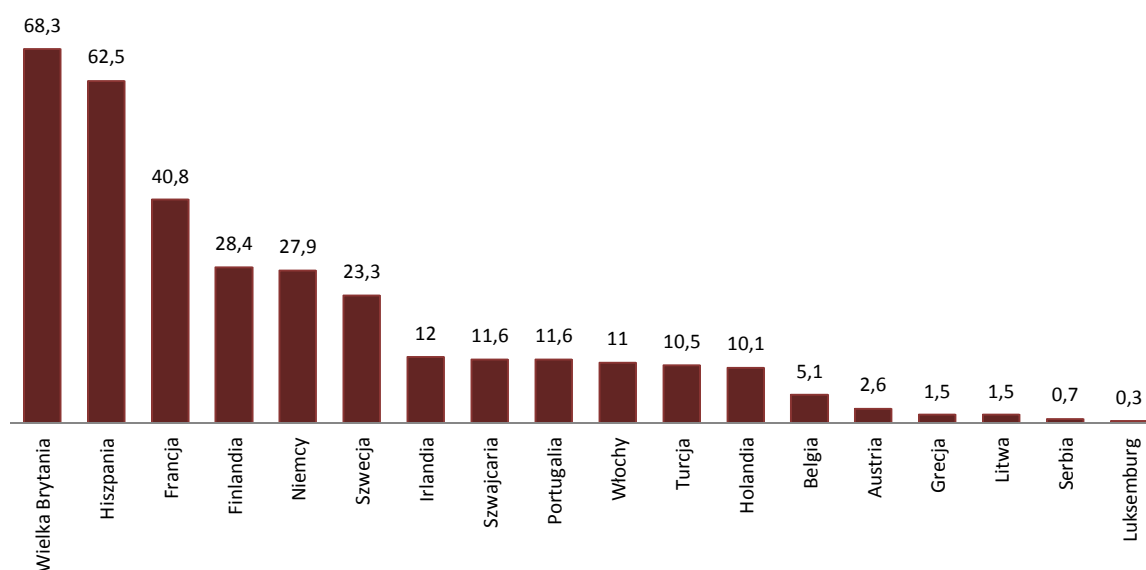
²⁹ Dane za 2012 rok opublikowane przez EBAN są znacznie okrojone i uboższe, w porównaniu z tymi z lat poprzednich. W wyniku zmian kadrowych oraz strukturalnych w EBAN brak jest szczegółowych informacji na temat inwestycji przeprowadzanych przez sieci Aniołów Biznesu w Europie oraz poszczególnych inwestorów. W związku z tym w raporcie część informacji (które udało się autorowi zdobyć) zostaną zaprezentowane dane za rok 2012, natomiast inne bardziej szczegółowe dotyczą inwestycji przeprowadzonych w roku 2011.

³⁰ *European Angel Investment Overview 2012*, www.eban.org.

³¹ Ibidem.

Jak zostało wspomniane wcześniej europejski rynek Aniołów Biznesu dzieli się na część widoczną, mierzalną, która raportuje wyniki swojej działalności oraz tę niewidoczną, której aktywność nie jest raportowana, a wartość której można jedynie oszacować w przybliżeniu. Zgodnie z szacunkami EBAN wartość nieformalnego rynku aniołów biznesu w 2012 roku w Europie wyniosła ponad 5 mld euro, co oznacza, że rynek formalny stanowi około 10 proc. wartości sektora nieformalnego³².

Najwięcej inwestycji w ujęciu wartościowym zostało przeprowadzonych w Wielkiej Brytanii i Hiszpanii, które odnotowały wzrost odpowiednio 12 proc. i 5 proc. Spadek wartości inwestycji Aniołów Biznesu odnotowano we Francji i we Włoszech, odpowiednio o 10 proc. i 8 proc. (zob. rys. 3.16.).

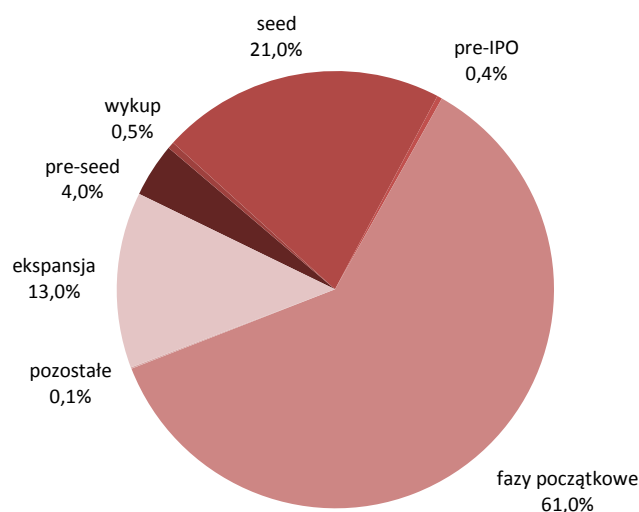


Rys. 3.16. Wartość zrealizowanych w 2012 roku inwestycji przez Anioły Biznesu zrzeszone w sieciach Business Angels w Europie

Źródło: *European Angel Investment Overview 2012*, www.eban.org

Zgodnie z wcześniejszymi informacjami dotyczącymi finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa, w 2010 roku widoczna była wzmożona aktywność Aniołów Biznesu w inwestowaniu w początkowe etapy. Większość przeprowadzonych inwestycji została zrealizowana w początkowe fazy (start up, początkowy rozwój) oraz w fazy załączkowe (zob. rys. 3.17.). Późniejsze, polegające na finansowaniu ekspansji firmy, łącznie z wykupami menadżerskimi i ofertą publiczną, nie cieszyły się popularnością wśród europejskich aniołów biznesu. Fazy te pozostają domeną funduszy *Private Equity/Venture Capital*, które w głównej mierze angażują kapitał w przedsiębiorstwa o ugruntowanej pozycji na rynku.

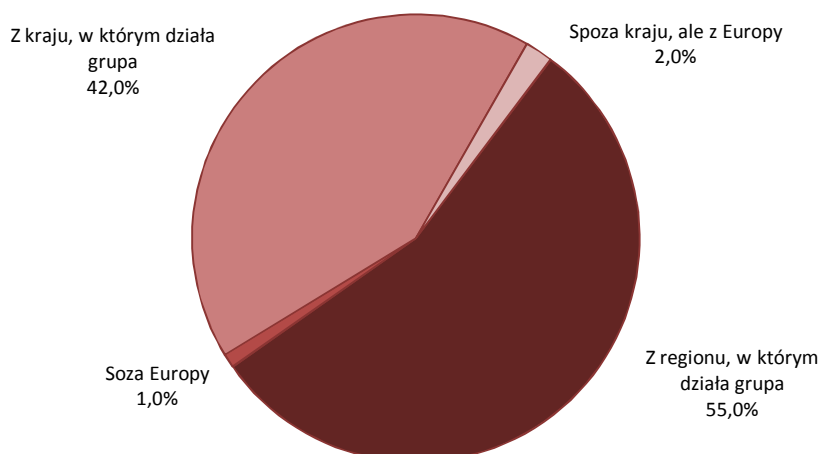
³² Ibidem.



Rys. 3.17. Inwestycje Aniołów Biznesu w poszczególne fazy rozwoju przedsiębiorstwa w Europie

Źródło: *Statistics Compendium 2010*, The European Trade Association for Business Angels, *Seed Funds and other Early Stage Market Players*, EBAN, Bruksela 2010, s. 8.

Bardzo interesujące jest źródło pochodzenia kapitału, wykorzystywanego w 2010 roku przez Aniołów do inwestycji. Zauważa się w tym przypadku jego regionalne pochodzenie. W przeważającej części aniołowie biznesu inwestują w przedsiębiorstwa, które mają powstać lub już funkcjonują w regionie w którym mieszkają (zob. rys. 3.18.). Widać również, że prawie w ogóle nie jest wykorzystywany kapitał z zagranicy. Ankietowani przez EBAN aniołowie wskazywali, że proces inwestycyjny często odbywa się we współpracy z regionalnymi, lokalnymi organizacjami przedsiębiorców, takimi jak izby handlowe, parki naukowe, technologiczne, regionalne agencje rozwoju, czy uczelnie wyższe.



Rys. 3.18. Źródło pochodzenia kapitału wykorzystywanego do inwestycji przez Aniołów Biznesu w Europie

Źródło: *Statistics Compendium 2010*, op. cit., s. 10.

Porównując działalność inwestycyjną Aniołów Biznesu i funduszy VC, w szczególności tych zrzeszonych w Europejskim Stowarzyszeniu Funduszy VC (EVCA) w 2012 roku, zauważalna jest podobna liczba przedsiębiorstw będących przedmiotem ich inwestycji. Nie zmienia to jednak ogólnego poglądu o tym, że fundusze VC zainteresowane są głównie późniejszymi fazami. Analizując wyłącznie fazy *seed* i start-up, dominacja Aniołów Biznesu jest zauważalna w liczbie inwestycji,

natomiast całkowita zainwestowana kwota jest w dalszym ciągu większa w przypadku VC. Jednak jeżeli w analizie uwzględniona zostanie wartość rynku „invisible”, wówczas wartość inwestycji w początkowej fazie rozwoju przedsiębiorstwa przewyższą tę wygenerowaną przez fundusze VC (zob. tab. 3.11).

Tab. 3.11. Porównanie zaangażowania Aniołów Biznesu i funduszy *Venture Capital* w początkowych fazach rozwoju w Europie w 2012 roku

	EBAN	Fundusze VC zrzeszone w EVCA (zaangażowanie w finansowanie początkowe ³³)
Sieci Aniołów Biznesu	460	
Liczba zrzeszonych inwestorów	26 105 ³⁴	
Liczba wspartych przedsiębiorstw	2 913	2 923
Liczba powstałych miejsc pracy	17 881	
Całkowita zainwestowana kwota (w euro)	509 mln ³⁵	3,2 mld

Źródło: 2012 *Pan-European Private Equity and Venture Capital Activity, Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments*, www.evca.com; *European Angel Investment Overview 2012*, The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players, www.eban.org.

Różnic pomiędzy Aniołami Biznesu, a funduszami *Venture Capital* jest znacznie więcej niż tylko inwestowanie w różne fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Jak zostało wspomniane wcześniej, BA dostarczają istotnego punktu widzenia młodego przedsiębiorstwa kapitału społecznego, wykorzystując swoje bogate doświadczenie. Ponadto, inwestując własne pieniądze i wielokrotnie również swoją reputację aktywnie włączają się w zarządzanie i prowadzenie projektu (zob. tab. 3.12). Cechy wyróżniające prywatnych inwestorów powodują, że są bardziej skłonni ponosić większe ryzyko i nie zawsze celem nadrzędnym jest zysk.

Tab. 3.12. Kluczowe różnice pomiędzy Aniołami Biznesu a funduszami *Venture Capital*

Charakterystyka	Aniołowie Biznesu	<i>Venture Capital</i>
Przeszłość	byli przedsiębiorcy	finansowanie, doradztwo, niektóre wywodzące się z przemysłu
Podejście inwestycyjne	inwestowanie własnych pieniędzy	zarządzanie funduszem i/lub inwestowanie pieniędzmi innych ludzi
Etap inwestycji	etap inkubacji, wczesny etap	teoretycznie fazy <i>seed</i> , wczesne i późniejsze, praktycznie późniejsze etapy
Instrumenty inwestycji	akcje zwykłe (często dzięki regulacji choć ograniczonej)	akcje uprzywilejowanych
Przepływ	poprzez sieci społeczne i/lub grupy BA	poprzez sieci społeczne jak również aktywny szerszy zasięg
<i>Due diligence</i>	przeprowadzane przez BA oparte na ich własnych doświadczeniach	prowadzone przez pracowników VC czasem z pomocą zewnętrzną (np. firm prawniczych, itp.)
Geograficzne sąsiedztwo inwestycji	większość inwestycji ma lokalny charakter	inwestowanie w kraju, coraz częściej międzynarodowe z lokalnymi partnerami
Zakładana rola inwestycji	aktywna, praktyczna	miejsca w zarządzie, strategiczna
Zwrot z inwestycji i motywacja do inwestowania	ważny, ale nie najważniejszy powód dla inwestorów BA	bezwartkowy, VC musi zapewnić godziwe zyski dla inwestorów, aby umożliwić pozyskać nowe fundusze (a więc pozostać w biznesie)

Źródło: *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing, 2011, s. 39.

³³ Fazy te obejmują *seed*, *start-up*, późniejsze fazy *venture*.

³⁴ Dane dotyczą rynku „widocznego” (*visible*), według szacunków EBAN liczba inwestorów działających na rynku „niewidocznym”, nie rejestrowanym (*invisible*) to 261 054.

³⁵ Wartość zainwestowanego kapitału na rynku nie rejestrowanym według EBAN w 2012 roku wyniosła 5,086 mld euro.

3.6. Inwestycje kapitału wysokiego ryzyka w Stanach Zjednoczonych

Inwestycje kapitałowe w młode, innowacyjne przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych stanowią jeden z filarów finansowania działalności gospodarczej. Kapitał ryzyka „buduje” przedsiębiorstwa zaczynając od inwestowania w najprostsze formy przedsiębiorczości, a kończąc na wejściu firmy na giełdę. Dzięki kapitałowi ryzyka oraz działalności Aniołów Biznesu powstało i funkcjonuje nadal wiele przedsiębiorstw, nie tylko innowacyjnych z zakresu nowoczesnych technologii, ale również w tradycyjnych sektorach. Funkcjonujące w Stanach Zjednoczonych fundusze *Venture Capital* według stanu na koniec 2012 roku zarządzały kapitałem o wartości podobnej jak w roku ubiegłym – 199,2 mld USD³⁶. Również wartość inwestycji była podobna do roku poprzedniego wynosząc 26,7 mld USD (2011 r. – 28,7 mld USD). Kwota ta została zaangażowana w 3 143 przedsiębiorstwa, z czego w 1 174 po raz pierwszy (o 18 proc. mniej niż w roku 2011). Zauważalny jest niewielki wzrost inwestycji przeprowadzanych w początkowe fazy oraz rozwój przedsiębiorstwa, w porównaniu w okresem ubiegłym. Pomimo wyników zbliżonych do roku 2011, osiągnięcie wartości z roku 2000 jeszcze długo nie zostanie pobite (2000 r. – 8032)³⁷.

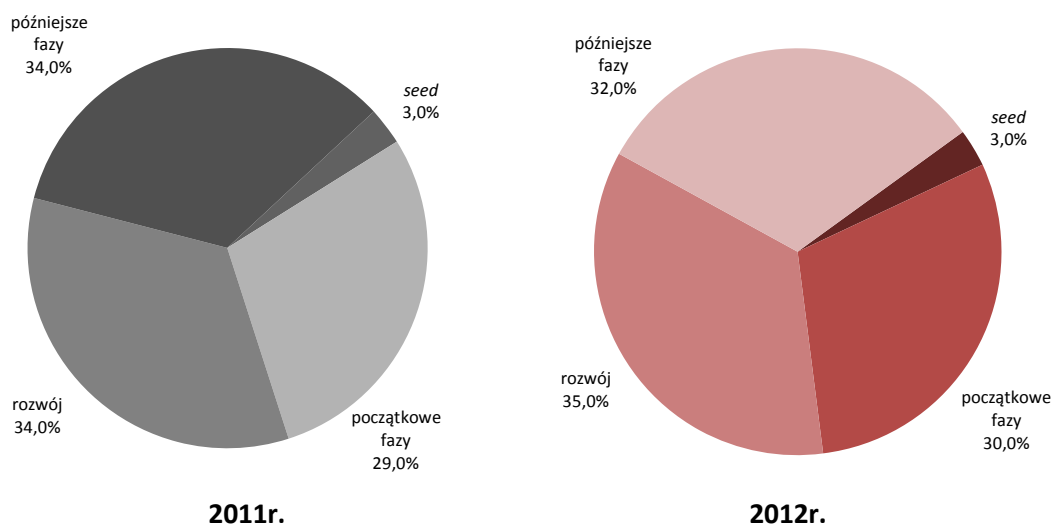
Przeprowadzając analizę inwestycji w odniesieniu do faz rozwoju przedsiębiorstwa, widać znacznie większe zainteresowanie, w porównaniu z Europą, początkowymi etapami (zob. rys. 3.19.). W Stanach Zjednoczonych co trzecia transakcja była przeprowadza w przedsięwzięcie znajdujące się w początkowej fazie (podobnie jak w roku 2011). Jest to tym ważniejsze, gdyż na początku działalności wsparcie finansowe jest niezwykle ważne, a ponadto fundusze oferują także wsparcie fachowe w postaci pomocy w zarządzaniu, wyborze i opracowywaniu strategii itp. Zdecydowanie najwięcej inwestycji zarówno w ujęciu wartościowym, jak i ilościowym zostało przeprowadzonych w Kalifornii w Dolinie Krzemowej. Branżami cieszącymi się niezmiennie największym zainteresowaniem inwestorów były te związane z oprogramowaniem (31%), biotechnologią (15,4%), energią (10,5%) oraz sprzętem medycznym (9,4%)³⁸.

Amerykański rynek kapitałów ryzyka jest znacznie bardziej rozwinięty od europejskiego, o czym świadczy liczba inwestorów zaangażowanych w perspektywiczne pomysły, wartość transakcji, stwarzając większe możliwości inwestycyjne. W 2012 wartość zrealizowanych inwestycji była mniejsza od tej wygenerowanej rok wcześniej. Zmieniennym i wartym zauważenia jest malejąca od czterech lat wartość inwestycji w fazę zalążkową (*seed*), w ciągu trzech lat zanotowano spadek o niespełną połowę w porównaniu do roku 2010. Wartą odnotowania jest również mniejsza wartość inwestycji w inne wczesne fazy. Oba wymienione przypadki charakteryzowały się w 2012 roku największymi zmianami in minus (zob. tab. 3.13. i 3.14.). Pomimo tego, amerykański rynek *Venture Capital* charakteryzuje się znacznie większym poziomem zaangażowania w początkowe fazy rozwoju przedsiębiorstwa, np. w porównaniu z rynkiem europejskim (w tym także Europą Środkowo-Wschodnią). Charakterystyczna jest również, próba odbudowy rynku, podobnie jak w przypadku Europy. Tendencja wzrostowa od 2009 roku była kontynuowana, jednak w roku 2012 skończyła się, czego obrazem były znacznie gorsze wyniki.

³⁶ *National Venture Capital Association. Yearbook 2013*, Thomson Reuters, March 2013, s. 9.

³⁷ *Ibidem*, s. 13-14.

³⁸ *Ibidem*, s.14.



Rys. 3.19. Inwestycje funduszy *Venture Capital* w USA w zależności od fazy, w której znajduje się przedsiębiorstwo w latach 2011-2012

Źródło: *National Venture Capital Association. Yearbook 2012*, Thomson Reuters, April 2012, s. 27; *National Venture Capital Association. Yearbook 2013*, Thomson Reuters, March 2013, s. 12.

Podczas analizy sposobów i form finansowania firm start-up w Europie i w Stanach Zjednoczonych widać zróżnicowanie, które przejawia się zarówno pod względem wartościowym, jak i ilościowym. Przedsiębiorcy, znajdujący się w początkowym etapie działalności gospodarczej, mogą pozyskać kapitał z kilku źródeł. Najbardziej popularnym źródłem są Aniołowie Biznesu, którzy angażując nie tylko swój kapitał, ale również doświadczenie i wiedzę, specjalizują się w kapitałowym i merytorycznym wsparciu. W krajach rozwiniętych Aniołowie Biznesu stanowią bardzo istotne źródło kapitału, podczas gdy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej ich działalność ciągle się rozwija, ponieważ rośnie liczba osób dysponujących kapitałem, coraz większym doświadczeniem w biznesie i które chciałyby tymi walorami podzielić się z innymi.

Finansowaniem firm start-up zajmują się także fundusze *Private Equity/Venture Capital*. Jednak poziom finansowania jest mniejszy niż w przypadku Aniołów Biznesu. Wielokrotnie inwestycjami w młode, perspektywiczne przedsiębiorstwa zajmują się fundusze *Venture Capital* specjalizujące się w tego typu działaniach, określane mianem funduszy *Seed Capital*. Mniejsze zaangażowanie kapitału *venture* w początkowe stadia rozwoju wynika z większego ryzyka, jakie towarzyszy takiej inwestycji oraz ze stopy zwrotu, które są mniejsze niż w przypadku inwestycji w późniejsze fazy. Początkowe etapy obarczone większym ryzykiem nie gwarantują takich zysków jak etapy dojrzałe, charakteryzujące się większą przejrzystością i efektywnością, ponieważ przedsiębiorstwa w większości mają już ugruntowaną pozycję rynkową lub ją kształtują.

Tab. 3.13. Inwestycje funduszy *Venture Capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1980-2012 (mln USD)

Fazy	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Seed/start-up</i>	153,2	322,6	333,8	543,9	636,4	526,2	759,7	623,4	670,5	558,4	397,1	241,8	556,5	629,6	781,2	1 272,9	1 271,7
<i>Early stage</i>	123,0	280,6	359,6	703,2	665,6	517,8	620,3	750,5	714,6	737,6	684,4	548,7	566,8	575,8	839,7	1 733,4	2 640,5
<i>Expansion</i>	177,5	363,1	601,5	1 186,0	1 141,1	1 245,7	1 198,8	1 495,1	1 563,2	1 595,8	1 269,2	1 100,2	1 778,7	1 866,0	1 539,1	3 564,2	5 540,4
<i>Later stage</i>	69,2	91,8	207,3	344,9	373,9	486,8	545,7	494,6	457,7	427,8	471,7	363,3	684,3	585,4	985,7	1 442,2	1 888,9
Total	523,0	1 058,0	1 502,1	2 777,3	2 817,0	2 776,4	3 124,5	3 363,6	3 406,0	3 319,6	2 822,4	2 254,0	3 586,3	3 656,8	4 145,7	8 012,6	11 341,5

Fazy	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Seed/start-up</i>	1 374,2	1 766,2	3 666,2	3 156,1	800,7	340,2	365,7	951,6	1 006,3	1 293,6	1 819,6	1 917,3	1 870,7	1 661,3	1 052,6	726,4
<i>Early stage</i>	3 420,5	5 460,1	11 360,2	25 335,4	8 606,3	3 935,3	3 608,5	4 045,9	4 056,3	4 727,4	6 081,5	5 731,0	4 906,9	5 867,0	8 794,4	7 876,3
<i>Expansion</i>	7 588,6	10 367,0	29 406,8	59 121,5	22 911,7	12 135,5	9 805,5	9 046,2	8 607,9	11 154,8	11 091,8	10 857,4	6 824,2	8 702,0	9 830,5	9 376,4
<i>Later stage</i>	2 591,6	3 905,5	10 467,0	17 587,0	8 649,6	5 721,1	5 901,4	9 191,5	9 942,0	10 441,5	12 882,2	11 420,1	6 776,5	7 085,4	9 819,7	8 673,3
Total	14 974,9	21 498,9	54 900,3	105 200,0	40 968,3	22 130,0	19 681,1	23 235,1	23 612,5	27 617,2	31 875,1	29 925,9	20 378,3	23 315,7	29 497,2	26 652,4

Źródło: *National Venture Capital Association. Yearbook 2010*, Thomson Reuters 2010, s. 28; *National Venture Capital Association. Yearbook 2013*, Thomson Reuters, March 2013, s. 33.

Tab. 3.14. Liczba inwestycji funduszy *Venture Capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1980-2012

Fazy	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
<i>Seed/start-up</i>	113	226	267	360	387	357	388	387	371	355	258	193	252	290	332	431	504
<i>Early stage</i>	149	214	315	415	388	290	333	412	359	338	370	278	291	184	256	519	754
<i>Expansion</i>	125	243	310	458	512	525	504	616	614	664	603	544	606	515	429	706	1 045
<i>Later stage</i>	27	51	107	101	130	173	196	231	182	187	231	258	243	223	220	238	334
Total	414	734	999	1 334	1 417	1 345	1 421	1 646	1 526	1 544	1 462	1 273	1 392	1 212	1 237	1 894	2 637

Fazy	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Seed/start-up</i>	542	670	811	703	279	181	216	234	264	396	524	537	375	409	445	280
<i>Early stage</i>	896	1 019	1 735	2 855	1 299	875	799	899	859	1 001	1 129	1 137	973	1 271	1 562	1 647
<i>Expansion</i>	1 402	1 572	2 445	3 703	2 392	1 585	1 355	1 201	1 116	1 380	1 277	1 242	888	1 074	1 021	962
<i>Later stage</i>	383	467	609	780	619	562	652	883	1 061	1 110	1 283	1 249	903	872	918	834
Total	2 637	3 728	5 600	8 041	4 589	3 203	3 022	3 217	3 300	3 887	4 213	4 165	3 139	3 626	3 946	3 723

Źródło: *National Venture Capital Association. Yearbook 2010*, Thomson Reuters 2010, s. 28; *National Venture Capital Association. Yearbook 2013*, Thomson Reuters, March 2013, s. 33.

Rozdział IV

FIRMY START-UP I ICH ZNACZENIE DLA POLSKIEJ GOSPODARKI

4.1. Sektor małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce

Przedsiębiorczość uważana jest za główny czynnik rozwoju społeczno-gospodarczego oraz jeden z kluczowych warunków konkurencyjności gospodarki kraju. Najczęściej nowo powstałe przedsiębiorstwa to mikro i małe firmy (zatrudniające do 49 osób). Istotnych danych o tych podmiotach w Polsce dostarczają cykliczne badanie panelowe GUS „*Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw*” prowadzone od 2002 roku. Obejmuje ono podmioty dominujące w grupie nowych firm – mikro i małe przedsiębiorstwa, które obserwowane są przez 5 lat od momentu ich rejestracji. Uzyskane wyniki pozwalają scharakteryzować przedsiębiorców dopiero co rozpoczynających działalność, jak też i sytuację firm funkcjonujących na rynku dłużej. Z tego względu wspomniane badanie panelowe będzie stanowiło wiodące źródło informacji do zaprezentowanej poniżej analizy demografii firm start-up i ich znaczenia dla polskiej gospodarki. Ponadto wykorzystano szereg raportów i analiz PARP oraz innych instytucji badawczych.

udział MSP w gospodarce

Liczba zarejestrowanych przedsiębiorstw w systemie REGON w Polsce systematycznie rośnie. W 2012 roku było zarejestrowanych ok. 3,957 mln firm, co oznaczało przyrost o ok. 26 proc. w porównaniu z rokiem 2000 (zob. rys. 4.1.). Z tej liczby, według danych GUS, aktywnych jest (rzeczywiście prowadzących działalność gospodarczą) około 1,67 mln przedsiębiorstw, a według Eurostat jest to 1,53 mln (zob. rys. 4.2.). Małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią ok. 99,8 proc. wszystkich zarejestrowanych podmiotów w gospodarce narodowej.¹

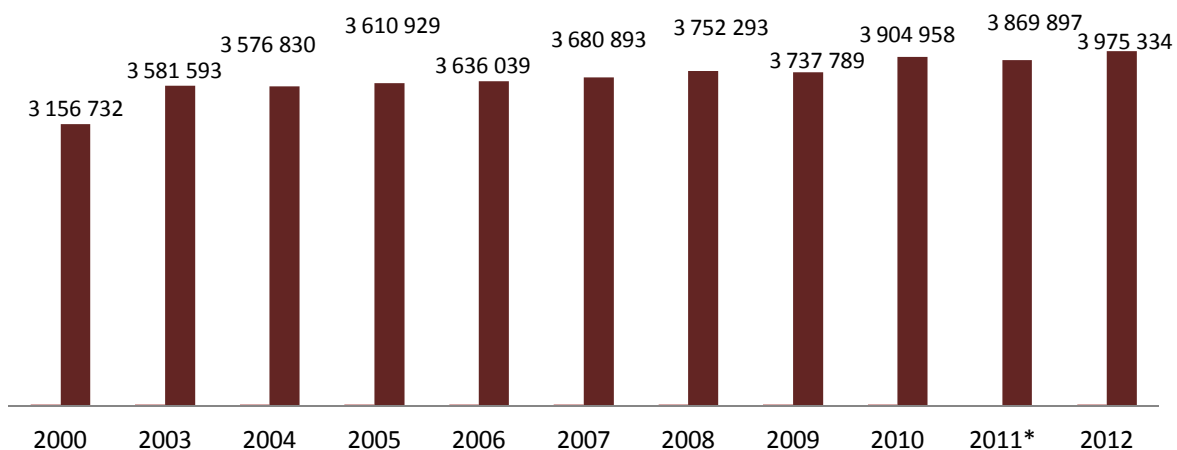
Według danych GUS małe i średnie przedsiębiorstwa generują prawie połowę polskiego PKB (48,4 proc.), przy czym najmniejsze przedsiębiorstwa prawie jedną trzecią (30,4 proc.). Udział średnich podmiotów jest trzy razy mniejszy (10,1 proc.) niż mikrofirm, a małych – prawie cztery razy (7,9 proc.).²

Większość przedsiębiorstw w UE stanowią mikro, małe i średnie firmy (99,8 proc.). Analogiczna struktura występuje w Polsce, gdzie spośród 1,67 mln firm, podmioty sektora MSP stanowią zdecydowaną większość (99,8 proc.). Należy jednak zaznaczyć, że w Polsce sektor MSP w większym stopniu niż w UE jest zdominowany przez mikrofirmy, których udział w całkowitej liczbie przedsiębiorstw (96 proc.) przewyższa średnią europejską (91,8 proc.). Taka struktura jest efektem

¹ Obliczenia własne na podstawie: *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON*, GUS, Warszawa 2013.

² *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, PARP, Warszawa 2011, s.13.

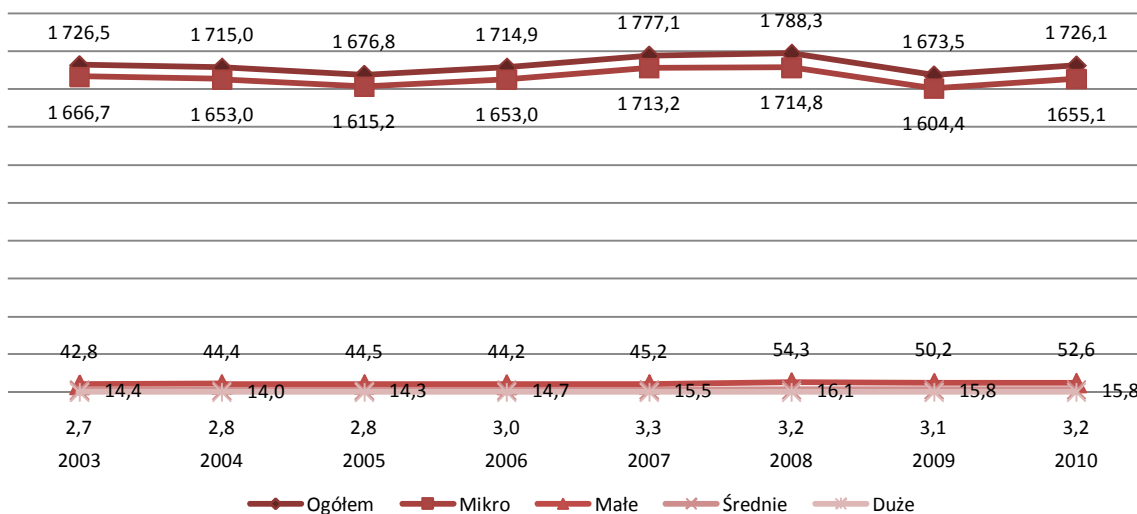
popularności samozatrudnienia, co z kolei stanowi pokłosie wysokich obciążeń podatkowych i z tytułu obowiązkowych ubezpieczeń społecznych od pracowników oraz dość rygorystycznych zapisów w zakresie prawa pracy.



*Na spadek liczby podmiotów w 2011 r. miała wpływ aktualizacja rejestru REGON w oparciu o informacje o osobach zmarłych uzyskane z rejestru PESEL oraz aktualizacja w oparciu o informacje z Krajowego Rejestru Sądowego o podmiotach wykreślonych z KRS.

Rys. 4.1. Liczba podmiotów zarejestrowanych w systemie REGON w latach 2000-2012

Źródło: *Polska – podstawowe wielkości i wskaźniki w latach 1995-2010*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2011; *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON*, GUS, Warszawa 2013.



Rys. 4.2. Liczba przedsiębiorstw aktywnych w Polsce – w latach 2003-2010 (w tys.)

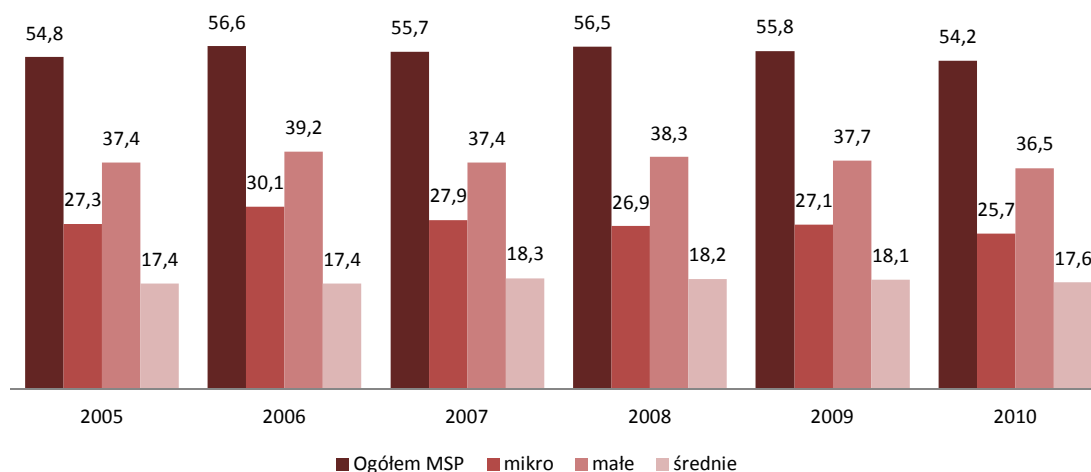
Źródło: *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, PARP, Warszawa 2011, s. 16; *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010-2011*, PARP, Warszawa 2012.

Uwzględniając raportowaną w niniejszym opracowaniu problematykę firm start-up należy zwrócić uwagę na możliwości wzrostu i przekształceń nowopowstałych firm w małe, a następnie średniej wielkości podmioty. Udział małych firm w liczbie MSP w Polsce (2,8 proc.) jest o ponad połowę mniejszy od średniej dla UE-27 (6,9 proc.). Pomimo to, średnioterminowe trendy pokazują, że struktura firm w Polsce, choć powoli, zmierza w kierunku podobnej do UE – spada udział mikrofirm, a wzrasta udział pozostałych grup przedsiębiorstw. Tempo tych przemian wskazuje, że największe problemy ze wzrostem i przekształceniem się mają mikroprzedsiębiorstwa.

Sytuacja ta dodatkowo uzasadnia celowość podjęcia szerszych badań nad problematyką rozwoju firm start-up.³

W ostatnich latach nastąpił znaczny wzrost znaczenia dużych i średnich firm w tworzeniu PKB w Polsce – w okresie 2004-2009 udział tych grup podmiotów systematycznie rósł (z 21,9 proc. w 2004 r. do 23,9 proc. w 2009 r. dla dużych i z 8,9 proc. w 2005 r. do 10,1 proc. w 2009 r. dla średnich). W przypadku małych przedsiębiorstw, ich udziału w PKB w latach 2007-2009 uległ zmniejszeniu, jednak od 2010 r. także zaczyna wykazywać tendencje wzrostowe. Jedynie w grupie mikrofirm, pomimo wzrostów w latach 2005 i 2009, zarysowuje się trend spadkowy. Należy przy tym zauważyć, że dynamika wzrostu wartości dodanej brutto wszystkich grup MSP w Polsce jest znacznie wyższa niż w UE jako całości. Zarówno ten fakt, jak i rosnące znaczenie większych przedsiębiorstw należy ocenić jednoznacznie pozytywnie.⁴

Małe i średnie firmy tworzą 54,2 proc. wartości dodanej (zob. rys. 4.3.) w polskiej gospodarce. Przeciętna polska firma generuje mniejszą wartość dodaną niż przeciętne przedsiębiorstwo w UE. Najlepiej pod tym względem wypadają małe firmy w Polsce, które wytwarzają blisko dwie trzecie wartości dodanej brutto przeciętnego przedsiębiorstwa tej kategorii w UE-27 (60,1 proc.).⁵



Rys. 4.3. Udział MSP w tworzeniu wartości dodanej w Polsce w latach 2005-2010 (w proc.)

Źródło: *Polska – podstawowe wielkości i wskaźniki w latach 1995-2011*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012.

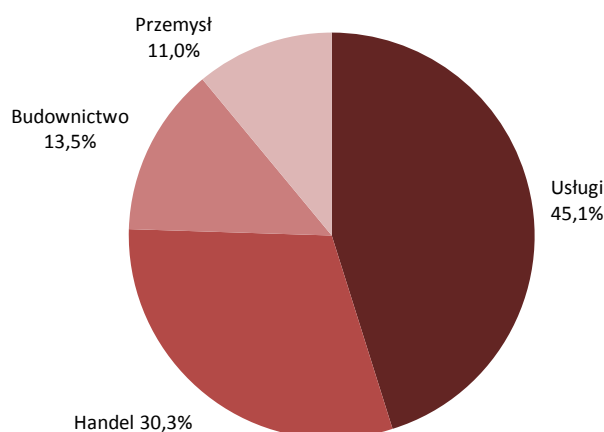
³ Intencją autorki nie jest utożsamianie firm start-up z mikrofirmami. Takie podejście można uznać za nieuprawnione. Jednak z obserwacji wynika, że większość start-upów powstaje właśnie jako mikroprzedsiębiorstwa (pierwsza faza działalności start-upu). Z uwagi na brak opracowań dedykowanych wyłącznie start-upom, autorka pozwala sobie w pewnych obszarach odnosić wnioski z badań mikroprzedsiębiorstw do początkowych okresów działania firm start-up.

⁴ *Raport o stanie sektora ...op.cit.*, s. 13.

⁵ *Polska – podstawowe wielkości i wskaźniki w latach 1995-2011*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012, s. 38; *Raport o stanie sektora ...op.cit.*, s. 14.

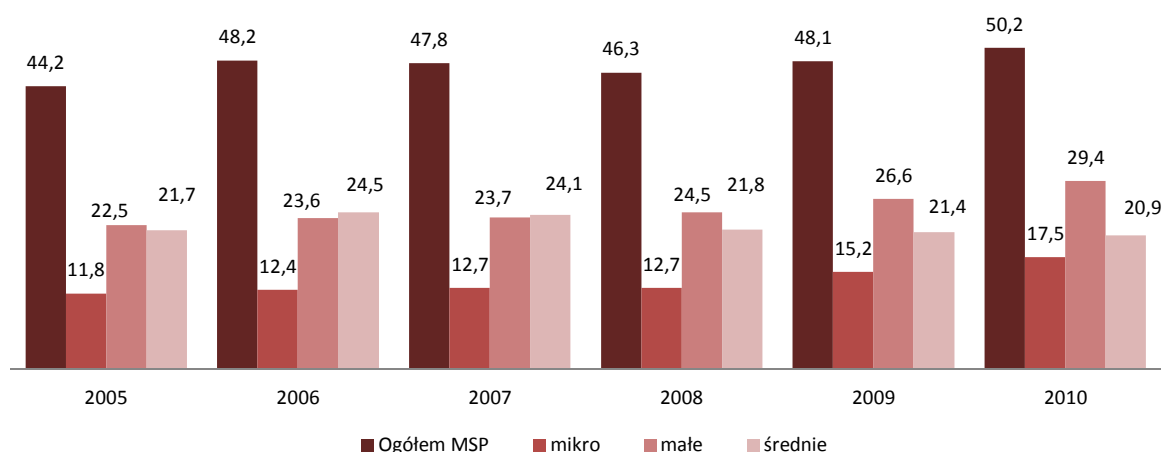
obszar działalności MSP w Polsce

Z raportu PARP na temat małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce wynika, że im są one mniejsze, tym częściej prowadzą działalność usługową, handlową i budowlaną, a rzadziej przemysłową. Duże firmy prowadzą głównie działalność przemysłową (52,7 proc.), natomiast w mniejszym niż MSP stopniu działają w usługach (27,1 proc.) i handlu (14,2 proc.). Prawie połowa polskich MSP działa w sektorze usług (zob. rys. 4.4.), z czego najpopularniejszymi w tej grupie obszarami działalności są: działalność profesjonalna, naukowa i techniczna (10,9 proc.), zakwaterowanie i gastronomia (7,9 proc.), opieka zdrowotna i pomoc społeczna (7 proc.), pozostałe usługi (19,3 proc.).⁶



Rys. 4.4. Struktura MSP w Polsce według podstawowego obszaru działalności

Źródło: Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, PARP, Warszawa 2011, s. 17.



Rys. 4.5. Udział MSP w nakładach inwestycyjnych w Polsce w latach 2005-2010 (w proc.)

Źródło: Polska – podstawowe wielkości i wskaźniki w latach 1995-2011, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012, s. 38.

⁶ Raport o stanie sektora ...op.cit., s. 17.

**nowo powstałe podmioty w Polsce**

Mniej niż połowa nakładów inwestycyjnych w gospodarce polskiej jest realizowana w małych średnich przedsiębiorstwach. Liczba tych podmiotów jest wprawdzie dominująca (jak wcześniej wspomniano – stanowią 99,8 proc. wszystkich zarejestrowanych podmiotów), jednak wskaźniki udziału w tworzeniu wartości dodanej (zob. rys. 4.3.) oraz w nakładach inwestycyjnych (zob. rys. 4.5.) skłaniają do stwierdzenia o relatywnie niskim poziomie rozwoju tych podmiotów.

Analizując sytuację nowo powstałych przedsiębiorstw należy zauważyć, że w 2012 roku zarejestrowano 358,367 nowych podmiotów w gospodarce, co oznacza przyrost o 3,5 proc. w stosunku do liczby nowych podmiotów zarejestrowanych w 2011 roku. Przy czym zdecydowanie mniej osób fizycznych zarejestrowało działalność gospodarczą (spadek o 3,7 proc. w stosunku do 2011 roku), a o 11,6 proc. wzrosła w 2012 roku liczba podmiotów rejestrowanych w formie spółki.⁷

Z punktu widzenia makroekonomicznego należy zauważyć, że przedsiębiorczość polska, w rozumieniu liczby nowo powstających podmiotów, charakteryzuje się względną stabilnością i odpornością na wahania koniunktury. Polscy przedsiębiorcy elastycznie reagują na zmiany rynku i dostosowują profil działania swoich biznesów do aktualnych trendów w otoczeniu.

Od wielu lat najwięcej nowych podmiotów powstaje w handlu (144,1 tys., tj. 30,1 proc. w 2010 r.) i budownictwie (61,2 tys., tj. 13 proc. w 2010 r.). Zarówno handel jak i budownictwo są też sektorami o największej liczbie zlikwidowanych podmiotów (odpowiednio 97,7 tys. tj. 26,3 proc. i 38,7 tys., tj. 14,4 proc.).⁸ W 2012 roku największy procentowy wzrost liczby podmiotów nowo zarejestrowanych w porównaniu z 2011 r. wystąpił w sekcjach: edukacja⁹ (o 188,6 proc.), wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę (o 31,8 proc.) oraz administrowanie i działalność wspierająca (o 12,2 proc.), a największy procentowy spadek wystąpił w sekcjach: administracja publiczna i obrona narodowa; obowiązkowe zabezpieczenia społeczne (o 59,8 proc.) oraz górnictwo i wydobywanie (o 15,2 proc.). W układzie przestrzennym największy procentowy wzrost nowo wpisanych podmiotów wystąpił w województwach: lubuskim (o 8,1 proc.), podlaskim (o 6,4 proc.) i świętokrzyskim (o 6,2 proc.).¹⁰

⁷ *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON*, GUS, Warszawa 2013.

⁸ *Raport o stanie sektora ...op.cit.*, s. 18.

⁹ W roku 2012 duży wpływ na znaczny wzrost liczby nowo zarejestrowanych podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON w sekcji „edukacja” miała zmiana sposobu dokonywania wpisu do rejestru REGON szkół i placówek oświatowych.

¹⁰ *Zmiany strukturalne ...op.cit.*

Tab. 4.1. Dynamika nowo powstałych przedsiębiorstw (zarejestrowanych) w Polsce w latach 2006 – 2010 (w proc.)

	2006	2007	2008	2009	2010
Ogółem	14,3	13,4	7,6	-6,5	4,0
Według rodzaju działalności:					
Przemysł	14,4	9,9	0,4	-1,4	2,4
Budownictwo	40,2	49,07	14,05	-18,82	6,4
Handel, naprawa pojazdów	2,2	1,1	5,2	-0,7	2,8
Transport i gospodarka magazynowa	16,8	32,2	7,08	-18,35	-1,3
Zakwaterowanie i gastronomia	-1,8	30,9	-10,4	17,8	-11,2
Informacja i komunikacja					15,1
Finanse i ubezpieczenia	10,07	40,7	13,01	-68,26	-7
Obsługa nieruchomości	19,42	-1,3	8	-95,01	13,3
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna					14,8
Administrowanie i działalność wspierająca					14
Edukacja	9,9	28,4	6,8	36,9	-1
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	0,7	29,6	23,8	1,22	-6,9
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją					1,9
Pozostała działalność usługowa	57,6	-11	8,7	-5,08	4,9

Źródło: Obliczenia własne na podstawie: Tab. 4.5.

W 2012 roku prawie 98,3 proc. osób fizycznych rejestrujących działalność gospodarczą stanowili przedsiębiorcy, dla których przewidywana liczba pracujących zgłoszona do rejestru REGON jest mniejsza niż 10 osób. W 2010 roku 93,1 proc. nowo powstałych przedsiębiorstw stanowiły osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą, w tym samozatrudnieni. Stąd w ostatnich latach obserwuje się zmniejszanie się udziału nowo powstających jednostek deklarujących zamiar zatrudniania pracowników. W 2010 roku był to co ósmy nowo powstający podmiot, a w 2006 roku – co szósty. Oznacza to, że coraz więcej przedsiębiorstw rozpoczynając działalność, nie planowało zatrudniać pracowników.¹¹ Przeciętne zatrudnienie w nowo powstałym przedsiębiorstwie nie przekracza trzech osób, a w 75 proc. z nich pracują wyłącznie właściciele i członkowie ich rodzin.

Ważna obserwacja dotyczy charakteru nowo powstających podmiotów. Zdecydowana większość małych przedsiębiorstw (97 proc.) tworzona była jako jednostki całkowicie nowe. Jedynie 3 proc. nowych przedsiębiorstw utworzono w drodze przekształceń innych jednostek – najwięcej w gastronomii oraz zakwaterowaniu (13 proc.) oraz obsłudze rynku nieruchomości (10,5 proc.) Jako jednostki całkowicie nowe najczęściej powstawały podmioty z zakresu pozostałej działalności usługowej, finansów i ubezpieczeń, budownictwa, opieki zdrowotnej. W sekcjach tych odsetek tak tworzonych podmiotów przekraczał 99 proc.¹² Uzasadniona wydaje się więc konkluzja o rozwoju postaw przedsiębiorczych wśród Polaków.

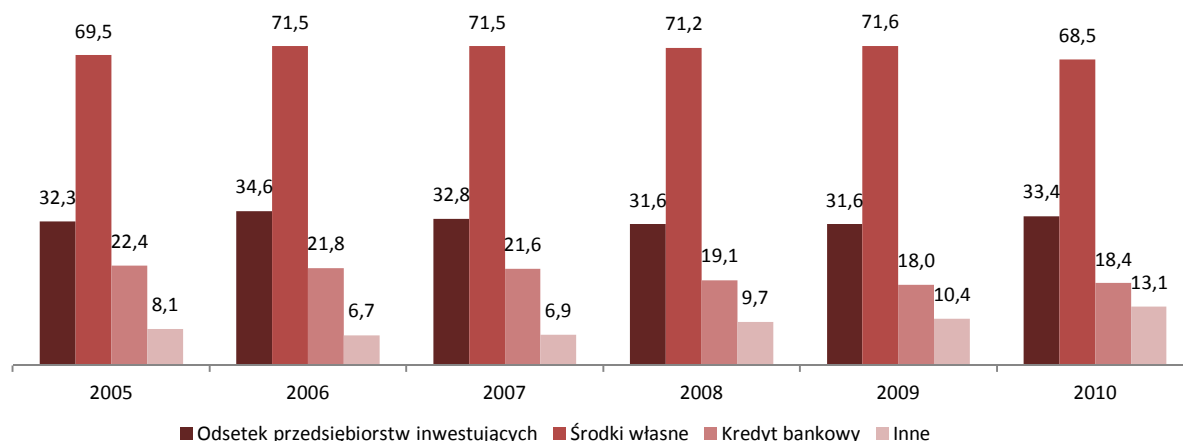
¹¹ Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010, GUS, Warszawa 2012, s. 29.

¹² tamże, s. 30.

W powszechnej opinii, jedną z największych barier rozwoju dla nowo powstających przedsiębiorstw jest ograniczony dostęp do kapitału. Stąd też potrzeba (szczegółowo zraportowana w poprzednich częściach niniejszego opracowania) podjęcia badań nad źródłami finansowania nowych podmiotów (szczególnie firm start-upów). Z statystyk GUS wynika, że nowo powstające przedsiębiorstwa w Polsce finansują swoją początkową działalność głównie ze środków własnych. W roku 2010 takie deklaracje składało 74,8 proc. osób fizycznych i 90,4 proc. osób prawnych. Obserwuje się jednak spadek udziału tego źródła finansowania na rzecz innych form. W stosunku do podmiotów powstałych w 2009 roku, w populacji jednostek zarejestrowanych w 2010 roku zwiększył się odsetek korzystających z kredytów bankowych (z 3,9 do 4,6 proc.), pożyczek (z 2,2 proc. do 2,4 proc.) oraz innych źródeł (z 17,4 proc. do 18,1 proc.).¹³

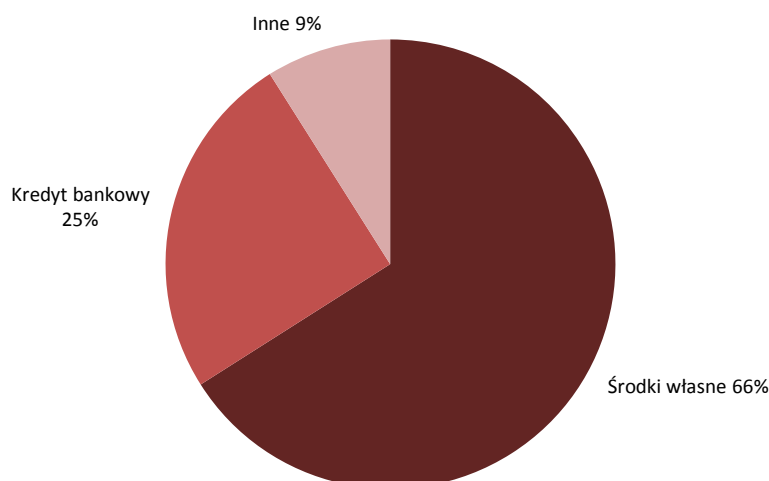
Obok kapitału na start, nowe podmioty zgłaszają zapotrzebowanie na inwestycje po rozpoczęciu swojej działalności. W 2010 roku znacznie spadł udział nowo powstałych podmiotów, które poczyniły nakłady inwestycyjne z 71,6 proc. w roku 2009 do 68,5 proc. w roku 2010 (zob. rys. 4.6.). Analiza struktury źródeł finansowania tych nakładów wykazuje jednak rosnący udział innych niż środki własne i kredyt bankowy sposobów pozyskiwania kapitału na inwestycje w młodych firmach (wzrost z 10,4 proc. do 13,1 proc.). W tej grupie źródeł finansowania znajdują się m.in. fundusze *Private Equity* i inne podmioty instytucjonalne koncentrujące się na obsłudze finansowej nowo powstających firm. Należy więc podkreślić, że nie tylko ilość i dostępność ofert na rynku *Private Equity* dla polskich nowo powstających podmiotów rośnie, ale rośnie także zainteresowanie tej grupy takimi formami finansowania rozwoju. Jednakże należy zauważyć, że grupa przedsiębiorstw powstałych w 2006 roku i nadal aktywnych i inwestujących w roku 2011 finansuje swój rozwój głównie ze środków własnych. Z jednej strony może być to efekt obranego profilu działania tych podmiotów, tj. konsekwencją faktu, że większość nowo powstających podmiotów w Polsce koncentruje się na tradycyjnych branżach, o relatywnie niskich wskaźnikach innowacyjności i względnie niskich stopach zwrotu np. handel, budownictwo, gastronomia, hotelarstwo. To z kolei ogranicza zainteresowanie podmiotów z rynku PE finansowaniem takich przedsięwzięć (zob. rys. 4.7.).

¹³ *tamże*, s. 20.



Rys. 4.6. Źródła finansowania nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw powstałych w danym roku, aktywnych i inwestujących w roku następnym wyrażone w proc.

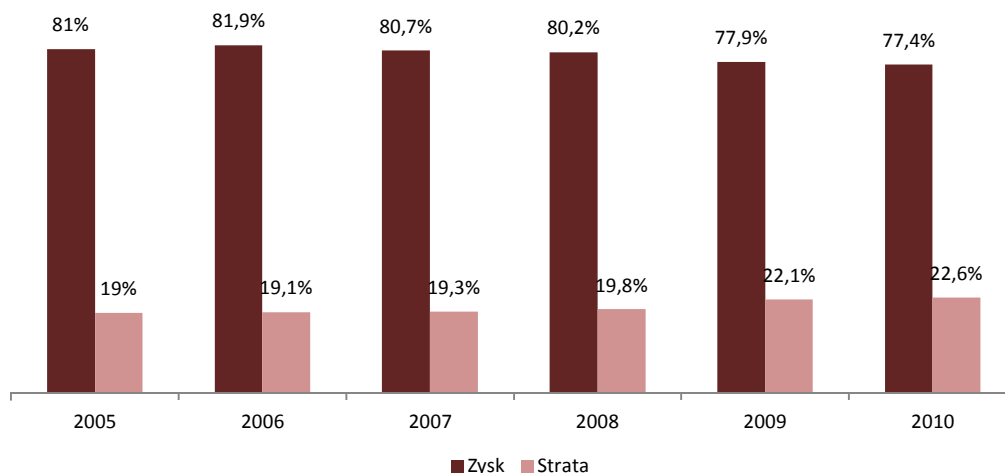
Źródło: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010; 2005-2009; 2004-2008; 2003-2007; 2002-2006*, GUS, Warszawa.



Rys. 4.7. Przedsiębiorstwa inwestujące, powstałe w 2006 roku i nadal aktywne w 2011 roku, według źródeł finansowania nakładów inwestycyjnych

Źródło: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012.

Więcej niż trzy czwarte przedsiębiorstw inwestujących w drugim roku swojej działalności wypracowuje zysk (zob. rys. 4.8.). Należy jednak zauważyć spadek udziału firm z takim wynikiem finansowym w latach 2005-2010 i wzrost firm inwestujących i generujących ujemny wynik finansowy. W wymiarze finansowym odnotowana w kolejnym, roku obrachunkowym strata może oczywiście oznaczać jedynie, że podmiot poczynił nakłady inwestycyjne, które będą rozliczane i których efekty będą obserwowane w wyniku finansowym z opóźnieniem czasowym.



Rys. 4.8. Przedsiębiorstwa powstałe w danym roku i aktywne w roku następnym według uzyskanego wyniku finansowego

Źródło: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010; 2005-2009; 2004-2008; 2003-2007; 2002-2006*, GUS, Warszawa.

Według danych GUS pierwszy rok działalności przeżywają trzy na cztery firmy w Polsce. W 2010 roku zarejestrowano 286,2 tys. nowych podmiotów, a z tej grupy do końca 2011 roku pozostało na rynku 77,8 proc. jednostek. Z raportów GUS wynika, że przeżywalność w kolejnych latach od momentu powstania wyraźnie spada – do 54 proc. w drugim i 31 proc. w piątym roku działalności.¹⁴ Z danych Tab. 4.2. wynika, że wskaźnik przeżycia firm inwestujących jest wyższy niż nieinwestujących w każdym roku od rozpoczęcia działalności, jednak różnica ta rośnie w kolejnych latach.

Tab. 4.2. Odsetek przedsiębiorstw powstałych w 2005 i 2006 roku, nadal aktywnych i inwestujących w 2010 i 2011 r. oraz wskaźnik przeżycia

Przedsiębiorstwa powstałe w 2006 roku i inwestujące w 2011	Wskaźnik przeżycia			
	2011/2007		2011/2010	
	inwestujące	nieinwestujące	inwestujące	nieinwestujące
27,5 proc.	56,5 proc.	42 proc.	92,4 proc.	84,3 proc.
Przedsiębiorstwa powstałe w 2005 roku i inwestujące w 2010	Wskaźnik przeżycia			
	2010/2006		2010/2009	
	inwestujące	nieinwestujące	inwestujące	nieinwestujące
28,3 proc.	60,3 proc.	43,4 proc.	94,8 proc.	88,2 proc.

Źródło: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2005-2009*, GUS, Warszawa 2011; *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012.

Należy zauważyć, że wskaźnik przeżycia firm powstałych w 2010 roku i nadal działających w końcu 2011 roku był wyższy niż w latach poprzednich. Wskaźnik wyższy od przeciętnego odnotowały przedsiębiorstwa, będące osobami prawnymi, zaś osoby fizyczne – porównywalny do wskaźnika ogółem. Bardziej stabilne były jednostki, które zatrudniały pracowników najemnych niż te, w których

¹⁴ *Raport o stanie sektora ...op.cit.*, s. 19.

pracowali wyłącznie właściciele i członkowie ich rodzin. Do końca 2011 roku przeżyło aż 83,1 proc. firm powstałych w 2010 roku i zatrudniających pracowników najemnych.¹⁵

Wskaźniki przeżycia firm wahają się w zależności od obszaru gospodarki. Najsilniejsze okazują się przedsiębiorstwa zajmujące się działalnością profesjonalną, naukową i techniczną (88,3 proc. przeżycia 2010/2011), obsługą nieruchomości (86,2 proc.), ochroną zdrowia (85,6 proc.) oraz informacją i komunikacją (85,1 proc. przeżycia 2010/2011). Najślabiej z pierwszym rokiem działalności poradziły sobie jednostki z zakresu administrowania i działalności wspierającej (63 proc.) oraz pośrednictwa finansowego (69 proc.).¹⁶

Wskutek opisywanych powyżej różnic w wartości wskaźników przeżycia pomiędzy przedsiębiorstwami zatrudniającymi pracowników najemnych a niezatrudniającymi takich pracowników, udział tych drugich w strukturze nowo powstałych przedsiębiorstw zmniejszył się z 87,2 proc. (2009/2010) do 80,8 proc. (2010/2011). Jednocześnie nowo powstające podmioty plasują swoją działalność w tych obszarach, które statystycznie zwiększają ich szanse na przeżycie. W tym sensie można stwierdzić, że nowi przedsiębiorcy z większą atencją podchodzą do wyboru obszaru działania. Zwiększył się bowiem udział przedsiębiorstw funkcjonujących w obszarach, w których wskaźnik przeżycia był wyższy od przeciętnego, takich jak działalność profesjonalna, naukowa i techniczna, informacja i komunikacja oraz ochrona zdrowia.¹⁷

4.2. Aktywność ekonomiczna i przedsiębiorczość Polaków

Wprawdzie w badanym okresie aktywność ekonomiczna ludności Polski znacząco wzrasta, jednak wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 15-64 lata plasuje Polskę daleko w tyle za innymi krajami UE (zob. tab. 4.3.). W grupie wiekowej 15-64 lata wskaźnik utrzymuje się na poziomie ponad 59 proc. w Polsce, wobec ponad 64 proc. dla 27 krajów UE.

Relatywnie niski wskaźnik zatrudnienia i niska aktywność zawodowa w Polsce to zjawiska złożone, których interpretacja nie jest łatwa. Wynikają z aktualnej sytuacji na rynku pracy, wysokiego wskaźnika bezrobocia, który w wielu regionach pracy ma charakter strukturalny, z rozbudowanego systemu opieki społecznej, uregulowań dotyczących rynku pracy, kosztów pracy, pewnych akceptowalnych społecznie zachowań itp. Jednak należy podkreślić, że wartości wskaźników w ostatnich latach rosną, co wskazuje na większą aktywność Polaków na rynku pracy oraz jest efektem rozwijającej się przedsiębiorczości.

¹⁵ *Warunki powstania ...op.cit.*, s. 30.

¹⁶ *tamże*, s. 31.

¹⁷ *tamże*, s. 32.


Tab. 4.3. Aktywność ekonomiczna ludności w wieku 15 lat i więcej według BAEL w latach 2005-2012

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012*
Ludność	31 334	31 381	31 402	31 383	31 505	31 741	31 838	31891
Aktywni zawodowo	17 283	16 987	16 986	17 159	17 357	17 724	17 853	17992
w tym pracujący	14 390	14 911	15 538	16 005	15 885	16 075	16 131	16204
Współczynnik aktywności zawodowej	55,2	54,1	54,1	54,7	55,1	55,8	56,1	56,4
Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 15-64 – Polska	52,8	54,5	57,0	59,2	59,3	59,3	59,7	59,7
Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 15-64 – UE-15	65,3	66,1	66,8	67,1	65,8	65,4	65,5	65,2
Wskaźnik zatrudnienia osób w wieku 15-64 – UE-27	63,4	64,4	65,3	65,8	64,5	64,1	64,3	64,2

*Dane GUS za II kwartał 2012 roku

Źródło: Opracowano na podstawie: *Aktywność ekonomiczna ludności Polski. I kwartał 2013*, GUS, Warszawa 2013; *Mały rocznik statystyczny 2013*, GUS, Warszawa 2013; *Polska – podstawowe wielkości i wskaźniki w latach 1995-2010*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2011.

Z badań przeprowadzonych przez instytut GfK Polonia na zlecenie PKPP Lewiatan wynika, że 42 proc. Polaków chce założyć własną firmę, 53 proc. uważa, że prowadzenie własnego biznesu jest lepsze niż „praca na etacie”.¹⁸ Jednocześnie aż 57 proc. respondowanych uważa, że nie zna przepisów potrzebnych do prowadzenia biznesu, 49 proc. deklaruje, że nie umie być szefem, a 51 proc. nie ma pomysłu na własną firmę. Oceniając swoje przygotowanie do prowadzenia biznesu 57 proc. ankietowanych stwierdziło, że zdecydowanie nie lub raczej nie zna przepisów (podatkowych, pracowniczych), które umożliwiają prowadzenie firmy, 37 proc. uznało, że zdecydowanie tak lub raczej zna takie przepisy. W opinii respondowanych przez GfK Polonia, firmy muszą być innowacyjne – 64 proc. uważa, że aby firma przynosiła zysk powinna być innowacyjna. Jednocześnie 59 proc. respondentów nie wie jak pozyskiwać finansowanie dla przedsiębiorstwa.

 **kim jest polski przedsiębiorca?** Większość polskich przedsiębiorców (92 proc.) to osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą. Osoby prawne i jednostki niemające osobowości prawnej stawiają 8 proc. małych i średnich przedsiębiorstw. Prawie dwie trzecie (61,4 proc.) podmiotów sektora MSP prowadzi działalność ponad 5 lat.¹⁹

Statystyczny przedsiębiorca w Polsce jest raczej mężczyzną. Wśród pracodawców jedynie 30 proc. stanowią kobiety, a 70 proc. to mężczyźni. Natomiast wśród samozatrudnionych 35 proc. to kobiety, a ok. 65 proc. to mężczyźni. Należy jednak zauważyć wzrost udziału kobiet w zakładaniu nowych przedsiębiorstw.

Najbardziej aktywne w rejestrowaniu nowych podmiotów są osoby w wieku do 39 lat, które rejestrują ponad 70 proc. podmiotów.²⁰ Około 37 proc. nowych firm tworzą osoby poniżej 30 roku

¹⁸ *Badanie na ogólnopolskiej, reprezentatywnej grupie 2000 osób, w wieku 15+ przeprowadził instytut GfK Polonia na zlecenie PKPP Lewiatan w styczniu 2012 roku. Wykorzystano wywiady bezpośrednie w domach respondentów.*

¹⁹ *Raport o stanie sektora ...op.cit.*, s. 18.

²⁰ *Warunki powstania ...op.cit.*, s. 30.

życia, a w wieku 30-39 lat – 29 proc.²¹ Przedsiębiorcy w wieku 40 lat i powyżej utworzyli 36,5 proc. przedsiębiorstw zatrudniających pracowników najemnych. Osoby z tej grupy wiekowej były najbardziej aktywne w zakładaniu przedsiębiorstw w zakwaterowaniu i gastronomii (co drugi podmiot w 2010 roku). Osoby do 39 roku życia utworzyły 94,8 proc. jednostek działających w informacji i komunikacji, 82,2 proc. – w kulturze, rozrywce i rekreacji oraz 84,4 proc. – w działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej.

W ostatnich latach znacząco wzrosła liczba osób z wyższym wykształceniem, rozpoczynających działalność gospodarczą. Według danych GUS, osoby z wyższym wykształceniem stanowią obecnie największą grupę osób inicjujących działalność gospodarczą (41,4 proc. w 2010 roku wobec 35 proc. w roku 2005) oraz średnim (40,3 proc. w 2010 roku). W populacjach przedsiębiorstw powstałych w latach poprzednich właściciele najczęściej posiadali wykształcenie średnie. Maleje udział przedsiębiorstw zakładanych przez osoby z wykształceniem zawodowym (z 19,5 proc. w 2005 roku, 18,4 proc. w 2009 roku do 16,1 proc. w 2010 roku) i podstawowym (odpowiednio 3,7 proc. w 2005 roku, 4,1 proc. w 2009 r. do 2,5 proc. w 2010 r.).²² Osoby z wykształceniem zasadniczym i podstawowym utworzyły w 2010 roku 43,8 proc. firm budowlanych. Przedsiębiorcy z wykształceniem średnim zarejestrowali największy odsetek firm zajmujących się transportem i gospodarką magazynową oraz zakwaterowaniem i gastronomią. Osoby z wykształceniem wyższym zarejestrowały najwięcej przedsiębiorstw działających w opiece zdrowotnej, pośrednictwie finansowym oraz edukacji. Struktura branżowa nowo zakładanych przedsiębiorstw w relacji do wykształcenia przedsiębiorcy nie uległa istotnym zmianom na przestrzeni ostatnich lat.

Analizując profil polskiego przedsiębiorcy – zakładającego nowy podmiot gospodarczy - należy zauważyć, że największy odsetek nowych firm stworzyły osoby, które wcześniej pozostawały bezrobotne lub dla których była to pierwsza praca. Osoby takie zarejestrowały 47,6 proc. przedsiębiorstw osób fizycznych. Ponad 90 proc. firm z zakresu opieki zdrowotnej i pomocy społecznej oraz 68 proc. jednostek z zakresu edukacji to firmy założone przez osoby bezrobotne bądź wcześniej niepracujące. Pracownicy umysłowi zarejestrowali ponad jedną czwartą firm osób fizycznych i większość przedsiębiorstw zajmujących się pośrednictwem finansowym (53,2 proc.), działalnością profesjonalną, naukową i techniczną (50,1 proc.) oraz obsługą nieruchomości (50,1 proc.). Pracownicy fizyczni w 2010 roku rejestrowali co dziesiąty nowy podmiot. Utworzyli oni 26,2 proc. przedsiębiorstw przemysłowych oraz 24,1 proc. jednostek zajmujących się działalnością usługową. Kierujący firmą (rejestrujący 7,6 proc. podmiotów osób fizycznych) utworzyli 17,1 proc. jednostek zajmujących się obsługą nieruchomości oraz 15,2 proc. podmiotów działających w obszarze hoteli i gastronomii. Dla pracowników technicznych (rejestrujących 7,1 proc. jednostek) często wybieranym obszarem aktywności była informacja i komunikacja (23,6 proc. firm).²³

²¹ *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2001-2005*, GUS, Warszawa 2007.

²² *tamże*

²³ *Warunki powstania ...op.cit.*, s. 31.

poziom przedsiębiorczości

Poziom przedsiębiorczości, mierzony liczbą firm na tysiąc mieszkańców w Polsce, plasuje się nieco niżej niż średnia dla UE (40 do 42). Najbardziej przedsiębiorczym w tym ujęciu narodem w UE są Portugalczycy (80). Wysoki poziom wskaźnika odnotowuje się także w Grecji (74) i we Włoszech (65), a najniższy na Słowacji (11,5) i w Rumunii (10). Inne mierniki przedsiębiorczości wskazują jednak na jej wysoki poziom w Polsce. Odsetek osób dorosłych, które założyły własną firmę lub podejmują działania w tym kierunku jest wyższy w Polsce w porównaniu do średniej UE (14 proc. do 12 proc.). Podobnie – odsetek osób, które preferują własną działalność gospodarczą (49 proc. w Polsce wobec 45 proc. – średnia dla UE). W Polsce bardzo rzadko na działalność gospodarczą decydują się osoby powyżej 55 roku życia oraz osoby zamieszkałe na obszarach wiejskich.²⁴ Największa różnica w stosunku do średniej unijnej występuje w przypadku wskaźników: „zamiar rozpoczęcia własnej działalności gospodarczej”, mierzonego odsetkiem osób dorosłych, które zamierzają założyć własną firmę w ciągu 3 lat (Polska – 23, UE – 13) oraz „możliwość samozatrudnienia”, określanego jako procent respondentów, którzy uważają, że mają realne szanse założenia własnej działalności gospodarczej (Polska – 36, UE – 28).²⁵

Z cytowanych raportów PARP wynika, że pomimo wysokiego poziomu przedsiębiorczości w Polsce, odsetek niepowodzeń Polaków w biznesie jest jednym z najwyższych w Unii Europejskiej. Ponad 14 proc. Polaków, którzy prowadzili własną firmę zrezygnowało z takiej działalności, przy czym średnia dla UE wynosi nieco ponad 9 proc.

4.3. Bariery prowadzenia działalności gospodarczej w ocenie przedsiębiorców

Ministerstwo Gospodarki prowadzi cykliczne badania przedsiębiorstw z sektora MSP w zakresie barier prowadzenia działalności²⁶. Ostatnie z publikowanych przekrojowych badań odwołują się do sytuacji z 2010 roku, jednak od tego czasu warunki rozwoju przedsiębiorczości i prowadzenia firm nie uległy znaczącym zmianom, stąd badania te można uznać za aktualne.

Otoczenie regulacyjne wciąż pozostaje w katalogu czynników hamujących wzrost przedsiębiorczości w Polsce. Zbyt skomplikowane i niezrozumiałe prawo jest wymieniane w sondażach publicznych jako bariera rozpoczęcia i prowadzenia działalności gospodarczej.

Wyniki badań z 2010 roku wskazują, że ocena otoczenia prawnoinstytucjonalnego, w jakim przedsiębiorstwa działają, nie uległa znaczącym zmianom w porównaniu z latami poprzednimi. Przepisy z zakresu prawa podatkowego, jako złe lub bardzo złe ocenione zostały przez blisko co drugiego ankietowanego, opinii pozytywnych było zaś zaledwie 8 proc. Przedsiębiorcy prowadzący uproszczone formy ewidencji księgowej nieco lepiej oceniali prawo podatkowe – wśród rozliczających się za pomocą karty podatkowej, opinii pozytywnych było 14 proc., negatywnych

²⁴ Raport o stanie sektora ...op.cit., s. 18.

²⁵ Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010-2011, PARP, Warszawa 2012, s. 26.

²⁶ Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2010 roku (nr 1/2011), Ministerstwo Gospodarki, kwiecień 2011.

zaś 36 proc. Podobnie odpowiadali przedsiębiorcy prowadzący ewidencję przychodów (8 proc. opinii pozytywnych, 37 proc. negatywnych). Z kolei dla firm prowadzących księgi rachunkowe przepisy prawa podatkowego są najbardziej uciążliwe (zaledwie 4 proc. opinii pozytywnych i aż 56 proc. negatywnych).

Ocena przepisów z zakresu prawa pracy nie uległa znaczącej zmianie w drugiej połowie 2010 r. w stosunku do pierwszego półrocza – połowa ankietowanych oceniła je średnio, co piąty dobrze, zaś 30 proc. – źle lub bardzo źle.

Połowa ankietowanych oceniła jako średnią jakość przepisów i procedur w zakresie kontroli działalności gospodarczej. Co czwarty przedsiębiorca wyraził negatywną opinię, zaś opinii pozytywnych było 22 proc. Blisko co drugi ankietowany przedsiębiorca ocenił przepisy z zakresu rozliczeń z kontrahentami jako średnie, co czwarty ocenił je źle lub bardzo źle, zaś opinii pozytywnych było 28 proc. Jeśli chodzi o ocenę zmian, jakie zaszły w drugiej połowie 2010 r., w poszczególnych obszarach regulujących działalność gospodarczą, warto zwrócić uwagę, że blisko 30 proc. ankietowanych odnotowało pogorszenie prawa podatkowego – tak wysoki udział negatywnych ocen był niespotykany w dotychczasowych badaniach prowadzonych przez Ministerstwo Gospodarki. Z drugiej strony co dziesiąty ankietowanych dostrzegł poprawę warunków dotyczących rozpoczynania i zamykania firm.

W drugiej połowie 2010 r. na wysokość podatków i opłat przewidzianych prawem wskazał co trzeci ankietowany – tradycyjnie była to dla przedsiębiorców najbardziej uciążliwa bariera prowadzenia działalności gospodarczej (najwyższy udział wskazań miał miejsce wśród firm świadczących usługi przewozowe). Co piąty ankietowany wskazał na małe obroty. Bariera ta jest najważniejsza w grupie firm prowadzących działalność handlową (42 proc. wskazań).

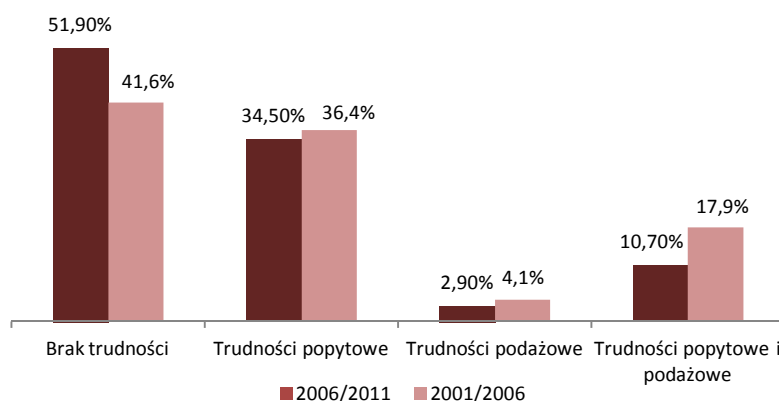
Utrzymuje się wysoki odsetek wskazań na konkurencję innych przedsiębiorstw (na konkurencję innych małych przedsiębiorstw wskazał co dziesiąty ankietowany, podobna część wskazywała na konkurencję dużych firm) jako na najważniejszą barierę prowadzenia działalności gospodarczej. Uciążliwość biurokracji deklaruje 4 proc. ankietowanych. Mniej ankietowanych dostrzega bariery związane z rynkiem pracy. Około 3 proc. badanych za problem uważa koszt siły roboczej, 2 proc. odpowiednie kwalifikacje siły roboczej.

Badania GUS wskazują, że rośnie liczba przedsiębiorstw, które deklarują brak trudności o charakterze popytowym i popytowym w codziennej działalności (zob. rys. 4.9.). Ponad połowa nowo powstających w 2011 roku przedsiębiorstw nie napotkała żadnych barier utrudniających rozpoczęcie i prowadzenie działalności gospodarczej.

Spośród podmiotów powstałych w 2010 roku i nadal aktywnych rok później, 37 proc. sygnalizowało problemy popytowe (tj. niewystarczające środki klientów, zbyt duża konkurencja na rynku, obniżka cen przez firmy konkurencyjne, niedostateczna znajomość firmy na rynku), 3,2 proc. przedsiębiorstw zgłaszało problemy podażowe (niedostateczna technologia, niedostateczne środki finansowe, trudności w ściąganiu należności, ograniczony dostęp do kredytów, brak surowców, brak wykwalifikowanej siły roboczej, inne przyczyny), zaś 11,3 proc. badanych miało problemy zarówno popytowe jak i podażowe. Osoby fizyczne doświadczały częściej problemów popytowych, osoby

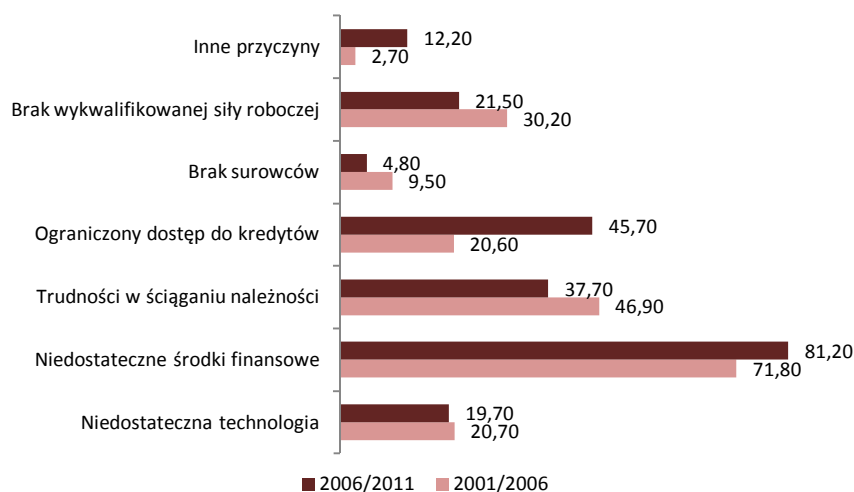
prawne – podażowych. Problemy popytowe dominują wśród zgłaszanych trudności przez nowo powstałe podmioty tak w pierwszym, jak i w kolejnych latach działalności. Ich szczegółowa struktura (zob. rys. 4.11.) wskazuje, że wynikają one głównie z rosnącej i zaostrzającej się konkurencji na rynku. To z kolei powinno skłaniać przedsiębiorców do poszukiwania wolnych obszarów rynku – nisz rynkowych, wprowadzać innowacje, które „odsuwają” takie przedsiębiorstwo od bezpośrednich konsekwencji działalności konkurentów (np. konkurencji cenowej). W kolejnych badanych przez GUS populacjach nowych podmiotów wyraźnie wzrasta liczba jednostek, które wskazywały, że rozwój utrudnia im obniżka cen przez konkurencyjne firmy. Bariery podażowe były zdecydowanie mniej dokuczliwe dla nowo powstających podmiotów, tak w pierwszym, jak i w kolejnych latach ich działalności (zob. rys. 4.10.)

Podjęte w latach 2011-2012 i kontynuowane w 2013 roku przez Ministra Gospodarki działania legislacyjne, ukierunkowane na upraszczanie prawa gospodarczego mają przede wszystkim na celu poprawę funkcjonowania przedsiębiorstw i ograniczanie barier administracyjnych. Od 1 lipca 2011 roku każdy może zarejestrować działalność gospodarczą przez Internet, bez konieczności wizyt w urzędach, wypełniania kilku formularzy i wysokich opłat. Uproszczenia prawa wprowadzają także: ustawa z dnia 23 marca 2011 r. o ograniczaniu barier administracyjnych dla obywateli i przedsiębiorców (Dz. U. Nr 106, poz. 622) oraz ustawa z dnia 16 września 2011 r. o redukcji niektórych obowiązków obywateli i przedsiębiorców (Dz. U. Nr 232, poz. 1378). Zakres zmian, które postulują i których oczekują przedsiębiorcy jest jednak szeroki i wymaga prowadzenia dalszych działań w zakresie porządkowania i ułatwiania organizacyjno-prawnych ram rozwoju przedsiębiorczości w Polsce.



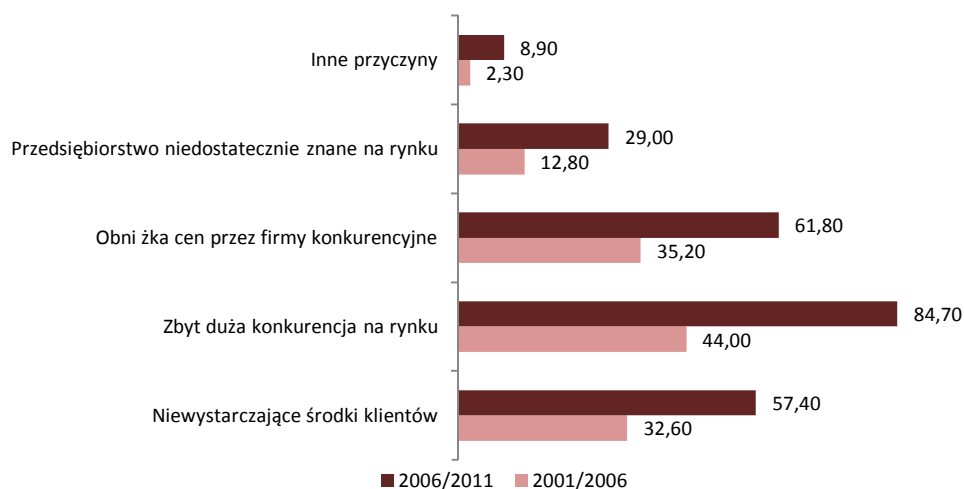
Rys. 4.9. Struktura przedsiębiorstw powstałych w 2001 i 2006 roku i nadal aktywnych w 2006 i 2011 według typów napotykaných trudności

Źródło: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2001-2005*, GUS, Warszawa 2007; *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012.



Rys. 4.10. Przedsiębiorstwa powstałe w 2006 roku i 2001 i nadal aktywne w 2011 i 2006 roku według typów napotykanym trudności podaży (w proc.)

Źródło: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2001-2005*, GUS, Warszawa 2007; *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012.



Rys. 4.11. Przedsiębiorstwa powstałe w 2006 roku i 2001 i nadal aktywne w 2011 i 2006 roku według typów napotykanym trudności popytowych (w proc.)

Źródło: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2001-2005*, GUS, Warszawa 2007; *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012.

4.4. Innowacyjność polskich przedsiębiorstw

→ pojęcie innowacji

W literaturze przedmiotu można znaleźć bardzo wiele definicji innowacji. Brak jest jednak jednoznaczności w pojmowaniu zarówno samego pojęcia, jak i zakresu jego zastosowań. W efekcie istnieje duża liczba interpretacji innowacji – nie ma jednolitej, powszechnie akceptowanej definicji. Pojęcie innowacji do literatury ekonomicznej wprowadził już w 1911 roku J.A. Schumpeter.²⁷ Zainteresowanie ekonomii schumpeterowskiej innowacjami spowodowane było zmianą myślenia o rozwoju społecznym i gospodarczym. Nastąpiła stopniowa dewaloryzacja tradycyjnego podejścia do przedsiębiorstwa, jako instytucji przynoszącej zysk jej właścicielom. Nowe podejście wskazywało na podstawową rolę przedsiębiorstw w generowaniu rozwoju. Pod względem przedmiotowym określał on innowację niezwykle szeroko. Według niego obejmuje ona:

1. Wprowadzenie nowego towaru, z jakim konsumenci nie mieli jeszcze do czynienia lub nowego gatunku jakiegoś towaru.
2. Wprowadzenie nowej metody produkcji, jeszcze praktycznie niewypróbowanej w danej dziedzinie przemysłu.
3. Otwarcie nowego rynku, czyli takiego, na którym dany rodzaj krajowego przemysłu uprzednio nie działał i to bez względu, czy rynek ten istniał wcześniej, czy też nie.
4. Zdobycie nowego źródła surowców lub półfabrykatów i to niezależnie od tego, czy źródło już istniało, czy też musiało być dopiero stworzone.
5. Wprowadzenie nowej organizacji jakiegoś przemysłu, np. stworzenie monopolu bądź jego złamanie²⁸.

Kluczowym słowem w tej definicji jest pojęcie „nowy”. J.A. Schumpeter wiązał innowację z pierwszym zastosowaniem danego rozwiązania. Nie uznawał za innowacje ich upowszechniania. Proces ten określał mianem imitacji. Duże znaczenie przypisywał także osiągnięciu pozytywnego wyniku ekonomicznego z wprowadzenia innowacji i możliwości jej wykorzystania w praktyce²⁹.

W definicjach, które powstały po drugiej wojnie światowej innowacje można interpretować w szerokim bądź wąskim znaczeniu. W wąskim ujęciu innowacja jest po prostu wynalazkiem, który znajduje określone wykorzystanie, natomiast w szerszym ujęciu całym procesem zarządzania, obejmującym różnorodne czynności, prowadzące do tworzenia, rozwijania i wprowadzania nowych wartości w produktach lub nowych połączeń środków i zasobów, które są nowością dla tworzącej lub wprowadzającej je jednostki. Postrzegane w szerokim ujęciu innowacje obejmują również przenoszenie tych wartości na istniejących bądź nowych partnerów rynkowych oraz mogą być wynikiem pracy grupy przedsiębiorstw³⁰.

Według Podręcznika Oslo Manual³¹ innowacja występuje, gdy „nowy lub ulepszony produkt zostaje wprowadzony na rynek albo nowy lub ulepszony proces zostaje zastosowany w produkcji, przy czym

²⁷ R. Bartkowiak, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2008, ss.145-158.

²⁸ J.A. Schumpeter, *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960, s. 104.

²⁹ P. Niedzielski, K. Rychlik, *Innowacje i Kreatywność*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006, s. 19.

³⁰ *tamże*, s. 21.

³¹ Podręcznik Oslo Manual zawiera wytyczne metodologiczne dotyczące badań statystycznych innowacji technologicznych, opracowane na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych przez ekspertów OECD pod egidą grupy NESTI

ów produkt lub proces są nowe przynajmniej z punktu widzenia wprowadzającego je przedsiębiorstwa³².

pojęcie innowacyjności

Podobnie jak innowacje, innowacyjność nie ma jednolitej, powszechnie akceptowanej definicji. Innowacyjność, rozumiana jako zdolność do tworzenia i adaptacji rozwiązań technicznych, organizacyjnych lub innych w codziennej praktyce przedsiębiorstw oraz innych podmiotów, jest jednym z czynników determinujących konkurencyjność danej gospodarki w długim okresie.

Według P. Niedzielskiego innowacyjność jest:

„cechą podmiotów gospodarczych lub gospodarek, oznaczającą zdolność do tworzenia i wdrażania innowacji, jak również ich absorpcji, wiążącą się z aktywnym angażowaniem się w procesy innowacyjne i podejmowaniem działań w tym kierunku; oznacza również zaangażowanie w zdobywanie zasobów i umiejętności niezbędnych do uczestniczenia w tych procesach.”³³

W dokumencie rządowym z 2006 roku „Kierunki zwiększania innowacyjności gospodarki na lata 2007-2013” innowacyjność określono jako:

„zdolność i motywację przedsiębiorców do ustawicznego poszukiwania i wykorzystywania w praktyce wyników badań naukowych i prac badawczo-rozwojowych, nowych koncepcji, pomysłów i wynalazków.”

Natomiast w Programie Operacyjnym Innowacyjna Gospodarka (2007) przez innowacyjność rozumie się:

„wdrożenie nowości do praktyki gospodarczej. Oznacza to wprowadzenie nowego lub znacząco ulepszanego rozwiązania w odniesieniu do produktu (towaru lub usługi), procesu, marketingu lub organizacji.”

Tak określona innowacyjność nie ma charakteru obiektywnego, lecz relatywny w odniesieniu do konkretnego przedsiębiorstwa, które wdrażając u siebie innowację staje się – w danym okresie – przedsiębiorstwem innowacyjnym. GUS posługuje się definicją zaproponowaną przez podręcznik Oslo Manual, w którym to przez innowacyjność rozumie się:

„zdolność przedsiębiorstw do tworzenia i wdrażania innowacji oraz faktyczną umiejętność wprowadzania nowych i zmodernizowanych wyrobów, nowych lub zmienionych procesów technologicznych czy organizacyjno-technicznych.”

Uwzględniając cel i zakres raportowanych badań oraz przyjętą próbę badawczą (SUZI), w niniejszym projekcie przyjęto definicję innowacyjności według Podręcznika Oslo Manual.

– na podstawie wcześniejszych doświadczeń krajów skandynawskich, Niemiec, Włoch, Francji, stanowi powszechnie przyjęty, międzynarodowy standard metodologiczny, stosowany we wszystkich krajach prowadzących badania statystyczne innowacji.

³² E. Stawasz, *Rodzaje innowacji w: Innowacje i transfer technologii – Słownik pojęć*, K.B. Matusiak (red.), PARP, Warszawa 2005, s. 65.

³³ P. Niedzielski, K. Rychlik, *Innowacje ...op.cit.*, ss. 23-24.

 pomiar innowacyjności

Zakres działalności innowacyjnej może być oceniany na różnych poziomach (makro-, mezo-, mikro-) i w różnych sektorach gospodarki.

Innowacyjność często mierzy się ilością wprowadzonych innowacji oraz wielkością nakładów przeznaczonych na te działania. Innowacyjność ściśle wiąże się z posiadanymi zasobami, ale także umiejętnością ich wykorzystania, czyli dojrzałością innowacyjną (odpowiednim poziomem kultury organizacyjnej, warunkującym wykorzystanie posiadanych zasobów).³⁴

Rzeczywiste zdolności rozwojowe przedsiębiorstw zależą w znacznym stopniu od skali prowadzonej aktywności inwestycyjnej i innowacyjnej. Działalność taka powinna opierać się na implementacji innowacji, które wiążą się z poniesieniem wydatków. Przegląd wyników badań, statystyk narodowych i międzynarodowych skłania do stwierdzenia, że poziom innowacyjności polskich przedsiębiorstw jest zdecydowanie niższy niż w innych krajach UE.³⁵

Wśród charakterystyk polskiej gospodarki zwraca uwagę niski poziom nakładów na B+R. Ogólna wartość nakładów na działalność badawczą i rozwojową w 2011 roku wyniosła 11,7 mld zł.³⁶ Co prawda nominalny wzrost środków przeznaczonych na badania (szczególnie w okresie 2007-2011) przyniósł pewną poprawę w finansowaniu sfery B+R, i średni wskaźnik nakładów na B+R w relacji do PKB wzrósł z 0,57 proc. w 2007 roku do 0,74 proc. w 2010 roku, to jest to zaledwie 1/3 GERD/PKB dla 27 krajów Unii Europejskiej. Dodatkowo w Polsce mamy do czynienia ze stosunkowo niskim udziałem środków podmiotów gospodarczych i relatywnie wyższymi nakładami publicznymi niż w innych krajach UE. Wprawdzie udział podmiotów gospodarczych w tych nakładach rośnie, jednak w 2011 roku udział przedsiębiorstw w finansowaniu B+R wyniósł 28,1 proc. (wobec 26,6 proc. w 2010 r), a udział wydatków publicznych – 51,9 proc.³⁷

Ważną miarą procesów innowacyjnych są wskaźniki obrazujące ochronę własności przemysłowej w danym kraju. Wprawdzie systematycznie rośnie liczba zgłoszeń krajowych wynalazków w Urzędzie Patentowym Rzeczypospolitej Polskiej, jednak liczba udzielanych patentów i praw ochronnych nie podąża tym samym trendem (zob. tab. 4.4.).

Zainteresowanie ochroną własności intelektualnej przejawiają głównie podmioty duże, wśród małych i średnich firm panuje przekonanie, że procedury są czaso- i kosztochłonne, stąd MSP w niewielkim stopniu w nich uczestniczą. Wychodząc naprzeciw temu zjawisku, w ostatnich latach Urząd Patentowy rozwija inicjatywy edukacyjne, szczególnie ukierunkowane na upowszechnianie wiedzy

³⁴ P. Niedzielski, *Rodzaje innowacji w: Innowacje i transfer technologii – Słownik pojęć*, K.B. Matusiak (red.), PARP, Warszawa 2005, s. 75.

³⁵ Por. m.in. *Polska 2012. Raport o stanie gospodarki*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012; *Nauka i technika w 2009 roku*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2011; *Raport Polska 2011. Gospodarka-Społeczeństwo-Regiony*, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2011; A. Żołnierski, *Potencjał innowacyjny polskich małych i średniej wielkości przedsiębiorstw*, PARP, Warszawa 2005.

³⁶ *Mały rocznik statystyczny 2013*, GUS, Warszawa 2013.

³⁷ Opracowano na podstawie: *Mały rocznik statystyczny 2013*, GUS, Warszawa 2013; *Nauka i technika w 2009 roku*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2011.


na temat znaczenia wynalazków, patentów i innych elementów własności intelektualnej wśród małych i średnich przedsiębiorstw.³⁸

Instrumentem Unii Europejskiej mierzącym innowacyjność poszczególnych krajów członkowskich, jest *Innovation Union Scoreboard* (IUS).³⁹ Warto podkreślić, iż IUS został stworzony do monitorowania implementacji strategii Europa 2020. W 2010 r. Polska została zakwalifikowana do grupy umiarkowanych innowatorów (*moderate innovators*), w której zajęła przedostatnie miejsce wyprzedzając jedynie Słowację. Należy podkreślić, iż tylko w przypadku jednego wymiaru innowacyjności (Zasoby ludzkie – *Human Resources*), uzyskano wynik lepszy niż średnia dla UE-27. Wyniki badań wskazują, iż Polskę charakteryzuje o prawie połowę niższy niż średni dla UE-27 wynik wskaźnika SII – *Summary Innovation Index*.

Tab. 4.4. Liczba wynalazków i wzorów użytkowych w Polsce w latach 2008-2012

	2008	2009	2010	2011	2012
Zgłoszenia wynalazków i wzorów użytkowych dokonane przez podmioty krajowe	3155	3633	4082	4818	5351
Zgłoszenia wynalazków i wzorów użytkowych dokonane przez podmioty zagraniczne	342	287	293	308	303
Patenty i prawa ochronne na wzory użytkowe udzielone podmiotom krajowym	2067	1967	1834	2487	2362
Patenty i prawa ochronne na wzory użytkowe udzielone podmiotom zagranicznym	2191	2461	1654	1149	674

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej. Raport Roczny 2012*, Warszawa 2013.

 Analizując polskie przedsiębiorstwa i strukturę nakładów na działalność innowacyjną pod względem liczby pracujących, największe nakłady w przedsiębiorstwach zarówno przemysłowych, jak i z sektora usług ponoszą jednostki liczące powyżej 499 pracujących. Generalnie potwierdza się prawidłowość, że im firmy są większe, tym częściej prowadzą działalność innowacyjną. Wynika to z faktu, iż większe firmy dysponują większym potencjałem dla prowadzenia działalności innowacyjnej, mają lepszy dostęp do wykształconej kadry pracowniczej, większe możliwości finansowe oraz bardziej profesjonalną kadrę menedżerską. Duże przedsiębiorstwa funkcjonują też na bardziej wymagających rynkach, na których obecna jest konkurencja ze strony firm zagranicznych. W 2010 roku nakłady w tych podmiotach stanowiły 64,3 proc. wszystkich nakładów poniesionych na innowacje przez przedsiębiorstwa przemysłowe oraz 74,6 proc. – przez podmioty z sektora usług.⁴⁰

W niniejszym raporcie są prezentowane wyniki badań dotyczące firm start-up oraz ich podgrupy SUZI. Na tym tle, przyjmując założenie, iż firmy start-up oraz badana grupa SUZI to przeważnie mikroprzedsiębiorstwa, warto dokonać oceny innowacyjności właśnie tej grupy podmiotów. Niestety badacz napotyka w tym miejscu na istotne ograniczenia, tj. brak szerokiego spektrum literatury,

³⁸ Por. *Wynalazki w działalności małych i średnich przedsiębiorstw*, Krajowa Izba Gospodarcza & Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej, Warszawa 2013.

³⁹ <http://www.proinno-europe.eu/inno-metrics/page/innovation-union-scoreboard-2010> (09.09.2013 r.)

⁴⁰ *Polska 2012. Raport o stanie gospodarki*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012.

a szczególnie raportów i statystyk, odnoszących się do działalności badawczo-rozwojowej i innowacyjnej w grupie mikroprzedsiębiorstw.

Większość raportów nt. innowacyjności przedsiębiorstw nie uwzględnia grupy mikroprzedsiębiorstw, choć ich analiza skłania do stwierdzenia, że poziom nakładów na działania innowacyjne rośnie wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa.

Mikroprzedsiębiorstwa również prowadzą prace, które związane są z wdrażaniem innowacji. Ponad 33 proc. badanych w 2005 roku przez A. Żołnierskiego firm zadeklarowało, że w ostatnich dwóch latach wprowadziło innowacje.⁴¹ Najczęściej decydowano się na innowacje organizacyjne (ponad 21 proc. badanej populacji) i innowacje produktowe (18,3 proc. badanej populacji). Innowacje procesowe wdrożyło 9 proc. badanych przedsiębiorstw. Wprowadzone rozwiązania były innowacyjne głównie w skali firmy lub branży. Niewiele firm wygenerowało innowację na skalę rynku krajowego, a jeszcze mniej na skalę rynku europejskiego lub światowego.

Diagnoza działalności innowacyjnej mikroprzedsiębiorstw przeprowadzona przez M. Juchniewicz i B. Grzybowską prowadzi do następujących wniosków:⁴²

- Zdecydowana większość mikroprzedsiębiorstw nie wprowadza innowacji.
- Najwięcej innowacyjnych mikroprzedsiębiorstw zlokalizowanych jest w regionach o wysokim potencjale innowacyjnym i atrakcyjności inwestycyjnej.
- Mikroprzedsiębiorstwa usługowe są bardziej innowacyjne niż przemysłowe.
- Mikroprzedsiębiorstwa zainteresowane są przede wszystkim innowacjami produktowymi i organizacyjnymi.
- Innowacje wprowadzane przez mikroprzedsiębiorstwa charakteryzuje niski stopień nowości.
- Główną przyczyną niskiej atrakcyjności innowacyjnej mikroprzedsiębiorstw jest brak potrzeby, ze względu na wprowadzenie innowacji w latach wcześniejszych.
- Mikroprzedsiębiorstwa cechuje niska skłonność do wprowadzania innowacji w przyszłości.
- Podstawową barierą wprowadzania innowacji przez mikroprzedsiębiorstwa są czynniki finansowe.

Wymienione wyżej wnioski z badań M. Juchniewicz i B. Grzybowskiej upoważniają do stwierdzenia, że mikroprzedsiębiorstwa nie postrzegają innowacji jako instrumentu konkurencji. Systematyczność i ciągłość procesów, które kończą się wprowadzeniem innowacyjnych zmian nie jest cechą badanych mikroprzedsiębiorstw. Te podmioty, które prawdopodobnie na początku swojej działalności wprowadziły rozwiązanie innowacyjne, na późniejszym etapie rozwoju raczej dyskontują korzyści wcześniejszych inwestycji niż realizują i planują realizować kolejne działania innowacyjne.

Szczegółowych informacji w zakresie innowacyjności mikroprzedsiębiorstw w Polsce dostarcza także badanie przeprowadzone przez PARP w 2010 roku pt. „Strategia niszy rynkowej jako specyficzny element potencjału rozwojowego mikroprzedsiębiorstw”.⁴³ W okresie 2004-2007 ponad połowa

⁴¹ A.Żołnierski, *Innowacyjność ...op.cit.*

⁴² M.Juchniewicz, B.Grzybowska, *Innowacyjność mikroprzedsiębiorstw w Polsce*, PARP, Warszawa 2010.

⁴³ *Strategia niszy rynkowej jako specyficzny element potencjału rozwojowego mikroprzedsiębiorstw*, PARP, Warszawa 2010.

respondowanych mikroprzedsiębiorstw wprowadzała rozwiązania innowacyjne. Najczęściej projekty te dotyczyły udoskonalenia produktu lub usługi (18,8 proc.) oraz udoskonalenia procesu produkcyjnego lub świadczenia usług (16 proc.). Wprowadzenie takich zmian miało najczęściej na celu chęć umocnienia pozycji na rynku (38,4 proc.) i możliwość rozszerzenia oferty firmy (29 proc.), tylko w przypadku 0,9 proc. mikroprzedsiębiorstw dotyczyło to wytworzenia oryginalnego produktu/usługi, dotychczas nie oferowanego na rynku. Takie wyniki mogą świadczyć o tym, że wprowadzanie innowacji nie ma w sobie silnego potencjału rozwojowego, lecz służy raczej utrzymaniu obecnej pozycji rynkowej. Uzupełnieniem tych informacji mogą być wyniki innego badania PARP dotyczącego transferu technologii.⁴⁴ Raport ten wskazuje, że innowacyjność małych i średnich przedsiębiorstw ma zwykle charakter „imitacyjny”, czyli ukierunkowany na adaptację lub kopiowanie rozwiązań sprawdzonych i zweryfikowanych.

Jednym z mierników wykorzystywanych pomiaru poziomu innowacyjności jest statystyka patentowa. Z badań M. Juchniewicz i B. Grzybowskiej dotyczących ochrony własności intelektualnej w grupie mikroprzedsiębiorstw wynika, że zdecydowana większość (ok. 85 proc.) nie posiada żadnych patentów (praw własności do wynalazku) ani licencji, które oznaczają uprawnienia do wykorzystywania obcych rozwiązań naukowo-technicznych czy doświadczeń produkcyjnych.⁴⁵ Podobna tendencja wystąpiła również wśród mikroprzedsiębiorstw, które poddano badaniu A. Żołnierskiego w 2005 r. Wówczas spośród badanych zaledwie 15 proc. zadeklarowało, że posiada licencje i są to w większości rozwiązania pochodzenia krajowego, gdyż wiąże się to z niższymi kosztami. Co istotne, liczba patentów posiadanych przez mikroprzedsiębiorstwa w badanej populacji w 2005 roku była tak mała, że wykluczała możliwość poprawnego statystycznie wnioskowania.⁴⁶

Niewielkie zainteresowanie innowacjami w grupie małych przedsiębiorstw – to wniosek z badania PKPP Lewiatan na temat kondycji sektora.⁴⁷ Z badania Lewiatana wynika, że w latach 2008-2010 innowacje wdrożyła prawie co druga firma średnia, znacznie mniej firm małych i mikro. Małe firmy pytane o główny powód nieinteresowania się innowacjami, przyznają, że nie jest im to potrzebne, bo działają na lokalnym rynku i są zbyt małe by stać się innowacyjnymi. Takie podejście koresponduje ze strategią działania tych firm - prawie 70 proc. deklaruje, że najważniejszym dla nich priorytetem w najbliższych dwóch latach, będzie rozwijanie działalności tylko w swoim regionie. Koncentracja na innowacjach pozwala jednak unikać bezpośredniej konkurencji np. cenowej, która dla tego sektora jest niekorzystna. W okresie spowolnienia gospodarczego MSP muszą pogodzić konieczność optymalizacji kosztów wynikających choćby ze wzrostu cen surowców i paliw z jakością usług i towarów. Oznacza to, iż firmy prawdopodobnie będą musiały zaakceptować malejącą rentowność i zmniejszanie się zdolności do gromadzenia kapitału na rozwój. Alternatywą dla takich działań jest koncentracja na inwestycjach w innowacje.

⁴⁴ *Badanie rynku wybranych usług wspierających rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce. Obszar: Transfer technologii*, PARP, Warszawa 2010.

⁴⁵ M. Juchniewicz, B. Grzybowska, *Innowacyjność mikroprzedsiębiorstw ...op.cit.*

⁴⁶ A. Żołnierski, *Innowacyjność ...op.cit.*

⁴⁷ Badanie ankietowe zostało przygotowane przez PKPP Lewiatan w ramach projektu „Monitoring kondycji sektora MSP w latach 2010-2012” współfinansowanego ze środków UE, a zrealizowane przez CBOS na ogólnopolskiej próbie 1501 aktywnych przedsiębiorstw prywatnych w 2011 roku.

Konkurencyjność zarówno samych przedsiębiorstw, jak i całych gospodarek w coraz większym stopniu warunkowana jest przez wykorzystywane technologie oraz przez innowacyjność. Działalność innowacyjna przyczynia się też do powstawania nowych form konkurowania i jest warunkiem krytycznym rozwoju gospodarki. Reasumując rozważania na temat poziomu innowacyjności polskich MSP można stwierdzić, że jest on znacznie niższy niż poziom innowacyjności MSP większości krajów UE, przy czym główną przeszkodą jest brak lub ograniczony dostęp do źródeł finansowania projektów innowacyjnych w małych firmach.

Tab. 4.5. Liczba nowo powstałych przedsiębiorstw w Polsce

	2005			2006			2007			2008			2009			2010		
	Ogółem	Aktywne	Wskaźnik przeżycia	Ogółem	Aktywne	Wskaźnik przeżycia	Ogółem	Aktywne	Wskaźnik przeżycia	Ogółem	Aktywne	Wskaźnik przeżycia	Ogółem	Aktywne	Wskaźnik przeżycia	Ogółem	Aktywne	Wskaźnik przeżycia
Ogółem	211 142	142 836	67,65%	241 352	160 584	66,54%	273 579	193 332	70,67%	294 315	224 825	76,39%	275 307	212 010	77	286 203	222 567	77,8
Forma prawna																		
osoby fizyczne	199 254	133 534	67,02%	227 613	149 597	65,72%	257 501	180 633	70,15%	277 675	210 139	75,68%	259 907	200 603	77,2	266 578	206 959	77,6
osoby prawne	11 888	9 302	78,25%	13 739	10 987	79,97%	16 078	12 699	78,98%	166 740	14 686	8,81%	15 400	11 407	74,1	19 625	15 608	79,5
Zatrudnienie																		
bez pracowników najemnych	164 094	108 932	66,38%	190 134	122 969	64,67%	219 088	154 002	70,29%	238 421	177 672	74,52%	231 201	1 178 758	77,3	249 575	192 121	77
z pracownikami najemnymi	47 048	33 904	72,06%	51 218	37 615	73,44%	54 491	39 330	72,18%	55 894	47 153	84,36%	44 106	33 252	75,4	36 628	30 446	83,1
Podstawowy rodzaj działalności																		
Przemysł	20 548	14 865	72,34%	23 499	15 044	64,02%	25 827	19 463	75,36%	25 933	20 922	80,68%	25 575	18 359	71,7	26 192	21 250	81,1
Budownictwo	23 895	15 386	64,39%	33 496	21 817	65,13%	49 934	34 285	68,66%	56 950	44 516	78,17%	46 232	38 132	82,5	49 189	38 775	78,8
Handel, naprawa pojazdów	77 315	52 193	67,51%	78 988	54 345	68,80%	79 871	53 791	67,35%	84 025	60 215	71,66%	83 443	60 333	72,3	85 802	63 376	73,9
Transport i gosp. magazynowa	11 869	7 929	66,80%	13 860	9 611	69,34%	18 325	13 556	73,98%	19 623	14 973	76,30%	16 023	11 614	72,5	15 818	11 700	74
Zakwaterowanie i gastronomia	9 239	5 697	61,66%	9 076	5 996	66,06%	11 877	7 280	61,29%	10 642	8 039	75,54%	12 540	8 436	67,3	11 139	8 148	73,1
Informacja i komunikacja													11 073	9 384	84,7	12 747	10 853	85,1
Finanse i ubezpieczenia	8 583	5 410	63,03%	9 447	5 019	53,13%	13 289	7 558	56,87%	15 018	9 539	63,52%	4 766	3 464	72,7	4 433	3 057	69
Obsługa nieruchomości	37 993	24 806	65,29%	45 370	31 461	69,34%	44 781	35 161	78,52%	48 345	39 787	82,30%	2 411	1934	80,2	2 732	2 355	86,2
Działalność profesjonalna, naukowa i techniczna													25 224	21 102	83,7	28 960	25 562	88,3
Administrowanie i działalność wspierająca													10 569	7 918	74,9	12 050	7 595	63
Edukacja	3 954	3 187	80,60%	4 346	2 973	68,41%	5 579	4 205	75,37%	5 957	4 587	77,00%	8115	6 354	78,3	8 033	6 313	78,6
Opieka zdrowotna i pomoc społeczna	8 256	6 672	80,81%	8 317	6 407	77,03%	10 780	8 814	81,76%	13 345	11 462	85,89%	13 508	11 813	87,5	12 570	10 755	85,6
Działalność związana z kulturą, rozrywką i rekreacją													2 086	1 511	72,4	2 125	1 566	73,7
Pozostała działalność usługowa	9 490	6 691	70,51%	14 953	7 911	52,91%	13 316	9 219	69,23%	14 477	10 785	74,50%	13 742	11 666	84,9	14 413	11 262	78,1

Źródło: Opracowano na podstawie: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2005-2009*, GUS, Warszawa 2011; *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012

Rozdział V

POLSKI RYNEK *PRIVATE EQUITY* A FINANSOWANIE START-UP

5.1. Źródła finansowania działalności młodych przedsiębiorstw w Polsce

Struktura finansowania działalności oraz inwestycji wśród polskich przedsiębiorstw od dłuższego czasu wygląda podobnie. Inwestycje w głównej mierze finansowane są ze środków własnych, w dalszej kolejności kredytami bankowymi i pożyczkami. Im większe przedsiębiorstwo, tym w większym stopniu korzysta z kredytowych produktów bankowych, co świadczy o ich potencjale ekonomicznym w porównaniu z tymi najmniejszymi. Z kolei z dostępnych środków budżetowych najczęściej korzystają średnie przedsiębiorstwa, co źle świadczy o systemie pomocy publicznej, która w niewielkim stopniu uwzględnia specyfikę i potrzeby najmniejszych firm.



Już po raz drugi przeprowadzone badanie wśród mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce¹ potwierdza, że najmniejsze i najmłodsze (prowadzące działalność krócej niż 2 lata) przedsiębiorstwa napotykają największe bariery w pozyskiwaniu zewnętrznych źródeł finansowania, w szczególności w postaci kredytu bankowego. Powodem jest mniejsza od pozostałych zdolność kredytowa lub jej całkowity brak, mający diametralny wpływ na odmowę udzielenia kredytu przez banki.

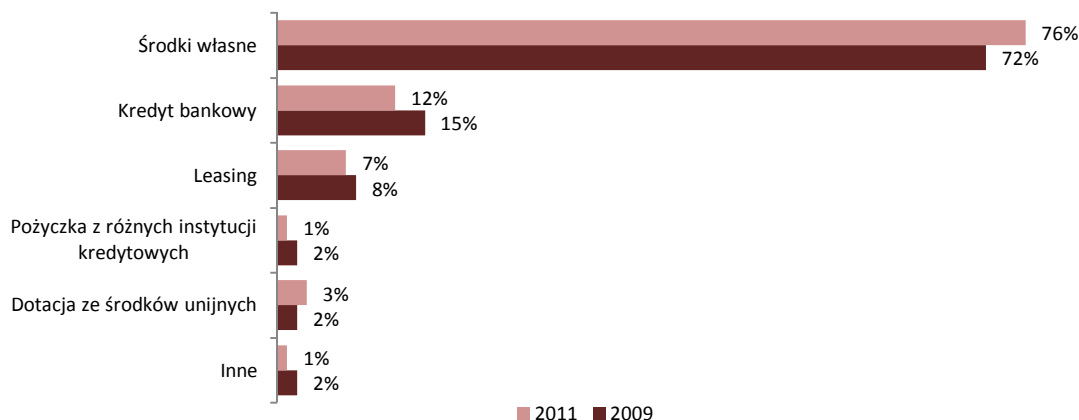
Mającą istotne znaczenie dla ubiegania się o finansowanie zwrotne, aktywność inwestycyjna kształtowała się na znacznie gorszym poziomie niż w 2009 roku. Wówczas to, odsetek badanych firm, które nie dokonały inwestycji w ostatnich 12 miesiącach wynosił 29 proc. podczas gdy w roku 2011 jego wartość wzrosła do 43 proc.². Świadczy to o mniejszym potencjale popytowym na finansowanie zwrotne, na który wpływ ma także sytuacja gospodarcza i inne czynniki, jak chociażby skłonność do zadłużania się przedsiębiorstw.

W wyniku większego odsetka odmowy ubiegania o finansowanie zwrotne w postaci kredytu bankowego, większość realizowanych inwestycji finansowana była środkami własnymi (zob. rys. 5.1.). Cytowane badania potwierdzają również tezę o mniejszym dostępie do finansowania bankowego przez mikrofirmy, które zmuszone były poszukiwać finansowania pozabankowego, np. w postaci pożyczek z funduszy pożyczkowych. Wiele przedsiębiorstw, w ogóle nie ubiegało się o kredyt bankowy lub tego nie planuje. Wśród przyczyn nieudzielenia kredytu w 2009 roku zdecydowanie

¹ Pierwsze badanie zostało przeprowadzone w 2010 roku; W. Załęski, *Raport końcowy: Badanie rynku wybranych usług wspierających rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce „Finansowanie zwrotne”*, Warszawa, sierpień 2012, s. 27.

² Tamże, s. 27.

dominowała niska zdolność kredytowa lub jej brak, natomiast w roku 2011 była to odmowa bez podania przyczyny³.



Rys. 5.1. Najważniejsze źródła finansowania inwestycji przez MSP w roku 2009 i 2011

Źródło: W. Załęski, *Raport końcowy: Badanie rynku wybranych usług wspierających rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce „Finansowanie zwrotne”*, Warszawa, sierpień 2012, s. 28.

Przedsiębiorstwa najmłodsze są grupą, która w najmniejszym stopniu korzysta z jakichkolwiek kredytów, należy jednak zaznaczyć, iż w sytuacji ubiegania się o takie finansowanie, najczęściej przyznawany jest im kredyt w rachunku bieżącym. Młode przedsiębiorstwa, które uzyskały odmowę finansowania bankowego, korzystają z usług funduszy pożyczkowych lub innych źródeł pozabankowych⁴. Wśród przyczyn rezygnowania z ubiegania się o kredyt bankowy dominowało zbyt wysokie oprocentowanie i zbyt wysokie raty spłaty⁵. Najczęściej dotychczas wskazywany brak wystarczającego zabezpieczenia, nie był decydującym czynnikiem. W większym stopniu decydowały względy ekonomiczne i te związane z przyszłą kondycją finansową, mającą wpływ na możliwość terminowego regulowania zobowiązań z tytułu rat kapitałowo-odsetkowych.

Oceniając dostępność środków finansowych, jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw stwierdzić można, iż w dalszym ciągu grupą napotykającą największe bariery są mikroprzedsiębiorstwa zwłaszcza te, które prowadzą działalność gospodarczą krócej niż 24 miesiące. Ta grupa w największym stopniu odcięta jest od finansowania bankowego, w wielu przypadkach będąc wykluczoną z rynku kredytowego. Dlatego tak istotne jest wprowadzanie alternatywnych rozwiązań.

³ Tamże, s. 48.

⁴ Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010-2011, PARP, Warszawa 2012, s. 115.

⁵ W. Załęski, *Raport końcowy: Badanie rynku...* op. cit., s. 51.

5.2. Inwestycje kapitału *Private Equity/Venture Capital* w Polsce

→ Istota *Venture Capital* w Polsce

Venture Capital to rodzaj finansowania o charakterze udziałowym średnio- lub długoterminowym, polegające na inwestowaniu poza publicznym rynkiem kapitałowym. Z uwagi na swój charakter przeznaczone jest głównie dla małych i średnich przedsiębiorstw charakteryzujących się ponadprzeciętnym potencjałem rozwoju. Inwestycja tego typu w głównej mierze odbywa się poprzez nabycie akcji lub udziałów przedsiębiorstwa przez zewnętrzny podmiot, sprawujący nadzór i wspierający w procesie zarządzania, w celu późniejszej ich odsprzedaży z zyskiem. Czas trwania takiej inwestycji waha się w granicach od 2 do 5 lat. Inwestycja kapitału *venture* z punktu widzenia przedsiębiorstwa nie polega wyłącznie na wniesieniu nowego kapitału, ale jest również typową odmianą współwłaściciela firmy, gdyż⁶:

- Zazwyczaj nie zamierza uczestniczyć w procesie bieżącego zarządzania przedsiębiorstwem, jego obecność widoczna jest w radzie nadzorczej, dzięki czemu posiada bieżące informacje na temat działań i kondycji firmy;
- Inwestycja jest czasowa, więc z góry zakłada, że współwłaścicielem będzie przez pewien okres, po czym będzie dążył do wyjścia z inwestycji poprzez odsprzedaż akcji lub udziałów;
- Inwestor zwykle pełni rolę akcjonariusza mniejszościowego, zdarzają się jednak przypadki obejmowania pakietu większościowego.

Jedynym źródłem kapitału *Venture Capital* są zazwyczaj instytucje (fundusze) specjalizujące się w jego finansowaniu. Stanowią one zazwyczaj źródło finansowania projektów znajdujących się we wczesnych stadiach rozwojowych. Ponadto w ramach funduszy *Venture Capital* można wyróżnić różne ich kategorie, w zależności od tego w którym okresie życia projektu/przedsiębiorstwa inwestują swój kapitał. Jednym z rodzajów są tzw. fundusze załączkowe, które inwestują mniejsze kwoty i interesują się przedsiębiorstwami będącymi w fazie *seed*, czyli pączkowania pomysłu i jego pierwszych efektów. Drugą kategorię stanowią „klasyczne” fundusze *Venture Capital* zainteresowane późniejszymi stadiami rozwoju przedsiębiorstwa (zob. tab. 5.1.).

W roku 2012 inwestycje funduszy ryzyka w Europie wyniosły 36,5 mld euro, z czego 3,2 mld euro to były inwestycje funduszy *Venture Capital* (w fazie *seed*, start up i późniejsze fazy *venture*). Natomiast w Europie Środkowo-Wschodniej wartość wszystkich inwestycji w 2012 roku wyniosła 1 mld euro, ale tylko niewiele ponad 100 mln euro stanowiły inwestycje w przedsiębiorstwa znajdujące się w fazach *seed*, start up i późniejsze fazy *venture* (*seed* i start-up – 99 mln euro). Prawie połowa zainwestowanych w tej części Europy kapitałów została ulokowana w Polsce (478 mln euro). Jak pokazują dane *European Venture Capital Association* (EVCA) rok 2012 był kolejnym (od roku 2009) okresem spadku wartości przeprowadzonych inwestycji w tej części kontynentu.

⁶ P. Głodek, P. Pietras, *Źródła finansowania dla komercjalizacji technologii i wiedzy*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2011, s. 39.

Tab. 5.1. Zainteresowania inwestycyjne poszczególnych typów inwestorów

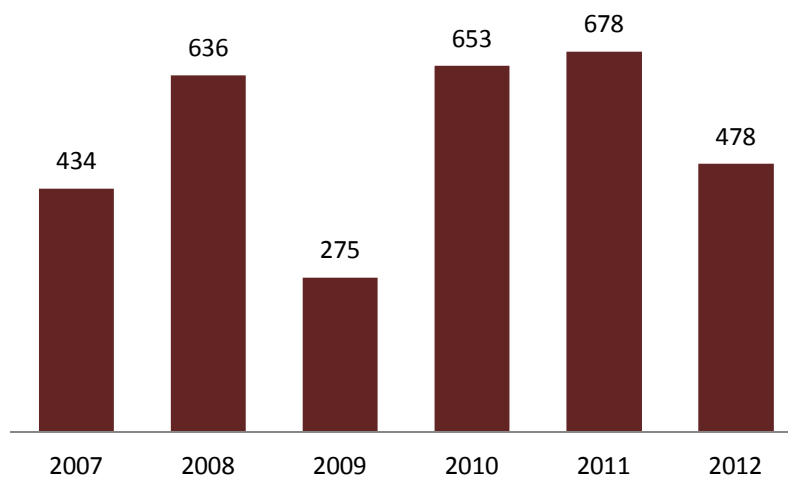
Kryterium	Fundusze załączkowe	Anioły Biznesu	Przedsiębiorstwa – korporacyjny Venture Capital	„Klasyczne” fundusze inwestycyjne
Preferowana wielkość inwestycji	Małe i średnie, nawet od 100 tys. zł	Małe i średnie, nawet od 50-100 tys. zł	Średnie, 2-10 mln zł	Duże i średnie, 4 i więcej mln zł
Finansowane etapy rozwoju	Początkowej fazy rozwoju przedsiębiorstwa	Początkowe fazy rozwoju przedsiębiorstwa	Od etapu zasiewu po etap ekspansji	Głównie etap – ekspansja
Możliwości wsparcia pozafinansowego	Prawo, zarządzanie, marketing	Własne doświadczenie biznesowe inwestora oraz kontakty biznesowe	Technologia, działania B+R, współpraca w zakresie kanałów dystrybucji	Prawo, zarządzanie finansami, marketing
Nastawienie wobec innowacji komercjalizacji technologii	Jeden z głównych obiektów inwestycji	Zróznicowane	Główny obiekt inwestycji	Ostrożne

Źródło: P. Głodek, P. Pietras, *Źródła finansowania dla komercjalizacji technologii i wiedzy*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2011, s. 40.

inwestycje w fazę początkową w Polsce

Wartość inwestycji przeprowadzanych przez fundusze VC w Polsce podobnie jak w całej Europie Środkowo-Wschodniej w 2012 roku

była mniejsza niż w roku poprzednim (zob. rys. 5.2.).



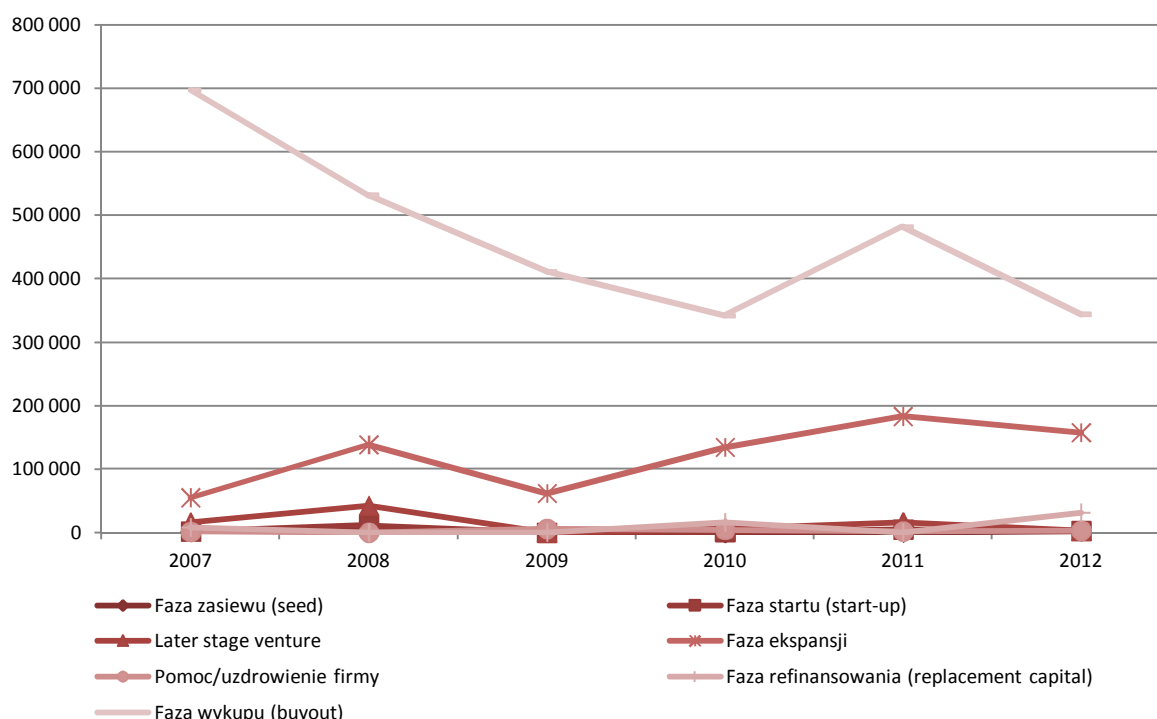
Rys. 5.2. Wartość inwestycji zrealizowanych przez fundusze Venture Capital w Polsce w latach 2007-2012 (w mln euro)

Źródło: *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013, s. 12.

Podobnie jak w całej Europie Środkowej i Wschodniej, także w Polsce inwestycje w początkowe fazy (*seed*, start-up) stanowią zdecydowaną mniejszość w porównaniu do tych przeprowadzanych w fazy późniejsze (zob. rys. 5.3.), pomimo tego, iż rok 2012 stanowi kontynuację trendu wzrostowego w wartościach przeprowadzanych inwestycji w początkowe fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Na uwagę zasługuje również poziom inwestycji w fazę inkubacji, zasiewu (*seed*), który jest najwyższy

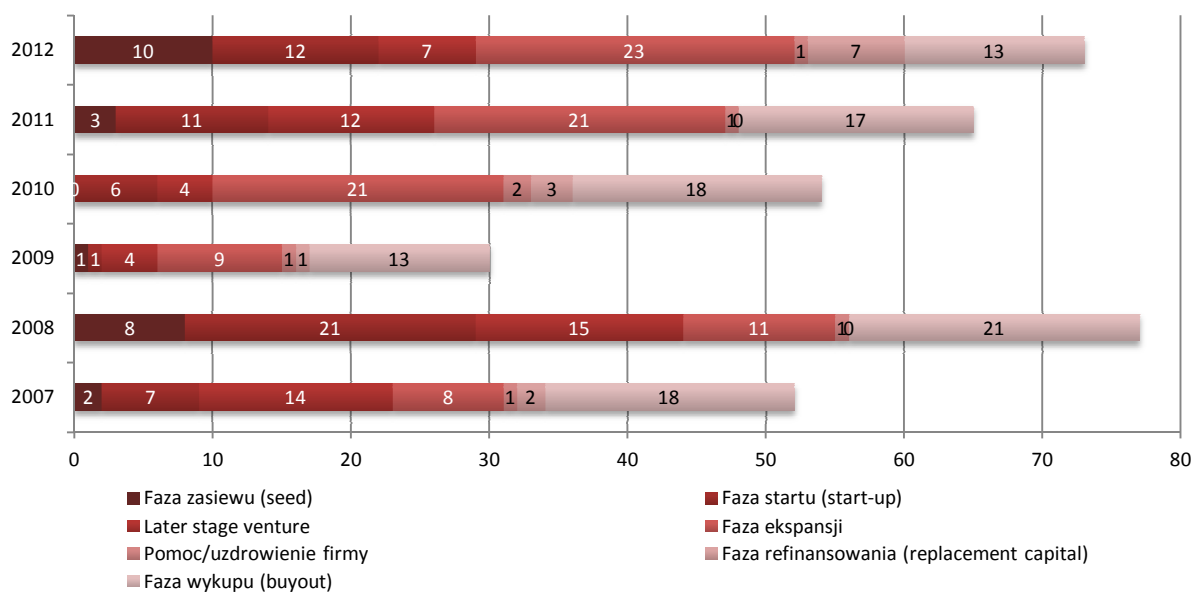
od czterech lat. Do roku 2011 widoczny był odwrót od finansowania start-upów, większość funduszy skupiała się na fazach obarczonych mniejszym ryzykiem, inwestując w projekty mające ugruntowaną pozycję na rynku. Pozostaje mieć nadzieję, że dane osiągnięte w 2012 roku będą początkiem trwałego zjawiska, wieszczącego powrót do poziomów wartości inwestycji sprzed kryzysu, a nawet próbą osiągnięcia nowych maksymalnych wartości.

Od początku załamania na rynku kapitału ryzyka (tj. od 2008 r.) z roku na rok rośnie liczba przeprowadzanych w Polsce inwestycji. Nadal jednak fazy początkowe (*seed*, start up) odpowiednio stanowiły 13,7 proc. i 16,4 proc. (rys. 5.4.). Pomimo zdecydowanej przewagi faz późniejszych (którym towarzyszy mniejsze ryzyko), liczba inwestycji w fazę startu jest na poziomie z roku ubiegłego. Zdecydowanie lepiej niż w 2011 roku wygląda faza *seed*, w której odnotowano blisko 10 proc. przyrost. Ogólnie w fazie *venture* w 2012 roku zostało przeprowadzonych 29 wejść kapitałowych (2011 r. – 26). Pod względem wartościowym w 2012 roku branżą cieszącą się największą popularnością był handel detaliczny i dobra konsumpcyjne oraz nauki o życiu ludzkim, stanowiąc ponad połowę inwestycji. Z kolei najwięcej inwestycji zostało przeprowadzonych w branżę związaną z łącznością i komunikacją. Podobnie jak rok wcześniej, także w 2012 r. ponad 70 proc. inwestycji (44 przedsiębiorstwa) były to pierwsze wejścia kapitałowe, potwierdzając panujący od 2008 roku trend.



Rys. 5.3. Wartość inwestycji kapitału ryzyka w Polsce w latach 2007-2012 (w euro)

Źródło: Yearbook 2013 Europe & Poland, EVCA.



Rys. 5.4. Liczba inwestycji kapitału ryzyka w Polsce w latach 2007-2012

Źródło: Yearbook 2013 Europe & Poland, EVCA.

Odbicie rynku inwestycji kapitałowych w Polsce po załamaniu w roku 2008 jest konsekwencją i efektem udostępniania środków budżetowych, przeznaczonych na wejścia kapitałowe wyspecjalizowanych inwestorów. Potwierdzeniem tego jest fakt, że w 2012 roku 80 proc. zainwestowanego kapitału była pochodzenia krajowego, podczas gdy z Europy pochodziło niespełna 20 proc. Jest to rezultatem realizowanych w naszym kraju programów wsparcia funduszy *seed/Venture Capital*. Tendencja jeszcze przez kilka najbliższych lat może być zachowana, z uwagi na konkursy organizowane przez Krajowy Fundusz Kapitałowy udostępniający środki w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. Jednak pomimo możliwości uzyskania dokapitalizowania ze środków unijnych przez fundusze *seed/VC* w 2012 roku odnotowano wzrost kapitałów z krajów europejskich. W jednej strony może to świadczyć o odradzaniu się tych instytucji po kryzysie, zwiększonej podaży kapitałów ryzyka oraz, co wydaje się istotniejsze, atrakcyjności Polski i funkcjonujących tu przedsiębiorstw oraz rodzących się pomysłów na arenie międzynarodowej.

5.3. Inwestycje kapitałowe Aniołów Biznesu

Anioł Biznesu to inwestor oferujący swoje doświadczenie, kapitał oraz chęć pomocy i kapitałowego zaangażowania w młode, innowacyjne przedsiębiorstwo czy pomysł. W celu zwiększenia efektywności wsparcia pojedynczy Aniołowie łączą swoje siły, zrzeszając się tworząc sieci Aniołów Biznesu (SAB), których celem jest nie tylko zrzeszanie indywidualnych inwestorów, ale także kojarzenie projektów charakteryzujących się potencjałem wzrostu z inwestorami posiadającymi chęć i środki aby je wesprzeć. SAB oprócz kapitałowego wsparcia oferują również pomoc merytoryczną podczas prowadzenia biznesu. Istnienie Aniołów Biznesu, sieci Aniołów Biznesu przynosi korzyści wszystkim stronom transakcji. Ważne jest to także dla gospodarki, gdyż starają się finansować pomysły, przedsiębiorstwa będące w początkowych fazach rozwoju, takich jak *seed*, *start-up*, czy *first*

stage, czyli etapy w których bardzo trudno znaleźć źródło finansowania. Funkcjonowanie Aniołów Biznesu pozwala w części ograniczyć istnienie luki kapitałowej, uznawanej za jedną z podstawowych przyczyn ograniczania działalności oraz barierę efektywnego działania.

Pierwsze inwestycje prywatnych inwestorów zostały przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych, uznawanych za kolebkę tego typu działalności. Nasilenie takiego finansowania miało miejsce w trakcie boomu internetowego, pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX w. W Europie ta forma wsparcia biznesu również ma swoją historię i cieszy się dość sporą popularnością. Dowodem tego jest istnienie ponad 300 sieci zrzeszających prywatnych inwestorów. Za najbardziej dojrzałe rynki w tym zakresie uznaje się Wielką Brytanię, Francję, Hiszpanię, Niemcy, Szwecję, Danię oraz Włochy⁷.

Business Angels odgrywają istotną rolę w finansowaniu młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw z uwagi na dostarczanie kapitału, który z innych źródeł jest dla tych podmiotów niedostępny. Aniołowie biznesu przyczyniają się do realizowania udanych projektów, wspierając przedsiębiorców nie tylko kapitałowo, ale także swoim doświadczeniem, kontaktami, stając się niejako współtwórcami przedsięwzięcia. Tradycyjnie zorientowani są na finansowanie projektów znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju (w Europie ponad 80% inwestycji BA odbywa się w fazy załóżkowe i wczesnego wzrostu).



geneza Aniołów Biznesu w Polsce

W Polsce pierwsze inwestycje przeprowadzone przez *Business Angels* odnotowano na początku lat dziewięćdziesiątych XX w. Pionierami były dwie sieci zrzeszające indywidualnych inwestorów. Pierwsza – PolBAN, utworzona w grudniu 2003 roku, obecnie działająca pod nazwą Business Angel Club, druga – to utworzona w kwietniu 2005 roku Lewiatan Business Angel, afiliowana przy Polskiej Konfederacji Pracodawców Prywatnych Lewiatan⁸. Inwestując Anioł obejmuje udziały w firmie, kształtujące się w przedziale 20-45 proc., przez okres od 3 do 6 lat. Jedną z cech charakterystycznych takiego wsparcia jest brak dywidend oraz oprocentowania wkładu, co powoduje że zyski mogą być przeznaczane na rozwój firmy. Anioł Biznesu, aby mieć wpływ i kontrolę nad inwestycją bardzo często obejmuje funkcję członka zarządu, rady nadzorczej lub doradcy. Tego typu inwestycje cieszą się coraz większym zainteresowaniem, między innymi z uwagi na bardzo częsty, osobisty stosunek Anioła do projektu oraz założenie, że najważniejszym ogniwem jest człowiek (pomysłodawca), będący motorem i „mózgiem” przedsięwzięcia.



sieci Aniołów Biznesu w Polsce

W 2012 roku w Polsce funkcjonowało 12 sieci Aniołów Biznesu – SAB (zob. tab. 5.2.). Przynależność do SAB przynosi wiele korzyści pojedynczym inwestorom. Do najważniejszych zaliczyć można: wzrost wiarygodności w ramach sieci, możliwość promocji, zdobywanie nowych kontaktów, czy dostęp do nowej wiedzy i doświadczeń. Polskie sieci inwestują znacznie niższe kwoty od tych z Europy Zachodniej. Najczęściej deklarują chęć przeprowadzania inwestycji w przedziale 150 000 – 3 000 000 zł. Zdarzają się jednak projekty zarówno o mniejszej wartości (50 000 zł), jak większej (10 000 000 zł). Najczęściej Anioł Biznesu w Polsce jest mężczyzną w wieku 35-65 lat,

⁷ E. Dąbrowska, *Sieci Aniołów Biznesu*, w: K.B. Matusiak (red.), *Ośrodki innowacji i przedsiębiorczości w Polsce. Raport 2010*, PARP, Warszawa 2010, s. 113.

⁸ P. Tamowicz, *Kapitał na start. Finansowanie start-upów w 2011*, op. cit., s. 15.

z wyższym wykształceniem. Intensywny wzrost liczby młodych firm w Polsce po 1996 roku zaktywizował w pewnym sensie inwestorów prywatnych. Na tej fali zaczęła rosnąć liczba aktywnych Aniołów Biznesu oraz sieci ich zrzeszających, zwłaszcza w obliczu pojawiających się środków publicznych, przeznaczonych na wsparcie tego typu inicjatyw. Przełomowym w tym zakresie był również rok 2008, kiedy to przeznaczono kolejne środki publiczne w ramach funduszy unijnych dla instytucji otoczenia biznesu, w wyniku których powstały nowe sieci, a już istniejące wzmocniły się kapitałowo. Środki unijne z pewnością znacznie ułatwiły powstawanie sieci, ale niestety nie zagwarantowały racjonalności i efektywności realizowanych projektów. Niektóre pomysły wraz z „wyschnięciem źródła pod nazwą środki unijne” przestały istnieć. Te, które pozostały P. Tamowicz podzielił na następujące grupy⁹:

- sieci zorientowane na promocję, dla których podstawą działalności jest organizowanie konferencji i seminariów,
- sieci zorientowane na finansowe wspieranie pomysłów, łączące kapitałodawców z kapitałobiorcami.

Przeprowadzenie analizy działalności krajowych Aniołów Biznesu w dalszym ciągu przysparza wiele trudności, z uwagi na brak usystematyzowanych źródeł gromadzących dane o ilości, wielkości czy innych kategoriach dotyczących przeprowadzanych inwestycji. Jak pisze P. Tamowicz: „dorobek inwestycyjny krajowych sieci to w głównej mierze inwestycje skojarzone przez pionierów rynku, czyli PolBAN, czy Lewiatan Business Angels. Uzupełnieniem działalności sieci są indywidualne inwestycje Aniołów Biznesu, czyli sektor określany mianem rynku „niewidzialnego”, z którego bardzo trudno jest pozyskać informacje. Dotychczas nikt nie zinwentaryzował tego typu działań, zatem można przypuszczać, że takich samodzielnych, niezrzeszonych inwestorów jest sporo, a ich oddziaływanie na rynek finansowania start-upów coraz większe. Przykładem może być poznańska SpeedUp Group, Metafund czy SailFund”¹⁰. Inwestorzy funkcjonujący samodzielnie, poza sieciami, mają zwykle większe doświadczenie i bardzo często przy podejmowaniu decyzji wykorzystują swoje własne kontakty¹¹.

Zgodnie z informacjami EBAN, w 2009 roku Anioły Biznesu w Polsce najczęściej inwestowały w fazę pre-seed (60 proc.) oraz seed (30 proc.), a 10 proc. w przedsiębiorstwa znajdujące się na etapie startu (start-up i wczesne fazy – early stage). Wśród branż dominował sektor IT oraz związany z mobilnymi technologiami¹².

⁹ P. Tamowicz, *Kapitał na start. Finansowanie start-upów w 2011*, op.cit., s. 7.

¹⁰ P. Tamowicz, *Kapitał na start. Finansowanie start-upów w 2011*, op.cit., s. 16.

¹¹ *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies. Final report*, Centre for Strategy & Evaluation Services, October 2012, s. 97.

¹² Tamże, s. 96.

Tab. 5.2. Sieci Aniołów Biznesu w Polsce

Nazwa Sieci Aniołów Biznesu	Rok powstania	Preferowany czas trwania inwestycji	Wartość inwestycji	Liczba zrzeszonych Aniołów Biznesu	Liczba sfinalizowanych transakcji	Pakiet udziałów jakie obejmuje anioł	Miasto
Polska Sieć Aniołów Biznesu POLBAN	2003	2-5 lat	Min. – 100 tys. Maks. – 1,5 mln	50	6	20-60%	Warszawa, Bydgoszcz
Śląska Sieć Aniołów Biznesu SILBAN	2006	-	Min. – 50 tys. Maks. – brak preferencji	14	1	-	Katowice
Regionalna Sieć Inwestorów Kapitałowych RESIK	2007	2-5 lat	Min. – 1 00 tys.	21	-	-	Kraków
Sieć Inwestorów Prywatnych SATUS	2006	3-7 lat	Min. – 200 tys. Maks. – 1,5 mln	36	2 ¹³	50%	Kraków
Wschodnia Sieć Aniołów Biznesu ¹⁴	2007	3-4 lat	-	17	1	-	Lublin
Sieć Aniołów Biznesu AMBER	2009	3-5 lat	Min. – 200 tys. Maks. – 1,5 mln.	50	10	40%	Szczecin
Lewiatan Business Angels	2005	3-6 lat	Min. – 200 tys Maks – 10 mln	11	7	30-45%	Warszawa
Gildia Aniołów Biznesu Łódź	2010 1992-ŁARR	3-7 lat	Min. – 50 tys.	54	2	-	Łódź
Secus Łowcy Biznesu	2010	-	-	60	1	-	Poznań, Warszawa, Kraków, Wrocław, Katowice
Ponadregionalna Sieć Aniołów Biznesu – Innowacja	2008	3-5 lat	Min. – 450 tys. Maks. – 5,3 mln	70	7	40%	Katowice, Warszawa, Wrocław, Białystok, Gorzów Wlkp., Zielona Góra, Suwałki
Studencka Sieć Aniołów Biznesu ¹⁵	2011	3-6 lat	-	-	-	-	Katowice, Warszawa, Wrocław, Białystok

Źródło: opracowanie własne E. Dąbrowska: *Sieci Aniołów Biznesu*, w: *Ośrodki innowacji i przedsiębiorczości w Polsce. Raport 2010*, K.B. Matusiak (red.), PARP, Warszawa 2010, s. 113-118, Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies. Final report, Centre for Strategy & Evaluation Services, October 2012, s. 95, www.pi.gov.pl, www.aban.org.pl.

¹³ 11 transakcji – 9 transakcji członkowie Sieci zrealizowali poprzez utworzoną Spółkę – Fundusz Kapitału Załączkowego,

2 transakcje zrealizowane bezpośrednio.

¹⁴ Dawniej nazwa brzmiała Lubelska Sieć Aniołów Biznesu.

¹⁵ Student Business Angels Network (StudBAN) jest przedsięwzięciem Instytutu Nauk Ekonomicznych i Społecznych, który jest jego koordynatorem i podmiotem realizującym działania w ramach Ponadregionalnej Sieci Aniołów Biznesu – Innowacja (PSAB-I) ze środków Unii Europejskiej w ramach Poddziałania 3.3.1 Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka. StudBAN jest wyspecjalizowaną siecią, w zakresie grupy pomysłodawców, działającą w ścisłej współpracy z PSAB-I. Przedsięwzięcie to obejmuje swoją działalnością pomysłodawców oraz Aniołów Biznesu z całej Polski. StudBAN jest także członkiem Association of Business Angels Networks (ABAN) – organizacji, która umożliwia wielopłaszczyznową współpracę podmiotów rynku early-stage w Polsce. (www.studban.pl)

5.4. Fundusze kapitału załączkowego (*Seed Capital*)

Fundusze kapitału załączkowego to instytucje specjalizujące się w inwestowaniu w projekty znajdujące się w fazie *seed* i start-up. Faza *seed* obejmuje kapitał przeznaczony na finansowanie koncepcji przedsięwzięcia gospodarczego, które będzie rozwijane w przyszłości. Natomiast faza start-up, to zazwyczaj mikro i małe przedsiębiorstwo, które już rozpoczęło działalność, ale funkcjonuje nie dłużej niż rok, nie sprzedaje jeszcze swoich produktów, gdyż dopiero je rozwija, kompletuje dane marketingowe¹⁶.

istota *Seed Capital*

Seed Capital, czyli kapitał załączkowy (zasiewowy, inkubacyjny), inwestowany w nowopowstające

firmy lub te znajdujące się w organizacji. Idea *Seed Capital* zakłada finansowe zaangażowanie się inwestora w projekt budowy przedsiębiorstwa na etapie pomysłu, prototypu, po to aby zbudować i usprawnić, przeprowadzić wstępne badania rynkowe, przygotować dokładny i rzetelny biznes plan. W kategoriach międzynarodowych kapitał załączkowy kształtuje się z reguły na poziomie od kilkudziesięciu do kilkuset tysięcy dolarów, charakteryzując się zwrotnym okresem inwestycyjnym w granicach od kilku do kilkunastu lat (najczęściej 5 – 12 lat). Gromadzi środki finansowe w celu wspomagania badań naukowych i wdrażania nowoczesnych technologii przez przedsiębiorców. Chodzi tu o prace naukowe, których wyniki mogą przynieść wymierne efekty ekonomiczne w praktyce życia gospodarczego.

Wielokrotnie do rozwoju przedsiębiorstwa niezbędny jest również kapitał początkowy (start-up) dostarczany przedsiębiorcy w celu rozruchu firmy oraz wprowadzenia na rynek nowego produktu. Istotą kapitału początkowego jest wykonanie końcowych prac rozwojowych produktu oraz przeprowadzenie badań marketingowych w zakresie jego akceptacji w różnych segmentach rynku. Jest to również kapitał ryzyka służący rozpoczęciu działalności i wejściu przez przedsiębiorcę ze swoimi produktami na rynek. Jako forma finansowania związana jest z przedsięwzięciami z obszaru tzw. wysokich technologii, zwykle z finansowaniem końcowych prac nad rozwojem produktu i uruchomieniem przedsiębiorstwa. Na tym etapie występuje również zapotrzebowanie na kapitał związany z rozpoczęciem akcji marketingowej. Firma powinna mieć już pewne doświadczenie w działaniu na rynku, sporządzony biznes plan, skompletowaną kadrę zarządzającą, ale nie rozpoczęła jeszcze komercyjnej działalności. Przedsiębiorstwo na tym etapie ma problemy z uzyskaniem kredytu bankowego, z uwagi na zbyt krótki okres funkcjonowania, brak niezbędnych zabezpieczeń oraz zbyt wysokie ryzyko przedsięwzięcia. Powstaje zatem luka finansowa, która może być pokryta przez inwestycje funduszy podwyższonego ryzyka, oferujących kapitał załączkowy¹⁷. Spółki portfelowe mogą być w trakcie tworzenia lub funkcjonować na rynku bardzo krótko (do 1 roku), jednak do tej pory nie sprzedawały swoich produktów (usług), zrealizowały natomiast badania rynku, zatrudniły menedżerów, przygotowały biznes plan i gotowe są do uruchomienia działalności

¹⁶ J. Guliński, K. Zasiadły (red.), *Innowacyjna przedsiębiorczość akademicka – światowe doświadczenia*, PARP, Warszawa 2005, s. 17.

¹⁷ J. Węclawski: *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 26.

lub wprowadzenia produktu na rynek¹⁸. Finansowanie tego etapu powoduje rynkową dojrzałość firmy i tworzy podstawy do ekspansji rynku.

Fundusze *Seed Capital* kupują zatem akcje (udziały) przedsiębiorstw, które nie są notowane na giełdzie, a charakteryzują się sporym potencjałem wzrostu. Mając wpływ na zarządzanie spółką oraz wykorzystując swoją wiedzę i zdobyte doświadczenie wspomagają właścicieli w prowadzeniu działalności. Celem inwestycji kapitału załączkowego jest doprowadzenie do wzrostu wartości przedsiębiorstwa dotychczas nieznanego, a następnie zbycie akcji (udziałów) ze sporym zyskiem. Wyjście z przedsiębiorstwa może nastąpić poprzez sprzedaż firmy inwestorowi z branży, ofertę na giełdzie lub np. sprzedaż kierownictwu.



Fundusze załączkowe podobnie jak sieci Aniołów Biznesu zaktywizowały swoją działalność w wyniku zasilenia kapitałowego środkami

unijnymi. Pierwsza okazja pojawiła się w poprzednim okresie programowania 2004-2006 w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO WKP) działanie 1.2 Poprawa dostępności do zewnętrznego finansowania inwestycji przedsiębiorstw, poddziałanie 1.2.3 Wspieranie powstawania funduszy kapitału załączkowego typu *Seed Capital* (zob. tab. 5.3.). Kolejna, to środki w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka (PO IG), oś priorytetowa 3. Kapitał dla innowacji (zob. tab. 5.4.)

Tab. 5.3. Fundusze kapitału załączkowego wsparte w ramach funduszy unijnych w latach 2004-2006

Nazwa funduszu	Adres	Kwota dofinansowania
IIF <i>Seed Fund Sp. z o.o.</i>	ul. Bociana 22A, 31-231 Kraków	10 450 000,00
Business Angel <i>Seedfund Sp. z o.o.</i>	ul. Batorego 16/1A, 80-251 Gdańsk	17 000 000,00
MCI.Bio Ventures Sp. z o.o.	ul. Kościuszki 33/4, 50-011 Wrocław	10 000 000,00
BIB <i>Seed Capital Sp. z o.o.</i>	ul. Limanowskiego 24A/16, 60-744 Poznań	10 000 000,00
Spółka Zarządzająca Funduszami Kapitału Załączkowego SATUS Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością	ul. Stojałowskiego 27, 43-300 Bielsko-Biała	10 000 000,00
Silesia Fund Sp. z o.o.	Astrów 10, 40-045 Katowice	8 410 000,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Informacja miesięczna nt. stanu realizacji Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw, lata 2004-2006, lista rankingowa, http://www.parp.gov.pl/files/1/22/lista_rankingowa_1.2.3.pdf

W ramach POIG rozstrzygnięto konkursy w których wyłoniono 46 menedżerów funduszy (są to głównie tzw. instytucje otoczenia biznesu) udzielając im wsparcia w łącznej kwocie niespełna 600 mln zł¹⁹. Najwięcej funduszy *Seed Capital* powstało w województwie mazowieckim

¹⁸ M. Panfil, *Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 23.

¹⁹ Wdrożenie POIG stan na dzień 05.09.2013, www.poig.gov.pl (23.09.2013).

i małopolskim. Pomimo tego są w kraju województwa, z których żadna instytucja nie aplikowała o wsparcie. Zaliczyć do nich można województwa lubuskie i opolskie. Nie oznacza to jednak, iż w tych regionach nie będzie można uzyskać wsparcia na rozwój i komercjalizację pomysłu.

W Europie Zachodniej oraz Stanach Zjednoczonych do kapitału typu *venture* zaliczany jest tzw. *Corporate Venturing*, określane mianem inwestycji realizowanych wewnątrz korporacji lub na zewnątrz w projekty komplementarne do głównego biznesu inwestora. W naszym kraju tego typu inwestycje dopiero raczkują, czego przykładem może być projekt o nazwie „LabStar” realizowany przez Wirtualną Polskę, którego celem jest wsparcie start-upów z obszaru aplikacji internetowych²⁰.

Tab. 5.4. Fundusze załączkowe utworzone w ramach działania 3.1 PO IG i ich inwestycje

Fundusz (spółka inwestycyjna)	Spółki portfelowe	Sektor
JCI Venture Sp z o.o.	F1 Pharma Sp. z o.o.	Farmacja
	ProManus Sp. z o.o.	Wyroby medyczne
Inwestycje Kapitałowe (Małopolska Agencja Rozwoju Regionalnego S.A.)	WASEA Sp. z o.o.	Innowacyjne rozwiązania w zakresie instalacji chłodniczych opartych o technologie free cool energy
	Mijusic Sp. z o.o.	ICT (aplikacja do kształcenia słuchu, przeznaczona dla szkół muzycznych i amatorów muzyki)
	Novus Ordo Sp. z o.o.	ICT (platforma narzędziowa dla fotoreporterów i fotoedytorów)
	Other Way Travel Sp. z o.o.	ICT (usługi turystyczne online)
	SportsTV Sp. z o.o.	ICT (usługi reklamowe)
	Gametrade	ICT (wymiana oraz sprzedaż gier)
	Ofertonometr sp. z o.o.	ICT (wsparcie rynku e-commerce)
	Tylko Pracownicy S.A	ICT (obsługa programów pracowniczych)
	Exnui Sp. z o.o.	ICT (modularne oprogramowanie dla MSP w modelu SaaS)
	Power Price S.A	ICT (platforma handlowa B2B)
	InQbe (grupa IQ Partners)	Obiadowo Sp. z o.o.
Exlibris Sp. z o.o.		ICT (druk cyfrowy na żądanie)
Ponolo Sp. z o.o.		ICT (współdzielenie plików, sporządzanie i przechowywanie kopii bezpieczeństwa)
Digital Broadcast Sp. z o.o.		ICT (streaming online szkoleń i konferencji)
Prawomaniacy Sp. z o.o.		ICT (serwis społecznościowy)
E2O Sp. z o.o.		ICT (tworzenie i dystrybucja multimedialnych prezentacji obiektów turystycznych)
Smart Spot		ICT (udśpnianie platformy obsługującej HotSpoty)
SEO Power Sp z o.o.		ICT (promocja serwisów internetowych; system wymiany linków)
EMS Sp. z o.o.		projektowanie i sprzedaż innowacyjnych systemów wytwarzających energię ze źródeł odnawialnych i skojarzonych.
iFind.pl Sp. z o.o.		ICT
Agencja Rozwoju Pomorza – „Fundusz Kapitałowy”	Pastel Games Sp. z o.o.	ICT (gry komputerowe tworzone w oparciu o technologię tworzenia aplikacji multimedialnych na platformę iPhone)
	MoDe Sp. z o.o.	ICT (urządzenia do profesjonalnego wykonywania zdjęć reklamowych)
	i-Trends Sp. z o.o.	ICT (bezpłatne połączenia telefoniczne w relacji komputer-telefon)
	Denise Systems Sp. z o.o.	ICT (technologia przetwarzania języka naturalnego)

Źródło: P.Tamowicz, *Kapitał na start. Finansowanie start-up'ów w 2011*, Materiał niepublikowany, s. 8-9.

²⁰ Tamowicz P., *Kapitał na start. Finansowanie start-up'ów w 2011*, Lewiatan Business Angel, s. 9.

5.5. Rola i miejsce Krajowego Funduszu Kapitałowego w aktywizacji rynku *venture*

rola KFK

Problem w finansowaniu najmniejszych przedsiębiorstw wpłynął na stworzenie programu wspierania funduszy finansujących początkowe fazy. W tym celu 1 lipca 2005 roku stworzono Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK), którego celem jest finansowe wsparcie funduszy kapitałowych inwestujących w innowacyjne mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, prowadzące działalność badawczo-rozwojową oraz przedsiębiorstwa o wysokim potencjale rozwoju²¹. KFK to fundusz funduszy, pełniący rolę specjalistycznego wehikułu inwestycyjnego, którego zadaniem jest inwestowanie w inne fundusze kapitałowe, które w przyszłości pomogą wygenerować wysokie stopy zwrotu z inwestycji. Pod zarządzenie Funduszowi powierzono ponad 200 mln euro pochodzące z budżetu państwa, funduszy strukturalnych UE oraz od rządu Szwajcarii. Dotychczas KFK (stan na koniec III kwartału 2013 r.) zrealizował następujące inwestycje kapitałowe²²:

- 14 projektów w ramach dotacji celowej z Ministerstwa Gospodarki – wg stanu na koniec czerwca 2013 r. fundusze w udziale KFK wniosły ok. 31 mln zł (z 41 mln zł deklarowanych),
- 37 projektów w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka – wg stanu na koniec czerwca 2013 r. fundusze w udziale KFK wniosły do 30 projektów 37 mln zł (z 51 mln zł deklarowanych),
- 1 projekt w ramach Szwajcarsko-Polskiego Programu Współpracy²³ – forma bezzwrotnej pomocy przyznanej przez Szwajcarię Polsce i 11 innym państwom członkowskim UE, które są jej członkami od 1 maja 2004 roku. Szwajcaria przeznaczyła na cel 1,25 mld CHF, z czego Polsce przypadło w udziale 489 mln CHF.

inwestycje KFK w fundusze ryzyka

W ramach przeprowadzonych konkursów i podpisanych umów KFK dofinansował 15 funduszy, których łączna kapitalizacja przekracza 850 mln zł. Dzięki zastrzykowi kapitału Fundusze VC zainwestowały w ponad 40 innowacyjnych projektów (zob. tab. 5.5.). Fundusze portfelowe zgodnie ze swoimi strategiami inwestują głównie w projekty znajdujące się w fazie załączkowej lub ekspansji, zarówno w ujęciu ilościowym, jak i wartościowym. Jednak różnice nie są zbyt wielkie, dlatego można stwierdzić, iż wszystkie trzy początkowe fazy cieszą się podobnym zainteresowaniem. Wśród branż cieszących się największym powodzeniem niezmiennie są ICT i oprogramowanie.

²¹ Ustawa z dnia 4 marca 2005r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym, Dz. U. z dnia 6 kwietnia 2005r., nr 57, poz. 491, art. 5.

²² Informacje uzyskane w Krajowym Funduszu Kapitałowym.

²³ SPPW to forma bezzwrotnej pomocy przyznanej przez Szwajcarię Polsce i 11 innym państwom członkowskim UE, które są jej członkami od 1 maja 2004 roku. Szwajcaria przeznaczyła na cel 1,25 mld CHF, z czego Polsce przypadło w udziale 489 mln CHF.

Tab. 5.5. Fundusze wsparte kapitałowo przez Krajowy Fundusz Kapitałowy²⁴

Fundusz/firma zarządzająca	Kapitalizacja	Inwestycje	Etapy rozwoju	Preferencje inwestycyjne	Inwestycje funduszu/rok wejścia
BBI Seed Fund Sp. z o.o. Sp. K.	60	7	zasiew / start / ekspansja	ICT, Life science, Technologie materiałowe, inne	iRachunki.pl, Listonic Sp z o. o., Origami System, Printoscope, Telemedycyna Polska S.A., Turigo, Simplum
Helix Ventures Partners	40	7	start / ekspansja	Technologie internetowe, mobilne i oprogramowanie, elektronika (głównie w kierunku B2B);	mSejf Sp. z o.o., ebroker.pl, SerwisPrawa.pl, Air Ventures Polska Sp z o.o., Frisco S.A. (frisco.pl), Juupstore, szybka faktura.pl
Skyline Venture p. z o.o. S.K.A.	40	3	start / ekspansja	Brak specjalizacji branżowej	House Domowa Opieka Sp. z o.o., STAL Sp. z o.o., FUN IN DESIGN Sp.z o.o.
Assets Management Black Lion Sp. z o.o. S.K.A.	100	4	zasiew / start / ekspansja	Ochrona zdrowia, technologie informacyjno-komunikacyjne w zakresie marketingu mobilnego, innowacyjne projekty infrastrukturalne	4sync, Wyspa Skarbów, Eko Recycling Sp. z o.o., BirdCore
Internet Ventures FIZ	100	1	wczesny etap/ wzrost	Technologie informatyczne, telekomunikacyjne, internetowe, mobilne/wireless oraz media elektroniczne, serwisy gier i rozrywki	kompan.pl
Innovation Nest	40	9	zasiew / start / ekspansja	ICT/IT	iTraff Technology, PressPad, UXPin, Use It Better, ColibriTool Sp.z o.o., Visuu Sp.z o.o., Nearbox Sp. z o.o., IOT sp. z o.o., Landingi Sp. z o.o.
Venture Capital Satus	50	5	start / ekspansja	Brak preferencji branżowych	Taxi5, DUCKIE DECK, Langapp Sp. z o.o., Interaktywne Platformy Zleceń Sp. z o.o., TEQUILA GAMES
GPV I Sp. z o.o. S.K.A.	84	6	start / ekspansja	ICT/IT, ochrona zdrowia, technologie materiałowe, urządzenia medyczne, technologie ochrony środowiska	audioteka.pl, Vivid Games, Incuvo, Loterity, NanoVelos Sp. z o.o., Tomorrow Sp. z o.o.
Inovo Venture Fund I	30	1	zasiew / start / ekspansja	Ochrona środowiska, usługi dla sektora związanego z energetyką odnawialną, sektor medyczny: firmy usługowe oraz producenci sprzętu, IT, spółki z różnych branż o atrakcyjnej wycenie, tzw. okazje rynkowe	PV Polska Sp.z o.o.
Nomad Fund	40	-	start / ekspansja	Brak specjalizacji branżowej (ze szczególnym uwzględnieniem branż: technologie informatyczne, mobilne, technologie ochrony środowiska, motoryzacja)	
Bastion Venture Fund ²⁵	50	-	start / ekspansja	Brak specjalizacji branżowej	
Zernike Meta-Venture	80	-	zasiew / start / ekspansja	Brak specjalizacji branżowej	
Experior Venture Fund	80	-	ekspansja	brak specjalizacji branżowej	
SpeedUp Innovation	29	-	-	Technologie informatyczne i telekomunikacyjne, nowatorskie rozwiązania w obszarze marketingu i sprzedaży, energii odnawialnej, rozwiązaniach energooszczędnych, innowacje w budownictwie, automatyka i innowacyjny przemysł elektromaszynowy, medycyna, ochrona zdrowia i profilaktyka medyczna	
Avanu Venture Capital Management	50	-	zasiew / start / ekspansja	Ochrona środowiska, infrastruktura, ochrona zdrowia, zaawansowane technologie IT, biotechnologia, spółki z różnych branż o atrakcyjnej wycenie tzw. okazje rynkowe	

Źródło: www.kfk.org.pl (25.09.2013).

²⁴ Umowy z KFK SA podpisały także Opera Venture Capital Fundusz Inwestycyjny Zamknięty oraz Aduvio Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowo-akcyjna. Jednak nie podjęły one działalności inwestycyjnej, co spowodowało, że umowy o udzielenie wsparcia finansowego uległy rozwiązaniu (www.kfk.pl).

²⁵ Fundusz jest na etapie rejestracji. Źródłem finansowania funduszu ze strony KFK są środki pochodzące ze Szwajcarsko – Polskiego Programu Współpracy.

Rozdział VI

OCENA POTRZEB KAPITAŁOWYCH I POZAKAPITAŁOWYCH W FIRMACH START-UP W POLSCE

– raport z badań pierwotnych

6.1. Ocena potencjału inwestycyjnego kapitałów wysokiego ryzyka

dwie grupy inwestorów PE

Zgodnie z przyjętą w niniejszym opracowaniu klasyfikacją funduszy ryzyka oraz na tle struktury podmiotowej próby badawczej w badaniach screeningowych¹, analiza potencjału inwestycyjnego polskiego rynku inwestorów zewnętrznych, angażujących się w przedsięwzięcia start-up została przeprowadzona w dwuwymiarze:

- wymiar A – analiza potencjału inwestycyjnego **formalnych funduszy *Private Equity*** (głównie fundusze typu *Venture Capital*),
- wymiar B – analiza potencjału inwestycyjnego **nieformalnych funduszy *Private Equity*** (tzw. *Business Angels*).

Warto zaznaczyć, że takie dychotomiczne podejście podyktowane jest faktem, że – jak wynika z przeprowadzonych badań – rynek *Business Angels* jest znacznie aktywniejszy i sprawniejszy w finansowaniu bardzo wczesnych faz rozwoju firm niż rynek formalny. Instytucje formalne rynku PE wykazują natomiast większe zainteresowanie późniejszymi fazami rozwoju firm i w efekcie ich zaangażowanie w fazy start-up nie przekracza w ostatnich latach 20 proc. wszystkich realizowanych inwestycji.²

ocena potencjału inwestycyjnego

Ocena potencjału inwestycyjnego badanych inwestorów obejmuje diagnozę stanu faktycznego oraz projekcję stanu w perspektywie najbliższych 3 lat w następujących obszarach:

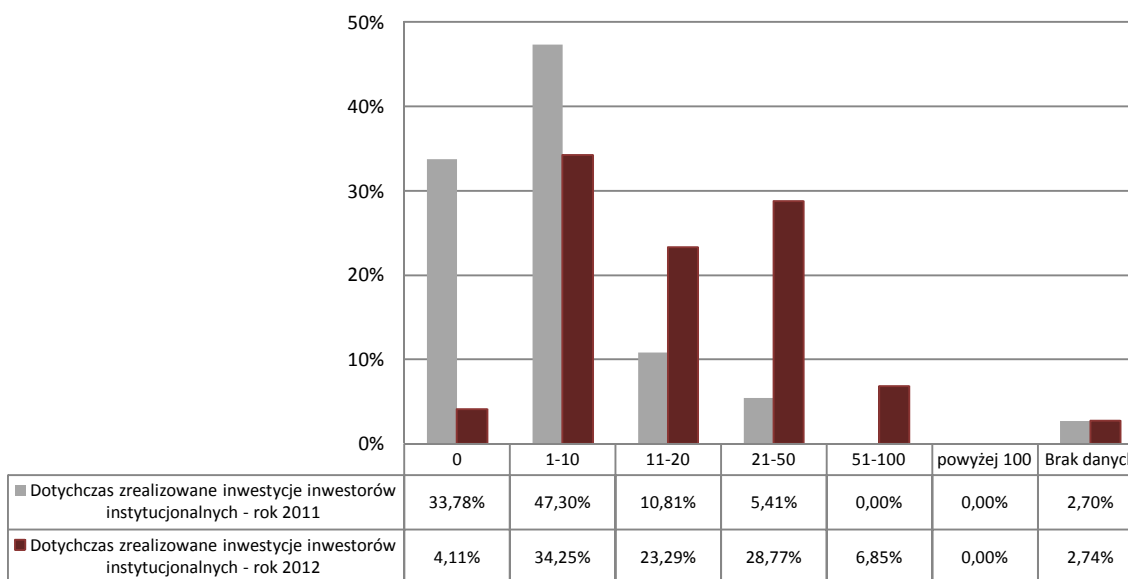
- liczebności dokonanych i planowanych inwestycji w firmy we wczesnych fazach rozwoju,
- łącznej wartości wszystkich dotychczasowych oraz planowanych inwestycji w firmy we wczesnych fazach rozwoju,
- najwyższej i najniższej wartości dotychczasowych oraz planowanych inwestycji w firmy we wczesnych fazach rozwoju,
- najdłuższego i najkrótszego cyklu kontynuowania dotychczasowych inwestycji oraz preferencji w tym zakresie w planowanych inwestycjach,
- faz cyklu życia firmy preferowanych przez inwestorów rynku PE,
- pozakapitałowych form wsparcia inwestorów rynku PE wobec firm start-up.

¹ Szczegółowy opis metodyki doboru próby badawczej i jej charakterystyka zostały zawarte w rozdziale I.

² EVCA Yearbook 2011, s. 273.

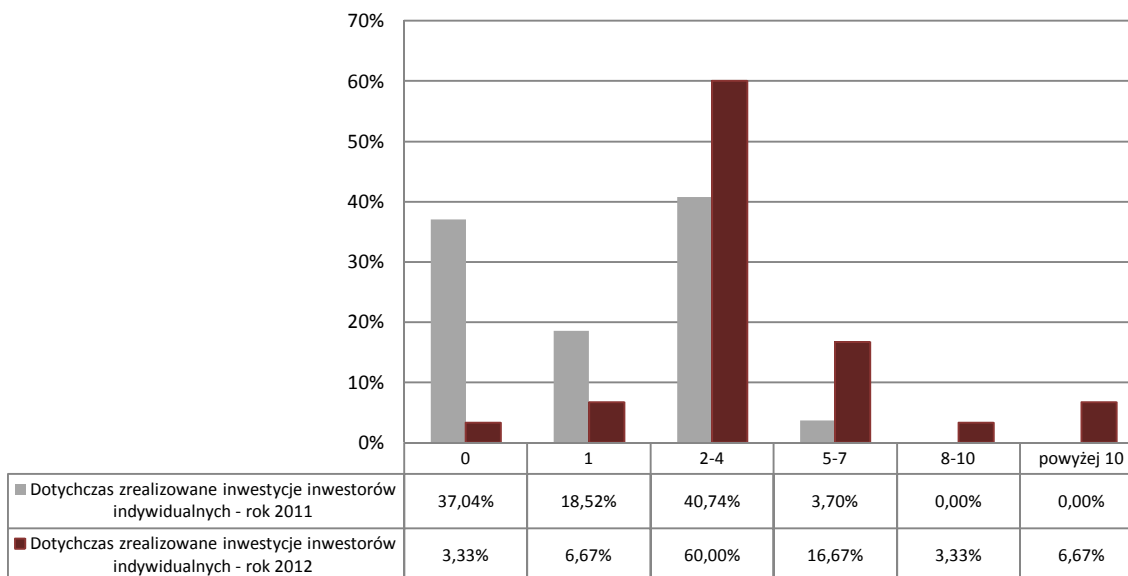
liczba inwestycji w badanych PE

Analiza aktywności badanych podmiotów rynku PE w obszarze inwestowania w start-up, z punktu widzenia liczby dotychczasowych przedsięwzięć kapitałowych za rok 2011 wskazywała na bardzo słaby potencjał inwestycyjny lub wielce ostrożnościową postawę inwestorów (zob. rys. 6.1a i 6.1b). W obu grupach badanych podmiotów ponad 1/3 funduszy nie zrealizowała w tamtym okresie ani jednej inwestycji (dotyczy to 34 proc. funduszy PE i 37 proc. BA). Stan taki w poprzedniej edycji raportu tłumaczono stosunkowo młodym wiekiem niektórych badanych podmiotów. Wynikało to z faktu, że w grupie formalnych funduszy PE blisko 60 proc. działało na rynku mniej niż 3 lata, a w grupie BA odsetek ten przekraczał 75 proc. W roku 2012 podmioty te ujawniły swoją aktywność i podjęły znacznie więcej realnych inwestycji. Wg danych za ten rok, tylko około 4 proc. podmiotów rynku powstrzymało się od inwestowania. *Gros* badanych funduszy zaktywizowała również politykę inwestycyjną z punktu widzenia liczby realizowanych inwestycji. W roku 2011 blisko połowa formalnych funduszy PE/VC ograniczała swoje zaangażowanie do kilku przedsięwzięć (mniej niż 10), a rok później już ponad 60 proc. deklaruje udział w ponad 10 inwestycjach. W 2012 roku pojawili się również inwestorzy VC z portfelem ponad 51 inwestycji (blisko 7 proc. badanych funduszy). Podobne, bardzo pozytywne zmiany można zaobserwować w grupie inwestorów BA – podczas gdy w 2011 roku dla 60 proc. BA liczba dotychczasowych inwestycji nie przekraczała 4, a ponad 5 inwestycji deklarowało tylko niespełna 4 proc. badanych BA, to w roku 2012 już ponad 25 proc. BA posiada w swoim portfelu więcej niż 5 inwestycji.



Rys. 6.1a. Liczba zrealizowanych dotychczas inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



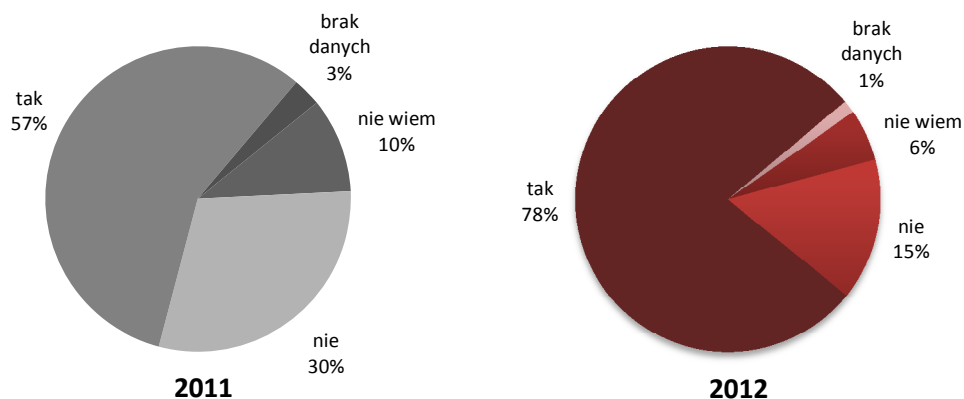
Rys. 6.1b. Liczba zrealizowanych dotychczas inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

➔ **plany inwestycyjne badanych PE**

Druuga edycja badań za rok 2012 udokumentowała bardzo istotne zmiany

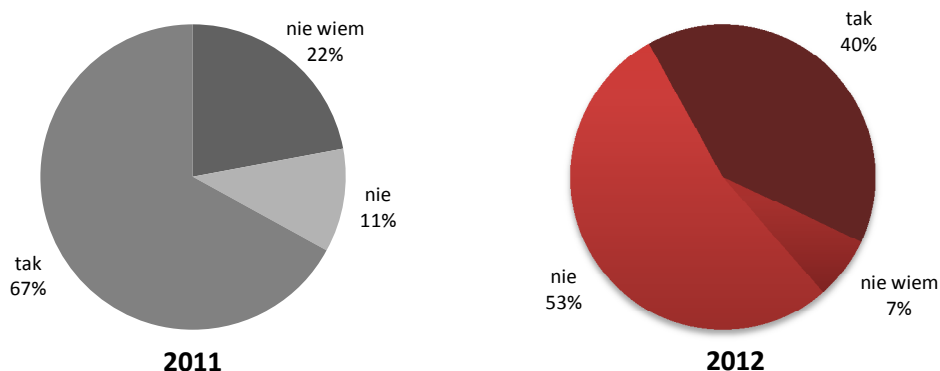
dotyczące planów inwestycyjnych funduszy VC i BA. W pierwszej grupie inwestorów badania wskazują, że formalne fundusze VC deklarują zwiększoną chęć podejmowania nowych inwestycji. W grupie tych instytucji w 2011 tylko ponad połowa awizowała kontynuowanie inwestycji, a rok później już blisko 80 proc. funduszy planuje dalsze procesy inwestycyjne. Z 30 do 10 proc. zmniejszył się jednocześnie odsetek funduszy powstrzymujących się od inwestowania (zob. rys. 6.2a.). Odnotowane zmiany mogą oznaczać poprawę perspektyw rynku formalnych funduszy inwestycyjnych i znaczne ożywienie ich działalności w kolejnych latach.



Rys. 6.2a. Zamierzenia co do podejmowania kolejnych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Niestety w grupie inwestorów indywidualnych, w 2011 roku obserwowano większy optymizm inwestycyjny niż rok później. W tym segmencie rynku kapitału wysokiego ryzyka, w 2011 roku kolejne inwestycje planowało 2/3 BA, a w roku 2012 tylko 40 proc. z nich deklaruje finansowanie nowych projektów. Niepokojąco wzrosła liczba inwestorów indywidualnych, powstrzymujących się od dalszych inwestycji w kolejnych 3 latach. W 2012 roku taka wstrzeźliwość dotyczy już ponad połowy respondowanych BA (zob. rys. 6.2b.).

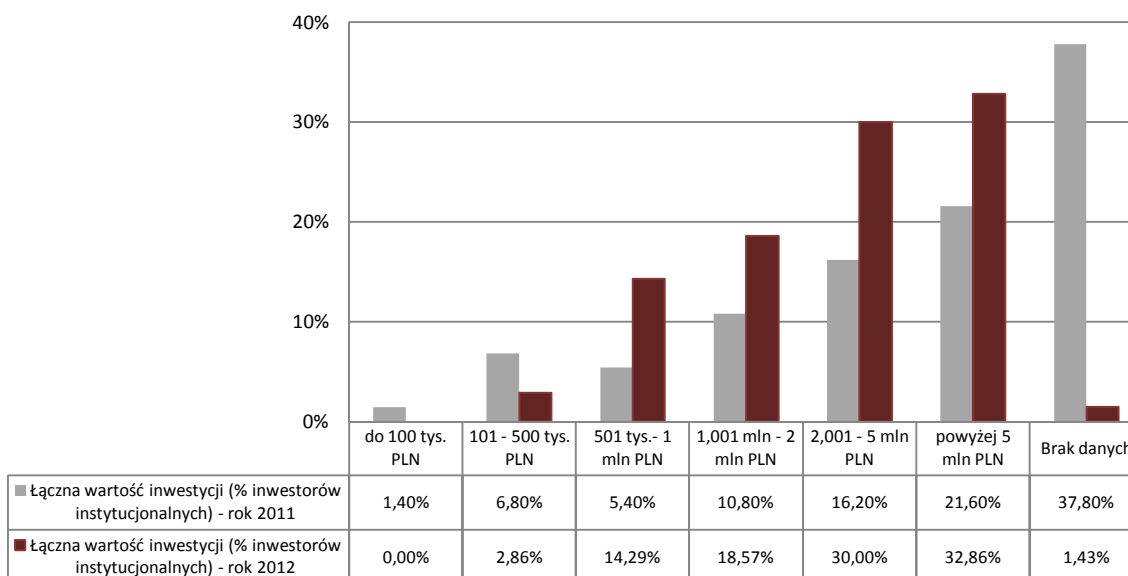


Rys. 6.2b. Zamierzenia co do podejmowania kolejnych inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

➔ **podaż kapitału w badanych PE**

Badania za rok 2012 wykazały również bardzo znaczące zmiany w zakresie działalności obu grup inwestorów z punktu widzenia łącznej wartości zaangażowanego kapitału (zob. rys. 6.3a i 6.3b). O ile w roku 2011 ponad 1/3 badanych funduszy formalnych i BA odmówiła udzielenia odpowiedzi na pytanie o całkowitą wartość funduszu inwestycyjnego, to w roku 2012 dane te zostały ujawnione (odsetek braku odpowiedzi jest bardzo niski – poniżej 1,5 proc. VC i poniżej 7 proc. BA).

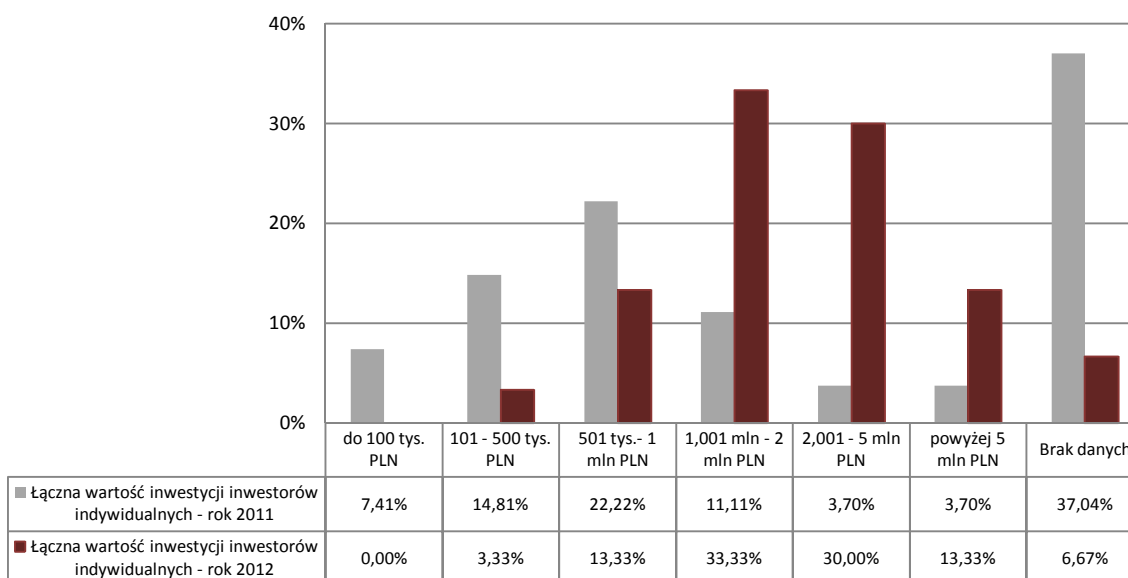


Rys. 6.3a. Łączna wartość kapitału zaangażowanego w dotychczasowe inwestycje w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

W 2011 roku tylko co piąty fundusz VC dysponował kapitałem o wartości przekraczającej 5 mln zł, a jednocześnie blisko 15 proc. operowało bardzo skąpym funduszem do 1 mln zł. Rok 2012 ujawnił w tym zakresie bardzo wysoka dynamikę wzrostu wartości angażowanych kapitałów. W tym roku już blisko 1/3 funduszy VC obraca kapitałem powyżej 5 mln zł, a kolejne 30 proc. o wartości od 2 do 5 mln zł. Tendencja ta wydaje się być zgodna z zapowiedziami badanych inwestorów dotyczącymi planów inwestycyjnych w zeszłorocznym screeningu. Trzeba przypomnieć, że w badaniach za rok 2011 ponad połowa analizowanych funduszy zamierzała zwiększyć swoje zaangażowanie inwestycyjne i co za tym idzie, wartość kapitału dyspozycyjnego.

Bardzo podobne tendencje w zakresie wzrostu wartości kapitałów zarejestrowano w drugiej edycji badań w grupie inwestorów BA. W 2011 roku co piąty inwestor BA dysponował funduszem poniżej 0,5 mln zł., a tylko 18 proc. operowała kapitałem powyżej 1 mln zł. W roku 2012, już 2/3 podmiotów typu BA inwestuje ponad 1 mln zł. Zmniejszył się również bardzo radykalnie odsetek drobnych inwestorów indywidualnych z kapitałem poniżej 0,5 mln zł (spadek z ponad 22 proc. do 3 proc.).



Rys. 6.3b. Łączna wartość kapitału zaangażowanego w dotychczasowe inwestycje w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

➔ **szacunek luki kapitałowej w badaniu screeningowym**

Dla bliższego zobrazowania problemu luki kapitałowej na polskim rynku kapitału wysokiego ryzyka, należy przyjąć, że popyt

na kapitał wysokiego ryzyka ma dwa wymiary:

- popyt potencjalny – suma zapotrzebowania na kapitał typu VC, demonstrowanego na rynku bez uwzględniania jakości projektów;
- popyt efektywny – suma zapotrzebowania na kapitał typu VC, demonstrowanego na rynku przez projekty spełniające rygory kwalifikacji do finansowania.

Jednocześnie, trzeba wyraźnie zaznaczyć, że w warunkach polskich mamy do czynienia z wyższym udziałem popytu efektywnego w popycie potencjalnym. W realiach polskich, statystyki dotyczące

stopy powodzenia projektów w procesach aplikowania o finansowanie na rynku kapitału VC i BA (czyli popyt efektywny w powyżej zdefiniowanym rozumieniu) znacznie odbiegają in plus od średnich stóp sukcesu na rynkach europejskich i amerykańskim. Jak zostanie wykazane w podrozdziale 6.3., w Polsce finansowanie pozyskuje skutecznie co 10 aplikujący projekt, podczas gdy w USA na uznanie inwestorów zasługuje tylko 2 proc. projektów, a w Europie Zachodniej około 3 proc. Na tym tle warto ustalić relacje popytu efektywnego wobec potencjalnego, które zgodnie z powyżej cytowanymi statystykami wynoszą:

- dla Polski – 0,10
- dla USA – 0,02
- dla Europy Zach. – 0,03.

Rozgraniczenie popytu na kapitał VC na potencjalny i efektywny pozwala na klarowną definicję i wycenę zjawiska luki kapitału VC na polskim rynku, w dwóch odrębnych kategoriach: wartościowej luki kapitałowej i jakościowej luki kapitałowej. I tak, o wartościowej luce kapitałowej należy mówić w obliczu niedoboru podaży kapitału wobec popytu potencjalnego na ten kapitał. Jakościowa luka kapitałowa z kolei opisuje zjawisko nierównowagi między podażą kapitału VC a popytem efektywnym na ten kapitał. Rozróżnienie to przemawia za uznaniem argumentacji przedstawicieli inwestorów typu VC w Polsce, którzy stan rynku kapitału wysokiego ryzyka opisują jako stan nadwyżki kapitału wobec popytu efektywnego. Takie konstatacje zadziwiają na tle raportów rynku kapitału wysokiego ryzyka, stale narzekających na niedobór kapitału i głęboką lukę kapitałową. Problem kolizyjnych diagnoz w tym zakresie wynika właśnie z dychotomicznego pojmowania pojęcia luka kapitałowa. W pierwszym przypadku nawis kapitałów powinien być interpretowany jako jakościowa luka kapitałowa. Według drugich źródeł mowa o wartościowej luce kapitałowej.

W niniejszych badaniach podjęto próbę oszacowania wymiaru obu kategorii luk kapitałowych. I tak, w badaniach za rok 2011 wartość kapitału dostępnego w 101 analizowanych podmiotach rynku PE/VC oraz BA, których działania skupiają się na przedsięwzięciach start-up szacowano na kwotę w przedziale od 127 do 185 mln zł, z czego jedynie ok. 60-70 proc. podaży funduszy znajdowało swoje zastosowanie w realnych inwestycjach. W obliczu zgłaszanego przez badane firmy start-up zapotrzebowania na kapitał, ale również po uwzględnieniu faktu, że ogólny współczynnik powodzenia w procesie wnioskowania o fundusze VC/PE w Polsce wynosi nie więcej niż 10 proc., poziom wartościowej luki kapitałowej w roku 2011 oszacowano na poziomie 250-360 mln zł, czyli dwukrotności dostępnych kapitałów w segmencie rynku PE, skierowanych na inwestycje w przedsięwzięcia we wczesnych fazach rozwoju.³ Szacunek ten miał charakter intuicyjny i został oparty na następujących założeniach:

1. Aktualnie tylko 10 proc. projektów znajduje dofinansowanie, choć kryteria efektywnościowe spełnia co piąty projekt.
2. Aktualnie około 60 proc. dostępnych kapitałów VC i BA jest aktywnie zaangażowanych w przedsięwzięcia.
3. Potencjalnie dla sfinansowania projektów spełniających wstępne kryteria efektywnościowe brakuje na rynku około 250-360 mln zł.

³ Warto przypomnieć, że według jedynego jak dotąd szacunku wartości luki kapitałowej w Polsce z roku 2007, wartość niedoboru kapitału szacowano na kwotę ok. 400 tys. zł do 40 mln zł. Szerzej na ten temat w rozdziale I (1.1.).

Niestety pogłębione badania inwestorów tego rynku za rok 2011 wykazały, że w istocie swojej, luka kapitałowa miała raczej charakter jakościowy, a nie wartościowy. Według deklaracji inwestorów bowiem, w 2011 roku nie zachodził fizyczny niedobór kapitału, wręcz odwrotnie, analizowane fundusze sugerowały nawet istnienie pewnego nawisu wolnego kapitału inwestycyjnego. Problemem był fakt zgłaszania do sfinansowania niedoskonałych projektów inwestycyjnych, które w ocenie dawców kapitału miały niewielki potencjał ekonomiczny i równie często były bardzo źle przygotowane. W tym sensie, należy uznać argumentację przedstawicieli podaży kapitału sugerującą, że w Polsce mamy do czynienia z niedoborem popytu efektywnego na kapitał wysokiego ryzyka, a nie z wartościową luką kapitałową typu Macmilliana.

Wyniki screeningu za rok 2012 jednoznacznie wskazują na zwiększenie się podaży kapitału wysokiego ryzyka, dedykowanego przedsięwzięciom start-up. W tej edycji badań, łączna wartość kapitału w dyspozycji inwestorów formalnych i nieformalnych (w badanej populacji) szacowana jest w przedziale od 242 mln zł do 520 mln zł, zatem oznacza przynajmniej podwojenie swojej wartości w stosunku do wyniku ubiegłorocznego.⁴ Dodatkowo należy uwzględnić dynamiczny przyrost podaży kapitału angażowanego w start-up pozostającego w dyspozycji funduszy zrzeszonych w Krajowym Funduszu Kapitałowym, a nie objętych niniejszym badaniem. Według stanu na połowę 2013 roku w ramach KFK działa 15 funduszy VC o łącznym kapitale ponad 800 mln zł.⁵

Na tle przedstawionych danych można przypuszczać, że w ostatnim okresie wartość luki kapitałowej Macmilliana uległa istotnej redukcji, a aktywność formalnych i nieformalnych inwestorów typu VC i BA znacząco wzrosła. Oznacza to dalsze pogłębianie się jakościowej luki kapitałowej, tj. o nadwyżce kapitałów pozostających do dyspozycji wobec popytu efektywnego na ten kapitał. Nadal jednak – jak wynika z dalszej części analizy materiału badawczego – można mówić o istnieniu w Polsce wartościowego wymiaru luki kapitałowej, tj. o niedoborze kapitałów stojących w dyspozycji projektów innowacyjnych bez uwzględnienia ich jakości.



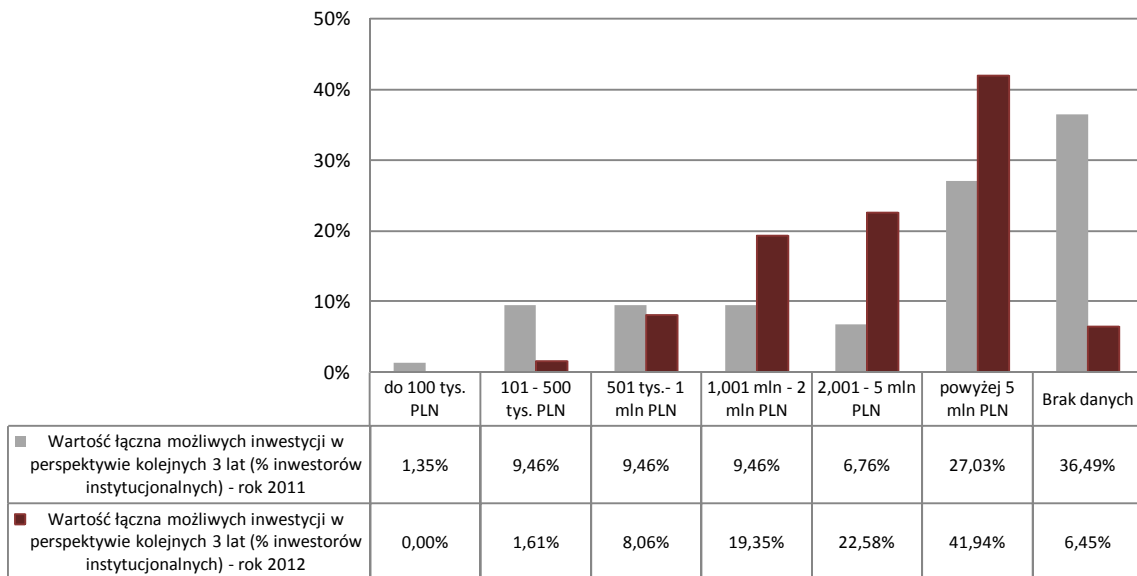
planowane zmiany podaży kapitału w badanych PE

Podstawą prognozowania stanu podaży funduszy wysokiego ryzyka w Polsce są w prezentowanych badaniach wypowiedzi

respondowanych instytucji, dotyczące planów strategicznych na kolejne lata. Projekcja analizowanych podmiotów rynku PE w Polsce w perspektywie kolejnych 3 lat zapowiada dalsze pozytywne tendencje w zakresie dostępności funduszy wysokiego ryzyka. Zgodnie z deklaracjami funduszy formalnych screeningu 2012, odsetek tych „najbogatszych”, czyli dysponujących kapitałem o wartości przekraczającej 5 mln zł, wzrośnie w kolejnych 3 latach z 33 proc. do 42 proc. Jednocześnie ten segment rynku zapowiada zmniejszenie liczby funduszy dysponujących minimalnym kapitałem poniżej 1 mln zł (spadek z 17 proc. do 10 proc.) i przemieszczanie się funduszy do kategorii średnich (wzrost odsetka funduszy dysponujących kapitałem w przedziale 2-5 mln zł.). W efekcie, w perspektywie najbliższych lat można się spodziewać istotnych zmian strukturalnych, które będą skutkować znaczącym wzrostem podaży kapitału VC (zob. rys. 6.4a. i 6.4.b.).

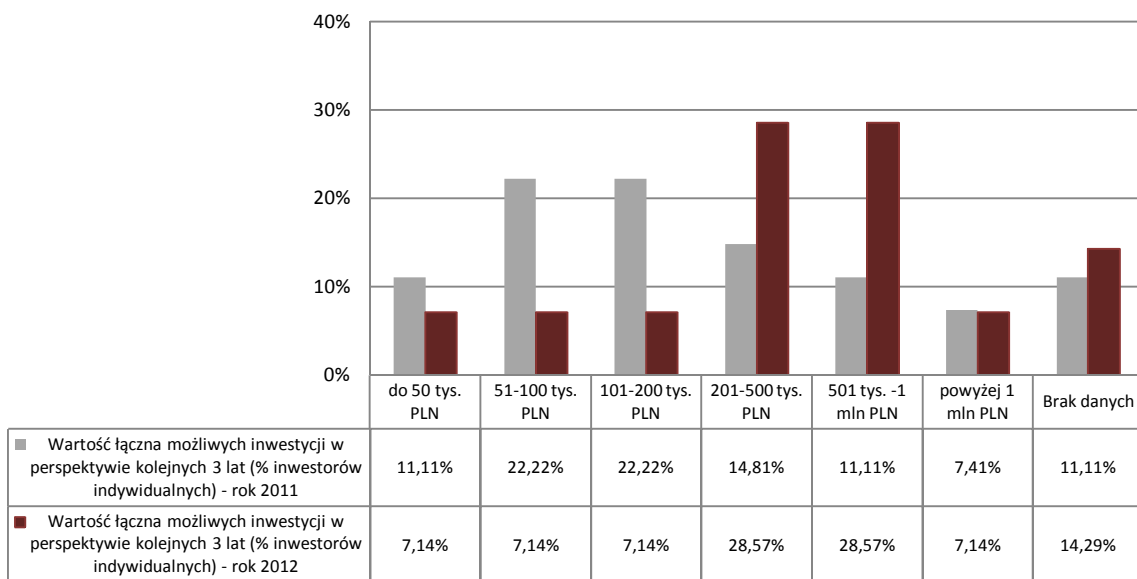
⁴ Należy wyraźnie zaznaczyć, że wpływ na prezentowany wzrost wartości łącznych kapitałów rynku VC i BA w niniejszych badaniach ma fakt, że w drugiej edycji screeningu uzyskano znacznie wyższą zwrotność odpowiedzi dotyczących podaży dostępnego kapitału (w I rundzie screeningu ok. 1/3 respondowanych odmawiała ujawnienia tej wartości).

⁵ <http://www.kfk.org.pl/>



Rys. 6.4a. Łączna wartość inwestycji planowanych w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.4b. Łączna wartość inwestycji planowanych w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Projekcja podaży kapitału pochodzącego od BA wskazuje na prawdopodobny wzrost ich aktywności w kolejnych 3 latach, wyrażający się przede wszystkim wzrostem wartości kapitału inwestycyjnego. Dominująca grupa BA, bo aż ponad połowa planuje skierować na inwestycje kapitał wartości od 200 tys. zł do 1 mln zł, podczas gdy rok wcześniej tylko 1/3 BA deklarowała takie wartości kapitału. Pozytywną tendencją jest również spadek liczby drobnych inwestorów indywidualnych, operujących kapitałem poniżej 200 tys. zł. O ile w 2011 roku 55 proc. BA planowało inwestycje do tej wartości, o tyle w 2012 roku już tylko ok. 22 proc. BA pozostanie w kategorii „drobny inwestor”.

Zaprezentowane wnioski dotyczące perspektyw podaży kapitału po 2012 roku w obu grupach inwestorów jednoznacznie zaprzeczają wynikom badań za rok 2011, które to awizowały utrzymanie status quo na rynku funduszy VC i BA. Prawdopodobną przyczyną pewnego pesymizmu respondentów, demonstrowanego w 2011 roku był fakt, że badania odbyły się w okresie wyraźnego osłabienia koniunktury gospodarczej w Polsce, co w oczywisty sposób wpływało na klimat gospodarczy i plany inwestycyjne. Wydaje się, że sytuacja gospodarcza w skali makro w roku 2012 ustabilizowała się i pozwalała na powrót inwestorów do zwiększonej aktywności i bardziej optymistycznych planów rozwojowych.



jednostkowa wartość inwestycji w badanych PE

Badania porównawcze w zakresie struktury rozmiarów kapitału zaangażowanego w indywidualne inwestycje w obu grupach

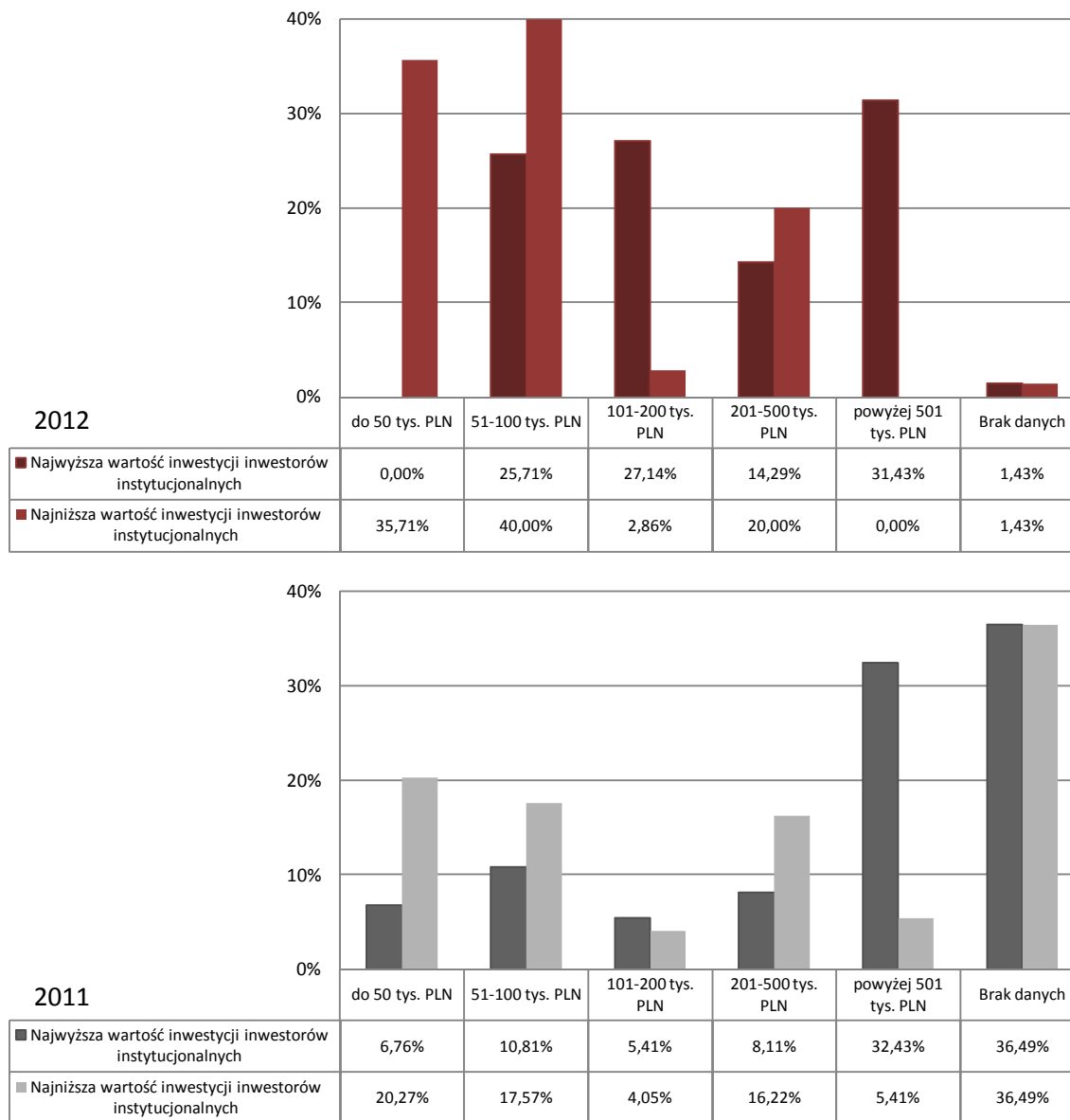
inwestorów ujawniały bardzo istotne różnice między ich strukturą w latach 2011 i 2012 (zob. rys. 6.5a. i 6.5b.). Analiza w tym zakresie wyraźnie potwierdza też różnice w strategiach i możliwościach inwestycyjnych obu badanych grup inwestorów, zidentyfikowane w pierwszej edycji badań. Nadal fundusze instytucjonalne, dysponując większym potencjałem kapitałowym, angażują się w przedsięwzięcia o wyższej wartości nakładów, podczas gdy *Business Angels* koncentrują swoje operacje na inwestycjach o niskiej wartości jednostkowej.

Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że istotnie zmienia się struktura inwestycji funduszy formalnych. Wydaje się, że w 2012 roku wykazują one zwiększone zainteresowanie mniejszymi inwestycjami. I tak, w 2012 roku ponad 3/4 funduszy zawierało w swoich portfelach projekty o wartości do 100 tys., podczas gdy rok wcześniej było to tylko 38 proc. funduszy. Jednocześnie, jeśli chodzi o inwestycje większe – o wartości ponad 0,5 mln zł. nadal dla ok. 1/3 badanych funduszy są to inwestycje o maksymalnych wartościach.

Dość istotne zmiany strukturalne zaszły również w segmencie rynku kapitału pochodzącego od BA. O ile w roku 2011, w przypadku blisko połowy inwestorów indywidualnych, największe wartości jednostkowych inwestycji nie przekraczały 100 tys. zł (z tego połowa nie przekraczała 50 tys. zł.), to w 2012 roku BA nie angażowały się w przedsięwzięcia poniżej 50 tys. zł, a dla 30 proc. z nich największe inwestycje plasowały się w przedziale 50-100 tys. Z kolei projekty o jednostkowej wartości ponad 0,5 mln zł, będąc domeną ponad 1/3 funduszy PE, nadal nie wzbudzają żadnego zainteresowania BA (zarówno w screeningu 2011 jak i rok później BA nie wykazują tak dużych inwestycji). W roku 2012 z kolei, odnotowano zwiększony odsetek inwestycji średnich (o wartości od 100 tys. zł do 0,5 mln zł.) – dla ponad 2/3 inwestorów BA były to inwestycje o maksymalnej wartości, podczas gdy rok wcześniej dotyczyło to tylko 15 proc. BA.

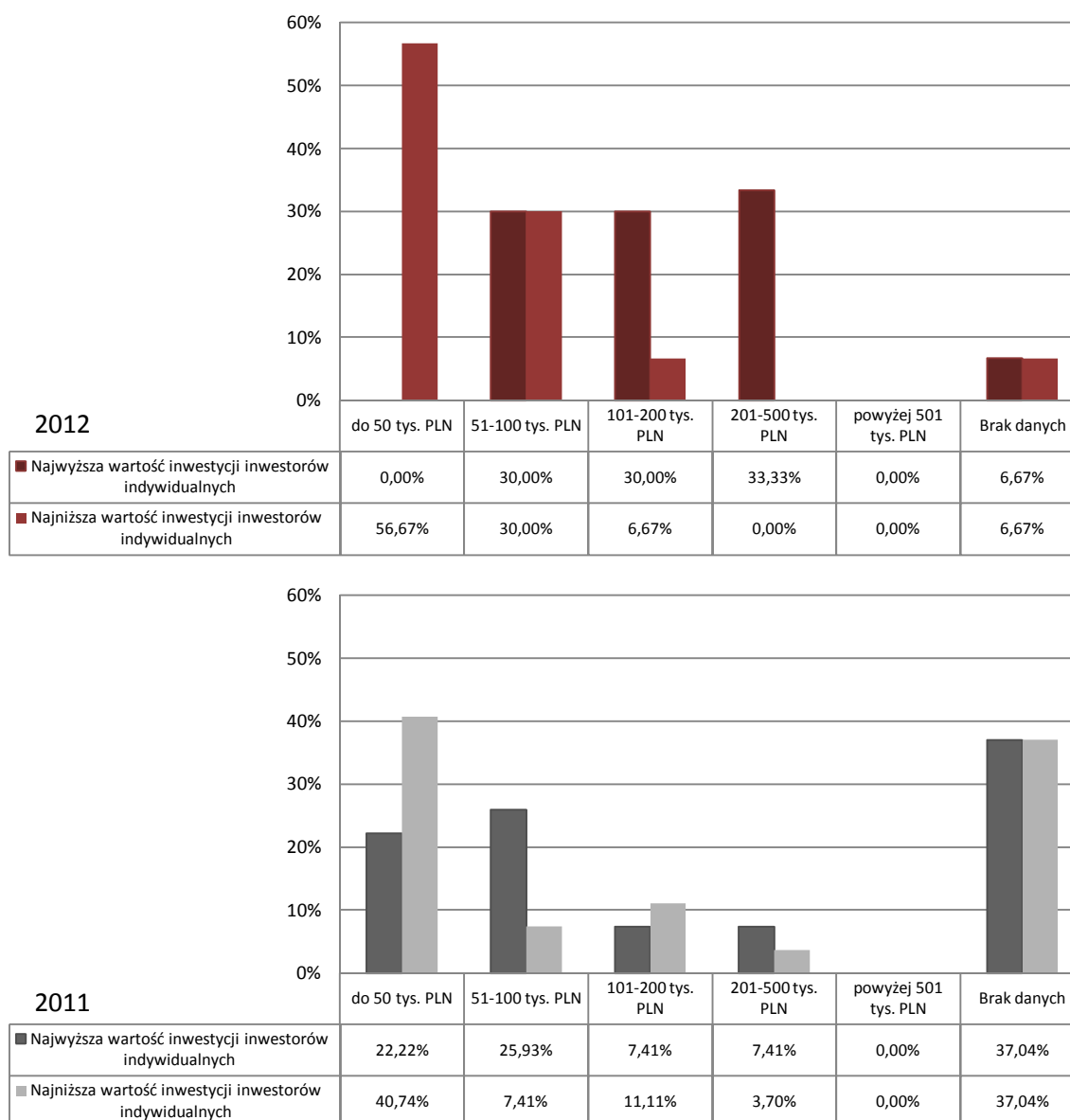
Na tle powyższych wniosków za istotny należy uznać problem wyraźnej nierównowagi w liczbie podmiotów i wartości podaży kapitału obu analizowanych segmentów rynku. *Business Angels* i ich stowarzyszenia nadal mają niewielkie znaczenie dla rynku funduszy PE, zarówno pod względem ilości, jak i wartości realizowanych inwestycji. Oznacza to, że w Polsce istnieje bardzo poważna luka podażowa kapitału stojącego w dyspozycji małych projektów innowacyjnych (tych o niewielkich potrzebach kapitałowych). Duże fundusze pomimo nieznacznie zwiększonego nimi zainteresowania specjalizują się jednak w większych przedsięwzięciach, a wciąż nieliczni indywidualni inwestorzy

funkcjonują w warunkach nadpodaży ofert. Mimo to ich polityka inwestycyjna wydaje się być bardzo ostrożna i prowadzi do uśpionej, nieaktywnej postawy co trzeciego BA.



Rys. 6.5a. Najniższa i najwyższa wartość dotychczasowych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

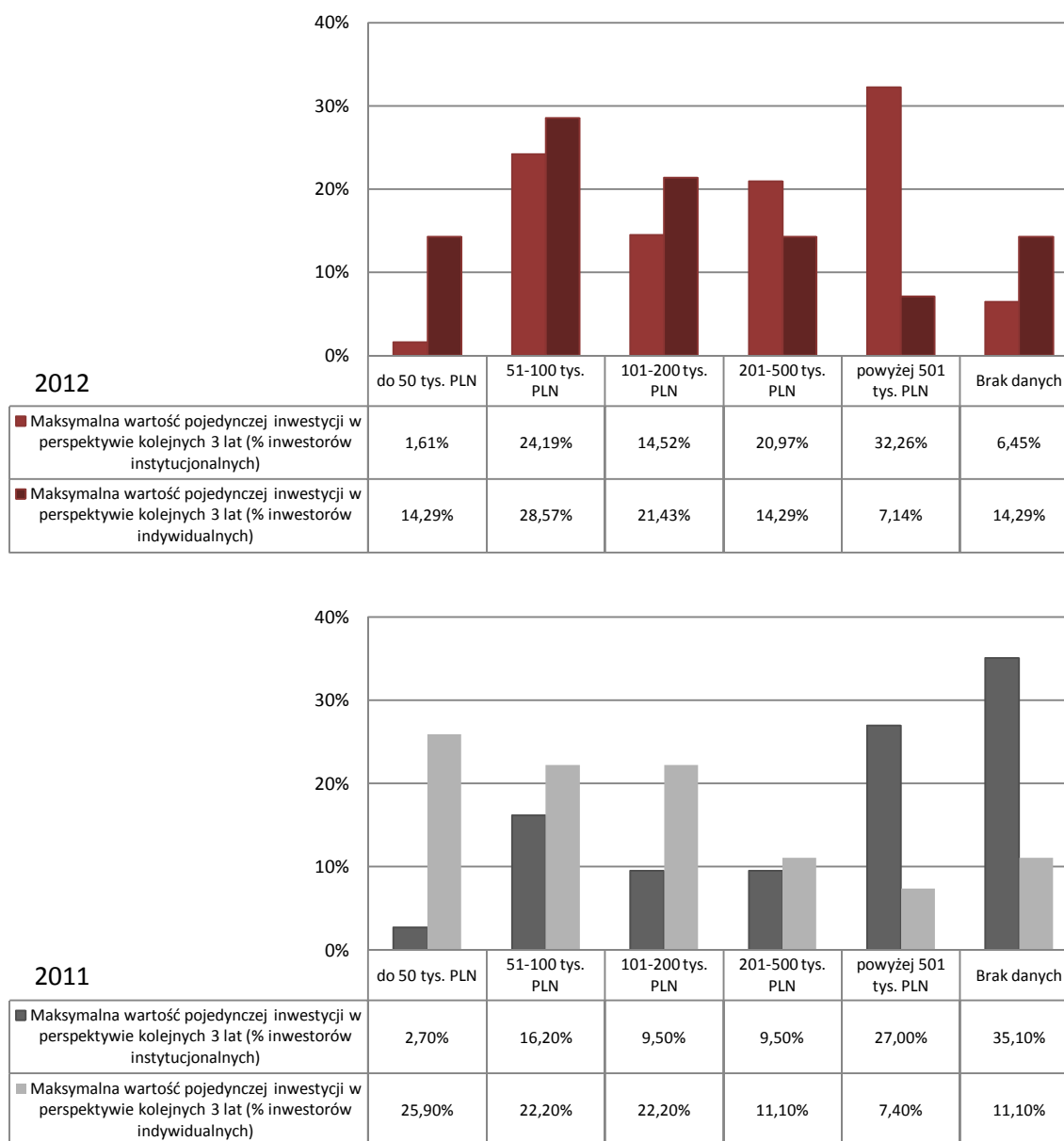
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.5b. Najniższa i najwyższa wartość dotychczasowych inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Nieznaczną poprawę awizuje próba projekcji sytuacji w zakresie maksymalnych wartości indywidualnych inwestycji planowanych w kolejnych latach (zob. rys. 6.6.). Oczywistym jest fakt, że fundusze formalne (instytucjonalne) deklarują wyższe wartości kapitału niż *Business Angels*. O ile ci ostatni w znakomitej większości, bo w 2/3 zapowiadają dalsze inwestycje o jednostkowym wkładzie poniżej 200 tys. zł (w tym ponad 40 proc. to inwestycje nie przekraczające 100 tys. zł), o tyle fundusze PE wykazują największe zainteresowanie projektami o wartości powyżej 0,5 mln zł. Na takie zaangażowanie zdecyduje się w kolejnych latach co trzeci inwestor instytucjonalny i tylko 7 proc. indywidualnych.



Rys. 6.6. Maksymalne wartości planowanych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Prezentowana projekcja wskazuje na trend nieznacznego wzrostu wartości jednostkowych inwestycji przy jednoczesnym wzroście wartości całkowitej kapitału inwestycyjnego. W perspektywie najbliższych lat można mówić więc o radykalnych zmianach i pojawieniu się pożądanego strumienia funduszy, który mógłby pokryć lukę podaży kapitału na finansowanie start-up w Polsce. Ewentualne zmiany równoważące ten rynek mogą być również wywołane poprzez napływ świeżego kapitału w postaci nowych instytucji rynku PE/VC oraz pojawienie się większej liczby inwestorów typu *Business Angel*. Ta ostatnia supozycja jednak wydaje się być nazbyt optymistyczna, jeśli uwzględnić stosunkowo niską atrakcyjność inwestycyjną w dotychczasowych doświadczeniach polskich BA.



**okres inwestycyjny
w badanych PE**

Istotnym aspektem analizy potencjału inwestycyjnego rynku PE w Polsce, w kontekście przeprowadzonych badań

screeningowych, jest ocena okresów inwestycyjnych. W praktyce inwestycji wysokiego ryzyka na rynkach światowych charakterystyczną cechą jest relatywnie krótki czas zaangażowania kapitału zewnętrznego. Z badań amerykańskich wynika, że przeciętny czas utrzymywania udziałów w firmach start-up przez fundusze PE nie przekracza 6 lat, a w Europie Zachodniej – odpowiednio 5,5 roku. W praktyce polskiej, inwestycje w start-up utrzymywane są od 3 do 7 lat.⁶ Tymczasem analizowane podmioty wykazują znacznie mniejszą „cierpliwość” inwestycyjną. Gros inwestycji jest zamykanych w ciągu pierwszych 3 lat procesu inwestycyjnego (zob. rys. 6.7a. i 6.7b.).

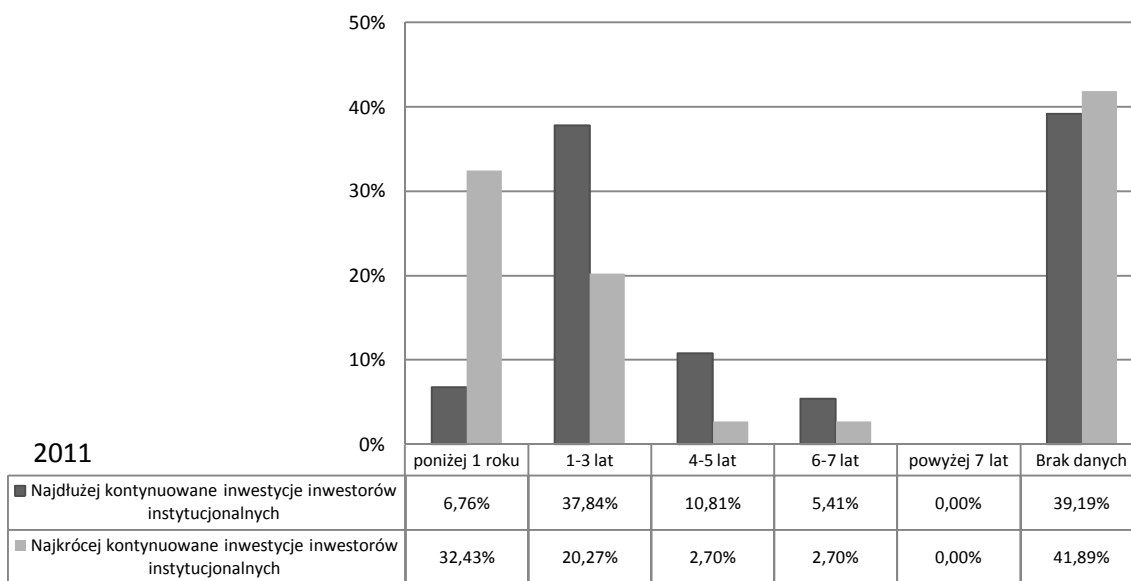
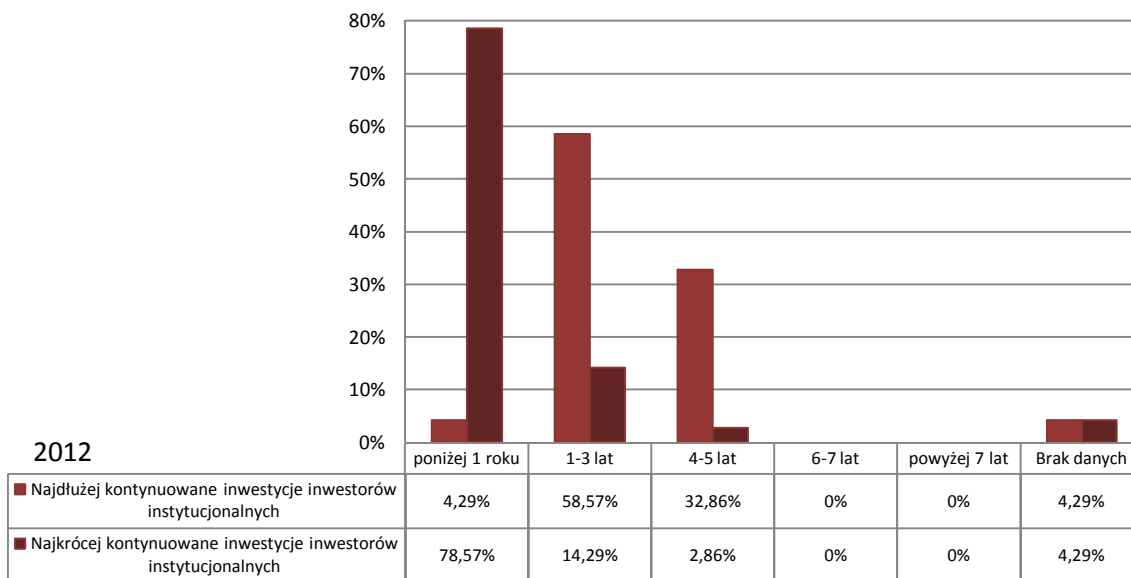
Dla blisko 60 proc. inwestorów instytucjonalnych najdłuższy okres finansowania start-up wynosi 3 lata, a dla 33 proc. odpowiednio 5 lat. Z kolei w grupie inwestorów indywidualnych w 43 proc. przypadków najdłuższy okres inwestycji to 3 lata i dla kolejnych 43 proc. 5 lat. Warto zwrócić uwagę, że w pierwszej edycji badań (dane za rok 2011), w przypadku BA tylko w jednostkowych przypadkach przedsięwzięcie było kontynuowane dłużej niż 3 lata. Najczęściej, bo w ponad 55 proc. przypadków BA i w 44 proc. instytucji VC okres finansowania był krótszy niż 3 lata, a w 1/4 przypadków - nawet poniżej 1 roku. Sytuacja taka wskazywała prawdopodobnie na wysoki odsetek rozczarowań i porażek inwestycyjnych, prowadzący do wycofywania się funduszu z przedsięwzięcia jeszcze w fazach przedkomercyjnych.

Wyniki zgromadzone w drugiej edycji screeningu, obejmujące dane dotyczące polityki inwestycyjnej w 2012 roku dokumentują nieznaczną poprawę sytuacji. Statystyczne wydłużenie się okresów inwestycyjnych można interpretować jako stabilizację, a nawet poprawę relacji między inwestorami a biorcami kapitału. Zjawisko to jednak może również mieć związek ze spadkiem rentowności innych instrumentów finansowych na rynku kapitałowym w Polsce w 2012 roku, motywującym inwestorów do kontynuowania rozpoczętych inwestycji w przedsięwzięcia wysokiego ryzyka.

Problem czasu trwania cyklu inwestycyjnego z udziałem kapitałów VC czy BA ma bezpośredni związek z dwoma czynnikami. Pierwszy z nich to faza cyklu życia organizacji, w której dochodzi do inicjacji procesu inwestycyjnego. Drugi z nich to rodzaj i natura relacji między dawcą a biorcą kapitału, określającej zakres udzielanego wsparcia z uwzględnieniem nie tylko funduszu inwestycyjnego, ale również wsparcia pozakapitałowego.⁷ Oba te czynniki mają kluczowe znaczenie oceny dla efektywności ekonomicznej inwestycji w start-up, w związku z czym poniżej zostaną bliżej zinterpretowane.

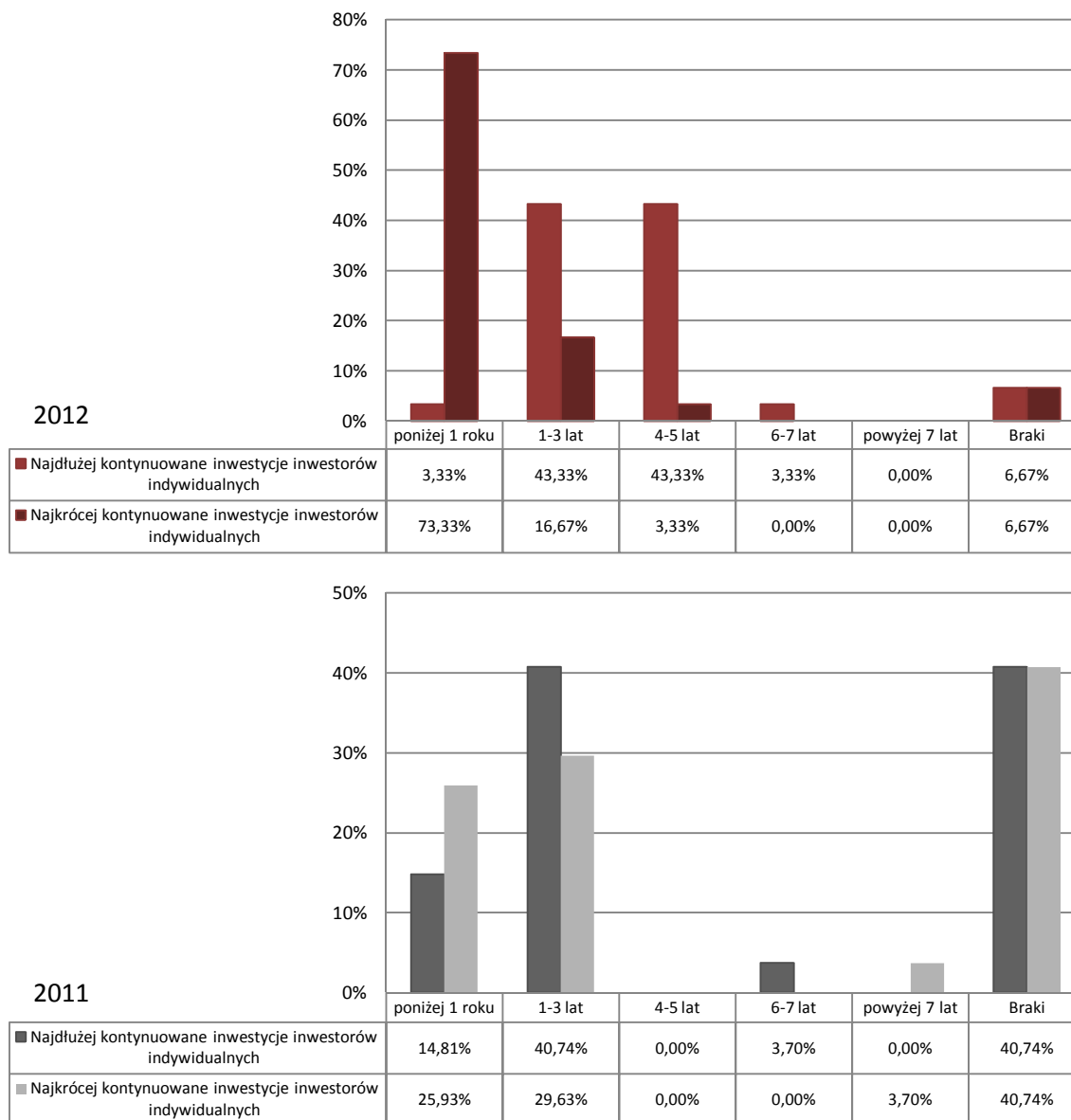
⁶ <http://www.private-equity.pl/prefer.html>

⁷ Szerzej na temat relacji podmiotów i ich postrzegania w podrozdziałach 6.5 i 6.6 niniejszego opracowania.



Rys. 6.7a. Najdłużej i najkrócej kontynuowane inwestycje w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.7b. Najdłużej i najkrócej kontynuowane inwestycje w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

fazy rozwoju firm a inwestycje badanych PE

Analiza fazy rozwoju, w której dochodzi do zaangażowania kapitału VC lub BA w nowe przedsięwzięcia, wyraźnie dokumentuje spore zainteresowanie badanych inwestorów wczesnymi fazami rozwoju projektów czy firm (zob. rys. 6.8.). Należy jednak zaznaczyć, że w prezentowanych badaniach screeningowych do badań wyselekcjonowano intencjonalnie inwestorów koncentrujących swoje działania w sektorze start-up.⁸

Tymczasem dla całej populacji funduszy PE w Polsce struktura faz rozwoju, w których dochodzi do inwestycji wskazuje, że ponad 50 proc. wszystkich inwestycji typu PE dotyczy faz wzrostu,

⁸ zob. opis próby badawczej, zawarty w rozdziale I.

dojrzałości i wykupu. Podobnie, amerykańskie fundusze typu *Venture Capital*, od wielu lat chętniej alokują swój kapitał w fazy wzrostu i dojrzałości (łącznie ok. 65 proc. ich inwestycji), znacznie rzadziej w fazy *seed* lub start-up (ok. 35 proc. inwestycji).⁹ Jeszcze ostrzej kształtuje się ta struktura w krajach Europy, gdzie ponad 90 proc. kapitału PE angażuje się w fazy dojrzałości i wykupu, a tylko mniej niż 10 proc. w fazy startowe.¹⁰ Według ostatniego rocznika EVCA, udział inwestycji VC/PE w fazach *seed* wyniósł w 2012 roku 0,4 proc, a w fazach start-up ok. 8 proc.¹¹

Uwzględniając charakterystykę próby badawczej nie dziwi fakt, że w obu grupach respondowanych inwestorów ponad 94 proc. wskazuje się dwie pierwsze fazy jako momenty wejścia z kapitałem. Oznacza to, że badany kapitał VC i BA wykazuje zainteresowanie nawet przedkomercyjnymi etapami rozwoju danego przedsięwzięcia (fazy embrionalna i *pre-seed*, czyli jeszcze przed rejestracją firmy) – dotyczy to nawet 50 proc. funduszy VC i 60 proc. BA. Tylko w nielicznych przypadkach dochodzi do inwestowania w późniejszej fazie – wzrostowej, dotyczy to w zasadzie tylko 3 proc. inwestorów instytucjonalnych.

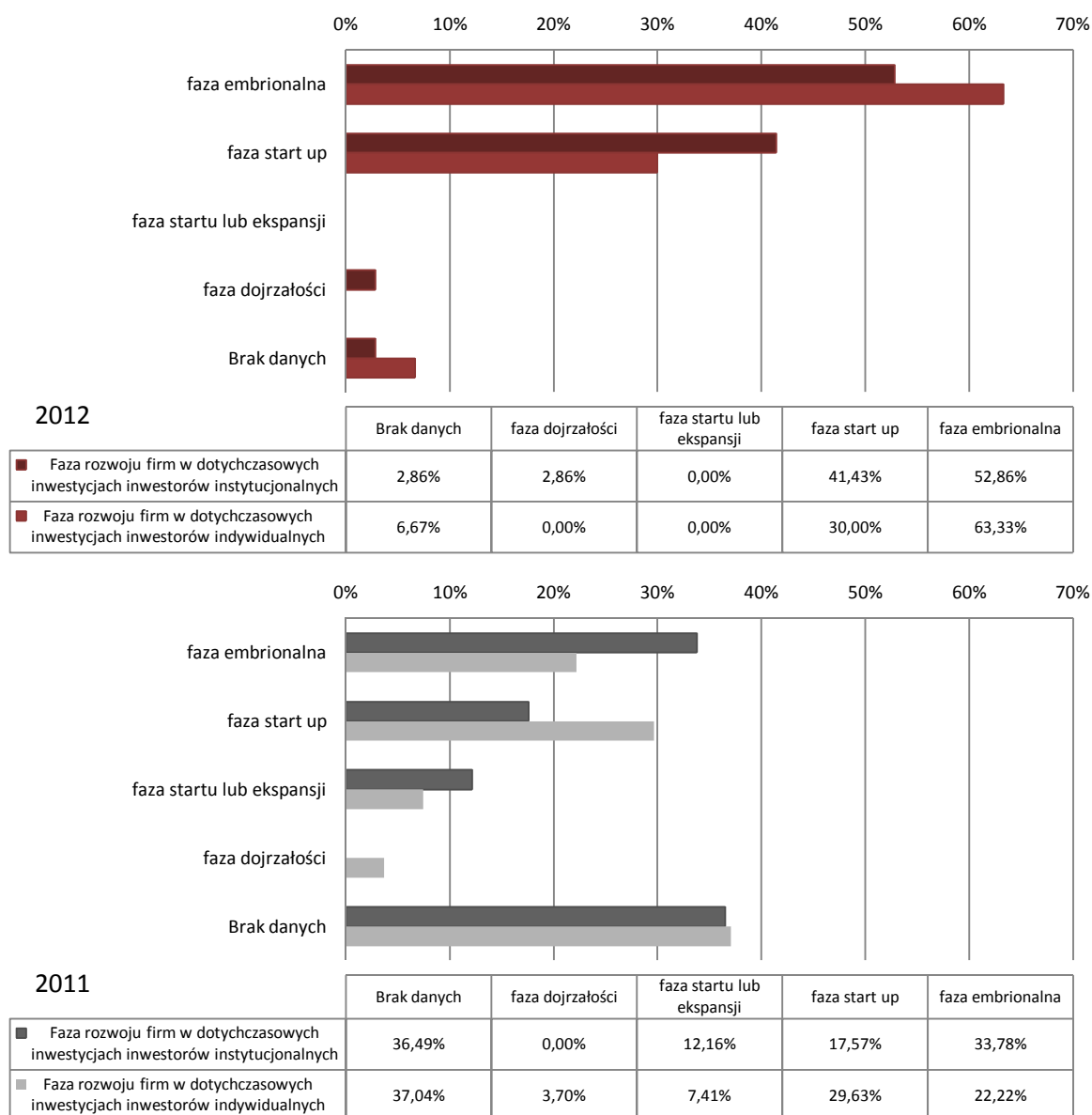
Wyniki tej analizy zastanawiają, a nawet wzbudzają wątpliwości na tle wypowiedzi respondowanych dotyczących znaczenia wieku/dojrzałości firmy jako kryterium podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jak wynika z analizy ważności tego kryterium (zob. rys. 6.13. i 6.14. w podrozdziale 6.3.), ma ono kluczowe znaczenie dla ok. 10 proc. inwestorów, z kolei dla ponad 80 proc. ma znaczenie małe lub żadne.

Skłonność badanych inwestorów do angażowania się w projekty młode, w fazach *seed* (przedkomercyjnych) i start-up nie dziwi, jeśli uwzględnić ich deklaracje dotyczące natury współpracy między dawcą a biorcą kapitału. Trzeba uwzględnić fakt, że młode, innowacyjne projekty domagają się nie tylko wsparcia kapitałowego, ale również merytorycznego (technologicznego, organizacyjnego, marketingowego, itp.). Badani inwestorzy opisują bardzo bogatą ofertę wsparcia młodych przedsiębiorców i projektodawców i przypisują jej istotne znaczenie.

⁹ *National Venture Capital Association. Yearbook 2010*, Reuters T. 2010, s. 11 oraz *Yearbook 2012*, s. 13.

¹⁰ *Central and Eastern Europe Statistics 2009*, op. cit., s. 19.

¹¹ *European Venture Capital Association, Yearbook 2012*, s. 24.



Rys. 6.8. Fazy rozwoju przedsięwzięć w dotychczasowych inwestycjach w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Większość inwestycji VC w Polsce ma charakter aktywny lub proaktywny i nie ogranicza się do pasywnego wkładu kapitałowego.

Zaangażowanie inwestora w zarządzanie idzie zazwyczaj w parze z wartością inwestycji i ilością zakupionych udziałów, a jego warunki są szczegółowo określone w umowie inwestycyjnej. Zwykle celem zaangażowania funduszu w nadzorowanie i/lub zarządzanie przedsiębiorstwem jest zwiększenie wpływu na wzrost jego wartości rynkowej. Charakterystyczne dla tego procesu są m.in.:

- bieżąca, cykliczna sprawozdawczość finansowa i rzeczowa (jest to minimalny wymóg stosowany przez inwestorów PE/VC);

- delegowanie przez inwestora przedstawicieli do rad nadzorczych czy komisji rewizyjnych;
- bezpośredni udział w zarządzaniu przedsiębiorstwem przez przedstawicieli inwestora, którzy często są członkami zarządów (wspomaganie w zakresie finansów, marketingu, zarządzania);
- udział w pracach nad budową długofalowej strategii dla przedsiębiorstwa oraz przy podejmowaniu najważniejszych decyzji dotyczących kształtu przedsiębiorstwa w przyszłości;
- inne: doradztwo technologiczne, doradztwo ekonomiczne, pomoc w nawiązaniu kontaktów eksportowych, zatrudnianie specjalistów branżowych do realizacji określonych projektów itp.

Jak wynika z analizy postaw inwestorów i ich bardziej lub mniej formalnych ról w procesie inwestowania, większość z nich nie ogranicza swoich funkcji jedynie do udzielenia kapitału (zob. rys. 6.9.). Wyniki screeningu za rok 2012 wskazują, że tylko ok. 3 proc. badanych inwestorów pozostaje pasywnych wobec projektu i nie deklaruje żadnego wsparcia poza wkładem inwestycyjnym. Warto zaznaczyć, że w badaniach z roku 2011 aż 17 proc. respondowanych inwestorów pozostawało biernych wobec podmiotu, w którym alokowali kapitał. Oznacza to, że poziom zaangażowania merytorycznego inwestorów w działalność i zarządzanie firmami start-up znacznie się zwiększył. Dodatkowo, dane wykazują, że inwestorzy instytucjonalni częściej pełnią ściśle określone i sformalizowane funkcje (np. członkostwo w radach nadzorczych – ponad 56 proc. funduszy desygnuje swojego przedstawiciela do rady nadzorczej, podczas gdy w przypadku BA ma to miejsce tylko w co trzecim wypadku), podczas gdy *Business Angels* częściej odgrywają niedookreślone role (np. funkcje mentoringowe w różnych dziedzinach – 43 proc. BA).

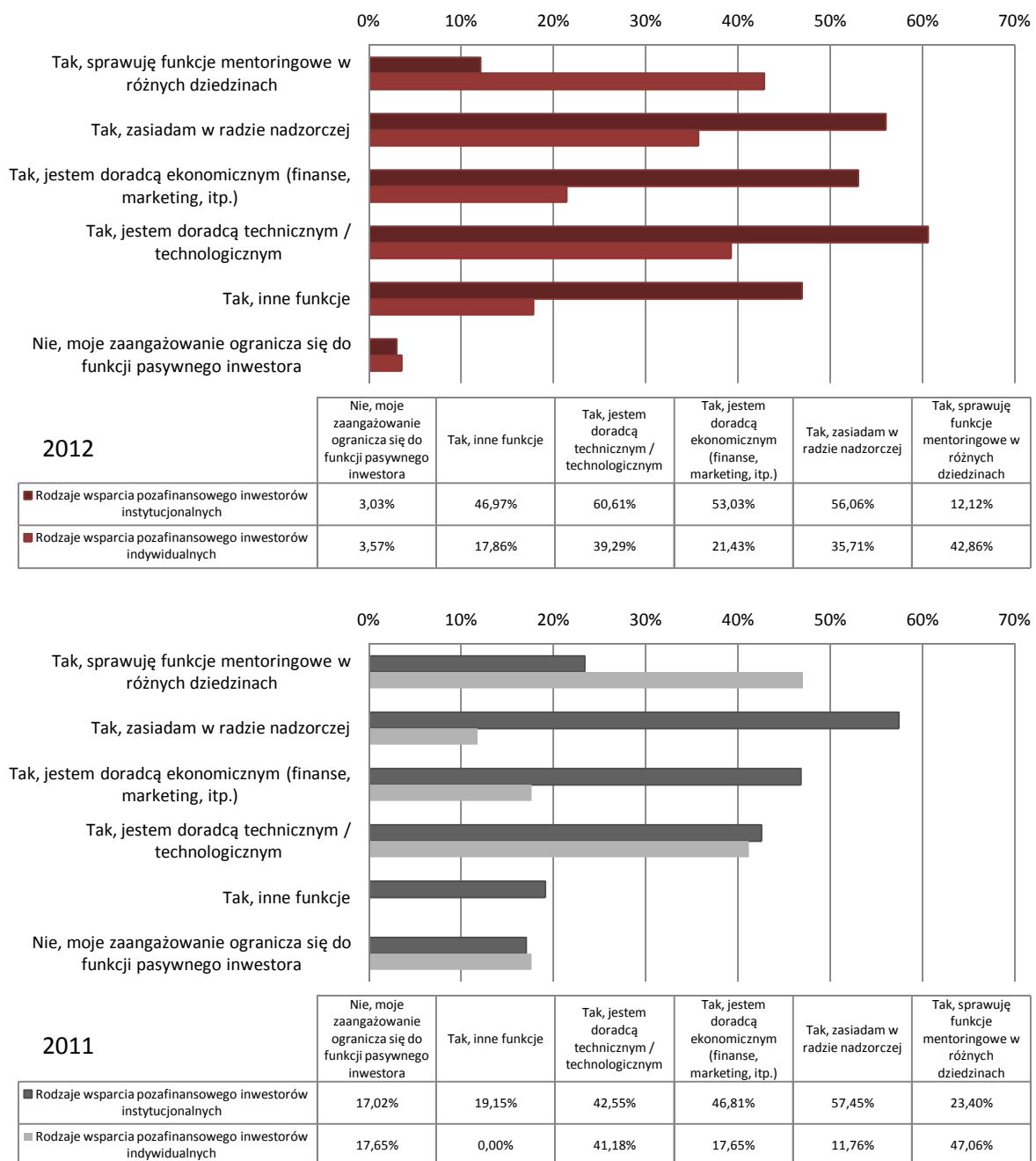


Konkludując tę część analizy screeningowej można zaryzykować próbę stworzenia profilu typowego inwestora z rynku funduszy wysokiego

ryzyka, z uwzględnieniem pewnych dystynkcji między inwestorem instytucjonalnym i indywidualnym. Próbę tę przedstawia tabela 6.1.

Główne różnice między funkcjonowaniem inwestorów instytucjonalnych (VC) i indywidualnych (BA), działających na polskim rynku przedsięwzięć we wczesnych fazach rozwoju dotyczą następujących aspektów:

- wartości podaży kapitału inwestycyjnego pozostającego do dyspozycji w obu segmentach rynku,
- średniej liczby inwestycji przypadającej na jeden podmiot VC i BA,
- wartości indywidualnych inwestycji w obu grupach inwestorów,
- okresu kontynuowania inwestycji w obu grupach inwestorów,
- pełnionych funkcji pozainwestycyjnych przez przedstawicieli VC i BA.



Rys. 6.9. Pozakapitałowe formy wsparcia w dotychczasowych inwestycjach w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Tab. 6.1. Profile inwestorów z rynku *Venture Capital i Business Angels* w Polsce¹²

Kryterium	Inwestor instytucjonalny – fundusze formalne VC	Inwestor indywidualny – fundusze nieformalne BA
Szacowana łączna podaż kapitału	239 – 513 mln zł	2,9 – 8,6 mln zł
Przeciętna podaż kapitału w jednym podmiocie	3 370 tys. zł	284 tys. zł
Liczba zrealizowanych dotychczas inwestycji	1115	87
Przeciętna liczba zrealizowanych inwestycji	15,7	2,9
Przeciętna wartość zrealizowanej indywidualnej inwestycji	480 tys. zł	175 tys. zł
Planowana w perspektywie 3 lat wartość kapitału	264 - 670 mln zł	10,2 – 13 mln zł
Planowana w perspektywie 3 lat liczba nowych inwestycji	630	95
Przeciętny czas kontynuowania inwestycji	3,8 lat	2,2 lat
Cykl życia projektu w momencie inicjacji inwestycji	Faza embrionalna i start-up	Faza embrionalna i start-up
Dominujące formy wsparcia pozakapitałowego	1. Członkostwo w radzie nadzorczej 2. Doradztwo ekonomiczne	1. Mentoring 2. Doradztwo technologiczne

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych z roku 2012.

6.2. Struktura branżowa inwestycji *Private Equity* w firmy start-up

Bardzo istotnym komponentem prezentowanych badań screeningowych jest analiza rozkładu branżowego inwestycji funduszy VC i BA w firmy start-up. Istota działalności tych funduszy determinuje w zasadzie profil inwestycyjny – jako fundusze wysokiego ryzyka podmioty VC i BA koncentrują swoją aktywność głównie wokół dziedzin związanych z dużym potencjałem innowacyjnym i zaawansowanymi technologiami. Te uznawane są za branże, w których dynamiczny rozwój i innowacyjność decydują o wysokich stopach zwrotu w relatywnie krótkim czasie. Choć bardzo często są to przedsięwzięcia wysoko kapitałochłonne i obciążone wysokim ryzykiem niepowodzenia, to jednak wykazują wysoką efektywność ekonomiczną.



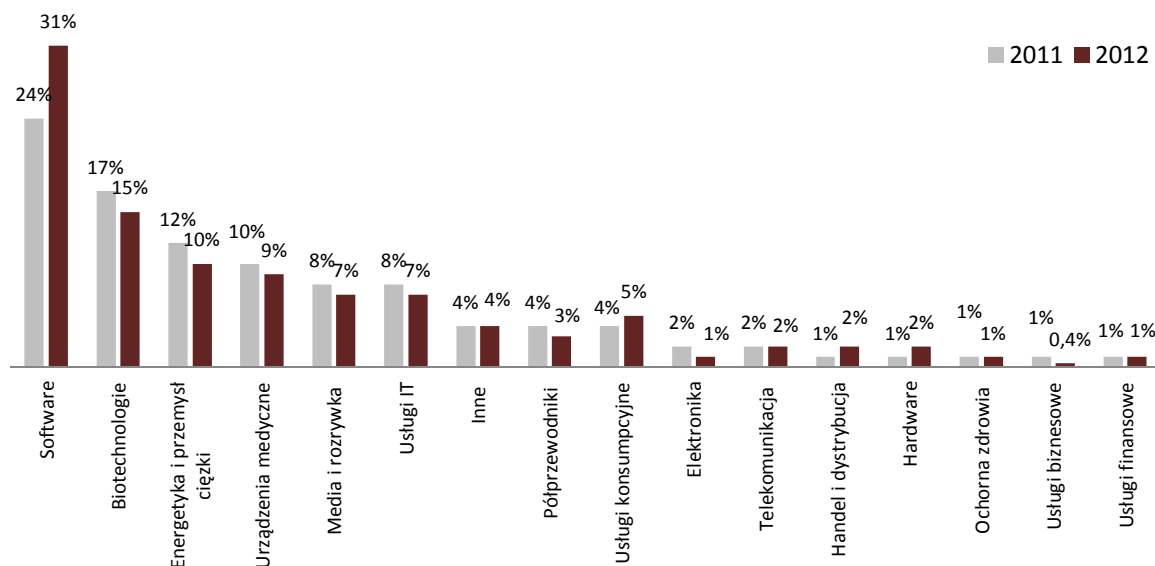
struktura branżowa inwestycji PE w gospodarce światowej

W warunkach rozwiniętej gospodarki światowej fundusze wysokiego ryzyka alokują środki najczęściej w takich branżach, jak: sektor ICT (informatyczno–komunikacyjny), biotechnologie, nanotechnologie, branża farmaceutyczna i energetyczna (w tym głównie energie odnawialne). W ostatnim okresie wzmocniła się rola branż infrastrukturalnych związanych z pozyskaniem źródeł energii (np. energie solarne), ale również pojawiły się zupełnie nowe branże, np. sektor obronny czy sektor przemysłu medycznego. Według ostatnich raportów amerykańskiego NVCA, w latach 2011-2012 struktura branżowa inwestycji funduszy PE w USA wskazuje na dominującą rolę branż: IT, biotechnologicznej i przemysłowo–energetycznej (zob. rys. 6.10.). Branże te skupiły ponad połowę wszystkich przedsięwzięć VC, jeśli chodzi o wartość inwestycji. Warto też zwrócić uwagę, że są to branże charakteryzujące się wysoką kapitałochłonnością. Przeciętna wartość inwestycji w branży produkcji oprogramowania

¹² Profil zbudowano na podstawie analizy 101 podmiotów polskiego rynku PE/VC z roku 2011.

wyniosła 124 mln USD, w energetyce – ponad 404 mln USD, a w biotechnologii – ponad 64 mln USD. Tymczasem w takich branżach, jak: usługi, elektronika, handel, media itp. przeciętna wartość indywidualnej inwestycji nie przekracza 22 mln USD.

Porównanie struktury branżowej inwestycji amerykańskich funduszy wysokiego ryzyka w latach 2011 i 2012 nie wykazuje istotnych różnic. Jednakowoż należy zwrócić uwagę na wzrastającą rolę sektora oprogramowania, który w 2012 roku skupia już blisko 1/3 wszystkich kapitałów VC (rok wcześniej 1/4).



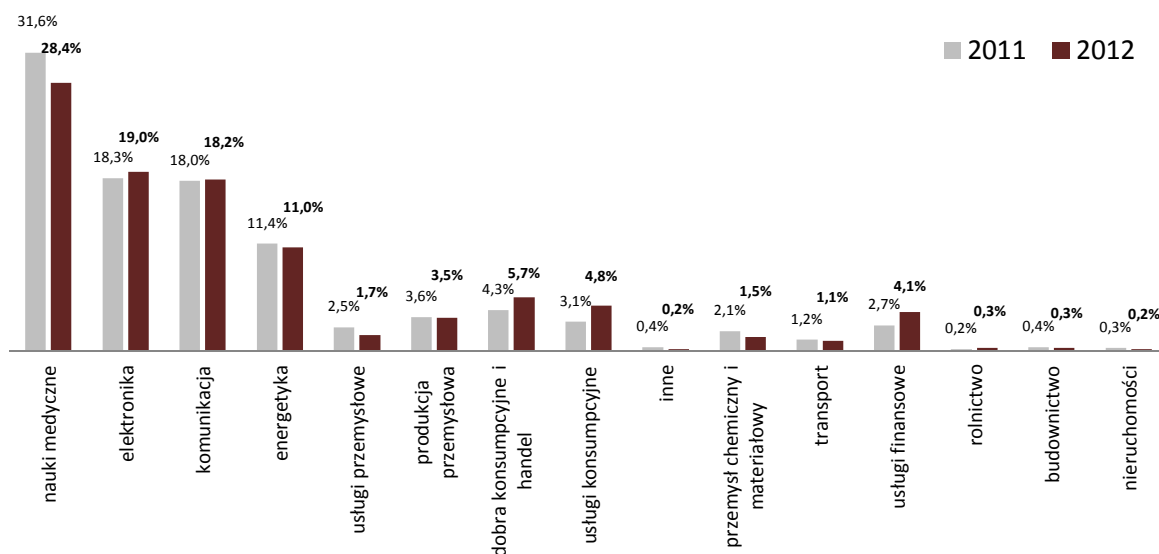
Rys. 6.10. Struktura branżowa inwestycji funduszy *Private Equity* według wartości w latach 2011 i 2012 w USA (w proc.)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *NVCA Yearbook 2012*, s. 12 oraz *NVCA Yearbook 2013*, s. 30.

Nieco inaczej kształtuje się struktura branżowa inwestycji rynku PE w Europie. Według danych z roczników EVCA z lat 2011 i 2012, w Europie blisko 3/4 inwestycji (według wartości przedsięwzięć) dotyczyła trzech kluczowych obszarów: medycyny, elektroniki oraz komunikacji (zob. rys. 6.11.). Warto jednocześnie zaznaczyć, że w badanych latach w Europie nie odnotowano istotnych zmian w rozkładzie branżowym zaangażowania kapitału PE. Pewne przyrosty wartości inwestycji zaobserwowano jednak w sektorach usługowych (usługi konsumpcyjne i finansowe). Z kolei w branżach przemysłowej, przetwórczej i transportowej zanotowano nieznaczną redukcję wartości inwestycji. Spada też udział branż zakwalifikowanych do sektora *high tech* – o ile inwestycje w tym sektorze w 2011 roku stanowiły blisko 50 proc. wszystkich przedsięwzięć, o tyle rok później ich udział spadł do poziomu 42 proc.

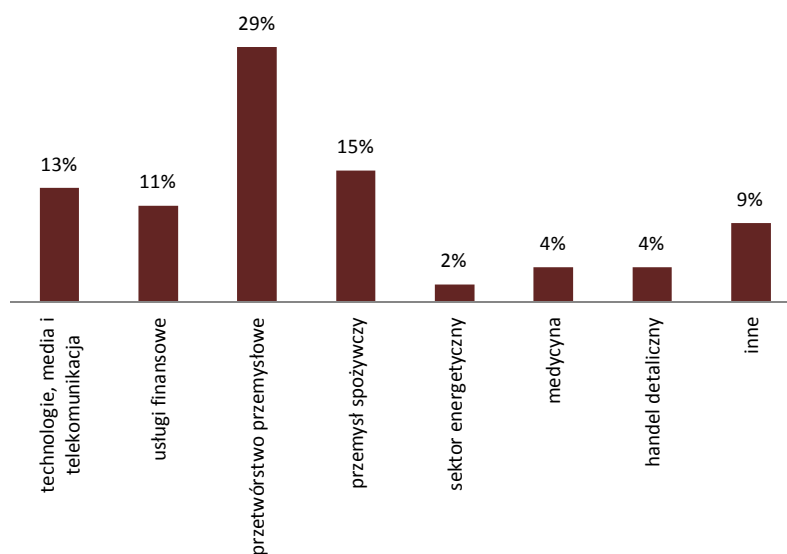
Inaczej kształtuje się struktura inwestycji *Private Equity* w Europie Środkowo-Wschodniej. Na podstawie raportu dotyczącego perspektyw i oczekiwań funduszy PE na rynkach Europy Środkowo-Wschodniej,¹³ wyraźnie widać dominację branż przetwórczych, przemysłu spożywczego oraz sektora telekomunikacji, mediów i technologii komunikacyjnych (zob. rys. 6.12.).

¹³ *Trimming the sails. Central Europe Private Equity confidence survey*, Deloitte 2011, <http://www.psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/>



Rys. 6.11. Struktura branżowa inwestycji funduszy *Private Equity* według wartości w latach 2011 i 2012 w Europie (w proc.)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *EVCA Yearbook 2011* oraz *EVCA Yearbook 2012*.



Rys. 6.12. Planowane w 2011 roku inwestycje funduszy *Private Equity* w Europie Środkowo-Wschodniej według branż (w proc.)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Trimming the sails. Central Europe Private Equity confidence survey*. Deloitte 2011, s. 10.

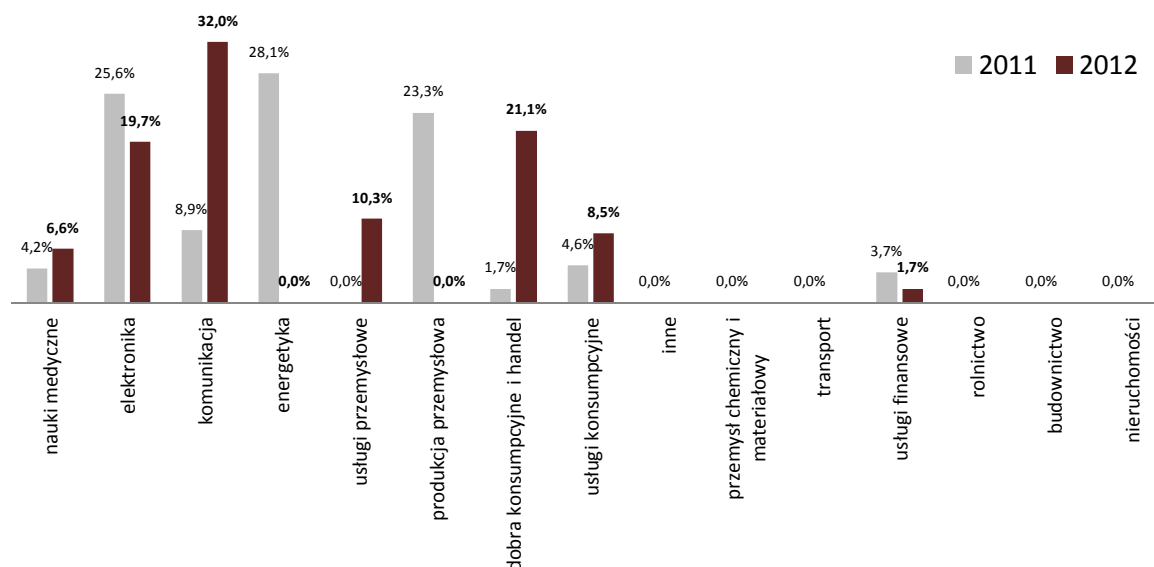
struktura branżowa inwestycji PE w Polsce

Statystyki dotyczące inwestycji wysokiego ryzyka w Polsce w ostatnich latach wskazują na znaczącą odmienną ich struktury

branżowej w stosunku do branż preferowanych w Europie. Jak wynika z danych EVCA, w Polsce obserwuje się bardzo dynamiczne zmiany w rozkładzie branżowym inwestycji typu *venture* (zob. rys. 6.13.). Stan taki może świadczyć o niedojrzałości polskiego rynku inwestycji wysokiego ryzyka i powolnym krystalizowaniu się jego struktury. Polityka alokacyjna polskich funduszy

PE wydaje się być dość jednokierunkowa i pozbawiona wątków dywersyfikacyjnych. W analizowanym okresie (lata 2011 i 2012) zanotowano bardzo silną koncentrację polskich inwestycji *venture* na branżach elektronicznej, komunikacyjnej, energetycznej i przemysłowej. Jednocześnie zarejestrowano bardzo ostre zmiany w kierunkach inwestycyjnych – w 2012 roku w stosunku do poprzedniego, bardzo intensywnie wzrosła wartość inwestycji w sektorze komunikacji (wzrost z około 9 do 32 proc.) oraz w dziedzinie usług przemysłowych i sektorów konsumpcyjnych. Nadal utrzymuje się w Polsce brak zainteresowania branżami tradycyjnymi, takimi jak: rolnictwo, budownictwo, nieruchomości, transport, przetwórstwo. W tych dziedzinach nie zanotowano żadnych inwestycji VC w Polsce.

Pomimo dominacji branż związanych z zaawansowaniem technologicznym, EVCA ocenia, że w Polsce udział inwestycji w sektory *high tech* jest bardzo niski. Jak wspomiano wcześniej dla Europy inwestycje w tym sektorze stanowią około 40 – 50 proc. wszystkich przedsięwzięć, w Polsce jedynie około 20 proc.



Rys. 6.13. Struktura branżowa inwestycji typu venture funduszy *Private Equity* według wartości w Polsce w latach 2011 i 2012 (w proc.).

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *EVCA Yearbook 2011* oraz *EVCA Yearbook 2012*.

Warto zwrócić uwagę na bardzo istotne zmiany, jakie zachodzą w strukturze inwestycji PE w Polsce w ciągu ostatnich 10 lat. Oto, według danych z „Rocznika PSIK 2003”, inwestycje PE w 2002 roku koncentrowały się na branżach dóbr konsumpcyjnych, gdzie trafiło około 35 proc. całości zainwestowanych środków, a pozostałe inwestycje trafiły m.in. do branż:¹⁴

- telekomunikacji i mediów – ok. 14 proc.,
- energetycznej – ok. 7 proc.,
- transportowej – ok. 6 proc.,
- budowlanej – ok. 6 proc.,
- medycznej – ok. 3,5 proc.

¹⁴ <http://www.private-equity.pl/prefer.html>

Łączny udział wartościowy zaawansowanych technologii we wszystkich branżach w 2002 roku wyniósł zaledwie 8 proc., podczas gdy 10 lat później stanowi ok. 20 proc.

 **struktura branżowa inwestycji
badanych inwestorów**

W populacji badanych na potrzeby nieniejszego screeningu podmiotów typu VC i BA, wyraźnie zaznacza się koncentracja inwestycji

w dziedzinach związanych z sektorami IT. Dla obu grup inwestorów technologie informatyczne oraz usługi internetowe to główne dziedziny inwestowania, skupiające w 2012 roku około 1/3 finansowanych przedsięwzięć (rok wcześniej około 40 proc.). Z głębszej analizy poszczególnych inwestycji wynika, że są to głównie portale, usługi i sklepy internetowe. Branże te okazują się być szczególnie atrakcyjne dla inwestorów indywidualnych – w grupie BA takie inwestycje stanowią ponad 42 proc. w 2012 roku, a rok wcześniej nawet ponad 60 proc. Z kolei w grupie funduszy VC silniej niż w przypadku BA, zaznaczają się inwestycje w inne, atrakcyjne, acz bardziej kapitałochłonne branże, takie jak: biotechnologie (blisko 6 proc.), nanotechnologie (5,5 proc.), technologie produkcji żywności (4,5 proc.), technologie chemiczne i farmaceutyczne (po około 5 proc.). W wymienionych dziedzinach zaangażowanie indywidualnych inwestorów jest nieznaczne i w zasadzie ogranicza się do około 1,5 proc. udziału we wszystkich inwestycjach. Wymienione branże są znacznie rzadziej wybierane przez inwestorów indywidualnych prawdopodobnie ze względu na ich wysoką kapitałochłonność. To właśnie w tych branżach alokowane są największe pod względem wartości inwestycji fundusze PE. W przypadku branż: nanotechnologie, biotechnologie oraz technologie farmaceutyczne i chemiczne, żadna z analizowanych inwestycji nie była mniejsza niż 1 mln zł. Tymczasem w grupie inwestycji w szeroko pojętym sektorze ICT dominują inwestycje o jednostkowej wartości od 100 do 500 tys. zł.

Według opinii respondowanych, w najbliższym czasie nie należy spodziewać się rewolucyjnych zmian w strukturze branżowej inwestycji w firmy start-up (zob. rys. 6.15a. i 6.15b.). Najwyraźniej zaznaczającą się tendencją jest rezygnacja inwestorów instytucjonalnych z inwestycji w usługi internetowe (spadek z 25 do 18 proc.) na korzyść technologii zaawansowanych, takich jak: nanotechnologie, biotechnologie, technologie komunikacyjne i transportowe. Na te branże w przyszłych lokalizacjach wskazuje odpowiednio od 8 do 10 proc. funduszy VC. Tym samym, badania z roku 2012 przyniosły potwierdzenie trendów zmian zidentyfikowanych w 2011 roku.

W grupie inwestorów indywidualnych najistotniejsze zmiany to dlaszy wzrost inwestycji w IT przy pewnej ucieczce z dziedzin usług internetowych. Bardzo wyraźnym trendem jest też duże zainteresowanie inwestycjami w biotechnologie, komunikację i energetykę. Oznacza to, że portfele inwestycyjne inwestorów z grupy BA podlegają w ostatnich latach dość intensywnym przemianom i zdają się wykazywać coraz więcej analogii do struktury portfela inwestycyjnego typowych VC.

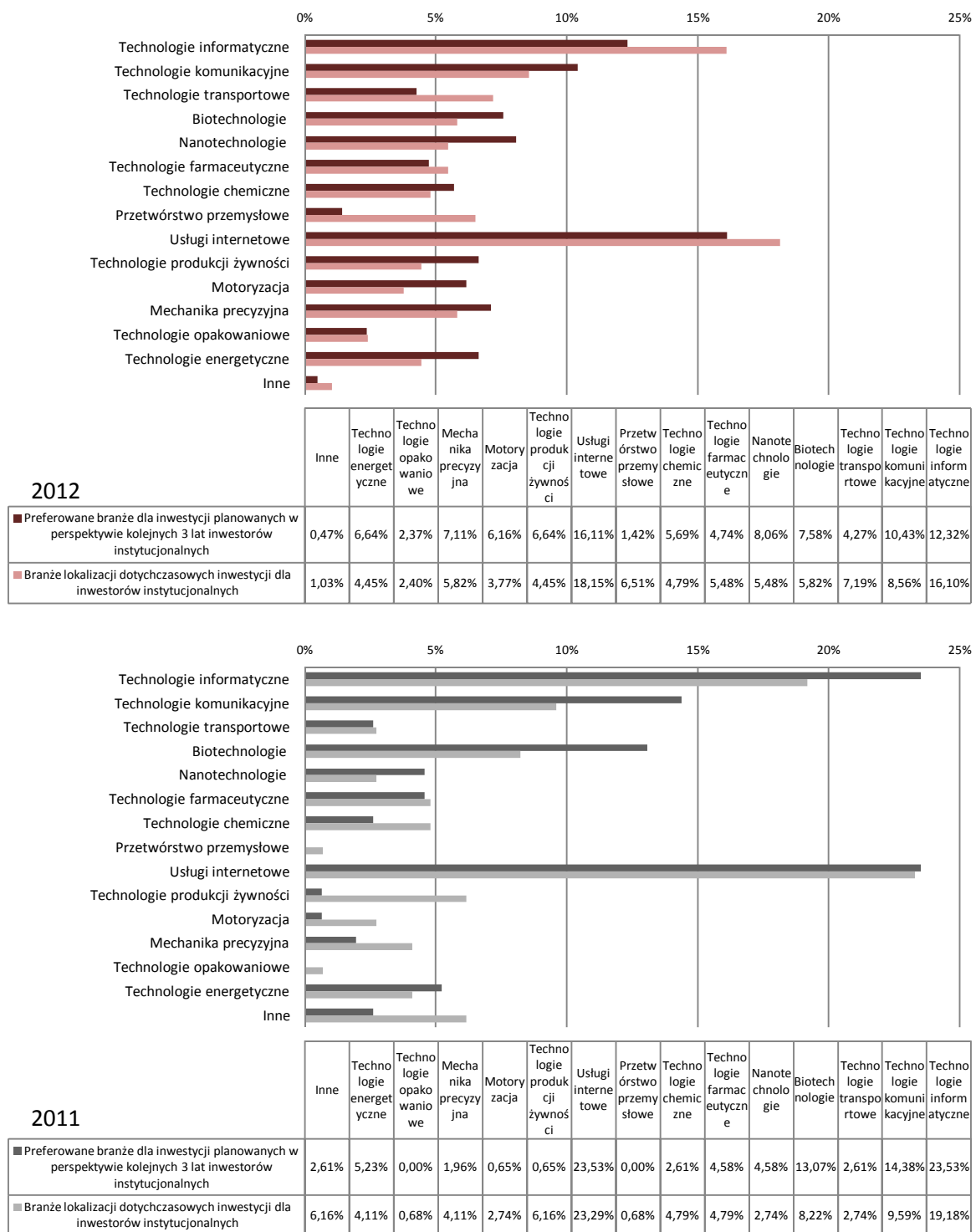
Nadal jednak w obu grupach inwestorów wyraźne jest nastawienie na finansowanie projektów związanych z technologiami ICT, ze szczególnym uwzględnieniem środowiska internetowego w świadczeniu usług. Dominacja tych sektorów w portfelach inwestycyjnych badanych podmiotów może być interpretowana jako niebezpieczna i w efekcie prowadząca do stagnacji w obszarze inwestycji w firmy start-up w Polsce. Nadmiar projektów z jednej dziedziny powodować może w szerszym horyzoncie czasowym spadek stopy zwrotu z tych inwestycji i pogłębiające

się rozczarowanie inwestorów. Przedstawiciele funduszy dość zgodnie podkreślają płytkość polskiego rynku innowacyjnych start-up i nadmierne skupianie się na stosunkowo łatwo dostępnych rozwiązaniach technologii informatycznych. Jednocześnie inwestorzy dość przyjaźnie reagują na pojawianie się przedsięwzięć z zakresu nano- i biotechnologii, a także branż chemicznych i pokrewnych.



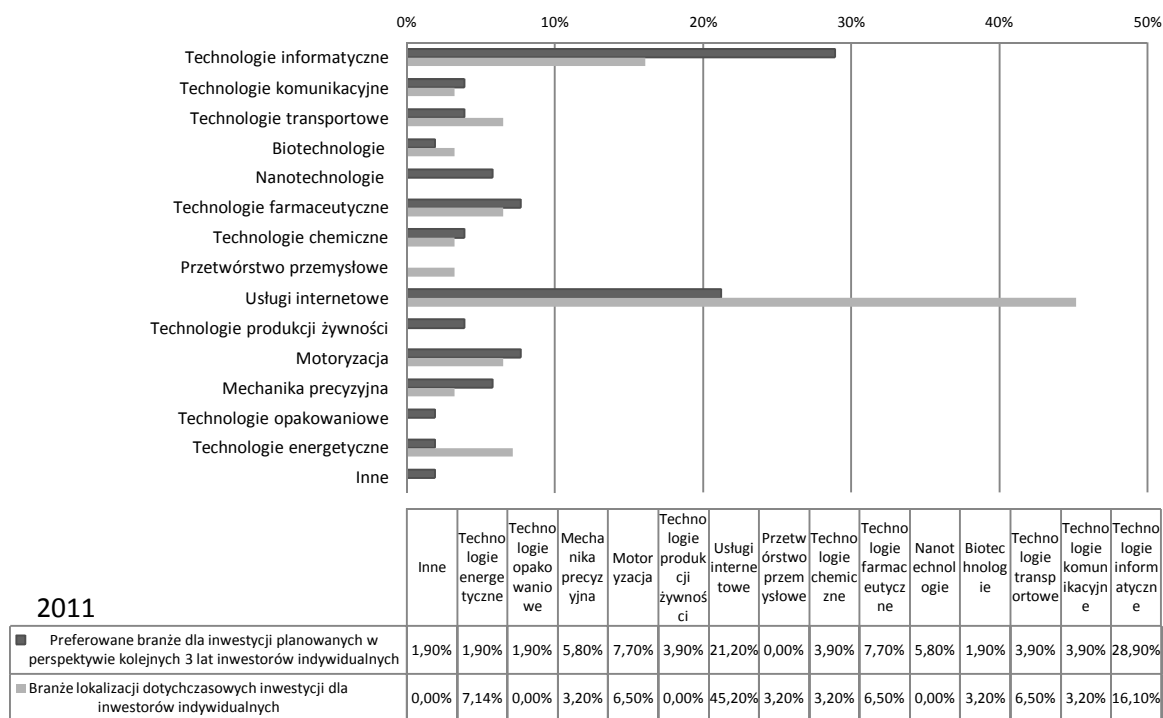
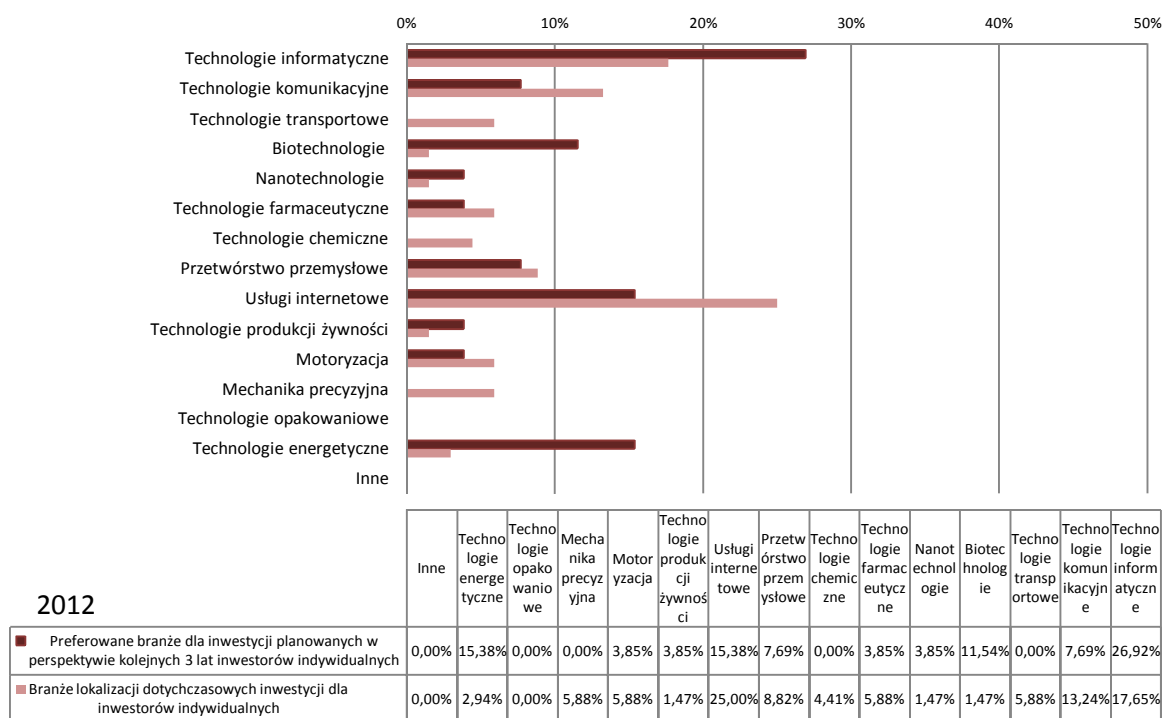
Rys. 6.14. Branże lokalizacji dotychczasowych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.15a. Branże dotychczasowych i planowanych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.15b. Branże dotychczasowych i planowanych inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

6.3. Kryteria decyzyjne w procesie inwestowania w start-up

Polityka inwestycyjna funduszy na rynku PE opiera się na założeniu o kosztach wysokiego ryzyka. W praktyce oznacza to, że oczekiwania inwestorów co do wysokości stopy zwrotu z inwestycji obejmują poza zakładaną zyskowością tzw. premię za ryzyko. W efekcie inwestycje finansowane przez *Private Equity* charakteryzują się stosunkowo wysoką stopą zwrotu przy jednoczesnym wysokim współczynnikiem niepowodzenia. To dlatego założenia inwestorów zwykle określają znacznie wyższą od normatywnej stopę zysku z danej inwestycji, która ma stanowić ewentualne zabezpieczenie inwestycji nieudanych. Te ostatnie, według statystyk z rynku amerykańskiego, wynoszą nawet 70 proc. wszystkich podejmowanych inwestycji. Tylko 3 na 10 projektów kończy się zwrotem na poziomie wstępnych oczekiwań.¹⁵

Nieco lepiej kształtuje się wskaźnik sukcesu w warunkach polskich. W badanej populacji 101 podmiotów inwestycyjnych, do końca 2011 roku udało się sfinalizować (czyli wycofać kapitał) ponad 300 projektów, spośród których 242 uznano za zakończone z sukcesem (tzn. osiągnięto zakładaną stopę zwrotu). Oznacza to, że w praktyce badanych instytucji finansowych zaledwie 20 proc. przedsięwzięć zakończyło się porażką, w tym w ponad 10 proc. przypadków porażka ta oznaczała całkowitą utratę kapitału.



relacja zysk – ryzyko w inwestycjach PE

Podejście takie jest zgodne z generalną zasadą korelacji pomiędzy zyskiem a ryzykiem, określoną krzywą (mapą) ryzyka

(zob. rys. 6.16a.). Zasada ta określa relację między poziomem ryzyka a oczekiwanym zwrotem z inwestycji i dotyczy wszystkich możliwych form lokowania kapitału. Ze względu jednak na charakterystyczny dla wczesnych faz rozwoju przedsięwzięć wysoki współczynnik ryzyka, w firmach start-up inwestorzy oczekują ponadprzeciętnej stopy zwrotu i relatywnie krótkiego okresu inwestowania (zob. rys. 6.16b.).



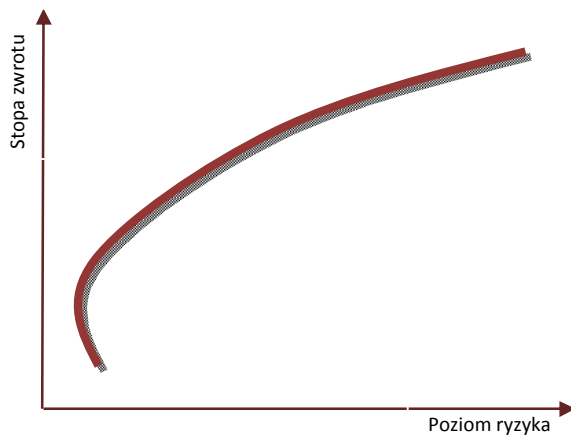
oczekiwane IRR w praktyce międzynarodowej

Relacje między ryzykiem a stopą rentowności inwestycji prowadzą w praktyce operacyjnej funduszy PE do bardzo restrykcyjnych

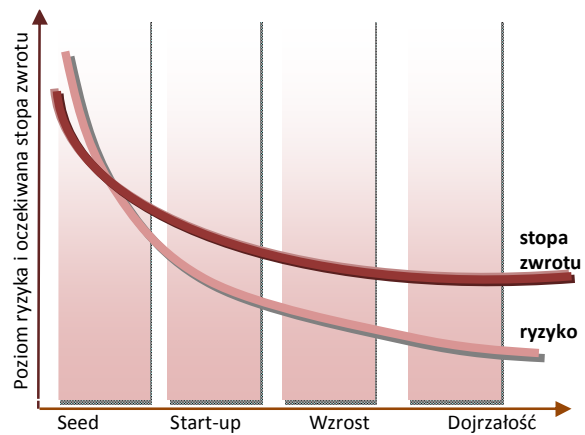
oczekiwań. Dla przykładu – na rynku amerykańskim znana jest zasada stosowana przez *Business Angels*, określająca wymogi inwestycyjne na 700 proc. zwrotu w ciągu siedmiu lat, co oznacza przeciętną roczną stopę zwrotu na poziomie ok. 32 proc.¹⁶ Oczekiwania funduszy PE/VC co do poziomu rentowności i tempa zwrotu kapitału uzależnione są zasadniczo od dwóch kluczowych kryteriów: fazy rozwoju firmy w momencie dokonywania transakcji finansowej oraz rodzaju inwestycji, uwzględniającego poziom zaawansowania technologicznego. Na bazie praktyk międzynarodowych instytucji finansowych typu PE, można mówić o oczekiwaniu min. 50 proc. rocznej rentowności – w przypadku przedsięwzięć *seed* i start-up, po 40 proc. ROI – dla fazy rozwojowej i 30 proc. – dla fazy dezinvestycji (zob. rys. 6.17.).

¹⁵ <http://go4funding.com/Articles/Angel-Investors/Angel-Investor>Returns.aspx>

¹⁶ "...For every dollars than an Angel puts into a company, s/he would like to take seven dollars out, after taxes in seven years" - <http://go4funding.com/Articles/When-Do-Angel-Investors-Usually-Invest.aspx>

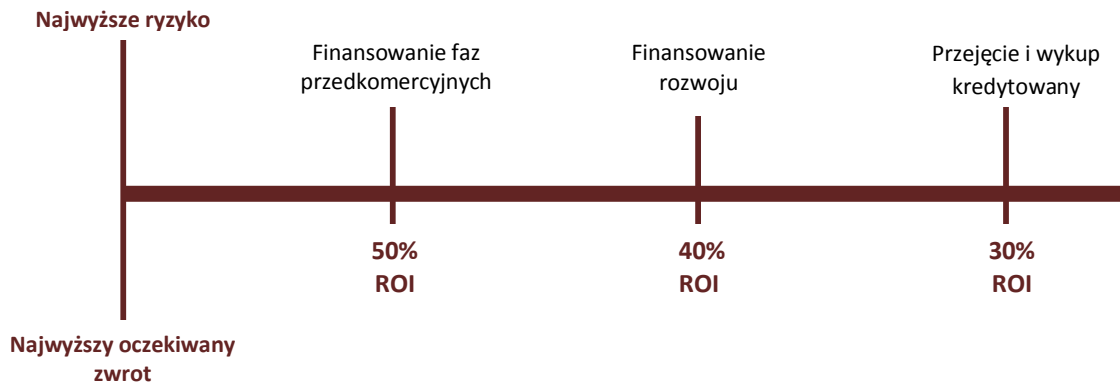


Rys. 6.16a. Mapa: stopa zwrotu – ryzyko.
Źródło: Opracowanie własne.



Rys. 6.16b. Ryzyko, oczekiwana stopa zwrotu i źródła finansowania w różnych fazach cyklu życia projektu/firmy.
Źródło: Opracowanie własne.

Jednocześnie wpływ na ocenę ryzyka i wymagany poziom rentowności ma aspekt technologiczny finansowanego projektu. W praktyce, w przypadku inwestowania w zaawansowane technologie, oczekiwania co do stopy zwrotu są relatywnie wyższe o kilka punktów procentowych niż w przypadku przedsięwzięć nietechnologicznych (zob. tab. 6.2.).



Rys. 6.17. Oczekiwania co do stopy zwrotu w praktyce funduszy VC/PE

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R.D. Hirsh, M. P. Peters, *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011, s. 118.

Tab. 6.2. Wymagana stopa zwrotu w podmiotach *Venture Capital* w zależności od rodzaju inwestycji w praktyce amerykańskich funduszy VC/PE

Faza finansowania	Inwestycje nietechnologiczne – średnia IRR proc.	Inwestycje technologiczne – średnia IRR proc.
<i>Seed</i>	55,0	57,1
<i>Start-up</i>	49,5	52,4
<i>Ekspansja</i>	36,3	39,1
<i>Wykup</i>	32,7	35,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. D. Hirsh, M. P. Peters, *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011, s. 68.

Taki poziom oczekiwań finansowych inwestorów należy uznać za poważnie wygórowany wobec normatywnej stopy zwrotu na amerykańskim rynku finansowym.¹⁷

Mimo to, jak wynika z analiz rentowności inwestycji amerykańskich funduszy PE, w latach 2000-2007 (czyli w okresie przed globalnym kryzysem finansowym) stopa satysfakcji inwestorów amerykańskich była bardzo wysoka. W zależności od fazy cyklu życia firmy, w którą inwestowali, wewnętrzna stopa zwrotu przed opodatkowaniem kształtowała się w przedziale od 60 proc. rocznie dla inwestycji w fazach *seed* do 25 proc. w okresach przed wycofaniem kapitału z inwestycji (zob. tab. 6.3.).

Tab. 6.3. Przeciętne, realne współczynniki IRR i ROI dla inwestycji *Private Equity* w USA w latach 2000-2007

Faza inwestycyjna	Wewnętrzna stopa zwrotu rocznie (IRR w proc.)	Okres zwrotu z inwestycji (ROI jako krotność zainwestowanego kapitału)
<i>Seed</i>	60+	10X
<i>Start-up</i>	50	8X
<i>Early stage</i>	40	5X
<i>Second stage</i>	30	4X
<i>Near exit</i>	25	3X

Źródło: Preston S. L., *Angel Financing for Entrepreneurs: Early Stage Funding for Long-Term Success*, John Wiley & Sons Inc., 2007.

Inne badania amerykańskiego rynku kapitałowego, wskazują na znacznie lepsze wyniki finansowe w działalności funduszy rynku PE niż w innych firmach. Według danych długookresowych za lata 1990-2005, przeciętna rentowność firm z grupy S&P 500 wyniosła nieznacznie powyżej 10 proc. rocznie. W tym samym czasie inwestycje na rynku PE przyniosły zwrot na poziomie ponad 31 proc. rocznie. Dodatkowo wartość obrotów w przedsiębiorstwach finansowanych przez PE rosła w tempie ok. 10,8 proc. rocznie, tzn. o 77 proc. szybciej niż w innych sektorach. Podobne relacje na korzyść przedsiębiorstw finansowanych przez PE obserwuje się w Europie. Tutaj przeciętna stopa zwrotu w firmach z udziałem PE kształtowała się na poziomie ok. 23 proc., podczas gdy w innych firmach nie przekraczała 15 proc.¹⁸

¹⁷ W latach 2010-2012 przeciętna stopa zwrotu z obligacji skarbowych o siedmioletnim terminie wykupu wyniosła ok. 2,2 proc; przeciętna EBIDTA dla firm z grupy S&P 500 w tym okresie wyniosła ok. 10,5 proc.

¹⁸ Shapiro R. J., *The Role of the Private Equity Sector Promoting Economic Recovery*, Sonnecon, March 2009, s. 5 i dalsze; http://www.pegcc.org/wordpress/wp-content/uploads/pec_economic-recovery_032309a.pdf

Istotne perturbacje dla rentowności przedsięwzięć finansowanych instrumentami PE dla rynku amerykańskiego przyniosło dopiero załamanie gospodarki w 2007 roku. W ciągu trzech pierwszych lat kryzysu rentowność spółek notowanych w indeksie NASDAQ i S&P wyniosła około 10 proc., podczas gdy inwestycje funduszy VC generowały około 9,5 proc. rocznie (zob. tab. 6.4.). Przedstawione fakty i statystyki jednoznacznie wskazują na znacznie lepsze warunki funkcjonowania kapitału PE i jego znacznie wyższą efektywność finansową i ekonomiczną w porównaniu z innymi formami finansowania firm.

Tab. 6.4. Rentowność (IRR w proc.) na amerykańskich rynkach kapitałowych w roku 2009

Fundusz	Po roku	Po 3 latach	Po 5 latach	Po 10 latach	Po 20 latach
Faza <i>seed</i>	-20,6	1,7	3,7	36,0	21,8
Faza wzrostu	-26,9	4,6	8,4	13,5	14,5
Faza dojrzałości	-6,8	9,5	8,7	7,5	14,5
VC łącznie	-20,9	4,2	6,4	15,5	17,0
NASDAQ	-38,1	-10,3	-4,6	-3,2	7,3
S&P 500	-36,1	-10,0	-4,0	-3,0	6,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. D. Hirsh, M. P. Peters, *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011, s. 98.

oczekiwane IRR w praktyce polskiej

W Polsce, jak dotąd, nie ma określonych normatywnych czy minimalnych poziomów stopy zwrotu oczekiwanej przez dawców kapitału. Z dotychczasowych praktyk wynika, że jednym z głównych czynników różnicujących wymagane stopy zwrotu z inwestycji funduszy PE jest zróżnicowanie projektów w zależności od fazy rozwoju przedsiębiorstwa. W bardzo dużym uproszczeniu można zasugerować ogólne oczekiwania inwestorów z rynku PE w Polsce co do IRR następująco:¹⁹

- faza "zasiewu" (*seed*) – 100 proc.,
- rozpoczęcie działalności (start-up) – 50 proc.,
- rozwój – 40 proc.,
- ekspansja – 30 proc.

kryteria selekcji projektów do finansowania

Na tle opisywanych relacji trzeba uznać, że inwestycje we wczesne fazy rozwoju firm muszą być podejmowane w oparciu o bardzo ostre kryteria selekcyjne, gwarantujące inwestorowi tak redukcję ryzyka, jak i oczekiwaną stopę zwrotu. Dlatego w Europie, mimo ogromnego popytu na finansowanie przedsięwzięć młodych o dużym potencjale wzrostu, inwestorzy zewnętrzni dokonują bardzo konserwatywnej i rygorystycznej oceny projektów, inwestując zaledwie w 3 proc. analizowanych projektów.²⁰

W praktyce rynku amerykańskiego polityka selekcji projektów do sfinansowania wydaje się być jeszcze bardziej restrykcyjna – na finansowanie może liczyć tylko 2 proc. potencjalnych projektów

¹⁹ <http://www.private-equity.pl/czegosz.html>

²⁰ *Statistics Compendium 2010*. EBAN, cyt. za: *Raport: Kapitał na start...* op. cit., s. 12.

inwestycyjnych. Jak wynika z badań przebiegu zdarzeń, po tym, jak amerykańskim inwestorom z sektora PE przedstawiane są biznes plany potencjalnych inwestycji:²¹

- 60 proc. przypadków napotyka na odmowę inwestora po pierwszych 30 minutach prezentacji projektu,
- 25 proc. przypadków kończy się odmową inwestora po 3 godzinach prezentacji projektu,
- 10 proc. przypadków zostaje odrzucone przez inwestora po pełnej prezentacji projektu,
- 3 proc. przypadków odrzuca się w wyniku nieowocnych negocjacji warunków transakcji,
- 2 proc. zostaje zwieńczone sukcesem i otrzymuje finansowanie.

W polskiej praktyce współczynnik powodzenia w procesie wnioskowania o fundusze VC/PE jest znacznie wyższy i kształtuje się na poziomie ok. 90 proc., co oznacza, że ok. 10 proc. projektów uzyskuje finansowanie.

procedura aplikacyjna Polskie doświadczenia i pozorny liberalizm w ocenie projektów nie oznacza bynajmniej lekkomyślnej polityki inwestorów z rynku VC/PE. Typową procedurą w procesie aplikacji o fundusze na rynku VC/PE w Polsce jest praktyka polegająca na pięciu krokach, obejmujących etapy od pierwszego kontaktu do finalizacji umowy o finansowaniu. Procedura ta polega zasadniczo na analizie istoty projektu, jego uwarunkowań rynkowych i finansowych, ustanowieniu podstawowych warunków transakcji (tzw. *term sheet*) – aż po ustalenie ostatecznych warunków umowy o finansowanie (zob. rys. 6. 18).



Rys. 6.18. Procedura oceny i selekcji projektów inwestycyjnych w praktyce funduszy VC/PE

Źródło: Opracowanie własne.

²¹ Stokes D., Wilson N., *Small Business Management and Entrepreneurship*, South-Western Cengage Learning, 2002., s. 245.



rola *Due Dilligence*

Trzeba zaznaczyć, że ocena i selekcja projektów start-up do finansowania przez podmioty typu PE i VC jest bardzo skomplikowana, a czasami wręcz niemożliwa do wykonania. W praktyce firm młodych, to znaczy pozbawionych historii gospodarczej i finansowej, typowe narzędzia oceny efektywności inwestycji *ex ante*, takie jak typowe *due dilligence*, są bezużyteczne. *Due dilligence* wykonuje się zwykle przed zakupem udziałów i akcji, przedsiębiorstw, ich zorganizowanych części, a także przed podjęciem decyzji o łączeniu, przekształceniach i innych inwestycjach o charakterze kapitałowym. Ocena *due dilligence* pozwala na podjęcie przez potencjalnych inwestorów racjonalnych i optymalnych decyzji, a jej wyniki mogą stanowić istotny instrument negocjacji poprzez wpływ na wycenę przedmiotu transakcji. Ponieważ ewaluacja atrakcyjności przedmiotu inwestycji w oparciu o *due dilligence* koncentruje się na licznych aspektach finansowych to jej zastosowanie w praktyce firm start-up jest ograniczone i ma znikome znaczenie praktyczne. Warto zaznaczyć, że typowy zakres *due dilligence* obejmuje takie aspekty jak: ocena prawidłowości wyceny aktywów i pasywów oraz ustalenia wyniku finansowego, identyfikacja istotnych zmian w zakresie aktywów, pasywów, przychodów, kosztów, identyfikacja i ocena istotnych operacji gospodarczych mających wpływ na sytuację finansową, identyfikacja zobowiązań pozabilansowych, a także ocena wpływu zawartych umów na sytuację finansową i majątkową. Oznacza to, że w procesach selekcji projektów start-up do sfinansowania, fundusze inwestycyjne z rynku PE muszą stosować inne, często zupełnie pozafinansowe kryteria.



kryteria decyzji inwestycyjnych

Korzystając z doświadczeń rynku amerykańskiego można zaryzykować próbę wskazania kluczowych kryteriów oceny młodych projektów przez podmioty rynku PE w USA. Według portalu go4funding.com za główne czynniki decyzyjne w praktyce amerykańskich BA i VC należy uznać (zob. tab. 6.5.):

- jakość zarządzania w ocenianym start-up,
- potencjał wzrostu rynku,
- typ produktu i technologii,
- rozmiary rynku.

Warto podkreślić, że w rankingu ważności kryteriów decyzji inwestycyjnej, według deklaracji amerykańskich inwestorów z rynku PE, stopa zwrotu kapitału nie jest najistotniejszym czynnikiem decyzyjnym (uzyskała ona ostatnie miejsce w rankingu w grupie BA i czwartą pozycję według VC).

Tab. 6.5. Ranking kryteriów decyzyjnych w praktyce amerykańskich funduszy PE²²

Czynniki decyzyjne	Business Angels		Venture Capital	
	Punkty	Pozycja w rankingu ważności	Punkty	Pozycja w rankingu ważności
Jakość zarządzania	7.1	1	5.4	1
Potencjał wzrostu	4.7	2	4.2	4
Rodzaj produktu/technologii	4.4	3	4.4	3
Rozmiary rynku	4.3	4	4.6	2
Bariery wejścia	4.2	5	4.1	7
Presja konkurencji	4.0	6	4.2	4
Zwrot z inwestycji (ROI)	3.9	7	4.2	4

Źródło: Hill B. E., Powers' D., *Attracting Capital from Angels: How Their Money and Their Experience Can Help You Build a Successful Company*, 2002; cyt. za: <http://go4funding.com/Articles/When-Do-Angel-Investors-Usually-Invest.aspx>

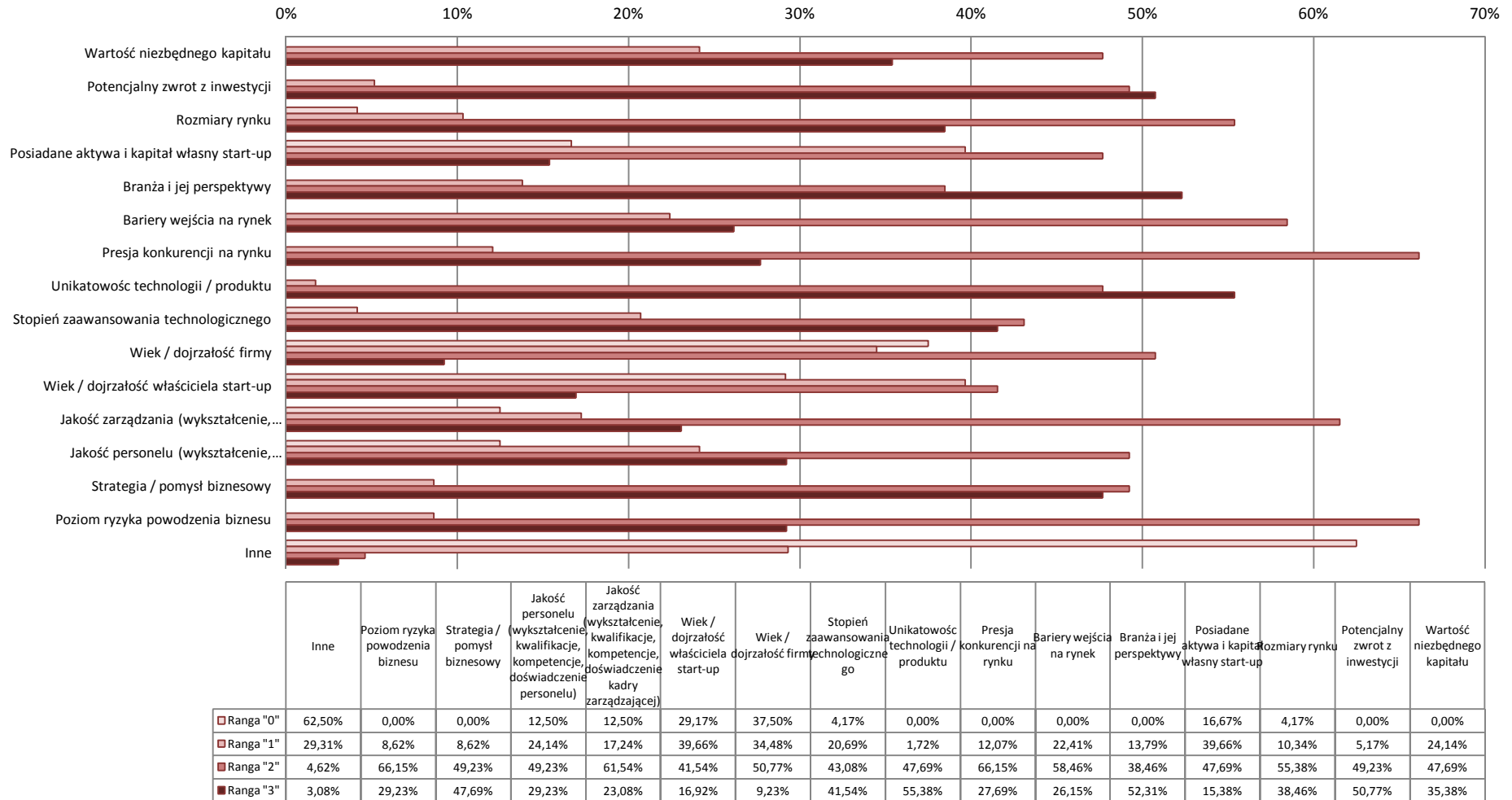
determinanty decyzji inwestycyjnych w badanych podmiotach

Na tle zaprezentowanych powyżej oczekiwań amerykańskich inwestorów, z których wynika, że w ocenie projektu pod kątem zaangażowania

kapitału, wskaźnik ROI ma niewielkie znaczenie, mogą zaskakiwać wyniki badań screeningowych w polskich podmiotach rynku PE (zob. rys. 6.19a. i 6.19b.). Jak wynika z deklaracji respondowanych inwestorów, w obu grupach podmiotów dominuje przekonanie o krytycznym znaczeniu rentowności dla podejmowania decyzji inwestycyjnej.

W segmencie funduszy instytucjonalnych ponad połowa respondowanych przyznaje temu czynnikowi bardzo duże znaczenie (ocena „3”), a kolejne ponad 49 proc. – duże znaczenie (ocena 2). Tylko jednostkowe przypadki (2 fundusze) uznają rentowność za czynnik nieważny lub mało ważny. W grupie kryteriów o bardzo wysokim znaczeniu dla formalnych inwestorów należy wyłonić również: unikatowość produktu/technologii, strategię biznesową i perspektywę w branży oraz poziom zaawansowania technologicznego projektu. Za najmniej istotne inwestorzy ci uznają: wiek/dojrzałość firmy oraz jej właściciela, a także wartość posiadanego kapitału własnego. Oznacza to, że inwestorzy grupowi z rynku PE stawiają na projekty rentowne, oryginalne, dobrze przemyślane, z silnym potencjałem wzrostu, niezależnie od fazy rozwoju projektu i doświadczenia czy zasobności właściciela. Czynniki sektorowe, takie jak: rozmiary rynku, struktura konkurencji czy bariery wejścia mają dla inwestorów spore znaczenie, jednak nie są czynnikami krytycznymi.

²² Oceny ważności w skali od 0 do 10 umownych punktów.



Rys. 6.19a. Kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych i ich ważność w grupie inwestorów instytucjonalnych – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych z roku 2012.

Warto odnotować, że w analizie porównawczej wyników badań z edycji 2011 i 2012 nie odnotowano istotnych różnic w rankingach ważności poszczególnych kryteriów decyzyjnych. Można zatem przypuszczać, że fundusze VC posługują się w praktyce stałą logiką, a nawet pewnymi procedurami kwalifikowania projektów do finansowania.

Podobny rozkład odpowiedzi uzyskano w grupie inwestorów typu BA. Ponownie na najwyższe uznanie zasługują takie kryteria, jak: stopa zwrotu, rozmiary rynku i jego perspektywy. Jednak w tej grupie inwestorów za najważniejsze kryterium decyzyjne uchodzi wartość niezbędnego kapitału (połowa respondentów przyznaje temu rangę 3, a połowa rangę 2), podczas gdy w grupie funduszy VC tylko co trzeci przyznaje temu kryterium najwyższą rangę.

Dla 1/3 badanych BA bardzo istotne znaczenie mają również takie czynniki jak: jakość zarządzania, pomysł biznesowy i poziom ryzyka. Do najmniej istotnych czynników decyzyjnych w tej grupie zaliczyć należy: fazę rozwoju firmy (jej wiek i dojrzałość) oraz wiek i doświadczenie właściciela start-up.

Jak wynika z przedstawionych powyżej statystyk, kryteria decyzyjne w obu grupach podmiotów są względnie zbieżne i co więcej, wyraźnie nawiązują do kryteriów stosowanych w praktykach amerykańskich. W zasadzie główna różnica w podejściu do rangowania znaczenia poszczególnych czynników dotyczy problemu postrzegania rentowności. W polskich praktykach czynnik ten ma wiodące znaczenie niezależnie od rozmiarów funduszu.

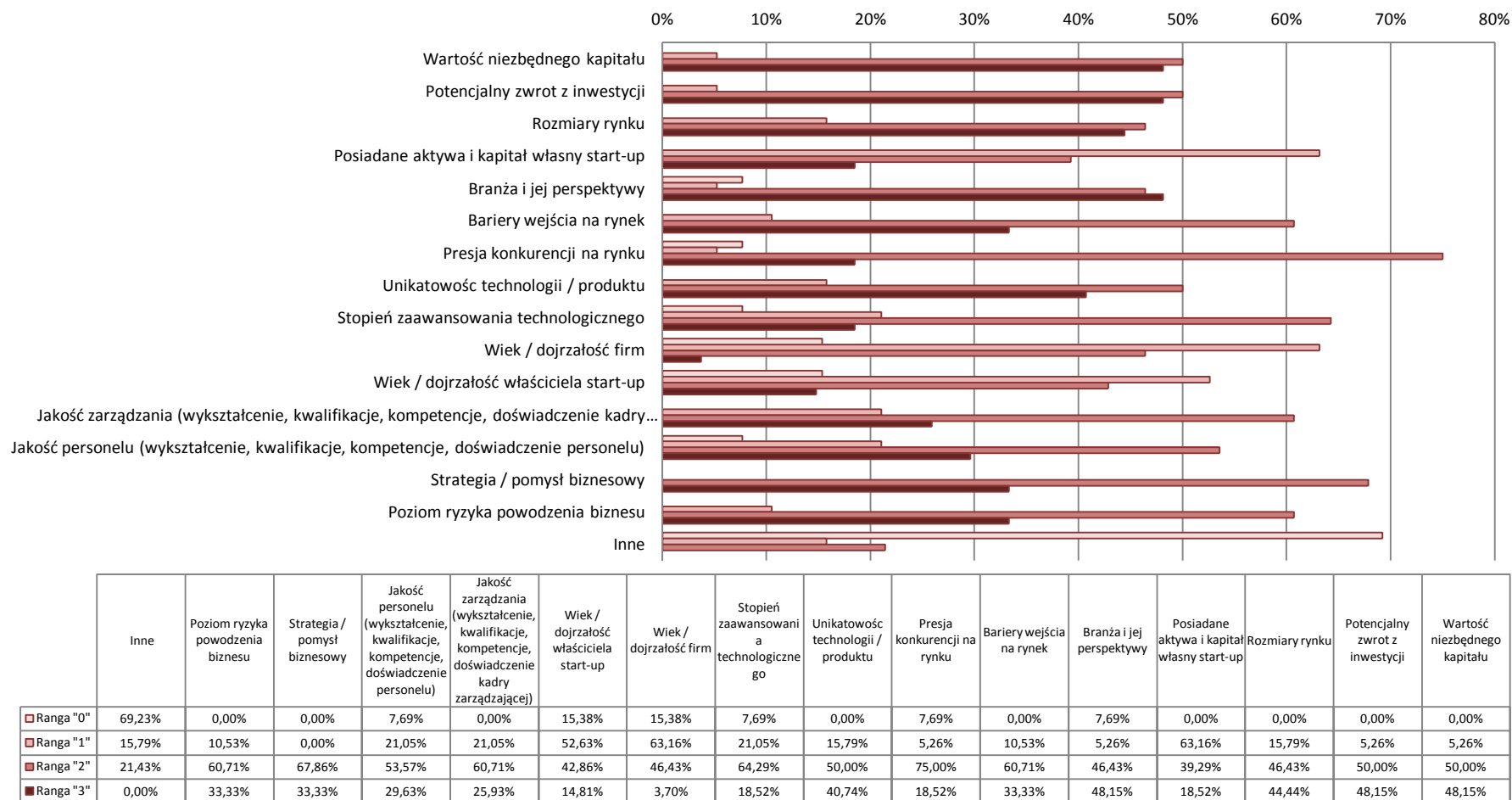


**ranking ważności kryteriów
inwestycyjnych w badanych PE**

W tabeli 6.6. przedstawiono ranking ważności kryteriów inwestycyjnych po uwzględnieniu sumy wskazań dla danych czynników

w kategoriach „znaczenie 3” i „znaczenie 2”.

Wydaje się, że wskazane czynniki konstytuują wyraziste strategie inwestycyjne. Inwestorzy chętnie witają w swoich portfelach przedsięwzięcia ambitne, oryginalne, dotyczące określonych atrakcyjnych branż, głównie związanych z zaawansowanymi technologiami. Jednocześnie w ocenie atrakcyjności inwestycyjnej na czoło wysuwają się kryteria związane z rentownością przedsięwzięcia i poziomem ryzyka. Za czynniki o niewielkim lub żadnym znaczeniu uchodzą: faza rozwoju przedsięwzięcia, wiek i doświadczenie inicjatora oraz jego potencjał inwestycyjny.



Rys. 6.19b. Kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych i ich ważność w grupie inwestorów indywidualnych – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych z roku 2012.

Tab. 6.6. Ranking ważności kryteriów decyzyjnych w grupie inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych w dotychczasowej praktyce (ranking za lata 2011 i 2012)

Kryteria decyzji inwestycyjnych	Ranking ważności dla funduszy <i>Venture Capital</i>			Ranking ważności dla <i>Business Angels</i>		
	2011	2012	zmiana znaczenia	2011	2012	zmiana znaczenia
Potencjalny zwrot z inwestycji	1	2	⇒	5	4	↗
Branża i jej perspektywy	2	7	↘	1	9	↘
Strategia/pomysł biznesowy	3	3	⇒	3	6	↘
Unikatowość technologii/produktu	4	1	↗	2	1	⇒
Stopień zaawansowania technologicznego	5	9	↘	6	3	↗
Rozmiary rynku	6	5	⇒	7	12	↘
Jakość personelu	7	12	↘	12	8	↗
Poziom ryzyka powodzenia biznesu	8	4	↗	3	2	⇒
Wartość niezbędnego kapitału	9	11	↘	8	10	↘
Bariery wejścia na rynek	10	8	↗	10	5	↗
Jakość zarządzania	11	10	⇒	9	7	↗
Presja konkurencji na rynku	12	6	↗	11	11	⇒
Posiadane aktywa i kapitał własny start-up	13	13	⇒	13	13	⇒
Wiek/dojrzałość właściciela start-up	14	15	⇒	16	16	⇒
Wiek/dojrzałość firm	15	14	⇒	15	15	⇒
Inne	16	16	⇒	14	14	⇒

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych z lat 2011 i 2012.

O stałym charakterze tych strategii świadczą wyniki badań dotyczących ewentualnych zmian w ocenie znaczenia poszczególnych kryteriów. W obu grupach respondowanych, wypowiedzi dotyczące ważności badanych czynników w przyszłych projektach inwestycyjnych nie wskazują na żadne radykalne zmiany. Na tym tle dziwić mogą wyniki analizy porównującej rankingi ważności kryteriów decyzyjnych z roku 2011 i 2012 (zob. tab. 6.6.). Choć zmiana znaczenia nie rekonstruuje generalnych zasad inwestowania, to jednak w wielu przypadkach doszło do poważnej degradacji lub wzmocnienia znaczenia pewnych kategorii w procesie decyzyjnym. Słabsze znaczenie zdają się mieć czynniki sektorowe i opisujące perspektywy branży oraz technologii. Wzrasta bardzo wyraźnie znaczenie ryzyka biznesowego i cechy unikatowe pomysłu i produktu. Nadal najistotniejsze zdają się być kryteria powiązane z finansowym wymiarem inwestycji (ROI i ryzyko projektu).

 **oczekiwania co do IRR w badanych PE**

Ważnym komponentem analizy kryteriów decyzyjnych i ich znaczenia dla inwestorów jest pogłębione badanie relacji znaczenia rentowności inwestycji wobec wartości zaangażowanych kapitałów (zob. rys. 6.20a. i rys. 6.20b.). W badaniu relacji krzyżowych uzyskano wyraźne potwierdzenie faktu, że oczekiwania co do poziomu rentowności nie są silnie skorelowane ani z typem inwestora, ani z wartością indywidualnej inwestycji.

W grupie inwestorów instytucjonalnych, wszystkie małe fundusze z kapitałem pracującym poniżej 500 tys. zł oczekują w okresie 3 lat rentowności powyżej 50 proc., z kolei w grupie funduszy dysponujących najwyższym kapitałem (ponad 5 mln zł), oczekiwania inwestorów są zróżnicowane, jednak przynajmniej połowa z nich oczekuje stopy zwrotu powyżej 200 proc. w ciągu 3 lat, co daje roczną stopę na poziomie minimum 58 proc. Trzeba zaznaczyć, że w tej grupie blisko co dziesiąty inwestor szacuje oczekiwany zwrot na powyżej 500 proc. w ciągu 3 lat, tzn. powyżej 71 proc. rocznie.

Jeszcze wyraźniej relacja ta zaznacza się w grupie inwestorów indywidualnych. Tutaj można zaobserwować jednoznaczną korelację między wartością funduszu zainwestowanego a oczekiwaniami co do tempa zwrotu. I tak: wśród inwestorów dysponujących niewielkim kapitałem pracującym (do 200 tys. zł) – 100 proc. oczekuje przynajmniej podwojenia wartości kapitału w ciągu 3 lat. Z kolei inwestorzy z grupy wysokowartościowych funduszy BA, tj. inwestujący powyżej 1 mln zł, zgłaszają najwyższe oczekiwania co do rentowności inwestycji – 100 proc. takich inwestorów ocenia należną im stopę zwrotu na nie więcej niż 50 proc. w ciągu 3 lat. Trzeba zaznaczyć, że jest to najpoważniejsza zmiana postaw BA, ujawniona w porównaniach między rokiem 2012 a 2011. W poprzedniej edycji screeningu bowiem „najbogatsi” BA ujawniali najbardziej wygórowane oczekiwania.

Opisywane relacje krzyżowe potwierdzają stosunkowo wysokie oczekiwania funduszy VC i inwestorów BA co do okresu zwrotu kapitału. Na tym tle nie dziwią statystyki dotyczące okresu kontynuowania inwestycji (zob. rys. 6.7a. i 6.7b. w podrozdziale 6.1.). Znakomita większość badanych inwestorów wycofuje kapitał w okresie od 1 do 3 lat od rozpoczęcia inwestycji. Jest to możliwe wobec wysokich stóp rentowności inwestycji w młode firmy.

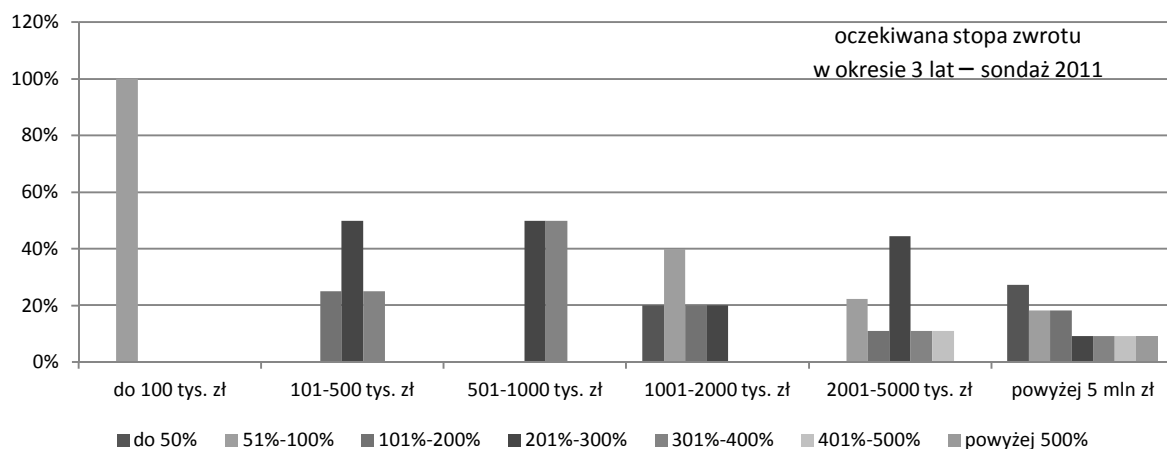
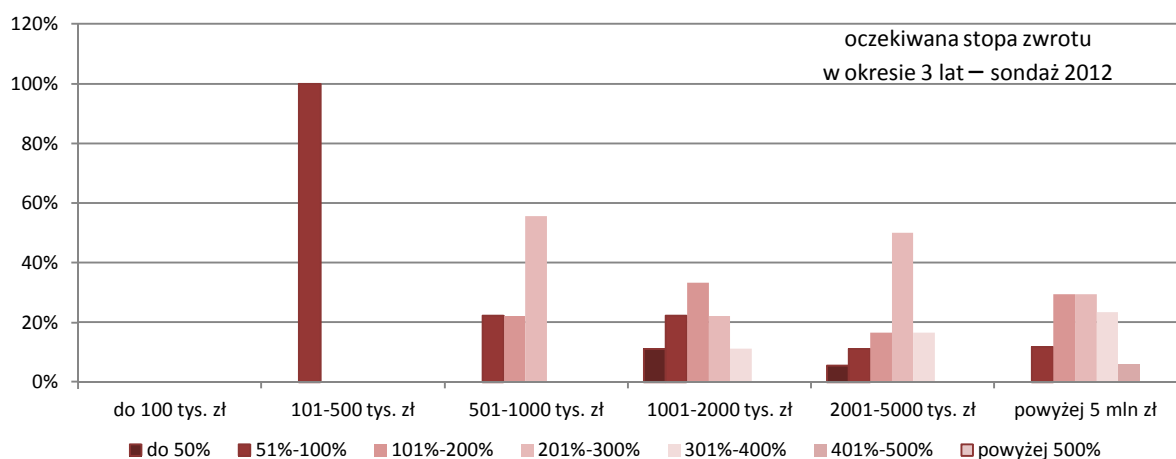
Pewien niepokój może budzić analiza oczekiwań inwestorów wobec przyszłej sytuacji na rynku inwestycji PE w młode firmy. Według wyników badań 30-procentowa grupa inwestorów o najwyższych kapitałach (powyżej 5 mln zł), oczekująca dotychczas najwyższych stóp zwrotu (powyżej 45 proc. rocznie) ocenia, że w perspektywie najbliższych 3 lat nastąpi dość znaczna redukcja rentowności inwestycji w start-up.

Reasumując tę część analizy, należy bardzo wyraźnie zaznaczyć, że inwestycje finansowe (kapitałowe) w firmy młode obarczone są podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym, związanym z wczesnym stadium rozwoju podmiotu. Wysokie ryzyko skutkuje wysokimi oczekiwaniami inwestorów co do stopy zwrotu z inwestycji. Nie są to jednak jedyne kryteria decyzyjne w procesach finansowania młodych przedsiębiorstw. Głębsza obserwacja praktyki i polityki inwestycyjnej inwestorów z rynku PE pozwala na scharakteryzowanie głównych przesłanek podejmowania inwestycji w start-up, poza przesłankami dotyczącymi efektywności finansowej i ryzyka.

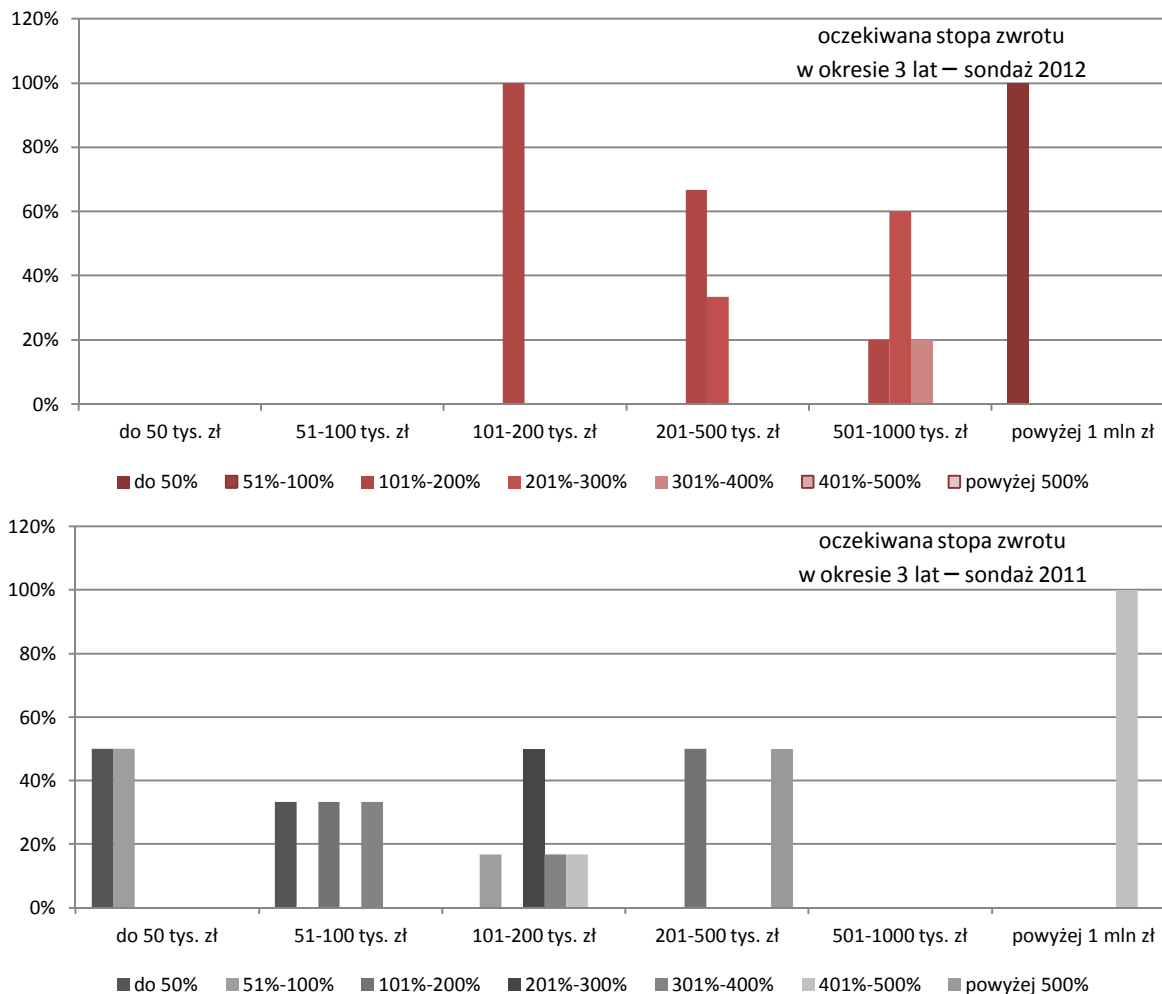
Podstawową przesłanką inwestycyjną jest tu potencjał wzrostu danego podmiotu w okresie najbliższych lat. Potencjał ten rozumiany jest zarówno jako potencjał rynku docelowego (branży), jak i jako jego zasięg terytorialny. Na potencjał wzrostu wpływa również wewnętrzny potencjał strategiczny danego podmiotu. Oznacza to, iż podmiot poszukujący finansowania typu *Venture Capital* powinien odznaczać się działaniem na wysoce dynamicznym rynku, który generuje stale

rosnący popyt, wynikający z czynników o charakterze fundamentalnym. Z tego punktu widzenia podmioty aplikujące o fundusze powinny odznaczać się wysokim stopniem innowacji w ujęciu produktowym czy technologicznym. Oznacza to, iż produkty lub usługi oferowane przez dany podmiot powinny charakteryzować się wysokim stopniem odróżnienia od obecnie dostępnych na rynku usług lub produktów, a jednocześnie powinna występować silna bariera uniemożliwiająca skopiowanie opracowanego modelu biznesowego lub asortymentu oferowanego przez podmiot. Opisująca innowacyjność asortymentu oraz stopień odróżnienia od dostępnych na rynku ofert może objawiać się w wielu aspektach, takich jak: innowacyjność samego produktu, innowacyjne podejście do kanałów dystrybucji czy też warunki transakcyjne. Czynnikiem ochronnym z kolei mogą w tym przypadku być bariery prawne (jak prawo patentowe), bariery wynikające ze specyfiki oraz stopnia złożoności *know how* będącego w posiadaniu spółki, a także przewaga kosztowa lub inny rodzaj przewagi wynikający z efektów skali.

Nie bez znaczenia pozostaje również innowacyjność strategii działania i modelu biznesowego lub tzw. łańcucha wartości. Respondowani inwestorzy podkreślają, że oczekują oryginalnych rozwiązań dystrybucyjnych czy infrastrukturalnych, kreujących unikatowość firmy i jej wartość dodaną.



Rys. 6.20a. Relacje krzyżowe między wartością alokowanego kapitału a oczekiwaniami co do stopy zwrotu z inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.20b. Relacje krzyżowe między wartością alokowanego kapitału a oczekiwaniami co do stopy zwrotu z inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

6.4. Ścieżki wyjścia funduszy *Private Equity* z inwestycji start-up

Jednym z kluczowych aspektów, decydującym o powodzeniu przedsięwzięcia polegającego na finansowaniu młodych firm z punktu widzenia inwestora, są plany dotyczące terminu i formy wycofania kapitału. Ten etap procesu inwestycyjnego nazywany jest dezinvestycją i w praktyce inwestycyjnej funduszy PE na świecie może przybierać różne formy (zob. rys. 6.21).

➔ dezinvestycje – ścieżki wyjścia

Niezależnie od stosowanego w tej dziedzinie nazewnictwa, główne ścieżki wyjścia z inwestycji

można zdefiniować następująco:

- wykup udziałów przez właścicieli pierwotnych,
- wykup przedsiębiorstwa przez obecny zespół zarządzający (MBO – *Management Buyout*),

- wykup przedsiębiorstwa przez nowy zespół zarządzający (MBI – *Management Buy-in*),
- przejęcie przy wykorzystaniu dźwigni finansowej (LBO – *Leveraged Buyout*),
- sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu,
- sprzedaż udziałów konkurentowi,
- upublicznienie spółki i wejście na giełdę (IPO – *Initial Public Offering*),
- sprzedaż udziałów innemu funduszowi *Private Equity* lub innemu inwestorowi finansowemu,
- likwidacja spółki.



Rys. 6.21. Ścieżki dezinvestycji w praktykach funduszy *Private Equity*

Źródło: Opracowanie własne.

Dostępne ścieżki wyjścia z inwestycji są jedną z najważniejszych kwestii decydujących o podjęciu bądź zaniechaniu inwestycji, tak więc sposób dezinvestycji ustalany jest przez strony transakcji już na początkowych etapach procesu inwestycyjnego (najczęściej w początkowej fazie negocjacji). Dlatego trzeba podkreślić, że problem formy „wyjścia” z inwestycji, obok oczekiwań co do rentowności, stanowi jeden z kluczowych czynników determinujących podjęcie przez dawkę kapitału decyzji inwestycyjnej.

Do najbardziej rozpowszechnionych ścieżek dezinvestycyjnych w praktykach amerykańskich i brytyjskich należą: oferta publiczna na rynkach akcji (ok. 36 proc. transakcji) oraz sprzedaż inwestorom strategicznym (ok. 33 proc. transakcji). Niemniej jednak blisko 1/4 inwestycji kończy

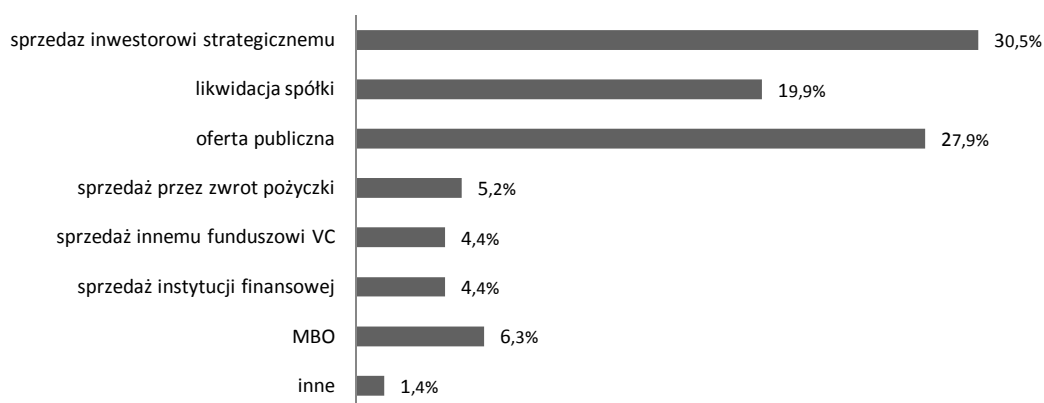
się wykupem typu MBO, przy czym najczęściej odbywa się to w drodze umorzenia udziałów inwestora PE i wypłaty należnego, zakontraktowanego wynagrodzenia.²³

W polskich warunkach, opcje strategii wyjścia z inwestycji są w pewnym sensie ograniczone i wynikają z niedojrzałości rynku funduszy PE oraz niewielu jeszcze doświadczeń transakcyjnych typu MBO czy MBI. Nie oznacza to bynajmniej, że losy inwestorów w firmach start-up są niepewne. Zwykle, w kontraktach między inwestorem a firmą start-up, forma dezinvestycji jest ściśle określona i rzadko dochodzi do jej zmiany. Sprzedaż udziałów w przedsiębiorstwie, czyli wyjście z inwestycji, następuje zwykle w ciągu 3-7 lat od momentu dokonania inwestycji. Inwestorzy PE, w przeciwieństwie do inwestorów giełdowych, muszą sobie samodzielnie zapewnić sprzedaż udziałów, czyli pozyskanie kolejnego inwestora/inwestorów.

→ **formy dezinvestycji w Polsce**

Do niedawna w Polsce dominowały praktycznie dwie główne możliwości "wyjścia": sprzedaż

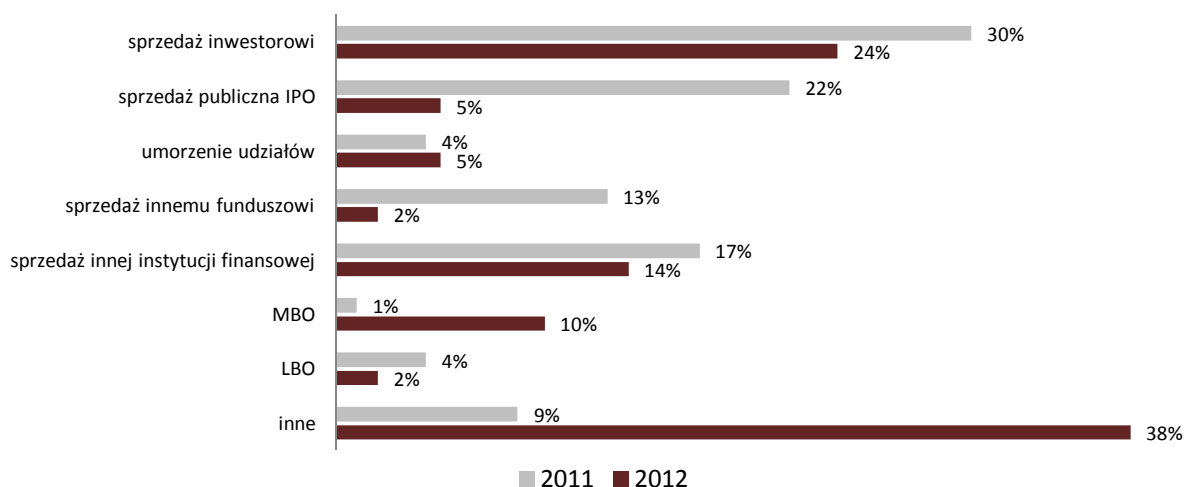
udziałów inwestorowi strategicznemu oraz upublicznienie spółki i wejście na giełdę. Według Rocznika PSIK z roku 2005, ponad 30 proc. dezinvestycji odbywało się poprzez sprzedaż inwestorowi strategicznemu i blisko 30 proc. – poprzez giełdę. W 2004 roku istotne znaczenie miały także likwidacje spółek – 20 proc. przypadków (zob. rys. 6.22.).



Rys. 6.22. Strategie wyjścia z inwestycji w polskich funduszach PE w roku 2004

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Rocznik PSIK 2005, s. 27.

²³ Szerzej: <http://www.inc.com/guides/2010/10/how-to-choose-an-exit-strategy.html>



Rys. 6.23. Strategie wyjścia z inwestycji w polskich funduszach PE w latach 2011 i 2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Stowarzyszenia *Private Equity/Venture Capital* (EVCA).

W latach 2011-2012 w porównaniu z rokiem 2004, dwie pierwsze strategie wyjścia nie zmieniły znaczenia, ale wzrosła częstotliwość dezinvestycji przeprowadzanych w drodze przejęcia udziałów przez inny fundusz lub inną instytucję finansową. Z kolei w analizowanym okresie zarejestrowano radykalne zmiany w częstotliwości strategii wyjścia IPO i MBO (zob. rys. 6.23.). O ile w 2011 blisko 1/4 dezinvestycji odbyła się za pośrednictwem ofert publicznej (IPO) i wprowadzenia firmy na giełdę²⁴, o tyle rok później taka ścieżka dotyczyła już tylko 5 proc. wyjść. W tym samym czasie wzrosło znaczenie wykupów menedżerskich (MBO) – w 2012 roku blisko 10 proc. dezinvestycji odbyła się w tym trybie, a w 2011 MBO zastosowano tylko w 1 proc. przypadków. Rok 2012 obfitował również w inne przedsięwzięcia kapitałowe pozwalające na wycofanie się inwestora z firmy – 38 proc. dezinvestycji odbyło się więc w drodze np. prostej sprzedaży udziałów (w 2011 roku dotyczyło to tylko 9 proc. firm).

→ formy dezinvestycji w badanych PE

W tym kontekście dość zaskakujące są wyniki badań screeningowych, wskazujące na nieprawdopodobnie częste stosowanie przez badane fundusze strategii IPO, czyli wprowadzenia firmy na giełdę (zob. rys. 6.24.). Według reprezentantów inwestorów instytucjonalnych jest to najczęściej preferowana forma zamknięcia inwestycji (w 2011 roku dotyczyła 70 proc., a w 2012 co trzeciej inwestycji VC). Warto przypomnieć, że zmiana ta była awizowana w badaniach z roku 2011, kiedy to inwestorzy instytucjonalni wykazali mniejszą skłonność do stosowania IPO w przyszłości (spadek z 73 do 50 proc. respondowanych). IPO jako forma dezinvestycji jest rzadziej stosowana przez BA – w obu badanych latach dotyczyła co piątej inwestycji.

Za równie popularną formę dezinvestycji uchodzi w obu grupach kapitałodawców sprzedaż inwestorowi strategicznemu. Przeciętnie około 40 proc. inwestycji jest zamykana w ten sposób. Bardzo często również dochodzi do umorzenia udziałów inwestora i ich odsprzedaż dotychczasowym

²⁴ W polskich warunkach chodzi oczywiście o upublicznienie spółki na giełdzie NewConnect, rzadziej dochodzi do oferty na głównym parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych.

właścicielom. Taką formę „wyjścia” zastosowano w 2011 roku w ponad połowie inwestycji w grupie VC, ale tylko w ok. 17 proc. *Business Angels*. W roku 2012 odsprzedaż właścicielom została zastosowana już tylko w 30 proc. inwestycji *venture* i kilkunastu procentach inwestycji BA. I tym razem wydaje się, że zmiany te są zgodne z oceną planów i polityk dezinwestycyjnych z roku 2011, kiedy to fundusze VC zapowiadały spadek znaczenia wykupu właścicielskiego (z 52 do 28 proc.).

Podobna częstotliwość stosowania dotyczy odsprzedaży udziałów innym podmiotom rynku PE. W 2012 roku około 30 proc. „wyjść” odbyło się w tym trybie, ale rok wcześniej było to blisko 50 proc.

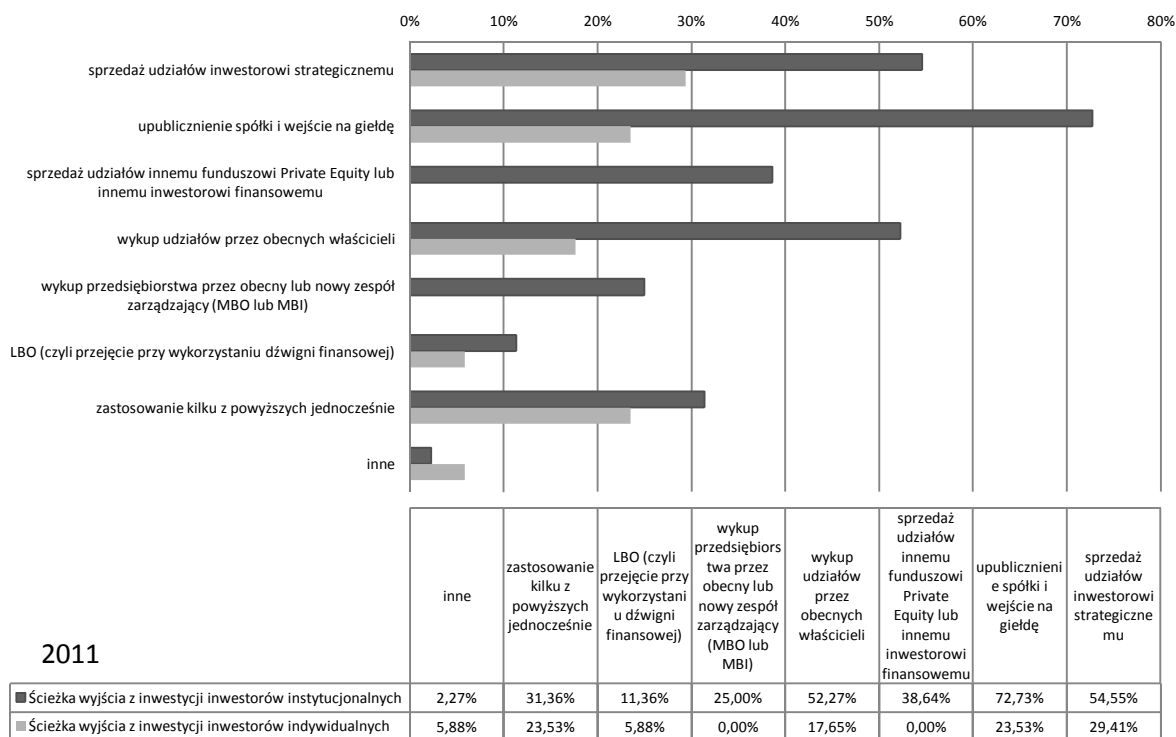
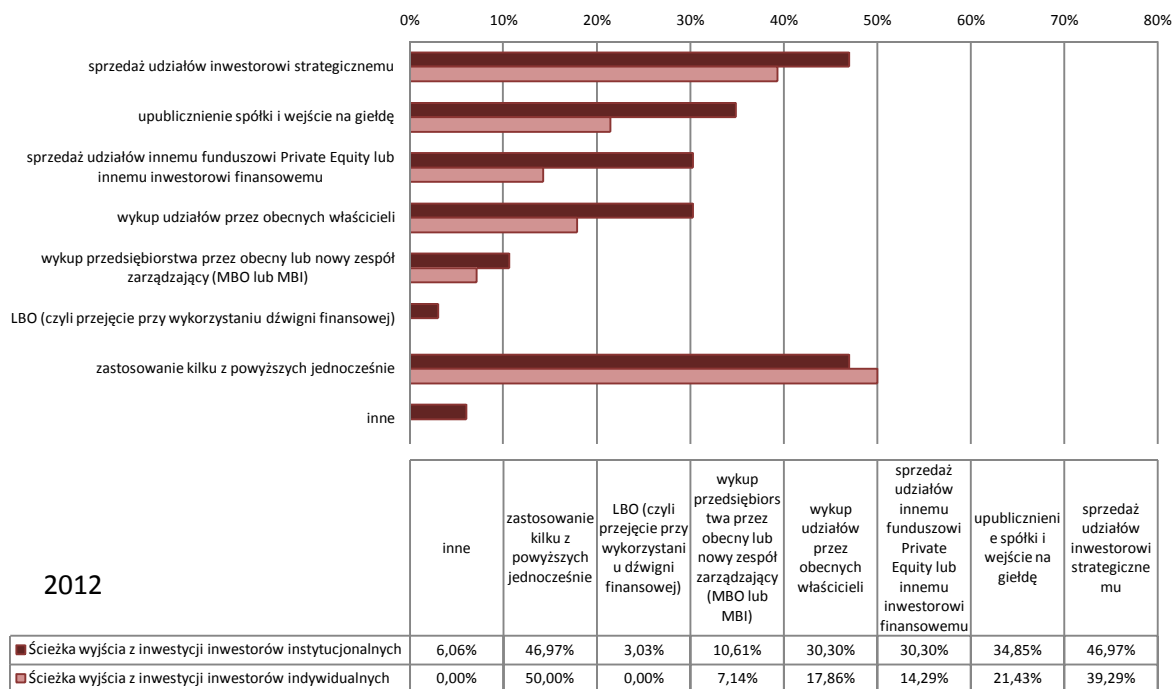
Warto zwrócić uwagę na fakt, że bardzo nikłym zainteresowaniem cieszą się bardziej wyrafinowane formy odsprzedaży udziałów, takie jak LBO, MBO czy MBI. Jednocześnie można przypuszczać, że opcje te nie uzyskały odpowiedniego odsetka odpowiedzi z powodu słabej znajomości tych formuł w polskim biznesie. Uwaga ta odnosi się głównie do przedstawicieli inwestorów indywidualnych. W tej grupie, w roku 2011 w ogóle nie wystąpiły transakcje typu MBO i w niewielkim stopniu (poniżej 6 proc. zamykanych inwestycji) LBO. Z kolei w 2012 pojawiły się pierwsze operacji typu MBO, ale brak było LBO.

Ciekawym wnioskiem w tej części badań jest również wzrost zainteresowania stosowaniem mieszanych form dezinwestycji. W 2011 roku blisko 1/3 inwestorów decydowało się na łączone transakcje, np. odsprzedaż udziałów w części właścicielowi, w części innemu inwestorowi strategicznemu, a rok później praktyka ta stała się niemal powszechna i dotyczyła już połowy dezinwestycji w obu grupach badanych inwestorów. Należy zaznaczyć, że preferencje dotyczące form mieszanych w procesach bezinwestycyjnych były awizowane przez respondowanych już w screeningu 2011. Obie grupy inwestorów zapowiadały zwiększone zainteresowanie łączonymi ścieżkami wyjścia, uznając je za bezpieczniejsze i bardziej prawdopodobne.

Analiza opinii badanych inwestorów, dotyczących ewentualnych zmian w przyszłej polityce dezinwestycyjnej, wskazuje na fakt, że ich praktyki ulegną w najbliższym czasie dalszym radykalnym zmianom (zob. rys. 6.25a oraz rys. 6.25b). W obu grupach utrzymuje się przekonanie o niezawodności mieszanych form dezinwestycji i w tej kategorii odnotowano wzrost planowanych operacji. Dla VC ma to być w najbliższej perspektywie ścieżka stosowana w 60 proc., a dla BA w 50 proc. Ponad to w grupie inwestorów instytucjonalnych wyraźnie spada zainteresowanie IPO, bądź transakcjami odsprzedaży wewnątrz sektora PE i utrzymuje się skłonność do stosowania powszechnie wykupu właścicielskiego.

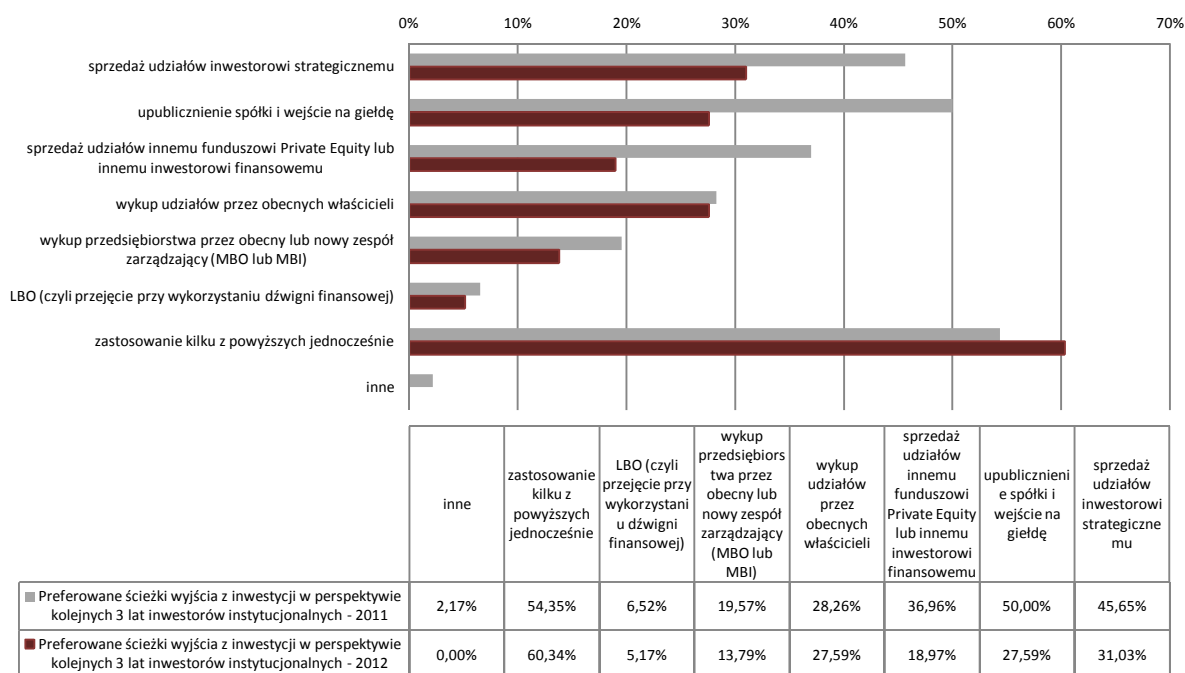
W grupie *Business Angels* bardzo wyraźnie zarysowują się zmiany przyszłej polityki dezinwestycyjnej i jej prowadzenie przy użyciu form mieszanych. Dotychczas były one stosowane w co czwartym przypadku, a w 2012 roku BA awizują wzrost ich zastosowania w 50 proc. „wyjść”. W tej grupie inwestorów silnie zaznacza się również wzrost zainteresowania transakcjami sprzedaży udziałów innym inwestorom (w tym również innym funduszom PE). Taką opcję na przyszłość wybiera już co trzeci BA (w 2011 roku tylko co piąty), podczas gdy w dotychczasowej praktyce bardzo rzadko dochodziło do takich transakcji. Inwestorzy indywidualni zapowiadają również zwiększone skłonności do zawierania kontraktów typu MBO, a nawet LBO, które dotychczas zupełnie nie cieszyły się ich

uznaniem. Wydaje się więc, że populacja badanych inwestorów zbliża profil strategii wyjścia do tego, który stosują wszystkie fundusze PE w Polsce.



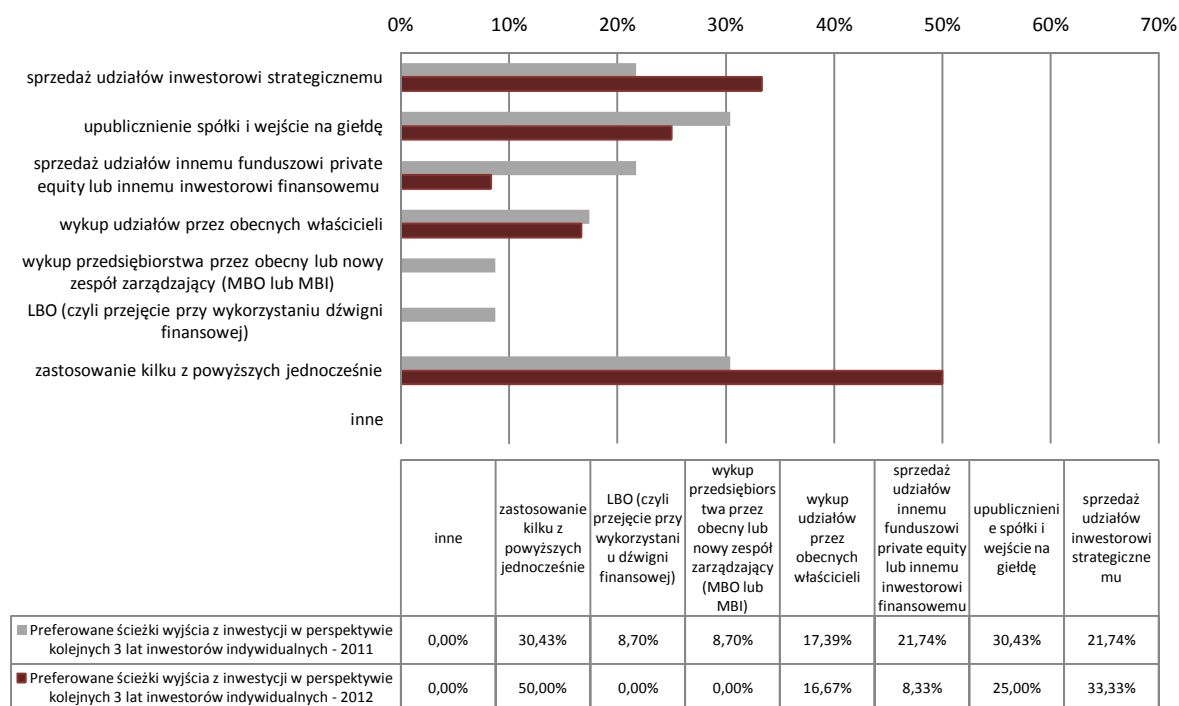
Rys. 6.24. Stosowane ścieżki wyjścia z inwestycji w dotychczasowej praktyce inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.25a. Planowane ścieżki wyjścia z inwestycji w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów instytucjonalnych – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 6.25b. Planowane ścieżki wyjścia z inwestycji w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów indywidualnych – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Przedstawione wyniki badań dotyczących preferowanych form i ścieżek dezinwestycji w grupie badanych inwestorów potwierdzają również wyniki badań przeprowadzonych w ramach ekspertyzy Ministerstwa Gospodarki z 2011 roku²⁵, bazujących na ankietyzacji 18 aktywnych podmiotów z grupy BA. W badaniach tych dominującą ścieżką wyjścia z inwestycji jest sprzedaż inwestorowi strategicznemu (włączając w to MBO i LBO) – ponad 60 proc. wskazań. Ponad 55 proc. inwestorów, wg cytowanej ekspertyzy, preferuje IPO, w tym blisko 17 proc. decyduje się na wprowadzenie firmy na parkiet podstawowy, pozostali – na rynek NewConnect. Co trzeci analizowany w ramach ekspertyzy BA decyduje się na odsprzedaż udziałów innemu funduszowi rynku PE.

Wyniki prezentowanych badań screeningowych, jak również źródła wtórne, dowodzą wyraźnej skłonności inwestorów rynku VC/PE do wycofywania się z inwestycji w drodze transakcji sprzedaży udziałów innym podmiotom lub w drodze upublicznienia. Zupełnie marginesowe znaczenie mają akcje umorzenia udziałów, czyli wycofania się z inwestycji bez zwrotu kapitału.

6.5. Przesłanki i bariery rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w opiniach przedstawicieli instytucji PE

W prezentowanych badaniach screeningowych istotne znaczenie, obok zgromadzonego materiału statystycznego, posiada materiał analityczny o charakterze jakościowym. Zastosowanie w procedurze badań techniki wywiadu pogłębionego pozwoliło na udokumentowanie opinii, ocen i sądów wartościujących na temat procesów inwestowania, reprezentowanych przez badanych inwestorów. Celem tego komponentu w modelu badawczym było uzyskanie szczegółowych informacji na temat głównych motywów inwestycyjnych oraz ewentualnych problemów czy barier.

przesłanki inwestycji w badanych podmiotach

Wywiad pogłębiony wykazał, że inwestorzy, zarówno instytucjonalni, jak i indywidualni, deklarują chęć inwestowania i zgłaszają

posiadanie niewykorzystanych zasobów finansowych, którymi są gotowi zasilać młode firmy. W tym kontekście należy skomentować ponownie hipotezy o istnieniu w Polsce trwałej luki kapitałowej. Z jednej strony bowiem istnieje niezaspokojony popyt na kapitał wysokiego ryzyka, a z drugiej strony przedstawiciele podaży deklarują nadmiar tego kapitału przy niedoborze projektów godnych zainwestowania. Deklaracje te zdominowane są dość krytyczną oceną stanu polskiego sektora firm start-up i ujawniają negatywne nastawienie inwestorów do problemu podwyższonego ryzyka tego typu inwestycji. Większość respondowanych inwestorów, w ocenie barier rozwoju inwestycji typu *venture* w Polsce wskazywała również na niedojrzałość rynku inwestycyjnego, niedojrzałość biznesową firm start-up oraz nieprzemysłane do końca pomysły. Poniżej przedstawiono charakterystyczne opinie i wypowiedzi badanych inwestorów:

„...Ponieważ jest to mniejsze ryzyko finansowe, wolimy inwestować na późniejszym etapie rozwoju firmy, kiedy ta potrafi już pokazać możliwości zdobywania klienta i generowania zysku.”

²⁵ Raport pt. *Bariera rozwoju rynku Aniołów Biznesu w Polsce*, Ministerstwo Gospodarki 2011 r.

„...Inwestycja w start-up nie daje nam gwarancji sukcesu i tak naprawdę nie potrafimy przewidzieć efektów inwestycji.”

„...Wolimy inwestować w firmy już funkcjonujące, ponieważ jest to inwestycja o mniejszym ryzyku.”

„...Niewiele nowych firm ma szansę osiągnąć sukces na rynku. Ryzyko inwestycji w start-up jest wysokie. Wolę nie ryzykować własnym kapitałem i zainwestować w firmę z większym doświadczeniem.”

„...Fundusze nie potrafią inwestować w firmy start-up, ponieważ mają zbyt wygórowane wymagania w zakresie wysokości i okresu zwrotu z inwestycji kapitałowych. Unikają ryzyka lub starają się je minimalizować, a inwestycje w start-up są obciążone najwyższym ryzykiem inwestycyjnym.”

„...Polska nie przyswoiła modelu amerykańskiego, gdzie w firmy start-up inwestują Aniołowie Biznesu, a później, kiedy firma już daje gwarancje sukcesu, wchodzą inwestorzy instytucjonalni. W Polsce Aniołowie Biznesu inwestują bardzo ostrożnie, nie ponosząc dużego ryzyka inwestycyjnego.”

„...Aniołowie Biznesu skłaniają się ku inwestycjom w spółki giełdowe, co daje większą gwarancję sukcesu.”

„...Niektóre fundusze stawiają bardzo wysokie wymagania firmom start-up w zakresie przygotowania i prezentacji projektu, wymagają profesjonalnego biznes planu i w ten sposób budują barierę nie do pokonania.”

„...Chętniej inwestujemy w start-up, który ma już sprawdzony model biznesowy i w który zainwestował już wcześniej Anioł Biznesu.”

„...Fundusze nie współpracują ze sobą – wręcz ze sobą konkurują, nie podejmują wspólnych inwestycji.”

„...Inwestycje w start-up nie są tak powszechne w Polsce, jak inne rodzaje inwestycji. Brakuje informacji i praktycznych doświadczeń innych inwestorów, na których można się wzorować, żeby uniknąć już znanych błędów.”

„...Fundusze załączkowe to w dużej mierze nietrafione inwestycje.”

“...Mało pomysłów, nieciekawe i słabo przygotowane projekty, brak wiedzy o sposobach pozyskiwania inwestorów, brak doświadczenia w sprzedawaniu swoich pomysłów, nieodpowiednie przygotowanie biznesowe.”

„...Faza rozwoju to podstawa, projekt im bardziej zaawansowany, tym teoretycznie drożej zostanie wyceniony. Jako inwestorzy zwracamy przede wszystkim uwagę na etap, w którym obecnie znajduje się start-up. Czy jest to tylko pomysł przeniesiony na prezentację (tzw. Power Point Company)? Czy zespół już jest w trakcie jego tworzenia? Czy zdobył już pierwszych klientów?”

Jak wynika z przeglądu opinii respondowanych przedstawicieli VC i BA, znakomita większość z nich ocenia inwestycje w start-up nie tylko jako wysoko ryzykowne, ale też dość trudne i zanadto angażujące. Oto uzyskane w trakcie wywiadów bezpośrednich najczęstsze odpowiedzi na pytanie o bariery zniechęcające do operacji na rynku kapitału wysokiego ryzyka:

„...Europejczycy są dosyć konserwatywni, jeżeli chodzi o innowacje technologiczne w porównaniu, na przykład do Amerykanów czy Japończyków. Sprawia to, że inwestycje na bardzo wczesnym etapie w innowacyjne firmy na europejskim rynku są jeszcze bardziej ryzykowne.”

„...Zainwestowałbym w start-up, ale nie mam czasu na poszukiwanie wiarygodnych projektów, które potrzebują kapitału.”

„...Bardzo dużo czasu trzeba poświęcić na przygotowanie biznesu z przedsiębiorcą, który ma tylko pomysł, a nie przemyślany biznes.”

„...Zainwestowałbym w start-up z bardziej doświadczonym partnerem, który pomógłby przeanalizować i wybrać najbardziej obiecujący projekt pod względem biznesowym i technologicznym.”

„...Inwestor kapitałowy na tak wczesnym etapie rozwoju firmy nie jest koniecznością. Firma powinna przez jakiś czas rozwijać się samodzielnie. Wzbudza to większe zaufanie inwestora niż start-up, który zanim jeszcze powstanie, szuka pierwszego miliona na rozwój.”

„...Inwestycja na takim etapie to przede wszystkim inwestycja w ludzi – zespół start-up często ma pasję, ale nie ma doświadczenia biznesowego. Taka inwestycja wymaga aktywnego zaangażowania i czasu. Ten element zniechęca.”

Znacznie mniej respondowanych inwestorów (około 20 proc.) nie widzi problemów we współpracy z firmami start-up i deklaruje dalszą gotowość do podejmowania kolejnych projektów inwestycyjnych we wczesnych fazach rozwoju biznesu. Tej grupie funduszy z rynku PE towarzyszy przekonanie o tym, że rynek jest rozwojowy i ma olbrzymie perspektywy wzrostu, tak w sensie wzrostu ilości inwestycji, jak i ich wartości. Oto jedna z bardziej charakterystycznych opinii na ten temat, uzyskana w trakcie wywiadu pogłębianego:

„...My na pewno jesteśmy gotowi. Mam wrażenie, że awersja do ryzyka w Polsce jest pochodną ilości wolnego kapitału. Im tego kapitału jest więcej, tym skłonność do ryzyka będzie rosła. Jeżeli ktoś ma włożyć ostatnie pieniądze w start-up, będzie to trudna decyzja. Jeżeli ktoś ma problem, co z kapitałem zrobić, to będzie szukał zdywersyfikowanych sposobów inwestycji, także tych wiążących się z większym ryzykiem. Na pewno rynek europejski jest mniej dojrzały niż amerykański, ale funduszy i grup inwestujących w firmy start-up jest dość dużo, a różne badania pokazują, że ten rynek się rozwija.”

Ważnym obszarem badawczym wywiadów pogłębianych była analiza głównych przesłanek i przyczyn podejmowania przez fundusze PE przedsięwzięć dotyczących firm start-up. Motywy inwestowania w firmy start-up dla większości badanych inwestorów są w zasadzie zbliżone i obejmują zarówno aspekty finansowe, jak i pozafinansowe. Znakomita większość respondowanych

wskazywała na chęć wspierania przedsiębiorczości wśród młodych ludzi, w tym znaczna grupa inwestorów zwraca szczególną uwagę na fakt, że inwestycje w start-up są dla nich swego rodzaju wyzwaniem emocjonalnym i biznesowym. Wykazują przy tym wielką skłonność do wsparcia rozwoju nowych pomysłów technologicznych czy produktowych oraz testowania produktu i rynku, ale przede wszystkim – jak podkreślają – chodzi o kreowanie postaw młodych przedsiębiorców. Jedną z wypowiedzi respondowanego inwestora wydaje się być charakterystyczna dla takich postaw:

„...Pieniądże inwestowane są zazwyczaj w ludzi, nie w pomysły. Mówi się, że lepiej zainwestować pieniądze w dobry zespół ze słabym pomysłem niż w słaby zespół z dobrym pomysłem.”

Potwierdzeniem omawianych aspektów społecznych w motywach inwestycyjnych są też wypowiedzi Aniołów Biznesu respondowanych w ramach ekspertyzy Ministerstwa Gospodarki²⁶. Według tych badań inwestorzy często odwołują się do emocjonalnych i ambicjonalnych kontekstów, oświadczając, że inwestowanie w start-up to:

„...możliwość odwdzięczenia się społeczeństwu za pomoc, jaką sami otrzymali na początku swojej przedsiębiorczej drogi”.

„...poczucie, że odgrywają aktywną rolę w rozwoju przedsiębiorczości i innowacyjności gospodarki”.

„...możliwość przekazywania swoich doświadczeń i wiedzy innym”.

Deklaracjom tym towarzyszą jednak zawsze motywy finansowe. Inwestorzy, opisując przesłanki podejmowania decyzji o inwestycji, zawsze zastrzegają wymóg osiągnięcia określonej rentowności biznesu. W tym przypadku – jak argumentują – chodzi nie tyle o generowanie zysku dla zysku, co o możliwości dalszego ich reinwestowania. Warto w tym przypadku zwrócić uwagę na wyraźną konsekwencję w opiniach respondowanych inwestorów. Oto, w ocenie ważności poszczególnych kryteriów inwestycyjnych, problem zwrotu z kapitału stanowi najważniejszy czynnik decyzyjny dla inwestorów instytucjonalnych i jeden z głównych czynników dla Aniołów Biznesu²⁷. Inwestorzy dość jednoznacznie sugerują, że:

„...Wykorzystanie dobrego pomysłu i zapału młodych pomysłodawców daje szansę na duże zyski”.

Badani inwestorzy nie ukrywają swoich motywów inwestycyjnych i koncentracji na dochodowości oraz obaw o płynność (elastyczność) zaangażowanego kapitału:

„...Celem firmy start-up jest zarobienie na pomysłe/produkcje, a funduszu zarobienie na start-up. Dlatego obie strony muszą ze sobą współdziałać. Problem polega na tym, że fundusz wykląda pieniądze, które mogą przepaść (i to się zdarza). Skutkiem tego jest ostrożność przy wycenie i przewidywaniu przyszłych przychodów. Najgorszą, bo wbrew pozorom ryzykowną nie tylko dla funduszu, ale i dla projektodawcy jest metoda przychodów przyszłych w oparciu tylko i wyłącznie o prognozy.”

²⁶ Raport pt. *Bariery rozwoju...* op. cit., s. 26.

²⁷ Szczegółowy opis kryteriów inwestycyjnych i ich ranking ważności zawiera podrozdział 6.3.

„...Sposób i okres wyjścia z inwestycji to bardzo ważny element inwestycji w start-up. Dopóki spółka nie jest na giełdzie to udziały inwestora są mało płynne.”

Niektórzy inwestorzy (w szczególności Aniołowie Biznesu), posiadając kapitał, doświadczenie i kontakty, traktują swoje inwestycje w firmy start-up jako:

„... dobrą przysługę, promocję swojej firmy, a także okazję do przełamania wizerunku inwestorów, którzy bywają postrzegani jako ci, którzy chcą wyciągnąć pieniądze od biednych przedsiębiorców”.

Wszyscy respondenci zgodnie stwierdzają, że firmy start-up prezentują zwykle ogromny potencjał biznesowy, jednak współpracę z nimi oceniają jako trudną, skomplikowaną. Pomimo to wyzwania związane ze start-up traktują jako bardzo ciekawe i dające wiele satysfakcji zawodowej.

Obok przedstawionych wcześniej kryteriów inwestycyjnych, podstawowe oczekiwania inwestorów dotyczą zazwyczaj: dobrego, przemyślanego pomysłu, dużego zaangażowania przedsiębiorcy, jego determinacji i wizji rozwoju produktu i biznesu. Dużo uwagi poświęcają inwestorzy cechom miękkim, głównie osobowości i determinacji pomysłodawcy:

„Nie mniej ważne w ocenie projektu inwestycyjnego są: osobowość, determinacja i duże zaangażowanie pomysłodawcy. Dobrze, jeśli aplikujący wykaże wielką charyzmę i przekonanie do powodzenia projektu”.

„Wykształcenie formalne projektodawcy jest ważne, jednak ważniejsze są jego praktyczne umiejętności, doświadczenie i postawa zawodowa”.

„...Sukces projektu zależy od tego, kto dany projekt chce wdrożyć. I nie przypadkiem dzieje się tak, że z dwóch bardzo podobnych projektów jeden odnosi sukces, a drugi nie. Istotna jest też osobowość pomysłodawcy i jego aktywny udział (determinacja) w realizacji projektu”.

„...Bycie dobrym, konsekwentnym, upartym i wytrzymałym w doprowadzaniu rzeczy do końca – to sekret sukcesu”.

Wymogi formalne stawiane przed pomysłodawcami są różne i w praktyce zależą od reguł i procedur obowiązujących w danej instytucji finansującej. Znaczna część respondowanych (głównie fundusze instytucjonalne PE) wymaga kompletnego biznes planu i dowodów na powodzenie biznesu:

„...Biznes musi być skalowalny, powinien być przedstawiony dobry pomysł, szanse realizacji – w razie potrzeby pomagamy opracować profesjonalny biznes plan”.

„...Nie chcę kupować idei, tylko przemyślany projekt.”

„...Znaczenie ma również szczęście, ale – jak to mówią – szczęście sprzyja dobrze przygotowanym.”

„...Potwierdzenie słuszności wyboru technologii lub produktu mamy w ilości użytkowników lub ilości sprzedanych produktów. Dopóki nie ma takiego

potwierdzenia wszystko może się zdarzyć. Dlatego bardzo ważne jest ustawiczne testowanie użytkowników lub produktu.”

„...Inwestor może obawiać się sytuacji, w której w momencie wejścia na rynek start-up pojawiają się niespodziewanie konkurencja, a jego oferta przestaje być potrzebna i wartość inwestycji szybko spada do zera.”

Wymagania i oczekiwania, stawiane aplikującym o kapitał przedsiębiorcom to kolejna płaszczyzna, w której prezentowane badania screeningowe potwierdzają wcześniejsze wyniki badań. Według cytowanej już ekspertyzy Ministerstwa Gospodarki²⁸, najważniejsze dla inwestorów są następujące czynniki (cechy):

- zespół zarządzający – jego kompetencje, doświadczenia, ambicje i umiejętności,
- skalowalność – możliwość zwiększenia skali działalności relatywnie niskimi nakładami czasu i kapitału,
- innowacyjność,
- posiadanie przewag konkurencyjnych,
- produkt/usługa, które zaspokajają realną potrzebę klientów,
- odpowiedni stosunek ryzyka do prognozowanego zwrotu z inwestycji,
- potencjał osiągnięcia odpowiedniego wzrostu wartości przedsiębiorstwa w zakładanym czasie.

Niektórzy inwestorzy (w szczególności BA) dopuszczają bardziej swobodny i mniej sformalizowany styl amerykański w procesie aplikacji. Polega on na nieoficjalnym spotkaniu, na którym pomysłodawca przedstawia swój pomysł na biznes nawet na jednej kartce. Uważają, że warto rozmawiać z każdym, kto sensownie i szybko potrafi przekonać do swojego pomysłu na biznes. Jeśli taka osoba dodatkowo wykonała już jakąś pracę w celu realizacji projektu, to jest to dodatkowa wartość.

„...Najważniejszy jest człowiek, jego determinacja i umiejętności perswazyjne – jeżeli oczywiście pomysł na biznes jest interesujący”.

„...Po pierwsze – ludzie, po drugie – pomysł, który musi być przemyślany. Muszę wierzyć, że model biznesowy, który jest prezentowany, ma rację bytu. Po trzecie – muszę wierzyć, że będzie popyt na taką usługę czy produkt. A po czwarte – nawet jeżeli te dwa pozostałe są spełnione, ale nie widzę przed sobą odpowiedniego człowieka, to się nie zdecyduję. Najlepiej, żeby człowiek prezentujący projekt już wcześniej coś zrobił i pokazał, że udało mu się coś osiągnąć, co świadczy o tym, że jest większa szansa na to, że uda mu się także za drugim razem. Osoba, która mnie zainteresuje, powinna mieć determinację i wiarę w realizację swojego projektu. Z mojej perspektywy bardzo ważne jest, żeby człowiek miał gruntownie przemyślany pomysł i wiedzę w tym zakresie.”

²⁸ Raport pt. *Bariery rozwoju...* op. cit., s. 26.

 **jakość projektów
start-up w badanych PE**

Niestety, w ocenie badanych inwestorów, statystycznie blisko 90 proc. projektów, z jakimi mieli okazję się zapoznać, było bardzo

niskiej jakości. Inwestorzy najczęściej zgłaszali problemy w zakresie braku lub niedostatecznego przygotowania biznesowego młodych przedsiębiorców, braku umiejętności analitycznych (w zakresie analizy rynku, analizy kosztów i prognozy finansowej) oraz słabego przygotowania planów i projekcji finansowych w postaci biznes planu. Powyższe problemy przekładają się na nieprawidłowo przygotowaną projekcję biznesu, której zwykle towarzyszą fałszywe lub nadmiernie optymistyczne założenia.

Niska jakość prezentowanych planów powoduje, że nie przechodzą one do dalszej fazy analizy inwestorów.

„...Problemem jest brak umiejętności przeprowadzenia analiz marketingowych i finansowych”.

„... Skłonność młodych przedsiębiorców do optymizmu (ich zapał i wiara we własny pomysł) dominują nad umiejętnościami realistycznego projektowania biznesu”.

„...Dla nas nieistotna jest branża. Pomysł musi być skalowalny, poziom ryzyka określony. Mniej ważne są kapitały pomysłodawcy.”

Kolejnym aspektem decydującym o niskiej jakości projektów jest problem lekceważenia ryzyka biznesowego. Według badanych przedstawicieli funduszy PE w Polsce, pomysłodawcy zdają się nie zauważać elementów niepewności i ryzyka, które w przypadku firm młodych, a często projektów w fazie *pre-seed* są bardzo ważne. Większość projektodawców usiłuje przekonywać, że biznes jest pozbawiony ryzyka, a już w żadnym z analizowanych przypadków nie potrafi przedstawić metod eliminacji ryzyka.

Bardzo ważnym problemem, obok braku praktycznych umiejętności sporządzania przez pomysłodawców biznes planów, jest brak ich zaufania do potencjalnego inwestora. Bardzo często badani inwestorzy wskazywali na syndrom nieufności pomysłodawców wobec inwestorów, który powoduje niechęć do zaprezentowania kompletnego pomysłu w obawie przed wrogim przejęciem. Często projektodawcy usiłują warunkować przedstawienie pełnego projektu od uzyskania promesy na finansowanie. W ocenie inwestorów takie postawy blokują możliwości kontynuowania kontaktów z projektodawcą. Symptomatyczną jest wypowiedź jednego z respondowanych:

„...Nie mogę zaufać komuś, kto mi nie ufa”.

Z punktu widzenia częstotliwości wypowiedzi na ten temat (ok. 65 proc. respondowanych), można uznać, że problem braku zaufania pozostaje główną barierą współpracy na linii inwestor – pomysłodawca.

Innym aspektem, bardzo często eksponowanym przez respondowanych (ok. 50 proc. wypowiedzi), jest problem obniżania ambicji czy aspiracji biznesowych. Młodzi przedsiębiorcy demonstrują nazbyt często strach przed ekspansją rynkową w ujęciu terytorialnym. Według inwestorów brak

doświadczenia biznesowego pomysłodawców często powoduje postawę rezerwy blokującej przed wejściem na rynki pozalokalne, np. w skali ogólnokrajowej, a nawet globalnej. Ograniczenie zasięgu działania tylko do rynków lokalnych – w opinii inwestorów – ogranicza potencjał biznesu.

innowacyjność wg badanych PE

W końcu, za jeden z głównych problemów zgłaszanych przez badanych inwestorów, uważany jest kontekst innowacyjności projektów przedstawianych do finansowania. Inwestorzy oczekują pomysłów unikatowych, wysoko oceniając te, które stanowią absolutne novum technologiczne, produktowe lub przynajmniej procesowe. W ocenie dysponentów kapitału typu *venture*, projektodawcy bardzo często nadużywają pojęcia „innowacyjność” do opisu zupełnie banalnych pomysłów. Charakterystycznym przykładem takiego podejścia jest wypowiedź jednego z respondowanych inwestorów:

„... Młodym nadal wydaje się, że strona internetowa z ofertą firmy to innowacyjność! Dla mnie już e-commerce nie jest innowacją – jest dzisiaj powielaniem technologii IT w handlu”.

Tymczasem inwestorzy zgłaszają największe zainteresowanie projektami związanymi z zaawansowanymi technologiami, innowacyjnymi z punktu widzenia techniki i produktu. Inwestorzy poszukują pomysłów, które spełniają następujące postulaty:

„...Mają potencjał wykorzystania technologii w celu zmiany reguł rynkowych, a przez to ulepszenie i ułatwienie życia codziennego. Tylko takie projekty mają szansę na sukces rynkowy”.

„... Sukces biznesowy w postaci zysku jest konsekwencją ciekawego rozwiązania, a nie celem, ani środkiem samym w sobie.”

„...Inwestycje technologiczne w firmy start-up pozwalają na bardzo szybkie budowanie wartości.”

„...Kluczowe są połączenia następujących elementów: dobrego i kompletnego zespołu z realnym pomysłem na dochodowy biznes, projekty innowacyjne, ale też takie, które są uzasadnione rynkowo.”

„...Jesteśmy zainteresowani projektami, które mają wartość dodaną dla ostatecznego odbiorcy.”

Na tym tle warto zaprezentować poglądy inwestorów, dotyczące postrzegania istoty innowacji we współczesnej gospodarce. Pojęcie innowacyjności nie jest skonkretyzowane i ciągle ulega ewaluacji. W ocenie badanych przedstawicieli rynku PE w Polsce innowacyjność jest wielowymiarowa:

„...Innowacyjność to pomysł na rozwiązanie problemów, usprawnienie, ulepszenie życia ludzkiego – w bardzo szerokim zakresie.

„...Innowacyjność to rozwiązania techniczne i technologiczne nie stosowane dotąd na świecie, skutkiem czego powinno występować podniesienie jakości i usprawnienie życia człowieka.”

„...Innowacyjny produkt to produkt o potencjale światowym w zakresie technologii. Może to być unikalny produkt lub usługa z dużą przewagą konkurencyjności, z ustalonymi kanałami dystrybucji i potencjałem odbiorców.”

„...Innowacja to coś, o czym nie pomyślałeś, zanim tego nie zobaczyłeś.”

„...Innowacyjne myślenie to kwestia umiejętności widzenia tych samych rzeczy co ogół – na inny sposób.”

„...Innowacje to rozwiązania, które pomagają, ulepszają, wpływają pozytywnie na życie człowieka.”

Ze zgromadzonego materiału jakościowego wynika, że nie ma sporu ani wątpliwości co do tego, że konieczną cechą przedsięwzięcia start-up aplikującego o fundusze musi być innowacyjność. Twierdzą oni, że innowacyjność to właśnie ta cecha, która odróżnia start-up od innych młodych biznesów. Respondowani inwestorzy używają wielce metaforycznych określenie dla opisu znaczenia innowacyjności dla firm start-up: „Schody do nieba”, „Prawo do życia”, „Krew – życiodajna, ale nie może jej być ani za dużo, ani za mało”, „Woda dla ryby, bez niej start-up nie istnieje”.



**relacje: inwestor – projektodawca
w badanych PE**

W procesie wywiadów pogłębionych bardzo często zgłaszano problem nastawienia firm start-up wobec inwestorów z sektora

PE. Przedsiębiorcy postrzegają fundusz w roli wyłącznie biernego dysponenta kapitału. Rzadko młodzi przedsiębiorcy zauważają wartości w dodatkowych propozycjach inwestorów, dotyczących pomocy i doradztwa biznesowego, zasiadania we władzach przedsiębiorstwa czy korzystania z relacji formalnych i pozaformalnych inwestora. Najczęściej demonstrują niezadowolenie z konieczności raportowania i niechętnie reagują na funkcje controllingowe i nadzorcze inwestorów. Tymczasem, jak wynika z analizy pozafinansowych wymiarów wsparcia inwestorów dla start-up²⁹, tylko ok. 17 proc. inwestorów ogranicza się do pasywnej inwestycji kapitałowej (zob. rys. 6.9. w podrozdziale 6.1.). W pozostałych przypadkach inwestorzy pełnią mniej lub bardziej formalne funkcje nadzorcze, doradcze czy mentoringowe.

W grupie inwestorów indywidualnych – 47 proc. respondowanych sprawuje funkcje mentoringowe w różnych dziedzinach, a w ponad 41 proc. – inwestorzy pełnią funkcję doradcy technicznego lub technologicznego. W zakresie doradztwa finansowego i marketingowego ten odsetek jest znacznie mniejszy i wynosi ponad 17 proc. Natomiast w radzie nadzorczej firm start-up zasiada niespełna 12 proc. BA. Jeszcze większe zaangażowanie w procesach zarządzania można zauważyć wśród inwestorów instytucjonalnych. I tak: ponad 57 proc. zasiada w radach nadzorczych, zaś funkcję doradcy finansowego i marketingowego pełni prawie 42 proc. inwestorów. Podobnie w zakresie doradztwa technicznego i technologicznego – wspomaganie oferuje prawie 43 proc.

W ramach wywiadu pogłębionego podjęto również próbę określenia natury współpracy inwestorów z zasilanymi kapitałowo firmami start-up. Według deklaracji przedstawicieli funduszy, młodzi przedsiębiorcy często mogą korzystać z usług doradczych inwestora i zasobów jego firmy w zakresie:

²⁹ Szczegółowy opis pozakapitałowych form wsparcia PE dla start-up opisano w podrozdziale 6.1.

doradztwa specjalistycznego, doradztwa prawnego, księgowego, marketingowego, zespołów analitycznych oraz indywidualnego doradztwa inwestora. Inwestorzy organizują dla swoich podopiecznych cykliczne spotkania szkoleniowo-integracyjne, a nawet oferują im możliwość skorzystania z infrastruktury biurowej (w szczególności inwestorzy instytucjonalni). Rzadziej zdarza się, że inwestor oferuje swoją pomoc już na etapie przygotowania dokumentacji aplikacyjnej.

Badani inwestorzy z pełnym przekonaniem sugerują wiele korzyści wynikających ze współpracy z nimi w obszarze wsparcia pozakapitałowego, nawet jeśli ich podopieczni nie doceniają ich znaczenia. Na podstawie tych opinii typowe praktyki w zakresie relacji inwestor – start-up można skategoryzować w następujących sześciu grupach działań i współpracy:

1. **Wpływ na decyzje strategiczne** – wywieranie znacznego wpływu na decyzje strategiczne zapadające w podmiocie, co wynika przede wszystkim z postulatu ochrony interesów inwestora i dbania o właściwy, z jego punktu widzenia, kierunek rozwoju spółki, dający możliwość uzyskania założonych stóp zwrotu na zainwestowanym kapitale. Ważną kwestią jest również ukierunkowanie rozwoju spółki na ścieżkę, która będzie umożliwiała realizację założonej podczas wejścia w inwestycję drogi realizacji zysku i zamknięcia inwestycji. Ma to zwykle swoje usankcjonowanie w podpisanej umowie inwestycyjnej, która zazwyczaj szczegółowo odnosi się do wariantów wyjścia z inwestycji, do których obie strony transakcji mają dążyć w okresie obowiązywania umowy.
2. **Wpływ na decyzje operacyjne** – zastrzeganie przez fundusz prawa do zatwierdzania głównych decyzji operacyjnych oraz nadzorowania budżetowanego planu, a na podstawie ich wykonania – dokonywania niezbędnych zmian kadrowych i strategicznych. Zatwierdzanie głównych decyzji operacyjnych ma zwykle formę konieczności wyrażania zgody na rozporządzenie znaczącymi składnikami majątku spółki oraz na decyzje operacyjne, z których zobowiązania lub należności dla spółki przekraczają określoną kwotę lub procent kapitałów. Inwestorzy nadzorują stopień wykonania budżetów dla głównych okresów śródrocznych oraz okresu rocznego, dynamikę marż i innych głównych wskaźników ukazujących zmiany zachodzące w podmiocie. Dzieje się to zwykle za pośrednictwem wprowadzonych do organów nadzorujących przedstawicieli funduszu, których zgoda na określone działania jest wymagana do skuteczności działań opisanych w umowie inwestycyjnej.
3. **Wsparcie merytoryczne** – głównie w postaci doradztwa i mentoringu w zakresie technologii, marketingu, finansów itp. Wsparcie merytoryczne udzielone przez fundusz jest w przypadku finansowania typu PE jedną z głównych przesłanek (obok ryzyka inwestycyjnego i czasu trwania inwestycji), uzasadniających koszt finansowania, jakiego będzie wymagał inwestor finansowy. Wsparcie to odgrywa również niebagatelną rolę w aspekcie ewaluacji podmiotu i postrzegania go przez inwestorów i rynek.
4. **Wpływ na strukturę organizacyjną** – prawo inwestora do wprowadzania zmian kadrowych w zarządzie spółki oraz przedstawicieli organów nadzorczych, co ma zagwarantować funduszowi, że zarząd podmiotu będzie w stanie sprawnie współpracować z przedstawicielami funduszu oraz realizować nową strategię spółki, nakierowaną na dynamiczny wzrost skali działalności.

5. **Wsparcie w zakresie standardów biznesowych** – szerokie wsparcie na gruncie strategii finansowej i modelu biznesowego spółki oraz standardów biznesowych, związanych z koniecznością raportowania na potrzeby funduszu, a także z koniecznością zwiększenia zakresu danych analitycznych, dostępnych dla organów nadzorczych. Zwykle chodzi o wdrożenie pewnych zasad ładu korporacyjnego, które w istocie swojej pozwalają zarządowi i organom nadzorczym lepiej ocenić i przeanalizować procesy zachodzące w spółce. W efekcie standardy biznesowe, uwzględniające doświadczenie inwestora, mogą wpływać pozytywnie na trafność podejmowanych decyzji operacyjnych i strategicznych.
6. **Rozwój kontaktów biznesowych i wzrost zaufania do podmiotu** – obecność funduszu w strukturze akcjonariatu znacząco wpływa na odbiór podmiotu przez jego otoczenie rynkowe i wewnętrzne oraz wzrost zaufania. Następuje z jednej strony polepszenie wizerunku w oczach kontrahentów, co skutkuje wzrostem zaufania po stronie dostawców, mogącym spowodować zarówno polepszenie warunków kontraktacyjnych, jak również możliwość nawiązania współpracy z dotychczas niedostępnymi podmiotami. Następuje także zmiana odbioru spółki przez jej klientów, co zwykle owocuje zwiększeniem portfela zamówień, a także ułatwia dotarcie do nowych grup odbiorców. Jest to również związane z rozwojem kontaktów biznesowych, jaki następuje za sprawą funduszu. Kolejną kwestią pozytywnie wpływającą na podmiot oraz jego potencjał rozwojowy jest polepszenie relacji z dostawcami finansowania dłużnego, dzięki czemu znacząco spada ryzyko finansowania podmiotu, a wynika to z wyższego poziomu kapitałów w spółce. Wpływa to nie tylko na ilość kapitału dostępnego dla podmiotu, ale także na koszty pozyskanego kapitału. Wewnątrz organizacji zmiana wizerunkowa wpływa natomiast na odbiór podmiotu przez pracowników, co skutkuje większą motywacją i możliwością przyciągnięcia wykwalifikowanej i utalentowanej kadry. Nie bez znaczenia pozostaje również często pojawiająca się możliwość kooperacji ze spółkami portfelowymi, znajdującymi się w posiadaniu funduszu udzielającego finansowania. Kooperacja ta w przypadku finansowania typu *Venture Capital* odgrywa istotną rolę, która w przypadku pojawienia się możliwości konsolidacji podmiotów może znacząco wpłynąć na poziom wyceny spółki. Z tego też punktu widzenia pozyskanie kapitału od funduszy stwarza szerokie możliwości zwiększenia wartości podmiotu, wynikające z czynników o charakterze jakościowym oraz z rozwoju kontaktów biznesowych.



**porażki inwestycyjne
w badanych PE**

W ramach fazy wywiadów pogłębionych podjęto również próbę określenia głównych przyczyn porażek projektów finansowanych przez analizowane fundusze PE. Jak już wcześniej stwierdzono, odsetek porażek w badanej populacji inwestorów szacuje się na ok. 20 proc. realizowanych projektów. W ocenie przedstawicieli sektora PE porażka co piątego projektu, choć rozczarowująca, jest w zasadzie akceptowalna i w kalkulowanej w poziom ryzyka. Inwestorzy są w pełni świadomi, że pomimo stosunkowo wysokich wymagań stawianych projektodawcom oraz rygorystycznej selekcji projektów do finansowania, porażki biznesowe się zdarzają.

Za niepokojący należy jednak uznać fakt, że w ich opinii dominuje pogląd o endogenicznych przyczynach tych porażek, tkwiących w samych firmach start-up i ich założycielach. Najczęściej inwestorzy upatrują źródeł zagrożeń i porażek start-up w następujących kwestiach:

- słaba egzekucja pomysłu,
- paniczny strach przed konkurencją,
- przedwczesny start z niedopracowanym produktem,
- brak umiejętności menedżerskich młodych przedsiębiorców,
- niedoskonałość zespołu zarządzającego,
- słabość kadr w start-up,
- niewłaściwa polityka kosztowa,
- zbyt wolny rozwój,
- nietrafione decyzje marketingowe,
- słaba znajomość rynku i konkurencji,
- brak wiary w to co się robi,
- pech,
- ostra konkurencja,
- niedoskonały produkt,
- brak promocji,
- brak elastyczności działania,
- nieprawidłowo wyznaczone cele i kierunki rozwoju,
- brak płynności finansowej.

Za bardzo istotne czynniki wpływające na sukces lub porażkę start-up uznają respondowani problemy w obszarze współpracy na linii inwestor – start-up. W tej grupie główne dysfunkcje to:

- brak wspólnej płaszczyzny porozumienia między investorem a podmiotem start-up,
- brak kompromisu z właścicielem, a nawet jego nieuczciwość,
- konflikty na tle decyzji strategicznych,
- konflikty ze współinwestorami.

Bardzo poważne znaczenie dla samych inwestorów mają także przyczyny porażek tkwiące w samych funduszach lub w płaszczyźnie formalno–prawnej zawieranych umów. Badani inwestorzy z nieprawdopodobną szczerością poddali się w trakcie wywiadu autokrytyce i wskazali na następujące czynniki o negatywnym wpływie na powodzenie projektu:

- zbyt młody fundusz, brak doświadczenia w inwestowaniu,
- źle oszacowany wymagany dla inwestycji poziom (wartość) inwestycji,
- zbyt wczesna faza rozwoju spółki w momencie zaangażowania funduszu,
- źle skonstruowana umowa (zbyt restrykcyjne zapisy o wyjściu z inwestycji),
- przeszacowana stopa zwrotu zainwestowanego kapitału,
- niedostateczny nadzór nad finansowanym podmiotem,
- brak realnego wpływu na kadrę zarządzającą.

Znacznie rzadziej powodem zakończenia projektu bez zakładanych wyników były czynniki egzogeniczne, np. kryzys czy warunki rynkowe. Tutaj respondowani eksponują znaczenie takich

problemów, jak: nieoczekiwane zmiany i trendy rynków (niezależne od przedsiębiorcy), usługa nieprzystosowana do rynku, zakłócenia wynikające z recesji czy zdarzenia losowe.

Badani inwestorzy ochoczo przedstawiają typowe czynniki sukcesu w firmach start-up. Charakterystycznym jest, że ich opinie w tej kwestii są nieprawdopodobnie zgodne i akcentują znaczenie pewnych cech osobowościowych twórców firm start-up. Oto katalog najczęściej wymienianych przez kapitałodawców czynników sukcesu start-up:

- ciężka praca, upór, szczęście,
- irracjonalna wiara w to, że się uda,
- doświadczenie i charyzmatyczna postawa pomysłodawcy,
- twarde umiejętności technologiczne, marketingowe, sprzedażowe,
- umiejętność skumulowania energii w walce o przetrwanie,
- odwaga realisty,
- dbałość o szczegóły,
- wytrwałość w dążeniu do celu,
- zgranie produktu z aktualną sytuacją rynkową,
- upór, pasja i zaangażowanie zespołu,
- kombinacja czasu, miejsca i właściwych ludzi.

bariery rozwoju rynku PE w Polsce

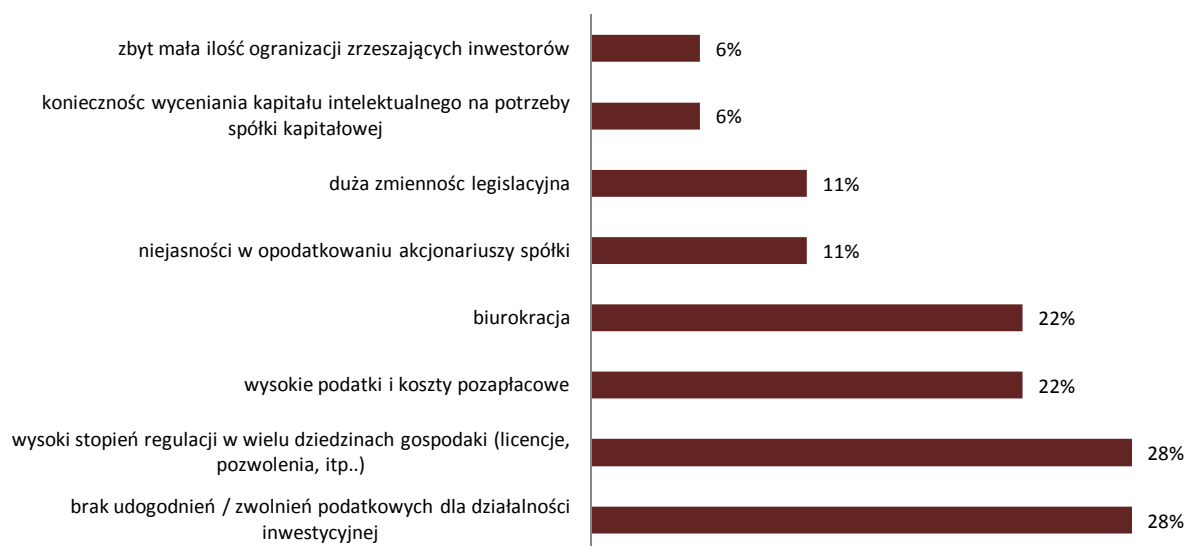
W opinii respondowanych inwestorów bardzo istotnym czynnikiem uszczuplającym podaż kapitału na rynku PE w Polsce są ułomne

regulacje prawne, dotyczące bezpośrednio lub pośrednio procesów inwestycyjnych w firmy start-up. Blisko 3/4 analizowanych funduszy VC/PE i BA bardzo nisko ocenia jakość otoczenia instytucjonalno-prawnego i regulacyjnego na rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce. Najczęściej eksponowane bariery regulacyjne to:

- brak zachęt podatkowych dla inwestycji wysokiego ryzyka (ok. 50 proc. respondowanych),
- bariery koncesyjne i licencyjne w wielu dziedzinach gospodarki (ok. 30 proc. respondowanych),
- niestabilność regulacyjna (ponad 25 proc. respondowanych),
- złożoność i długo trwające procedury prawa patentowego (ok. 20 proc. respondowanych).

Na tym tle warto zademonstrować podobne wyniki badań przeprowadzonych w ramach raportu Ministerstwa Gospodarki w 2011 roku³⁰ (zob. rys. 6.26.).

³⁰ Tamże, s. 8 i dalsze.



Rys. 6.26. Główne bariery regulacyjne w rozwoju Aniołów Biznesu w Polsce – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport pt. *Barriere rozwoju rynku Aniołów Biznesu w Polsce*, Ministerstwo Gospodarki 2011, s. 8.

W tej samej ekspertyzie autorzy stwierdzają, że za najistotniejsze działania regulacyjne rządu na rzecz zwiększenia aktywności na polskim rynku funduszy PE należy uznać stworzenie zachęt podatkowych (ponad 80 proc. wskazań badanych BA) oraz działania deregulacyjne (ponad 72 proc. wskazań).

Ocena przesłanek inwestycyjnych oraz barier rozwoju rynku inwestycji wysokiego ryzyka, przeprowadzona na tle prezentowanych badań screeningowych, pozwala na reasumpcję głównych wniosków w tym zakresie. Główne problemy, skutkujące niedoborem podaży kapitału PE w Polsce, kierowanego do młodych firm i jego niedostateczną aktywnością należy podzielić na trzy kategorie:

- czynniki po stronie podaży kapitału wysokiego ryzyka,
- czynniki po stronie popytu na kapitał wysokiego ryzyka,
- czynniki regulacyjno-prawne w obszarze inwestycji wysokiego ryzyka.

W pierwszej kategorii zasadnicze problemy wynikają z niedoboru i niewłaściwej struktury podmiotów rynku PE, kierujących swoją aktywność na przedsięwzięcia start-up. Sytuacji w tym zakresie nie naprawiają nowo powstające w ramach działań POIG i inicjatywy KFK fundusze typu *seed* i *Venture Capital*. Ich struktura i aktywność nadal skłaniają do inwestycji w firmy okrzepłe, w późniejszych niż przedkomercyjne fazach rozwoju. W tej kategorii nie bez znaczenia pozostają także czynniki związane z bardzo skomplikowanymi i rygorystycznymi procedurami aplikacyjnymi oraz bardzo wysokimi wymaganiami i oczekiwaniami inwestorów co do okresu zwrotu kapitału.

W drugiej kategorii czynników wywołujących lukę kapitałową na rynku inwestycji wysokiego ryzyka, najistotniejsze kwestie to:

- słaba, niewystarczająca znajomość procedur pozyskiwania inwestora indywidualnego (w szczególności aspektów prawnych);
- brak doświadczonej i zorientowanej biznesowo kadry menedżerskiej w młodych projektach o potencjale innowacyjnym;
- nadmierna koncentracja przedsiębiorców na technicznych aspektach projektu, a także brak umiejętności myślenia strategicznego i kreowania modelu biznesowego;
- nieuzasadnione oczekiwania finansowe ze strony projektodawców, częste praktyki zawyżania wyceny projektu;
- źle zaadresowane projekty, wysyłane do organizacji, których polityka inwestycyjna koncentruje się na innych obszarach (nieodpowiednia faza rozwoju, wnioskowana kwota, branża itd.);
- problem mentalności wielu przedsiębiorców, którzy wychodzą z założenia, że inwestor jako podmiot obcy nie ma prawa ingerować w strategię rozwoju spółki.

W końcu w trzeciej kategorii czynników determinujących utrwalającą się nierównowagę między podażą a popytem na kapitał wysokiego ryzyka najpoważniejsze znaczenie ma problem barier regulacyjnych, w tym głównie aspektów związanych z opodatkowaniem, koncesjonowaniem, licencjonowaniem i prawem patentowym.

Rozdział VII

OCENA POTRZEB KAPITAŁOWYCH I POZAKAPITAŁOWYCH W FIRMACH START-UP W POLSCE

– raport z badań pierwotnych

7.1. Oczekiwania kapitałowe firm start-up

Zgodnie z przyjętym w niniejszym opracowaniu modelem badań, głównym celem badań pierwotnych przeprowadzonych w grupie wyłonionych do badań firm start-up¹ jest ocena ich zapotrzebowania na kapitał i ewentualnych barier dostępu do kapitału wysokiego ryzyka.



Jak wynika z badań, analizowane firmy start-up stosunkowo rzadko rozpatrują możliwości pozyskania kapitału bezzwrotnego w formie różnorodnych dotacji, subwencji czy dofinansowania. W wywiadzie ustalono, że środki krajowe lub unijne, dedykowane dotacjom na cele rozwoju innowacji bądź rozwoju technologicznego, znacznie częściej trafiają do podmiotów dojrzałych, dysponujących pewnym potencjałem zasobowym, w tym technologicznym. Firmy młode, dysponując najczęściej jedynie koncepcją wstępną biznesu, jako podmioty pozbawione historii i potencjału ekonomicznego, napotykały formalne trudności w aplikowaniu o środki bezzwrotne. Dlatego za niewielki należy uznać odsetek firm start-up aplikujących o środki bezzwrotne. Tylko co czwarta spośród badanych firm rozważała pozyskanie funduszy unijnych na rozwój biznesu, a co piąta wykazała zainteresowanie innymi źródłami dotacji czy subwencji. Trzeba zwrócić uwagę, że w poprzedniej edycji badań zainteresowanie respondowanych firm start-up źródłami dotacyjnymi było nieznacznie mniejsze niż w 2012 roku.

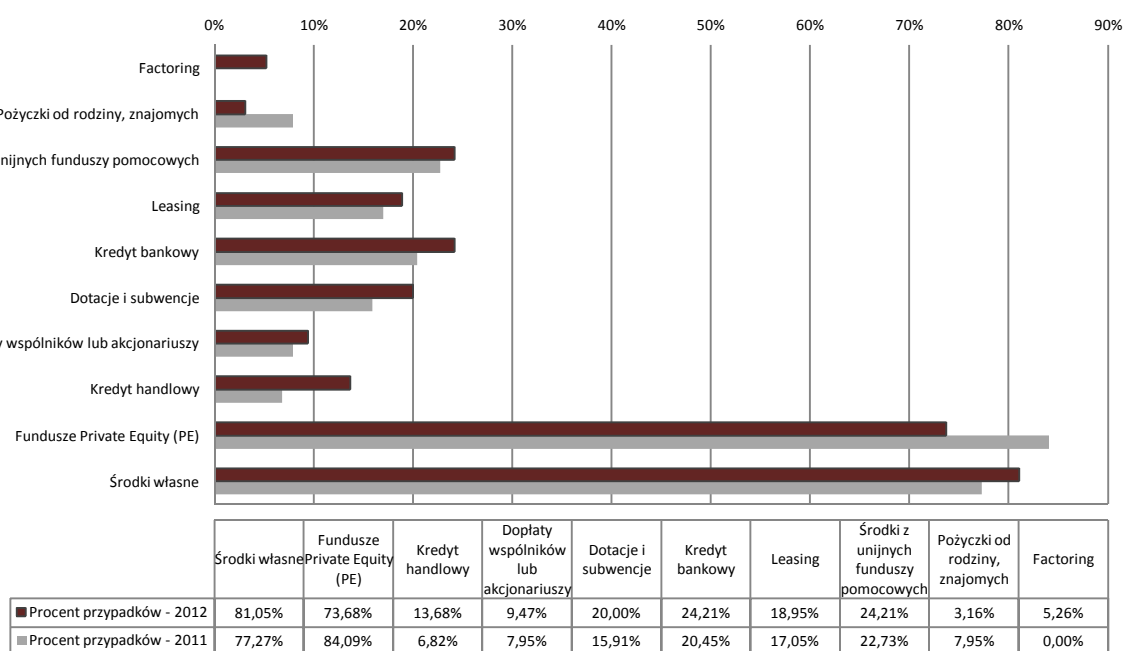
W grupie firm start-up dominują postawy koncentrujące wysiłki na próbie pozyskania kapitału zwrotnego, charakteryzującego się niskim kosztem. Relatywnie niewielkie zainteresowanie odnotowały w badaniach typowe i powszechnie dostępne komercyjne źródła pozyskania kapitału zewnętrznego, tj. kredyty bankowe, handlowe, leasing czy factoring. Te instrumenty charakteryzują się stosunkowo wysokimi barierami dostępu dla firm młodych, ze względu na brak ich historii kredytowej i zwykle niemożliwą do ustalenia wiarygodność kredytową. Prawdopodobnie dlatego, w analizowanych podmiotach typowe fundusze pożyczkowe stanowiły źródło pozyskania finansowania tylko dla co piątej firmy.

W obu edycjach badań zanotowano bardzo duże zainteresowanie analizowanych firm funduszami rynku PE. Kapitał typu PE/VC okazał się być najbardziej preferowanym źródłem finansowania przedsięwzięć start-up – ta forma finansowania była rozważana jako optymalna przez blisko 85 proc.

¹ Kryteria doboru firm do badania, stanowiące podstawę wyłonienia kategorii firm „SUZI”, opisano w rozdziale I (1.2.).

badanych firm w roku 2011 i około 74 proc. w roku 2012 (zob. rys. 7.1). Należy jednak zaznaczyć, że tak wysoki wskaźnik wynika bezpośrednio z faktu, że do badań wyselekcjonowano firmy start-up, które w praktyce korzystają z finansowania przez PE.

Fundusze PE są najczęściej rozważanym typem finansowania inwestycji we wczesnych fazach rozwojowych, nawet w warunkach braku własnego kapitału inicjacyjnego. Choć środki własne stanowią zwykle pierwotne źródło finansowania przedsięwzięcia dla ponad 3/4 badanych firm, to jednak – jak wynika z wywiadów pogłębionych – ich zasoby są stanowczo zbyt skąpe wobec potrzeb inwestycyjnych. W efekcie badane start-up w praktyce zgłaszają zapotrzebowanie na dodatkowe fundusze zewnętrzne. W tym kontekście, zaskakuje stosunkowo niewielkie zainteresowanie funduszami pożyczkowymi, dostępnymi na rynkach finansowych – na kredyt bankowy jako rozważaną formę finansowania wskazało tylko 24 proc. respondentów. Jeszcze mniejsze jest zainteresowanie alternatywnymi instrumentami finansowania majątku firmy. Leasing był rozpatrywany jedynie przez 19 proc. firm, a factoring, który w 2011 roku nie znajdował żadnego zainteresowania, w tegorocznej edycji badań wybrało około 5 proc. firm. Niewielkim zainteresowaniem cieszą się również tak popularne w innych gospodarkach fundusze pożyczkowe od rodziny czy znajomych – w 2012 roku odnotowano istotny spadek odsetka firm korzystających z tej nieformalnej formy finansowania działalności (spadek z 8 do 3 proc.).



Rys. 7.1. Rozważane źródła finansowania własnego pomysłu na biznes w badanych firmach start-up w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

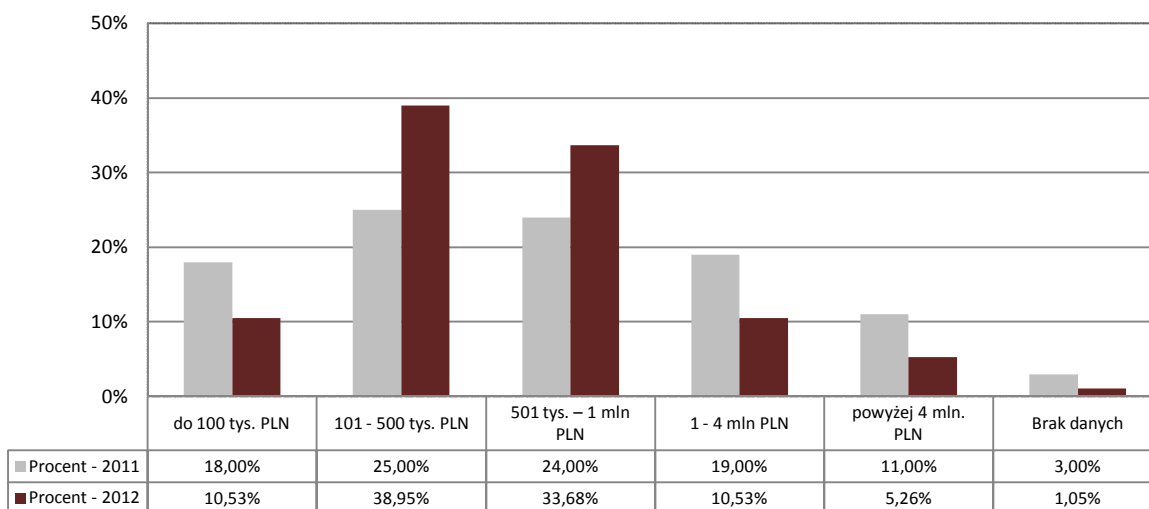
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

oczekiwane wartości kapitału inwestycyjnego

Duża popularność funduszy PE w grupie młodych firm nie oznacza bynajmniej łatwego dostępu do tych środków. Przedstawiciele badanych firm start-up twierdzą, że inwestorzy stawiają bardzo wysokie wymagania i piętrzą liczne trudności na etapie rozpatrywania wniosku o wsparcie finansowe. Rozmowy i negocjacje

na wstępnym etapie są postrzegane jako zbyt długie, trudne i często nieefektywne.² Takie opinie w zderzeniu z opiniami kapitałodawców wskazują jednoznacznie na istnienie luki jakościowej pomiędzy oczekiwaniami inwestorów a oczekiwaniami projektodawców. Ponownie należy zaznaczyć, że przedstawiciele obu badanych segmentów rynku kapitału wysokiego ryzyka, tj. fundusze VC oraz *Business Angels* bardzo nisko oceniają jakość przedstawianych im do rozpatrzenia projektów, podczas gdy respondowani projektodawcy skarżą się na wygórowane oczekiwania inwestorów. Stan taki oznacza, że w ostatnim okresie główną przyczyną luki kapitałowej na rynku finansowania młodych i ryzykownych przedsięwzięć jest nie fizyczny niedobór kapitału, a problem rozdzwienku oczekiwań obu stron transakcji na tym rynku.

Zdaniem respondowanych firm start-up, znakomita większość inwestorów jest skłonna zaryzykować niewielki kapitał w transzach do 100 tys. złotych, podczas gdy realne potrzeby finansowe młodych firm są znacznie większe. Z badań wynika, że w 2011 roku ponad 80 proc. firm zgłosiło zapotrzebowanie na kapitał w wysokości powyżej 100 tys. zł. Rok później takie zapotrzebowanie dotyczy już 90 proc. analizowanych podmiotów. Dodatkowo zaobserwowano dość istotne zmiany w rozkładzie popytu na kapitał PE z punktu widzenia nakładów na jednostkową inwestycję. W 2012 roku poważnie wzrósł odsetek firm zgłaszających zapotrzebowanie na inwestycje rzędu 100 tys. zł – 1 mln zł (wzrost z 50 do 73 proc.) i jednocześnie zmalał udział firm zgłaszających popyt na największe pule kapitału (powyżej 1 mln zł.) z poziomu 30 proc. w 2011 r. do 16 proc. w 2012 r. (zob. rys. 7.2.).



Rys. 7.2. Oczekiwania badanych firm start-up co do wysokości kapitału inwestycyjnego w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Wartość budżetów planowanych przedsięwzięć wykazuje dość słabą zależność od typu inwestycji i charakteru branży. W badaniach nie odnotowano wyraźnej prawidłowości, w której za branże najbardziej kapitałochłonne uznaje się sektory przemysłowe, produkcyjne i infrastrukturalne. Najsilniejszy wpływ na wysokość planowanej inwestycji zdaje się mieć rodzaj inwestycji i jej skala. Ważnymi czynnikami, determinującymi potrzeby kapitałowe pozostają: rodzaj przedsięwzięcia,

² Opinie przedstawicieli funduszy PE, dotyczące prawdopodobieństwa udzielenia finansowania, zawarto w rozdziale VI (patrz podrozdziały 6.1. i 6.5.).

np. rozwój technologii czy zakup urządzeń technologicznych oraz istota inwestycji, np. rozwój produktu czy rozwój usługi.

Na tle przeprowadzonej analizy oczekiwań przedsiębiorców co do wysokości niezbędnego kapitału inwestycyjnego, w 2011 roku za najbardziej kapitałochłonne uznano branże związane z produkcją żywności, informatyką, komunikacją, multimediami, nanotechnologią czy farmaceutyką (zob. rys. 7.3.). W tych dziedzinach około 1/3 inwestycji była wyceniana na minimum 1 mln zł. Z kolei w sektorach związanych z przemysłami: opakowaniowym, motoryzacyjnym, przetwórczym, transportowym i biotechnologicznym, *gros* inwestycji wyceniano na kwoty poniżej 1 mln zł.

W roku 2012 nastąpiło znacząca zmiana tej struktury. W tej edycji badań, najwyższe wartości inwestycji dotyczyły branż: transportowej, komunikacyjnej, IT, farmaceutycznej i biotechnologicznej. W tych dziedzinach *gros* inwestycji opiewało na budżet powyżej 4 mln zł.

Trzeba odnotować, że duże zmiany między wynikami badań screeningowych w dwóch kolejnych rundach dotyczą struktur branżowych inwestycji o wysokich wartościach. Z kolei w grupie inwestycji o niskich wartościach nie zachodzą tak wyraźne zmiany – w obu badanych okresach stosunkowo niskie wartości inwestycji odnotowano w dziedzinach związanych z usługami internetowymi, multimediami i przetwórstwie chemicznym. Nie oznacza to bynajmniej, że przeprowadzone badania wskazują na istnienie wyraźnej korelacji między branżą a kapitałochłonnością inwestycji w start-up.

Porównując oczekiwania przedsiębiorców co do wysokości niezbędnego kapitału inwestycyjnego z faktyczną wartością podpisanych kontraktów w rozkładzie branżowym (zob. rys. 7.4.), ujawnia się dość wyraźnie niedobór kapitałów w niektórych branżach. Do pewnych dysproporcji między oczekiwaną a pozyskaną wartością kapitału inwestycyjnego dochodziło w obu badanych latach w branżach: informatycznej i usług internetowych, przetwórstwa spożywczego oraz usług komunikacyjnych. Z kolei w branżach tradycyjnie kapitałochłonnych, takich jak technologie energetyczne, transportowe, czy telekomunikacyjne wartość zaangażowanych przez inwestorów kapitałów odbiega od oczekiwań bardzo nieznacznie.

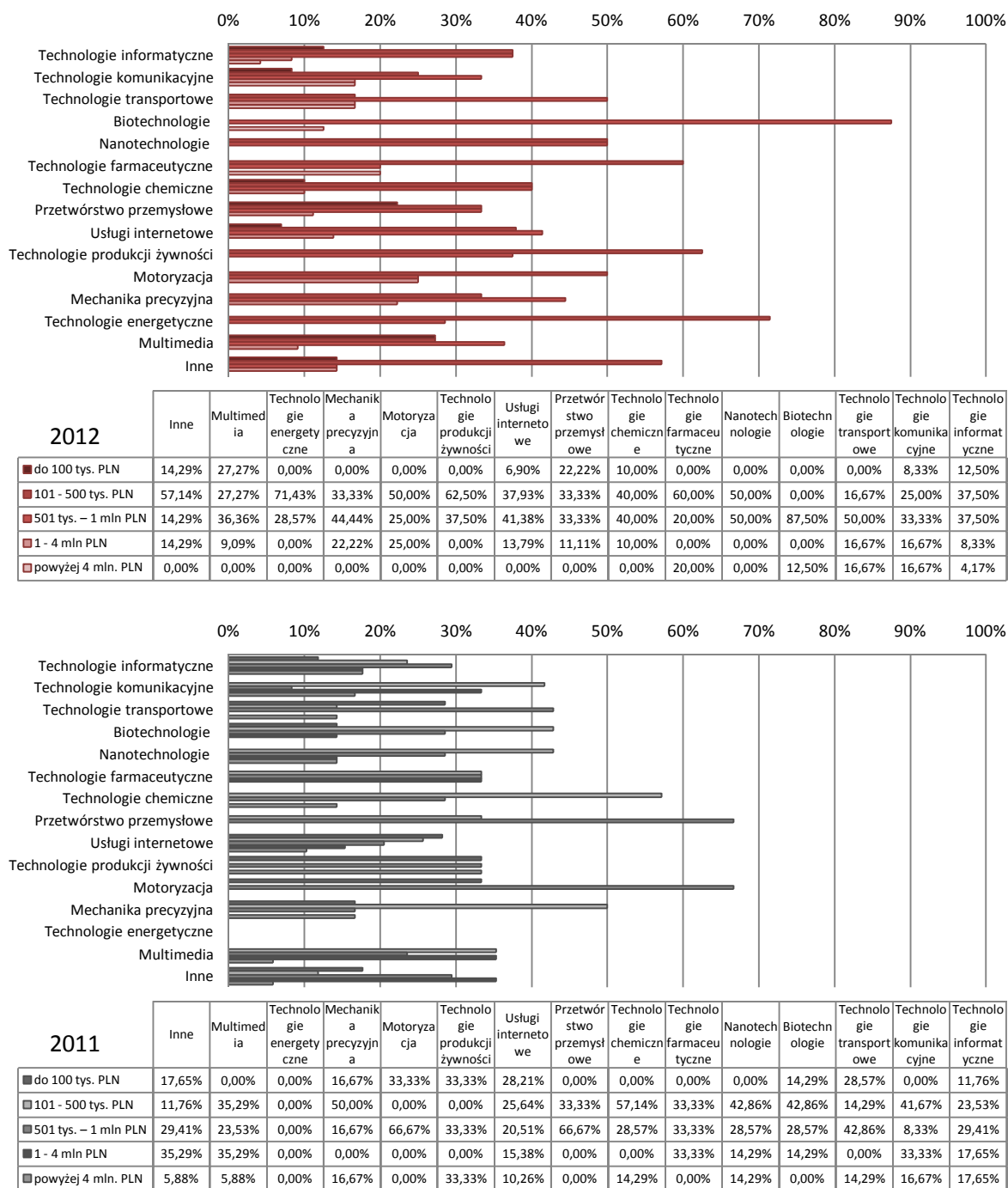
 **luka kapitałowa w inwestycjach start-up**

Wykazana wcześniej rozbieżność oczekiwań firm start-up z możliwościami pozyskania kapitału od funduszy VC powoduje często konieczność

weryfikacji projektów biznesowych, a nawet ograniczenie ich rozmiarów. Badania porównawcze w tym zakresie dla lat 2011 i 2012 wskazują jednak na znaczącą poprawę stopnia zaspokojenia potrzeb kapitałowych projektodawców. Oto, w 2011 roku ponad 70 proc. badanych firm start-up przyznała, że nie otrzymała finansowania w oczekiwanej wysokości, a w roku 2012 problem ten dotyczył już tylko około 40 proc. projektów przedkładanych do sfinansowania. Oznacza to, że o ile w 2011 roku tylko co trzeci analizowany w prezentowanych badaniach projekt pozyskał fundusz w wysokości nie zabezpieczającej realizacji planowanego budżetu, to w 2012 roku takich „niedoborowych” przedsięwzięć była już ponad połowa.

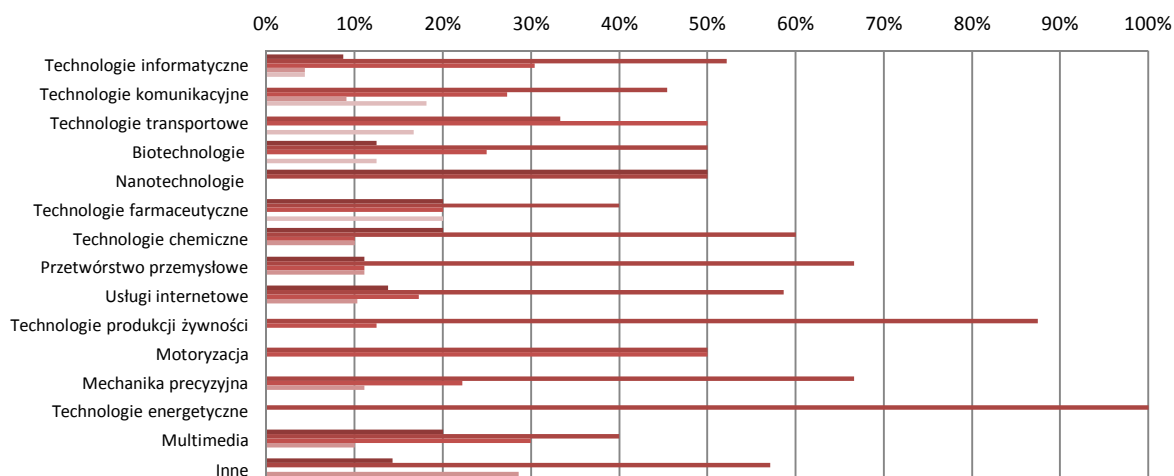
W ostatnim badanym okresie zatem zanotowano znacznie mniej rozczarowań. W grupie projektów najbardziej kapitałochłonnych o wartości powyżej 4 mln zł, wszystkie spośród badanych uzyskały planowane finansowanie. Nieznacznie gorzej kształtuje się ta sytuacja w przypadku przedsięwzięć

start-up o wartości od 1 do 4 mln zł – tutaj co piąty projekt otrzymał niższe dofinansowanie. Najgorszy wynik dotyczy grupy projektów o budżecie od 0,5 do 1 mln zł., w której ponad połowa nie uzyskała oczekiwanego wkładu inwestora PE (zob. rys. 7.5.). Jednocześnie warto zauważyć, że projekty ze stosunkowo niskim budżetem wyjściowym (do 100 tys. zł) czasami pozyskiwały finansowanie w kwotach wyższych od wstępnych kalkulacji.



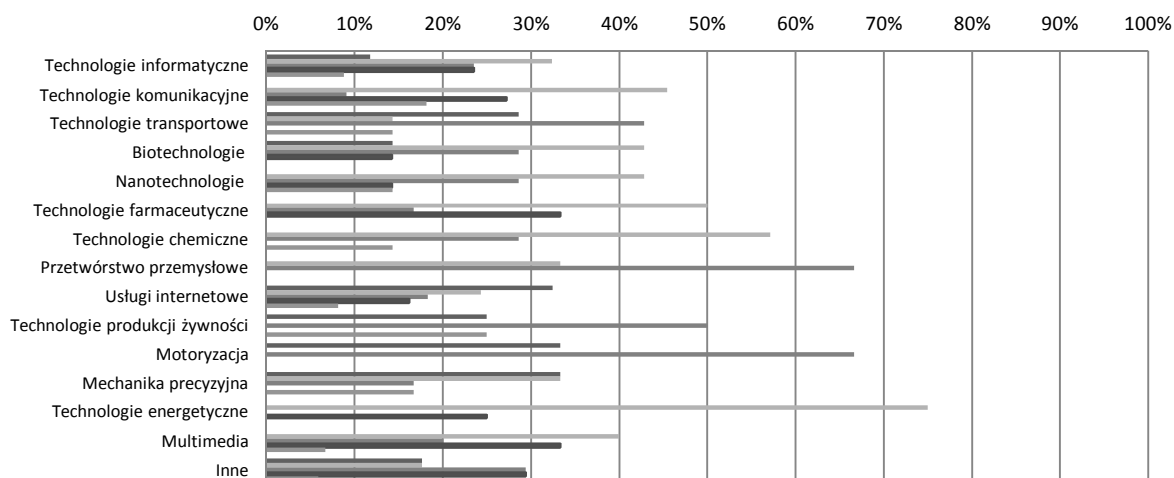
Rys. 7.3. Oczekiwania badanych firm start-up co do wysokości kapitału inwestycyjnego w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi wg branż w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



2012

	Inne	Multimedia	Technologie energetyczne	Mechanika precyzyjna	Motoryzacja	Technologie produkcji żywności	Usługi internetowe	Przetwórstwo przemysłowe	Technologie chemiczne	Technologie farmaceutyczne	Nanotechnologie	Biotechnologie	Technologie transportowe	Technologie komunikacyjne	Technologie informatyczne
■ do 100 tys. PLN	14,29%	20,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	13,79%	11,11%	20,00%	20,00%	50,00%	12,50%	0,00%	0,00%	8,70%
■ 101 - 500 tys. PLN	57,14%	40,00%	100,00%	66,67%	50,00%	87,50%	58,62%	66,67%	60,00%	40,00%	50,00%	50,00%	33,33%	45,45%	52,17%
■ 501 tys. – 1 mln PLN	0,00%	30,00%	0,00%	22,22%	50,00%	12,50%	17,24%	11,11%	10,00%	20,00%	0,00%	25,00%	50,00%	27,27%	30,43%
■ 1 - 4 mln PLN	28,57%	10,00%	0,00%	11,11%	0,00%	0,00%	10,34%	11,11%	10,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	9,09%	4,35%
■ powyżej 4 mln. PLN	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	20,00%	0,00%	12,50%	16,67%	18,18%	4,35%

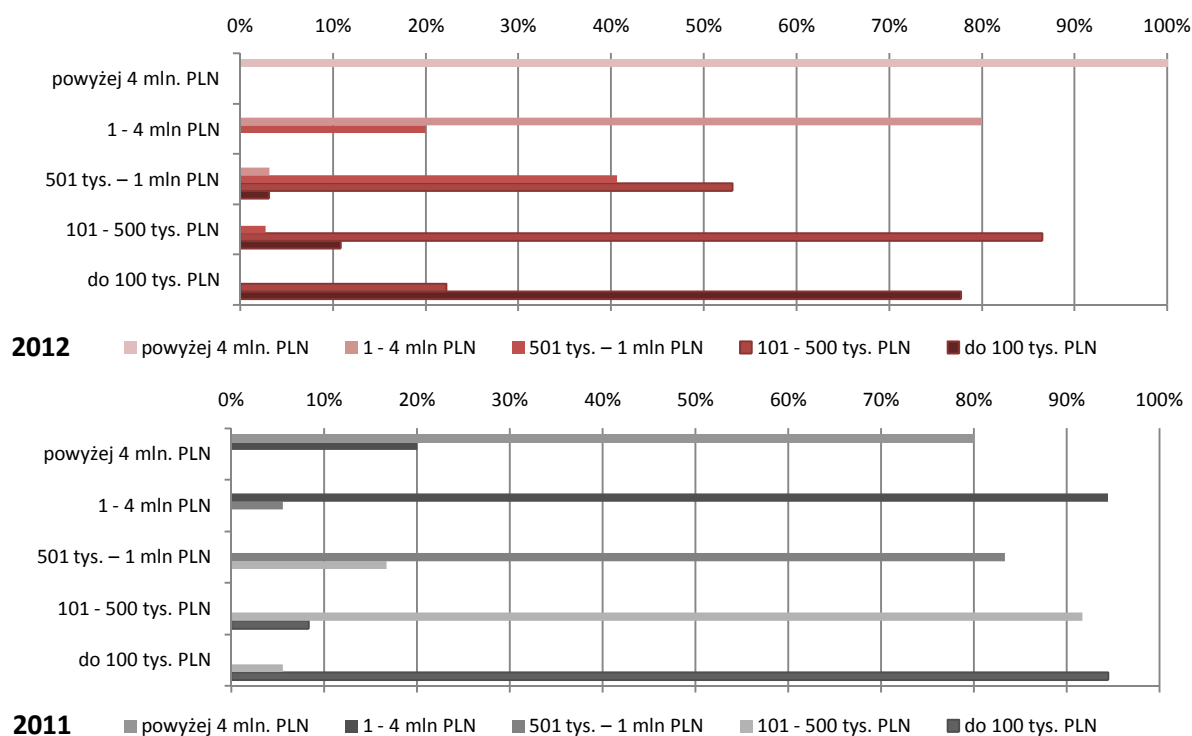


2011

	Inne	Multimedia	Technologie energetyczne	Mechanika precyzyjna	Motoryzacja	Technologie produkcji żywności	Usługi internetowe	Przetwórstwo przemysłowe	Technologie chemiczne	Technologie farmaceutyczne	Nanotechnologie	Biotechnologie	Technologie transportowe	Technologie komunikacyjne	Technologie informatyczne
■ do 100 tys. PLN	17,65%	0,00%	0,00%	33,33%	33,33%	25,00%	32,43%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	14,29%	28,57%	0,00%	11,76%
■ 101 - 500 tys. PLN	17,65%	40,00%	75,00%	33,33%	0,00%	0,00%	24,32%	33,33%	57,14%	50,00%	42,86%	42,86%	14,29%	45,45%	32,35%
■ 501 tys. – 1 mln PLN	29,41%	20,00%	0,00%	16,67%	66,67%	50,00%	18,29%	66,67%	28,57%	16,67%	28,57%	28,57%	42,86%	9,09%	23,53%
■ 1 - 4 mln PLN	29,41%	33,33%	25,00%	0,00%	0,00%	0,00%	16,22%	0,00%	0,00%	33,33%	14,29%	14,29%	0,00%	27,27%	23,53%
■ powyżej 4 mln. PLN	5,88%	6,67%	0,00%	16,67%	0,00%	25,00%	8,11%	0,00%	14,29%	0,00%	14,29%	0,00%	14,29%	18,18%	8,82%

Rys. 7.4. Faktyczne wartości pozyskanego kapitału PE w badanych firmach start-up w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi wg branż w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

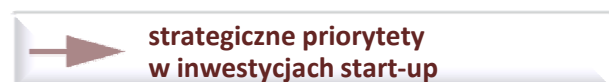


Rys. 7.5. Oczekiwania badanych firm start-up co do wysokości kapitału inwestycyjnego (skala pionowa) a kapitał pozyskany w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

Opisywane zjawisko rozbieżności pomiędzy oczekiwaniami badanych start-up co do wysokości nakładów inwestycyjnych a rzeczywistą wartością pozyskanego finansowania oznacza, że w praktyce projekty aplikujące o finansowanie ze źródeł *Private Equity*, już w fazie negocjacyjnej podlegają weryfikacji, w efekcie czego często są realizowane w warunkach niedoboru kapitału. Należy przy tym przypomnieć, że w badaniach bezpośrednich przeprowadzonych z przedstawicielami funduszy VC i BA, wskazywano na częste zjawisko asekuracji projektodawców i przedstawianie zawyżonych kalkulacji potrzeb kapitałowych. Inwestorzy bardzo często podkreślają, że prezentowane im do oceny biznesplany konstruowane są w oparciu o nierealistyczne założenia, a budżety projektów są najczęściej stanowczo przeszacowane. W tym kontekście opisywane zjawisko pewnej rozbieżności pomiędzy oczekiwaniami firm start-up a faktycznymi kontraktami uznać należy za naturalne i uzasadnione.

7.2. Cele strategiczne firm start-up



Bardzo istotnym aspektem prezentowanej analizy jest próba oceny strategii działania firm start-up w kontekście zabezpieczenia interesów inwestorów z rynku PE. Jak wykazano w rozdziale VI niniejszego raportu, głównym priorytetem inwestorów rynku *Private Equity* pozostaje wysoki zwrot z kapitału, znacznie przekraczający normatywne rentowności instrumentów finansowych na rynku kapitałowym. W rankingu ważności

kryteriów decyzyjnych za rok 2011, rentowność inwestycji zajmuje pierwsze miejsce w grupie inwestorów instytucjonalnych i piąte w grupie *Business Angels*. W roku 2012 znaczenie stopy zwrotu z inwestycji w zasadzie się nie zmieniło i nadal jest wysokie – 2 miejsce w rankingu inwestorów instytucjonalnych i czwarte w grupie BA.

Tymczasem, na tle wywiadów przeprowadzonych w badanych firmach start-up, wyraźnie zaznacza się pewna sprzeczność interesów projektodawcy i inwestora. W 2011 roku, dla firm start-up priorytetem strategicznym samym w sobie był rozwój produktu, usługi lub technologii, a problem rentowności przedsięwzięć nie stanowił dla samych projektodawców najważniejszego priorytetu (30 proc. firm). Pomimo faktu, że w 2012 roku ranga rentowności biznesu w opiniach respondowanych firm start-up wzrosła, nadal za niepokojący należy uznać fakt, że w swoich strategiach założenia co do określonego poziomu zyskowności deklaruje mniej niż połowa badanych firm. W tegorocznej edycji badań ogromnie duży nacisk kładziono na aspekt budowy marki i wizerunku firmy, taką odpowiedź wskazała co druga firma (zob. rys. 7.6.).

Na tle powyższych rozważań, wydaje się, że stopa rentowności ma dla młodych firm takie samo znaczenie, jak postulat utrzymania się na rynku, a więc stanowi w zasadzie warunek brzegowy funkcjonowania, a nie cel sam w sobie.



antagonizm strategii w inwestycjach start-up

Choć kompozycja celów strategicznych, kładąca nacisk na problemy rynkowe i technologiczne, jest w przypadku młodych firm dość oczywista

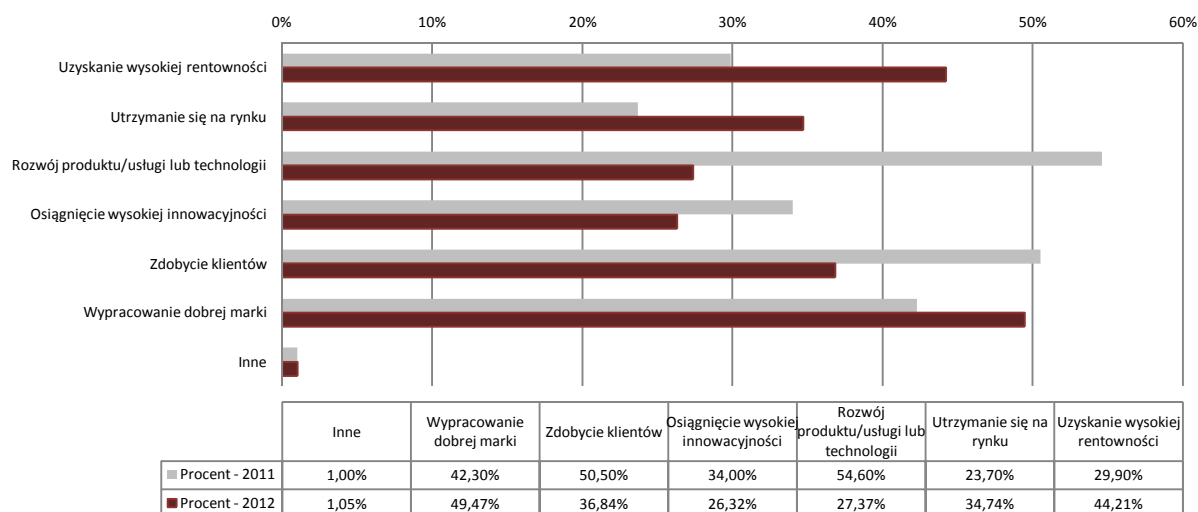
i uzasadniona, to jednak stoi ona w ostrym antagonizmie z oczekiwaniami inwestorskimi. Trzeba jednoznacznie podkreślić, że strategia dawców kapitału zakłada osiągnięcie całkowitego zwrotu z kapitału wraz z wypracowaną nadwyżką w stosunkowo krótkim czasie. Jak wynika z analiz okresów inwestycyjnych funduszy PE, znakomita większość inwestorów wycofuje kapitał w okresie od 1 do 3 lat od rozpoczęcia inwestycji, co jest możliwe tylko w warunkach wysokich stóp rentowności inwestycji w młode firmy.



cele strategiczne a wiek start-up

Bardziej precyzyjna analiza priorytetów strategicznych firm start-up pozwala

zaobserwować określoną zmienność modelu biznesowego w czasie. Okazuje się, że problem rentowności jako kluczowego celu strategicznego jest niedoceniany w bardzo wczesnej fazie inicjacyjnej (do drugiego roku funkcjonowania) i nabiera znaczenia w firmach starszych (od trzeciego roku). Rentowność kapitału stanowi czwarty co do ważności cel firm jednorocznych, szósty w firmach do drugiego roku funkcjonowania. Z kolei, w firmach funkcjonujących ponad 2 lata, priorytet uzyskania wysokiej rentowności wysuwa się na pierwszą pozycję pod względem ważności w strategii rozwoju i jest wskazywany jako najistotniejszy przez ponad połowę firm w tej grupie wiekowej. Dla firm działających na rynku powyżej 4 lata, ponownie znaczenie rentowności nieznacznie maleje, choć nadal co trzecia firma uznaje zyskowność za bardzo ważny cel działania (zob. rys. 7.7.).



Rys. 7.6. Cele strategiczne w badanych start-up w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

W bardzo młodych firmach, w fazach preinkubacyjnych, głównym celem staje się sam fakt opracowania i rozwoju produktu oraz udowodnienie ewentualnej innowacyjności rozwiązania. Te priorytety, związane z istotą pomysłu w sensie technicznym lub technologicznym, są we wczesnych fazach rozwoju biznesu uznawane za kluczowe. Nieznacznie mniej uwagi przypisują młodzi przedsiębiorcy celom marketingowym, takim jak: zdobycie klienteli czy wypracowanie marki. Cele finansowe, związane z rentownością czy wzrostem wartości biznesu, pozostają w cieniu priorytetów technologicznych i marketingowych.

→ cele strategiczne a wartość inwestycji

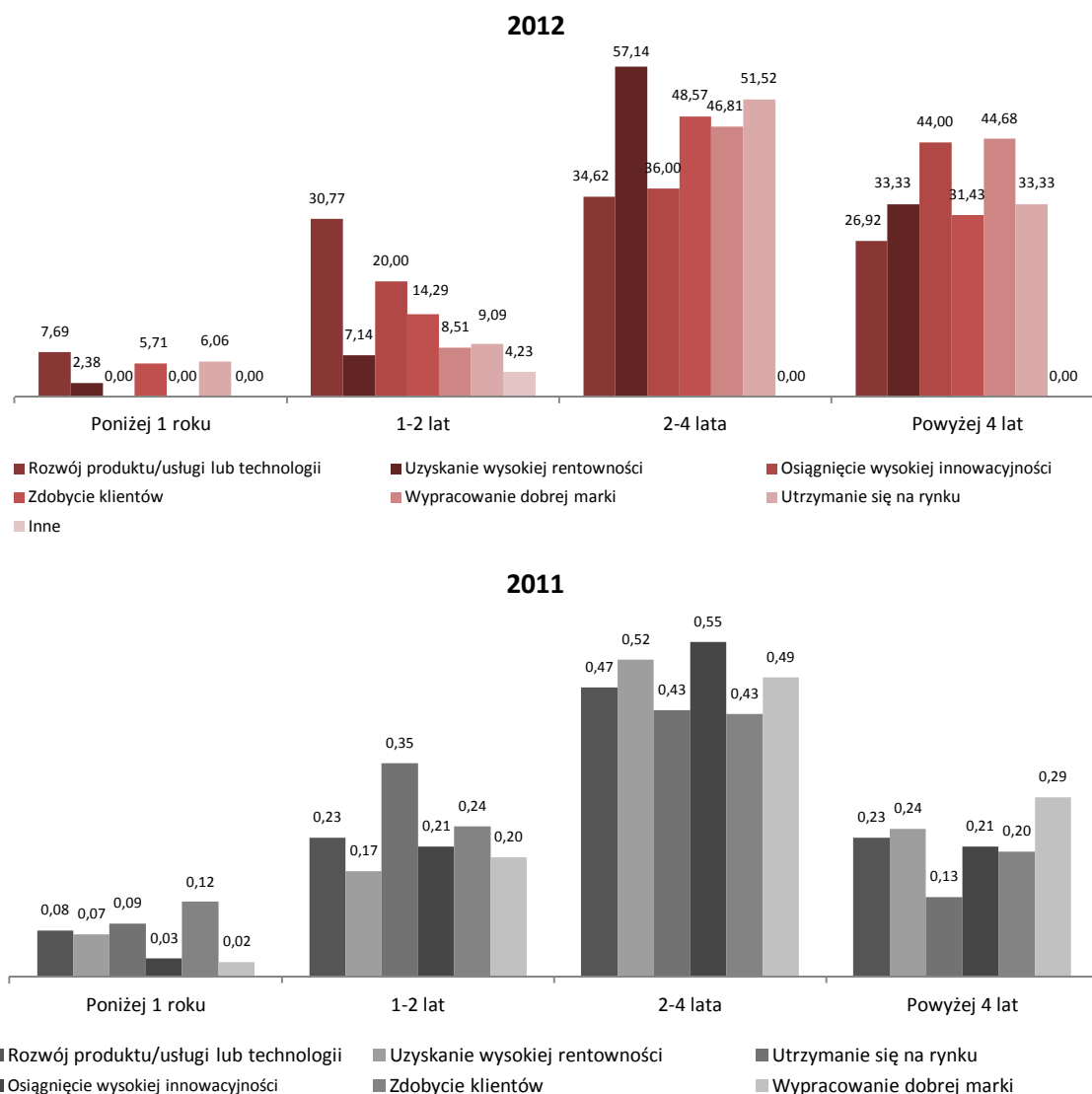
Jeszcze wyraźniej rysuje się związek pomiędzy priorytetami strategicznymi a wartością inwestycji (zob. rys. 7.8.). Zgodnie z deklaracjami

respondowanych przedstawicieli firm start-up, w 2011 roku postulat rentowności inwestycji stanowił najważniejszy cel strategiczny tylko w przedsięwzięciach o wartości powyżej 4 mln zł, a w roku 2012 już w projektach o wartości ponad 1 mln zł zwycięża myślenie w kategoriach maksymalizacji zysku. W projektach mniejszych, o wartości poniżej 1 mln zł, zwykle rentowność kapitału stanowi cel uzupełniający i plasuje się dopiero na czwartej, piątej pozycji pod względem częstotliwości wskazań.

Można przypuszczać, że wysokie znaczenie rentowności kapitału w przedsięwzięciach dużej wartości jest wynikiem bezpośredniego i znaczącego wpływu inwestora lub organów nadzorczych na kształt modelu biznesowego firmy i jej strategię. Prawdopodobnie w przedsięwzięciach o wartości powyżej 1 mln zł problem okresu zwrotu kapitału staje się postulatem wymuszonym przez inwestora. Warto zauważyć, że w projektach tej skali inne, pozafinansowe aspekty, takie jak rozwój innowacyjny, utrzymanie rynku, itp. mają dużo mniejsze znaczenie i są zdominowane myśleniem w kategoriach zysku ekonomicznego. Jednocześnie, w przypadku pozostałych przedsięwzięć, gdzie rentowność biznesu nie ma krytycznego znaczenia – jak można przypuszczać – znaczenie udziałowca z rynku PE jest mniejsze, a jego siła decyzyjna ograniczona. W firmach takich głównym postulatem strategicznym są aspekty związane z rozwojem technologii i/lub produktu oraz ich innowacyjnością.

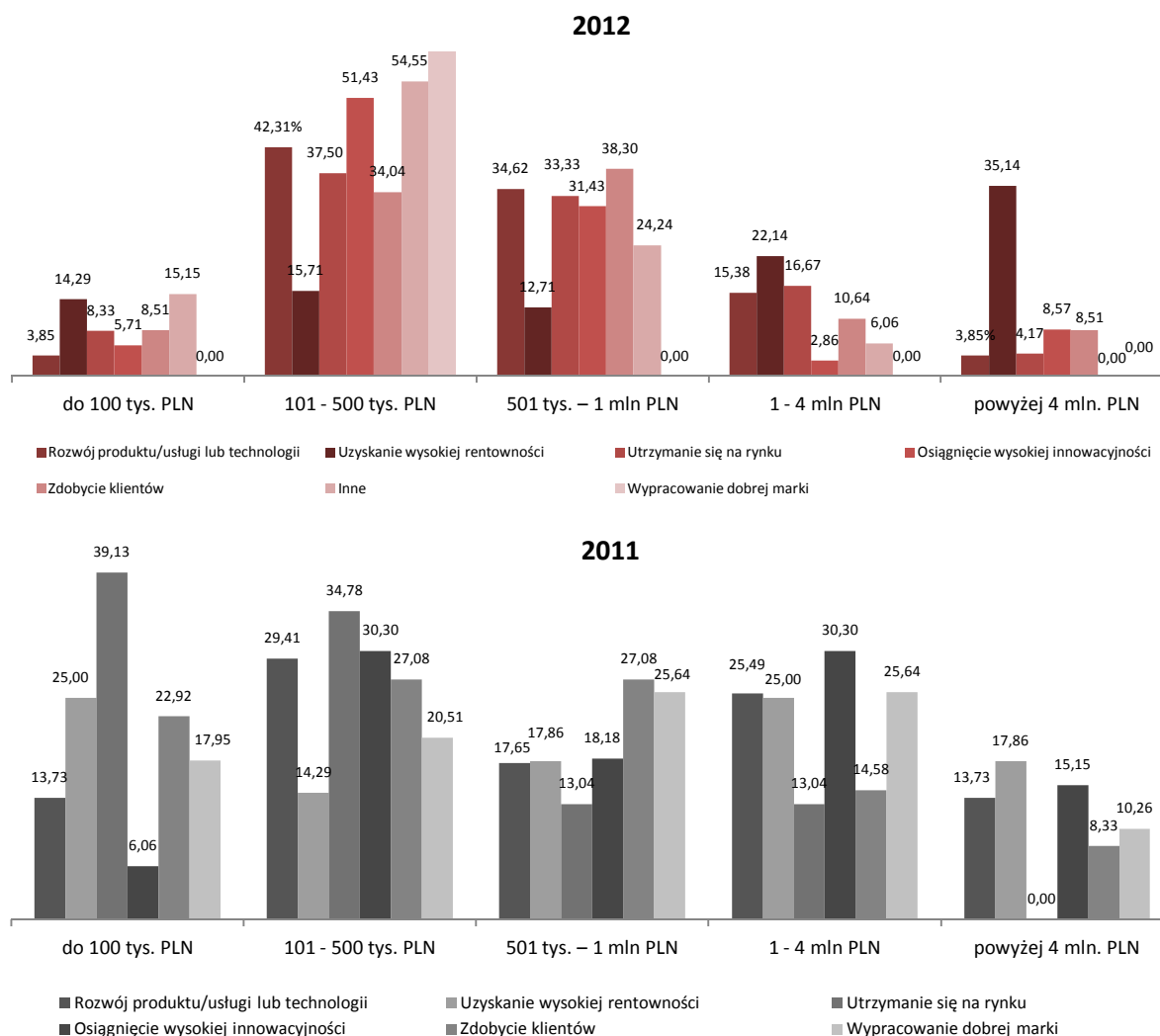
Nie mniejsze znaczenie dla niskowartościowych inwestycji mają aspekty rynkowe, takie jak zdobycie i utrzymanie określonego udziału w rynku, a nawet sam fakt utrzymania się na rynku.

Zgromadzony materiał analityczny nie wykazuje z kolei związku między celami strategicznymi start-up a branżą. Skoro nie potwierdzono istnienia istotnej korelacji między nimi, należy uznać, że modele strategiczne młodych firm nie są zależne od specyfiki branży, pozostając raczej charakterystyczne dla firm we wczesnych fazach rozwoju.



Rys. 7.7. Cele strategiczne w badanych start-up według wieku firmy w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.



Rys. 7.8. Cele strategiczne w badanych start-up według wartości inwestycji w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych za lata 2011 i 2012.

7.3. Relacje firm start-up z inwestorami

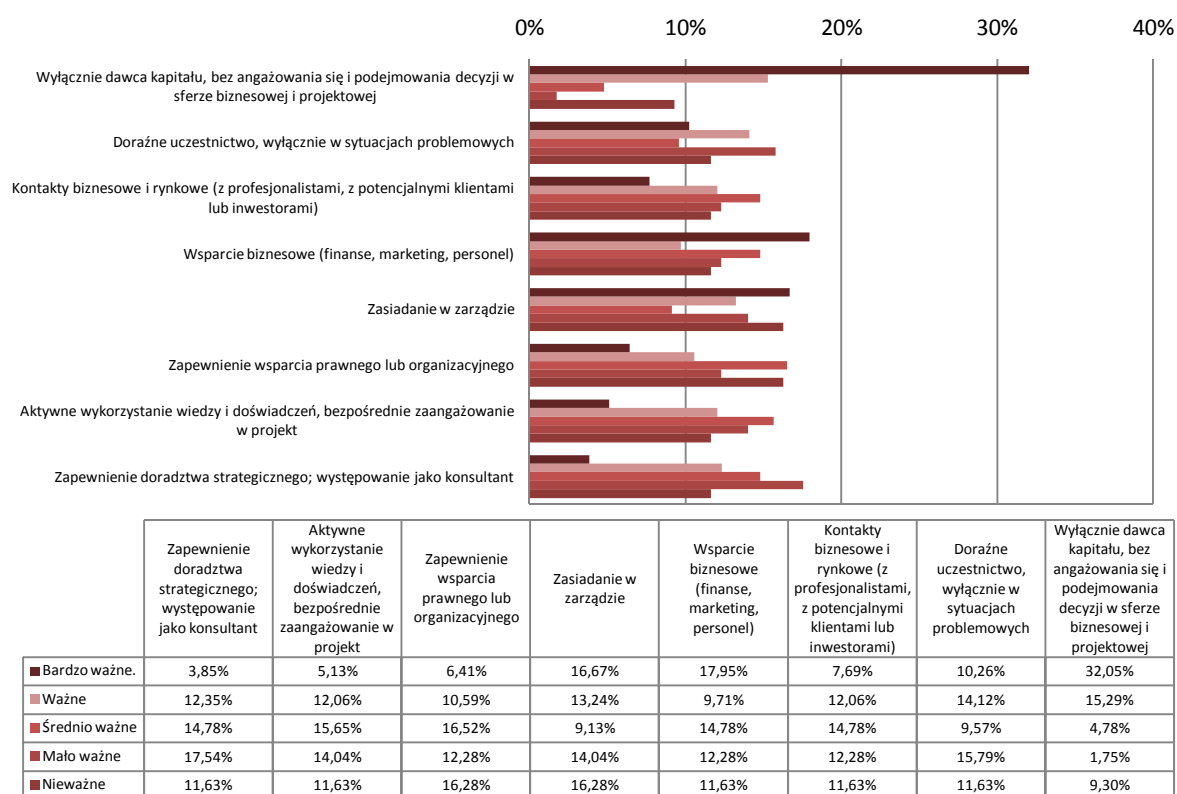
→ wsparcie pozakapitałowe badanych PE

Formuła związków zachodzących między przedsiębiorcą a inwestorem z rynku PE jest zwykle wypadkową procedur obowiązujących

w danym funduszu i zapisów kontraktowych obowiązujących w indywidualnym przypadku. Z praktyk badanych funduszy PE wynika, że w znakomitej większości rola inwestora nie ogranicza się jedynie do wkładu kapitałowego. Zgodnie z deklaracjami przedstawicieli rynku PE, większość ich inwestycji ma charakter aktywny lub proaktywny. Zaangażowanie inwestora w zarządzanie ma zwykle związek z wartością inwestycji czy ilością zakupionych udziałów, a jego celem jest wywieranie bezpośredniego wpływu na wzrost wartości rynkowej inwestycji. Warto odnotować, że w dwóch edycjach screeningu ujawniono radykalny postęp w tej dziedzinie. O ile, w 2011 roku, aż 17 proc. ankietowanych

inwestorów rynku PE ograniczało się do funkcji pasywnego dostawcy kapitału, to w roku 2012, bierne inwestowanie dotyczy już tylko 3 proc. inwestorów z obu segmentów rynku. Oznacza to, że inwestorzy wykazują coraz większe zainteresowanie aktywnym uczestnictwem w procesie zarządzania lub nadzoru właścicielskiego.³

Badania przeprowadzone w firmach start-up korzystających z kapitału PE ujawniły w tej kwestii istnienie poważnej kolizji interesów. Oto w analizie oczekiwań firm start-up wobec inwestorów, blisko połowa badanych firm ceni sobie inwestorów ograniczających swoją rolę do dawcy kapitału, bez angażowania się w proces zarządzania firmą (odpowiedzi: bardzo ważne i ważne). Jednocześnie blisko 1/3 tych przedsiębiorstw bardzo nisko ceni wszelkie, pozakapitałowe formy wsparcia (odpowiedzi: mało ważne i nieważne - zob. rys. 7.9.). Sytuacja taka jednoznacznie wskazuje na fakt, że firmy start-up zainteresowane są w zasadzie tylko pozyskaniem wsadu kapitałowego i nie wyrażają zapotrzebowania na wsparcie merytoryczne. Wręcz odwrotnie, respondowani projektodawcy z wysoką nieufnością odnoszą się do wszelkich prób inwestorów dotyczących zwiększenia zaangażowania.



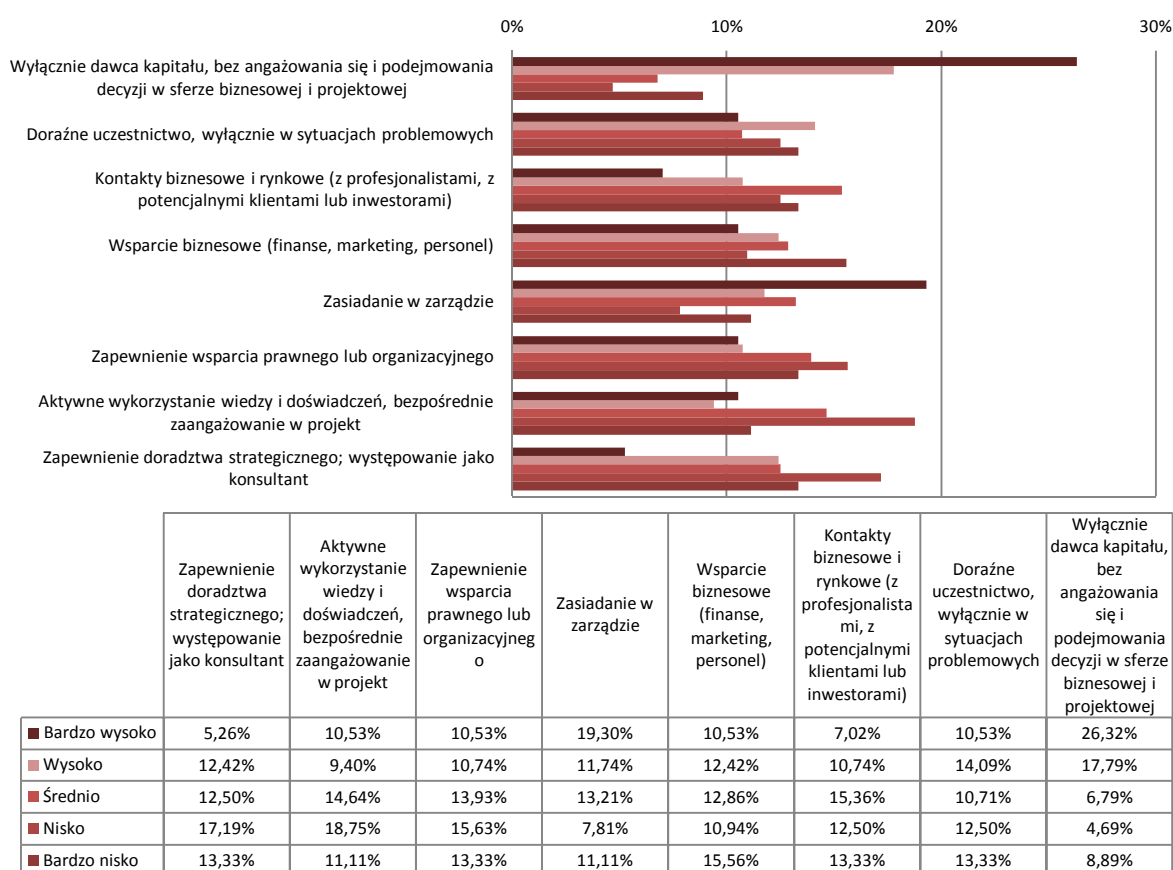
Rys. 7.9. Pozakapitałowe oczekiwania badanych start-up w relacjach z inwestorami i ich znaczenie – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych z roku 2012.

Jednocześnie w wielu przypadkach badane firmy start-up przyznają, że współpraca z inwestorami układa się dobrze lub bardzo dobrze. Blisko 55 proc. respondowanych twierdzi, że współpraca obejmuje wiele zakresów, od pomocy w zakresie prawnego-organizacyjnym, finansowym oraz

³ Szczegółowo dane dotyczące tej kwestii demonstruje podrozdział 6.1 niniejszego raportu.

marketingu do pomocy specjalistycznej w zakresie nowych technologii, innowacyjności itp. Częstą praktyką jest organizowanie przez fundusze inwestorskie cyklicznych spotkań, szkoleń lub meetingów doradczych. Z takich form wsparcia korzysta blisko 40 proc. badanych start-up, a ponad 30 proc. ocenia je jako przydatne i wartościowe. Co piąta firma oczekuje wsparcia inwestorskiego w zakresie nawiązywania kontaktów biznesowych (ze szczególnym uwzględnieniem pomocy w pozyskaniu klientów) oraz wsparcia w rozwiązywaniu problemów trudnych i krytycznych. Z tych form współpracy jednak firmy nie są zadowolone. Tylko 17 proc. firm ocenia pomoc inwestorów w tym zakresie bardzo wysoko lub wysoko.



Rys. 7.10. Ocena pozakapitałowego wsparcia inwestorów przez start-up – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych z roku 2012.

Generalnie rzecz biorąc, przedsiębiorcy stosunkowo nisko oceniają skuteczność i powodzenie różnych form zaangażowania inwestorów w procesy zarządzania (zob. rys. 7.10.). Co zaskakuje najbardziej, najniższą ocenę uzyskuje doradztwo strategiczne. Około 16 proc. firm uznaje ten zakres współpracy za ważny i jednocześnie za udany. Za bardziej owocne firmy start-up uznają zaangażowanie inwestorów w doraźne wsparcie biznesowe, prawne, finansowe czy procesowe (co piąta firma wysoko ocenia ten typ kooperacji).

Dla prawie co trzeciej firmy start-up udany typ kooperacji z inwestorem polega na bardzo bliskim związku, tj. na zasiadaniu przedstawiciela inwestora w bezpośrednim zarządzie firmy. Wprawdzie sami przedsiębiorcy nie oczekują takiego zaangażowania, to jednak w przypadkach, w których

inwestor pełni bezpośrednie funkcje kierownicze uznają oni, że sam ponosi przynajmniej część odpowiedzialności za powodzenie projektu. Mimo to, nadal około 20 proc. firm start-up doświadczających udziału inwestora w zarządzie bardzo nisko lub nisko ocenia ten typ współpracy.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że najwięcej, bo blisko 50 proc. analizowanych firm bardzo wysoko oceniło inwestorów w ich funkcji kapitałodawcy. Tylko 8 proc. firm wyraziło niezadowolenie z inwestora w tej funkcji. Ma to najprawdopodobniej związek z opisywanym już zjawiskiem dysproporcji między planowaną wartością inwestycji a faktycznie pozyskanym kapitałem, który zwykle jest niższy od oczekiwań.

Rozdział VIII

OCENA KONDYCJI FINANSOWEJ FIRM START-UP W POLSCE

– analiza porównawcza

8.1. Wstępna analiza finansowa firm start-up



Zgodnie z przyjętymi w niniejszym opracowaniu kryteriami doboru próby badawczej, badania zostały oparte na analizie sprawozdań

finansowych 129 podmiotów wyłonionych do badania, oznaczonych akronimem SUZI (start-up z inwestorem zewnętrznym)¹. Badania kondycji finansowej populacji SUZI przeprowadzono dla trzech okresów sprawozdawczych, tj. lat 2009, 2010 i 2011.

Istotną cechą przedstawionej w dalszej części analizy kondycji finansowej populacji SUZI jest element komparatystyki, pozwalający na odniesienia i porównania kluczowych wniosków do populacji analogicznej (spełniającej podobne kryteria doboru). Dlatego też próba badawcza jest uzupełniona o zestaw spółek notowanych na giełdzie *NewConnect* (NC), które charakteryzują się, podobnie jak grupa SUZI, stosunkowo wczesną fazą rozwoju i nieugruntowaną jeszcze pozycją na rynku. Co oczywiste, cechą odróżniającą obie populacje jest forma finansowania działalności. Wybrane spółki NC zostały skatalogowane w dziedziny działalności w taki sam sposób jak badane firmy korzystające z finansowania udziałowego.

Badane podmioty, które w tegorocznym screeningu zostały zakwalifikowane do próby badawczej zostały pogrupowane w 10 dziedzinach działalności (zob. tab. 8.1.). Przyjęte kategorie ustalono w oparciu o PKD wiodącej działalności gospodarczej badanych jednostek gospodarczych. Wprowadzenie wspomnianej klasyfikacji ma na celu ograniczenie występowania wielu kategorii badawczych, w których występuje znikoma ilość jednostek oraz pogrupowanie tych, których charakteryzują się podobnymi aspektami działalności. Taka kategoryzacja firm SUZI może pozwolić na wyłonienie pewnych cech kondycji finansowej, które są charakterystyczne dla danej grupy badanych jednostek. Strukturę branżową badanych firm z grupy SUZI demonstruje tab. 8.1.²

¹ Kompletny opis próby badanych podmiotów zawiera tab. 1.5. w rozdziale I.

² Dziedzina działalności niektórych firm SUZI jest trudna do określenia z powodu niedługiego czasu funkcjonowania tych jednostek na rynku oraz braku jasno określonego rodzaju ich wiodącej działalności gospodarczej. Dlatego też, dziedzina działalności gospodarczej części przedsiębiorstw SUZI została określona jako „Inne”.

Tab. 8.1. Struktura próby badawczej firm SUZI – wg dziedziny działalności

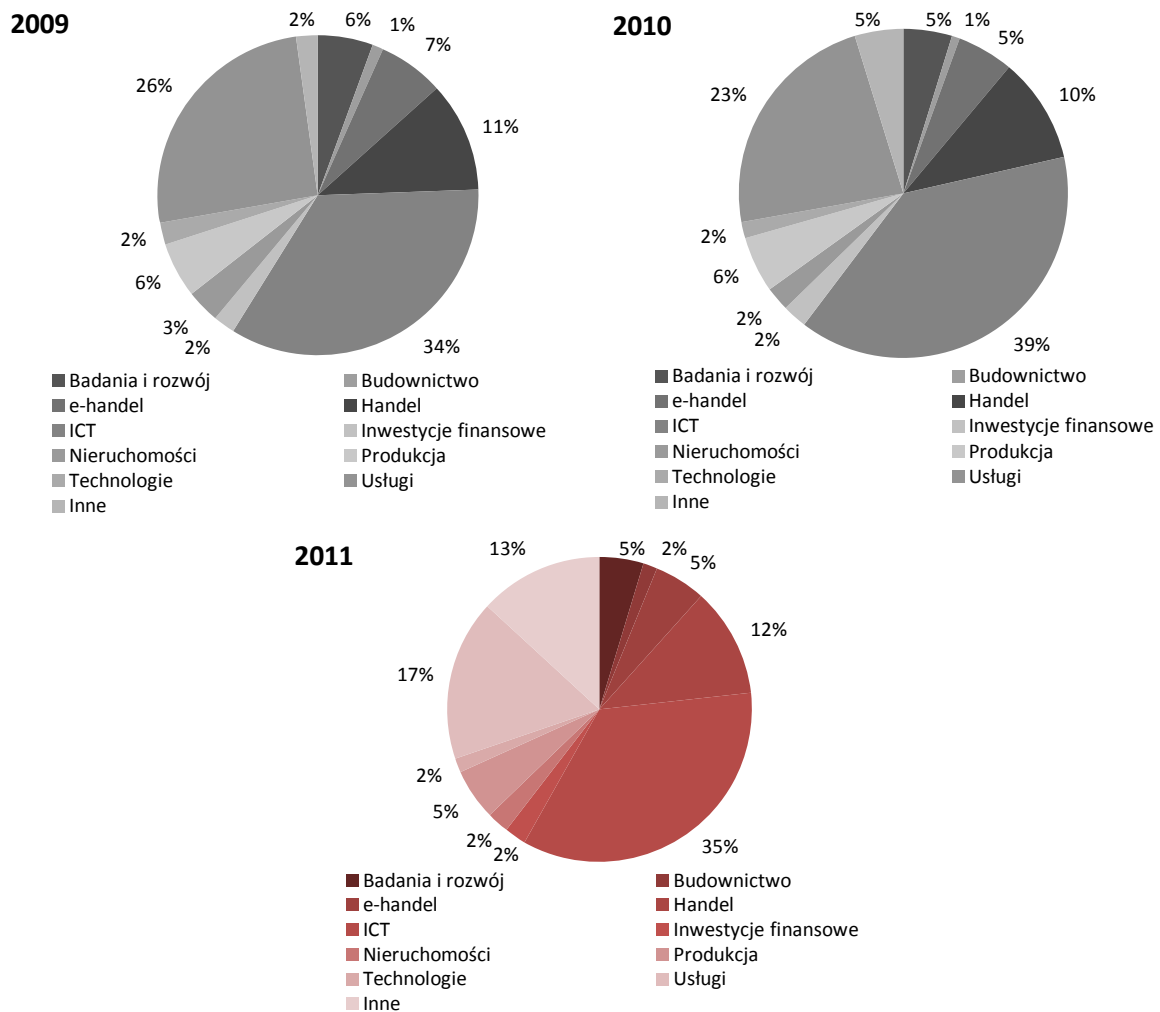
Dziedzina działalności	Liczba firm 2009	Udział w strukturze 2009	Liczba firm 2010	Udział w strukturze 2010	Liczba firm 2011	Udział w strukturze 2011
Badania i rozwój	5	5,56%	6	4,76%	6	4,51%
Budownictwo	1	1,11%	1	0,79%	2	1,50%
e-handel	6	6,67%	7	5,56%	7	5,26%
Handel	10	11,11%	13	10,32%	15	11,28%
ICT	31	34,44%	49	38,89%	45	33,83%
Inwestycje finansowe	2	2,22%	3	2,38%	3	2,26%
Nieruchomości	3	3,33%	3	2,38%	3	2,26%
Produkcja	5	5,56%	7	5,56%	7	5,26%
Technologie	2	2,22%	2	1,59%	2	1,50%
Usługi	23	25,56%	29	23,02%	22	16,54%
Inne	2	2,22%	6	4,76%	17	12,78%
SUMA KOŃCOWA	90	100%	126	100%	129	100%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Próba badawcza w badaniach za rok 2011 liczyła 129 jednostki gospodarcze. Wszystkie zostały zakwalifikowane do wskaźnikowej analizy sprawozdania finansowego. Istotne jest, iż w poszczególnych latach (zob. tab. 8.1.) liczba badanych firm SUZI nie jest jednakowa. Duże zmiany w liczebności próby wystąpiły pomiędzy rokiem 2010 i 2011. Mianowicie, z badania usunięto 22 firmy, które nie złożyły sprawozdania finansowego oraz dodano zestaw 25 nowo powstałych firm start-up spełniających przyjęte w badaniach kryteria doboru jednostek do próby.

Zmiany w strukturze próby badawczej składającej się z jednostek SUZI nie są duże i w trzech latach kalendarzowych zauważalne są podobne proporcje poszczególnych dziedzin działalności gospodarczej. W całym badanym okresie najwięcej jednostek przynależy do dwóch kategorii badawczych: „ICT” i „usługi” (zob. rys. 8.1.). Największy przyrost udziału w strukturze próby badawczej występuje w przypadku jednostek o niesprecyzowanej kategorii. Mianowicie firm, które sklasyfikowano jako „inne” jest najwięcej w roku 2011. Przyrost ich ilości z 2 w roku 2009 do 17 jest związany z dołączeniem do próby badawczej zestawu nowo założonych przedsiębiorstw. W ich przypadku określenie wiodącej działalności gospodarczej jest najtrudniejsze.

Zauważalny jest wzrost liczby przedsiębiorstw w przypadku większości kategorii badawczych. W wielu przypadkach nie jest on jednak związany ze wzrostem ich udziału w strukturze próby. Mianowicie, przyrost liczebności poszczególnych kategorii badawczych jest proporcjonalny do przyrostu całkowitej liczby badanych firm. Brak proporcjonalnego wzrostu skutkuje spadkiem udziału danej kategorii badawczej w strukturze próby. Taka sytuacja w największym stopniu dotyczy firm, które swoją działalność wiążą ze świadczeniem różnego typu usług.



Rys. 8.1. Struktura próby badawczej firm SUZI – wg dziedziny działalności

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

→ charakterystyka próby badawczej firm NC

Baza porównawcza składająca się z firm notowanych na giełdzie *NewConnect* liczy 100 podmiotów zarówno w roku 2010 jak i 2011.

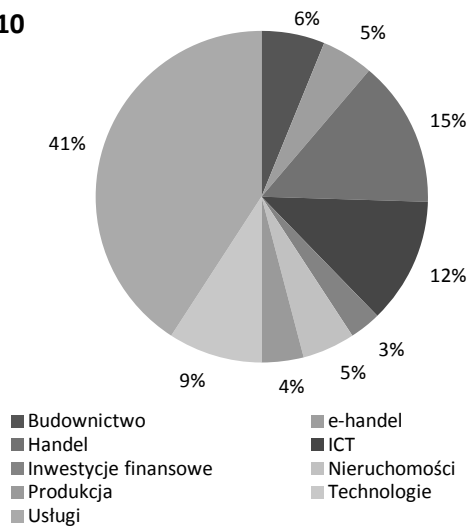
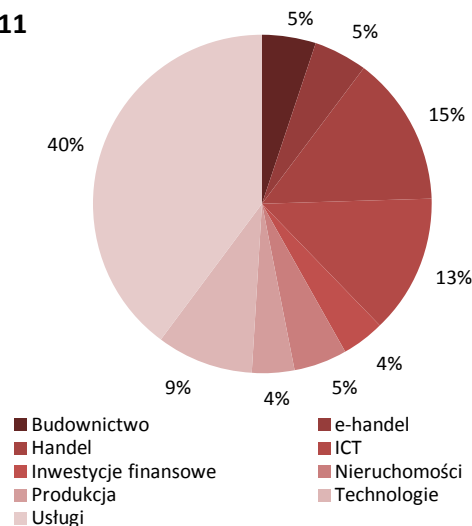
Należy zaznaczyć, iż niektóre jednostki NC z roku 2010 zostały zastąpione przez inne w roku 2011. Jest to powód, dla którego struktura próby składającej się z firm NC nieznacznie różni się w dwóch kolejnych latach. Dane finansowe firm NC, po odrzuceniu 2 jednostek, których sprawozdania finansowe zawierały nieścisłości wymagające ich eliminacji dotyczą 98 przedsiębiorstw (zob. tab. 8.2. i rys. 8.2.)

Podobnie do jednostek SUZI, firmy NC mają bardzo podobną strukturę w dwóch badanych okresach. W latach 2010 i 2011 najwięcej przedsiębiorstw notowanych na giełdzie *NewConnect* przynależało do dziedzin: „usługi”, „handel” i „ICT”.

Tab. 8.2. Struktura próby badawczej firm NC – wg dziedziny działalności

Dziedzina działalności	Liczba firm 2010	Udział w strukturze 2010	Liczba firm 2011	Udział w strukturze 2011
Badania i rozwój	0	0,00%	0	0,00%
Budownictwo	6	6,12%	5	5,10%
e-handel	5	5,10%	5	5,10%
Handel	14	14,29%	14	14,29%
ICT	12	12,24%	13	13,27%
Inwestycje finansowe	3	3,06%	4	4,08%
Nieruchomości	5	5,10%	5	5,10%
Produkcja	4	4,08%	4	4,08%
Technologie	9	9,18%	9	9,18%
Usługi	40	40,82%	39	39,80%
Inne	0	0,00%	0	0,00%
SUMA KOŃCOWA	98	100%	98	100,00%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

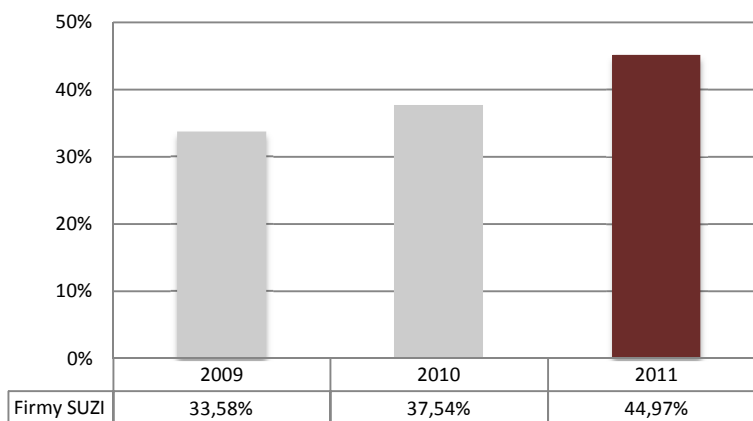
2010**2011****Rys. 8.2. Struktura próby badawczej firm NC – wg dziedzin działalności**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2011.

8.1.1. Wstępna analiza bilansu

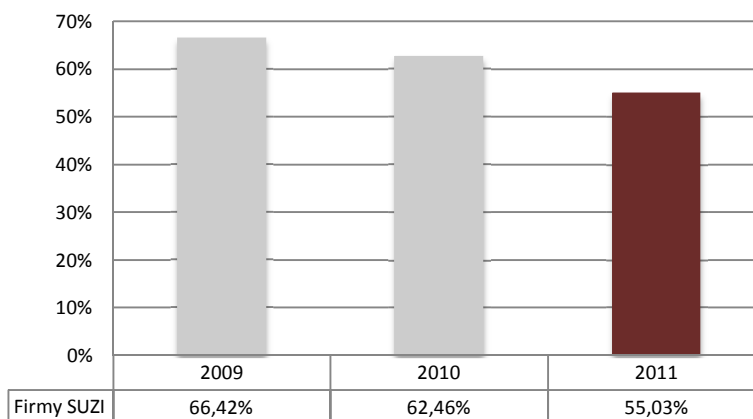
Jednostki należące do próby badawczej zostały objęte wstępnym badaniem bilansu. Sprawozdania finansowe, które stanowiły podstawę do przeprowadzenia obliczeń obejmują lata 2009-2011. Metodyka przeprowadzonej wstępnej analizy sprawozdań finansowych uwzględnia zastosowanie wskaźników, które autorzy uznali za najbardziej adekwatne. Za najbardziej istotne zależności w strukturze aktywów uznano udział aktywów trwałych oraz obrotowych w aktywach ogółem (zob. rys. 8.3. i 8.4.). Otrzymane rezultaty wskazują na występowanie tendencji wzrostowej udziału aktywów trwałych w sumie aktywów ogółem w bilansach firm SUZI. Powodem występowania takiej

sytuacji może być stopień, w jakim badane jednostki wykorzystują z biegiem czasu pozyskane kapitały od inwestora zewnętrznego. Dodatkowo, badane jednostki wraz z rozwojem inwestują w działalność podstawową nabywając aktywa trwałe. Istotne jest, iż takie zachowanie z reguły przypisywane jest jednostkom, które należą do branż kapitałochłonnych. W przypadku firm SUZI zmiany w strukturze aktywów trwałych spowodowane są wzrostem udziału wartości niematerialnych i prawnych w sumie bilansowej. Następnym takim stanem, rzeczy jest odwrotnie proporcjonalne kształtowanie się udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem.



Rys. 8.3. Średni udział procentowy aktywów trwałych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

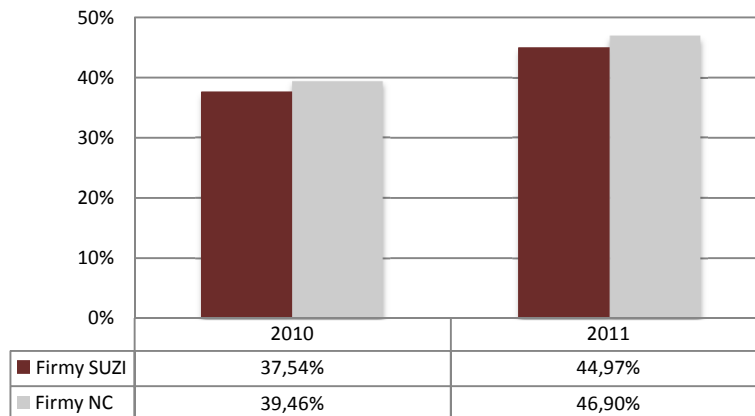
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012



Rys. 8.4. Udział procentowy aktywów obrotowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

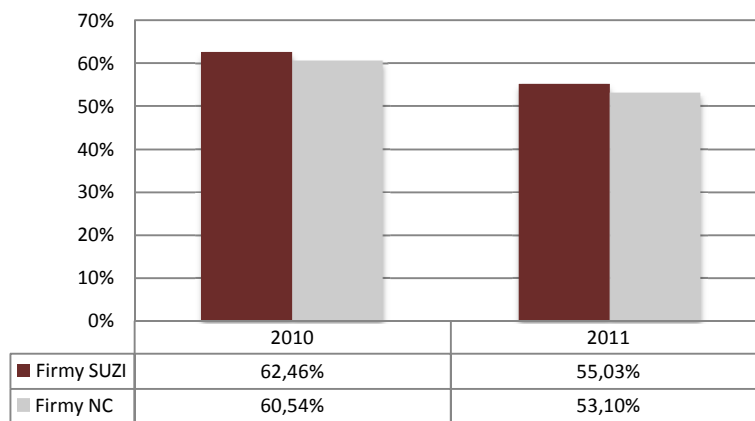
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Relacja aktywów trwałych i obrotowych w sumie bilansowej kształtuje się w podobny sposób w dwóch badanych grupach firm (zob. rys. 8.5 i 8.6). Oznacza to wzrost udziału aktywów trwałych w sumach bilansowych firm NC na przestrzeni lat 2010-2011 oraz spadek udziałów obrotowych w aktywach ogółem. Należy zaznaczyć, iż o ile w przypadku firm SUZI elementem, który powodował te zmiany jest udział wartości niematerialnych i prawnych, tak w przypadku jednostek NC zmiany zostały odzwierciedlone w dużej mierze przez wzrost udziału inwestycji długoterminowych w sumach bilansowych. Spadek udziału aktywów obrotowych w aktywach ogółem jest determinowany przez nieznaczne zmniejszenie się udziału wszystkich elementów składowych aktywów krótkoterminowych w przypadku dwóch firm NC i SUZI.



Rys. 8.5. Udział procentowy aktywów trwałych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

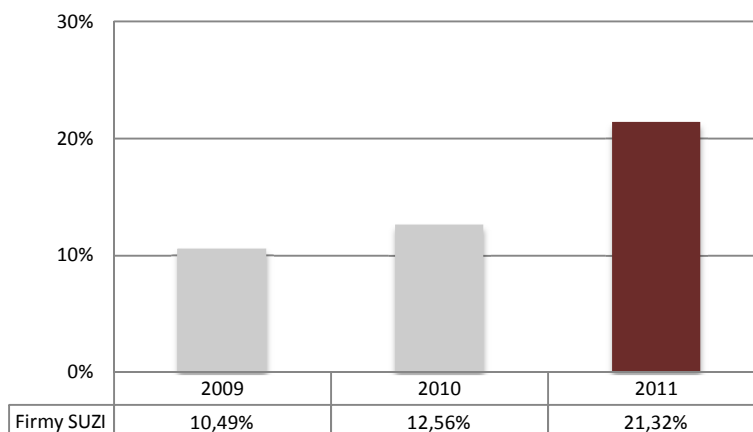


Rys. 8.6. Udział procentowy aktywów obrotowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

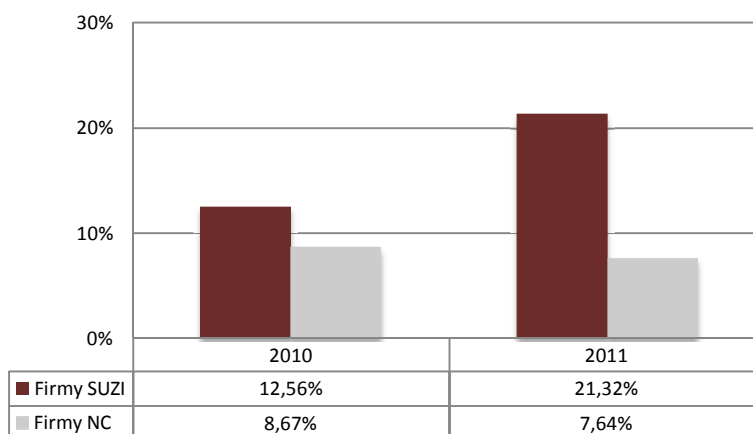
➔ **analiza struktury wybranych aktywów trwałych**

Wielu informacji dostarcza głębsza analiza struktury aktywów trwałych, którą przeprowadzono w oparciu o następujące elementy składowe: wartości niematerialne i prawne, rzeczowe aktywa trwałe, należności długoterminowe oraz inwestycje długoterminowe. Pierwszą badaną relacją był udział wartości niematerialnych i prawnych w aktywach ogółem. Zaprezentowane wyniki (zob. rys. 8.7 i 8.8) uwidaczniają przyrost tej wielkości na przestrzeni trzech badanych lat w grupie firm SUZI. Należy zauważyć, iż jest to element sprawozdania, który cechuje się najwyższym przyrostem udziału w strukturze bilansów badanych firm. Jak zostało wcześniej wspomniane, za sprawą wzrostu omawianej wielkości odnotowano wzrost odsetka, jaki stanowią aktywa trwałe w sumach bilansowych jednostek SUZI. Należy dodać, iż największy udział wartości niematerialnych i prawnych w strukturze bilansu mają firmy, które swoją działalność koncentrują na zastosowaniu technologii, technologiach teleinformatycznych, produkcji, handlu oraz badaniach i rozwoju.



Rys. 8.7. Udział procentowy wartości niematerialnych i prawnych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



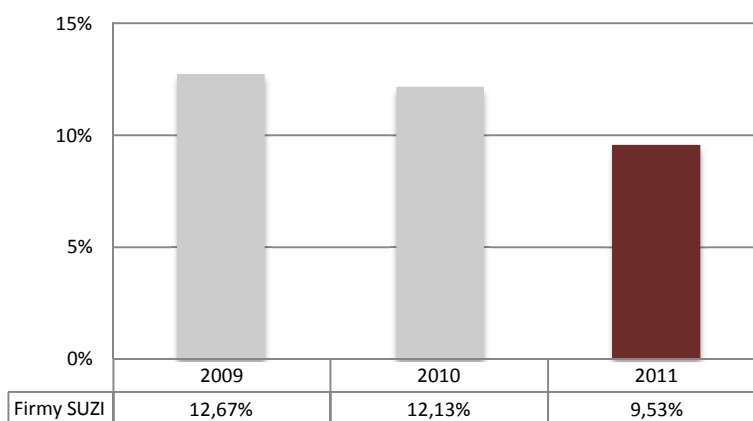
Rys. 8.8. Udział procentowy wartości niematerialnych i prawnych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Udział wartości niematerialnych i prawnych w sprawozdaniach firm NC jest znacznie niższy niż w przypadku jednostek SUZI. Dodatkowo, charakteryzuje się on spadkiem z roku 2010 do roku 2011. Przyczyną wystąpienia takich różnic może być skala prowadzonej działalności. Firmy NC charakteryzują się dużymi sumami bilansowymi, a więc proporcja nawet znacznych wartości niematerialnych i prawnych jest znikoma. Natomiast jednostki start-up, które dopiero zaczynają działalność zmuszone są do nabycia odpowiednich składników niematerialnych, które umożliwią im funkcjonowanie. Należy dodać, iż w przypadku firm NC najwyższym udziałem wartości niematerialnych i prawnych w sumach bilansowych charakteryzują się jednostki wiążące swoją działalność z technologiami telekomunikacyjno-informacyjnymi oraz e-handlem.

Kolejną badaną zależnością jest udział rzeczowych aktywów trwałych w aktywach ogółem. Uzyskane wyniki w postaci średniego udziału procentowego tej relacji w sumach bilansowych w badanych firmach wskazują na spadek jej wartości na przestrzeni trzech badanych okresów sprawozdawczych (zob. rys. 8.9.). Dodatkowo, zauważalny jest stosunkowo niewielki udział badanej relacji w strukturze bilansowej firm SUZI. Istotne jest, iż najwyższy odsetek rzeczowych aktywów trwałych w aktywach

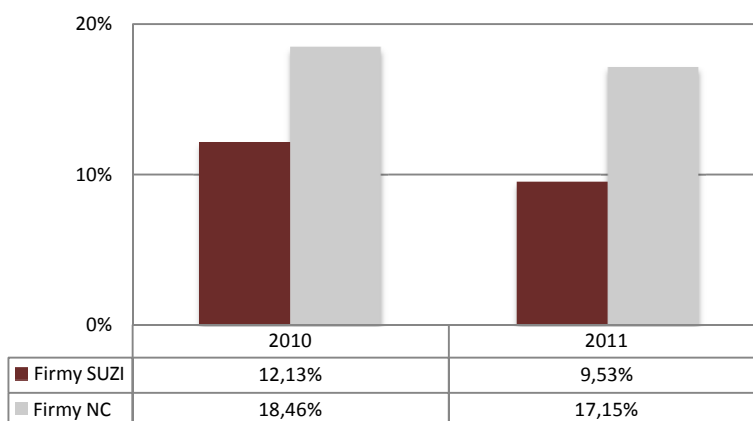
ogółem związany jest z firmami powiązаныmi z budownictwem, nieruchomościami oraz produkcją, a najniższy z przedsiębiorstwami działającymi w zakresie inwestycji finansowych oraz badań i rozwoju.



Rys. 8.9. Średni udział procentowy rzeczowych aktywów trwałych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Istotnych informacji dostarcza zestawienie wyników średniego udziału procentowego rzeczowych aktywów trwałych w sumach bilansowych firm SUZI z firmami z grupy komparatywnej (zob. rys. 8.10). Zauważalne jest, że odsetek badanej wielkości bilansowej jest znacznie większy w przypadku firm NC (w roku 2011 prawie dwukrotnie). Należy dodać, iż w przypadku firm NC, podobnie jak w przypadku jednostek SUZI, do dziedzin działalności charakteryzujących się największym udziałem rzeczowych aktywów trwałych sumie bilansowej, zalicza się jednostki gospodarcze zajmujące się budownictwem oraz firmy koncentrujące prowadzoną działalność na produkcji, technologiach oraz e-handlu.

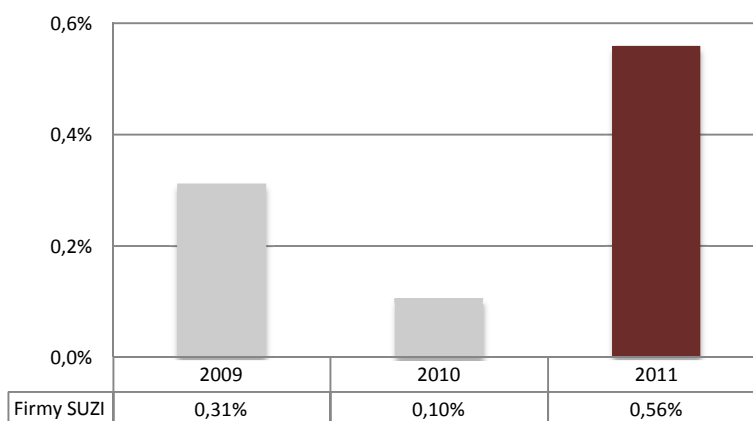


Rys. 8.10. Średni udział procentowy rzeczowych aktywów trwałych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

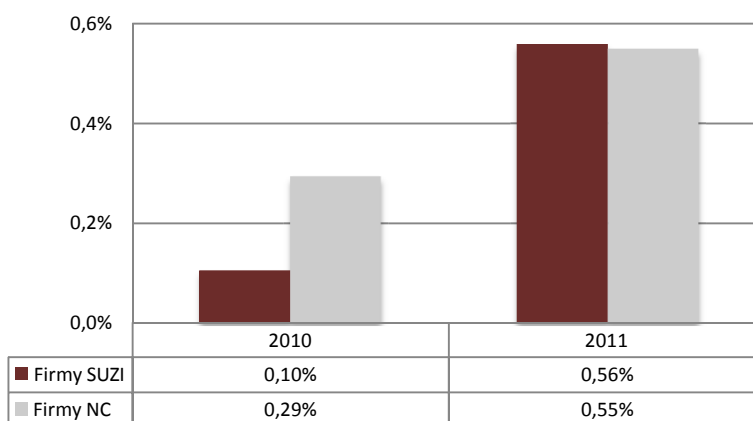
Wielkość średniego udziału należności długoterminowych w aktywach ogółem firm SUZI jest nieregularna w trzech badanych okresach sprawozdawczych (zob. rys. 8.11.). Dodatkowo, odsetek tej wielkości finansowej jest bardzo niewielki i nie przekracza 1% sumy bilansowej. Głębsza analiza

bilansów badanych jednostek pozwala stwierdzić, iż średnia z 2011 roku zawyżana jest przez jednostki SUZI zajmujące się e-handlem. W pozostałych dziedzinach działalności średni udział należności długoterminowych w aktywach ogółem jest znikomy.



Rys. 8.11. Średni udział procentowy należności długoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



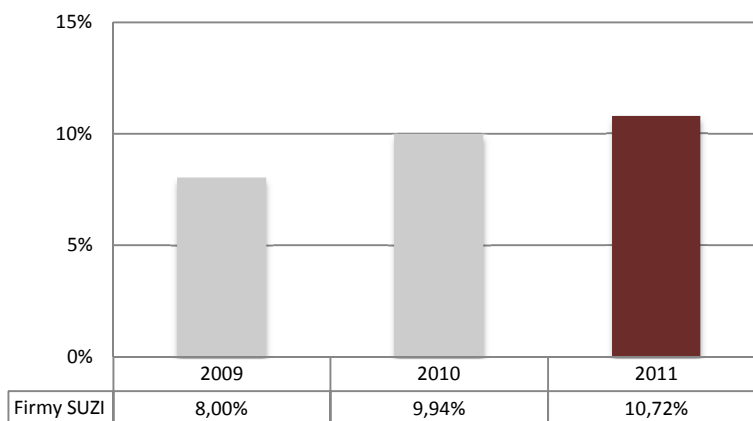
Rys. 8.12. Średni udział procentowy należności długoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Zestawienie wyników obliczeń dla firm SUZI w rezultatach firm NC, pozwala stwierdzić, iż w obydwu grupach badanych jednostek, średni udział procentowy należności długoterminowych utrzymywany jest na bardzo niskim poziomie i w roku 2011 średnie dla przedsiębiorstw NC oraz SUZI są prawie równe. Można dodać, że w przypadku jednostek NC, firmy koncentrujące swoją działalność gospodarczą w obrębie handlu i technologii wykazują największy odsetek należności długoterminowych w sumach bilansowych.

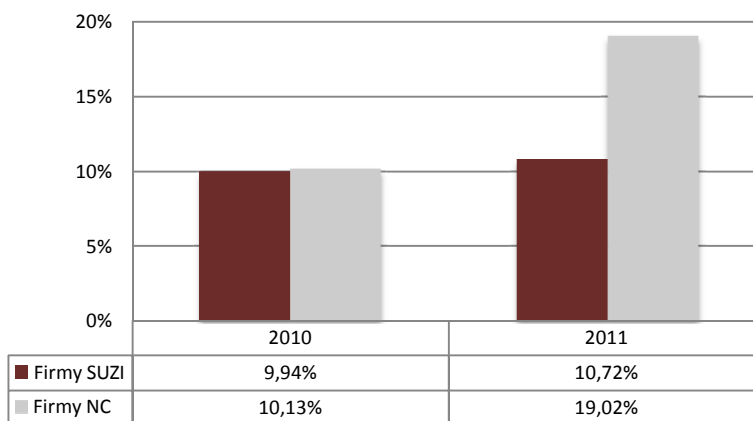
Następnym elementem badania struktury aktywów przedsiębiorstw SUZI jest analiza udziału inwestycji długoterminowych w aktywach ogółem. Z uzyskanych wyników można wywnioskować, iż wielkość tego elementu bilansu w strukturze aktywów jest niewielka (zob. rys. 8.13.). Dodatkowo, zauważalna jest tendencja wzrostowa, tzn. udział badanej kategorii wzrastał w każdym okresie sprawozdawczym. Dogłębna analiza bilansów badanych firm pozwala stwierdzić, że największy

odsetek inwestycji długoterminowych w sumach bilansowych posiadają jednostki gospodarcze związane z inwestycjami finansowymi. Identyczne wnioski można wyciągnąć z porównania wyników osiągniętych przez firmy SUZI z tymi, które uzyskano z analizy sprawozdań przedsiębiorstw notowanych na giełdzie NC (zob. rys. 8.14.). Istotne jest, że w przypadku grupy referencyjnej wielkość badanej kategorii jest znacznie wyższa w roku 2011. Szczegółowa analiza dostarcza informacji, iż podobnie do jednostek SUZI, firmy zajmujące się inwestycjami finansowymi charakteryzują się najwyższym odsetkiem inwestycji długoterminowych w strukturze bilansu.



Rys. 8.13. Średni udział procentowy inwestycji długoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.14. Średni udział procentowy inwestycji długoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

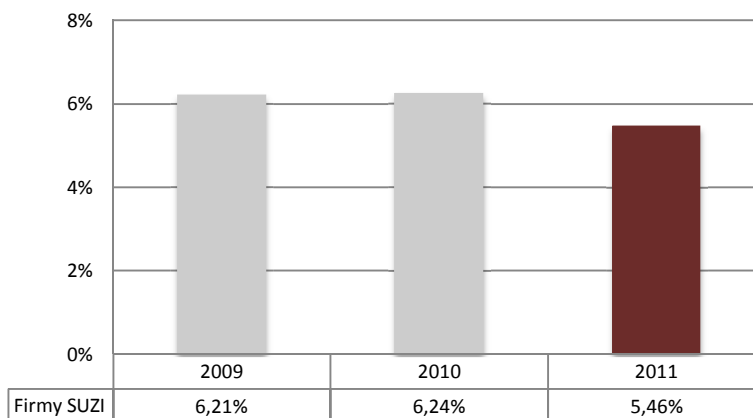
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

➔ analiza struktury wybranych aktywów obrotowych

Kolejnym etapem analiz jest badanie wewnętrznej struktury aktywów obrotowych. Na tym etapie obliczeń uwzględniono

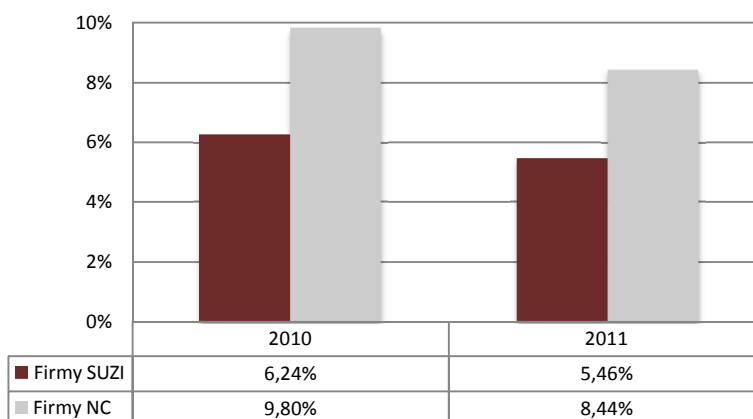
następujące elementy bilansu: zapasy, należności krótkoterminowe i inwestycje krótkoterminowe. Następnie ustalono udział tych pozycji bilansowych w aktywach ogółem. Zapasy są pierwszym elementem tej części sprawozdania, który został poddany badaniu. Zaprezentowane wyniki wskazują na zmniejszenie się udziału tej pozycji bilansowej w sumie aktywów ogółem (zob. rys. 8.15.). Należy dodać, iż poziom zapasów nie jest utrzymywany na wysokim poziomie. Pogłębiona analiza

sprawozdań firm SUZI pozwala ustalić, iż największym udziałem zapasów w sumie bilansowej charakteryzują się jednostki gospodarcze związane z e-handlem, produkcją i handlem. Należy zaznaczyć, iż nawet w przypadku tych kategorii badawczych wielkość zapasów w strukturze maleje.



Rys. 8.15. Średni udział procentowy zapasów firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



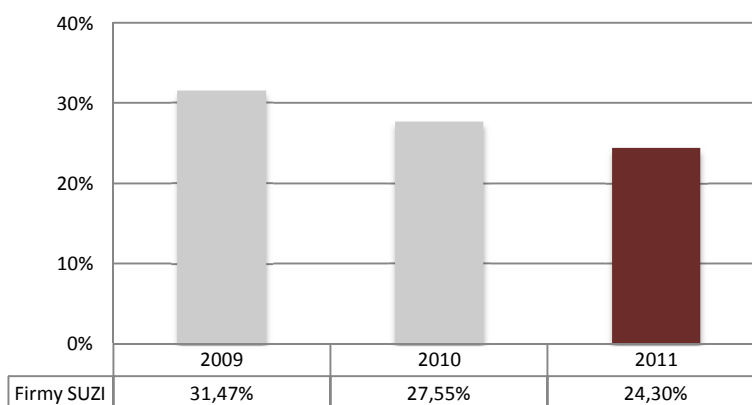
Rys. 8.16. Średni udział procentowy zapasów firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Wielu informacji dostarcza zestawienie wyników udziału zapasów w sumach bilansowych firm SUZI z rezultatami obliczeń przeprowadzonych dla firm notowanych na giełdzie *NewConnect* (zob. rys. 8.16.). Grupa komparatywna utrzymuje zapasy na wyższym poziomie niż firmy start-up wykorzystujące finansowanie udziałowe. Zauważalny jest niewielki spadek wartości udziału badanej pozycji bilansowej w sumie aktywów ogółem. Należy dodać, iż na wysoką wartość tej pozycji bilansu w przypadku przedsiębiorstw NC składa się poziom zapasów utrzymywany w firmach zajmujących się handlem, produkcją, nieruchomościami oraz budownictwem.

Następną analizowaną relacją jest stosunek należności krótkoterminowych do aktywów ogółem (zob. rys. 8.17). Otrzymane rezultaty obliczeń uwiadcniają tendencję spadkową tej kategorii wśród badanych jednostek SUZI. Taka sytuacja może oznaczać, iż firmy te działają w coraz bardziej efektywny sposób. Mianowicie, zmniejszający się udział należności krótkoterminowych w stosunku do rosnących wyników na sprzedaży oznaczać będzie, że przedsiębiorstwo prowadzi coraz bardziej efektywną politykę udzielania kredytów kupieckich. Należy zaznaczyć, że taki stan rzeczy jest

możliwy tylko wtedy, gdy dana jednostka zwiększa uzyskiwane przychody. W sytuacji gdy zyski ze sprzedaży maleją przy jednoczesnym spadku należności krótkoterminowych można domniemywać, iż zakres prowadzonej działalności jest coraz mniejszy oraz że dana jednostka staje się mniej aktywna. Te przypuszczenia potwierdzić może wskaźnikowa analiza aktywności oraz badanie cyklu operacyjnego i cyklu konwersji gotówki. Udział należności krótkoterminowych w aktywach ogółem w populacji badanych przedsiębiorstw kształtuje się na bardzo zbliżonym poziomie w firmach każdego typu. Wyjątkiem są jednostki związane z inwestycjami finansowymi oraz nieruchomościami. Poglębiona analiza ich sprawozdań wskazuje, iż firmy te posiadają najmniej należności krótkoterminowych w strukturze aktywów w całej próbie badawczej.

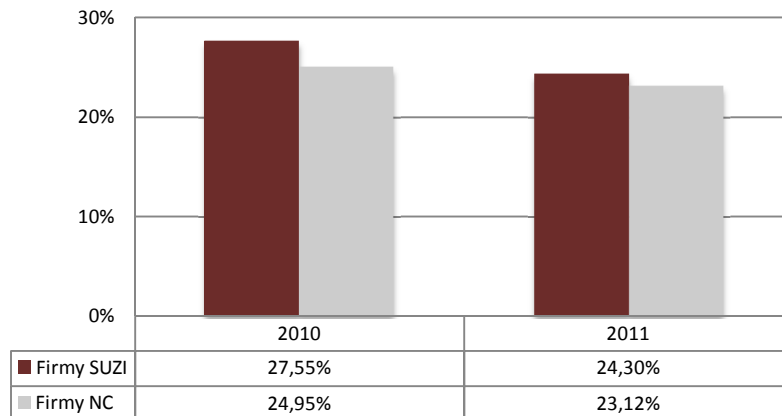


Rys. 8.17. Średni udział procentowy należności krótkoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

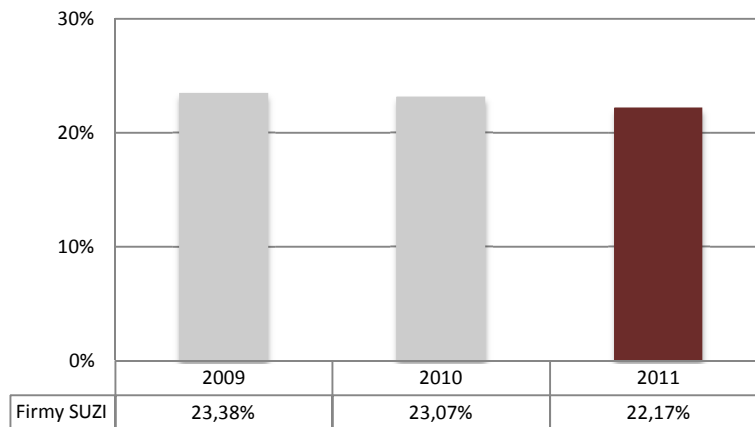
Zestawienie uzyskanych wyników dla średniego udziału procentowego należności krótkoterminowych firm SUZI z rezultatami otrzymanymi przez jednostki NC uwidacznia, iż przedsiębiorstwa notowane na giełdzie *NewConnect* charakteryzują się niższymi wartościami badanej pozycji bilansu na przestrzeni 2 lat (zob. rys. 8.18.). Obserwowany jest również spadek analizowanej wartości z roku 2010 do 2011 w przypadku tych firm. Taka sytuacja, może mieć związek ze skalą prowadzonej działalności przez firmy NC, gdyż często jest ona o wiele większa niż w przypadku jednostek SUZI. Dodatkowo te przedsiębiorstwa charakteryzują się wyższym poziomem aktywów ogółem.

Kolejną i ostatnią badaną wielkością związaną z aktywami obrotowymi jest stosunek inwestycji krótkoterminowych do sumy aktywów ogółem w firmach SUZI (zob. rys. 8.19.). Zauważalny jest spadek wartości badanej pozycji na przestrzeni 3 okresów sprawozdawczych. Taka sytuacja może być spowodowana stopniowym wykorzystaniem posiadanych środków pieniężnych przez przedsiębiorców, która z biegiem czasu przekształcana jest w inne aktywa np. trwałe. Należy dodać, że spadek udziału inwestycji krótkoterminowych w sumie bilansowej jest niewielki. Interesującym faktem jest, iż największą wartość badanej relacji utrzymują jednostki koncentrujące swoją działalność na inwestycjach finansowych, nieruchomościach oraz usługach. Firmy NC utrzymują relację inwestycji krótkoterminowych do aktywów ogółem na bardzo zbliżonym poziomie do jednostek SUZI (zob. rys. 8.20.). W ich przypadku można również zauważyć spadek badanej relacji z roku 2010 do 2011.



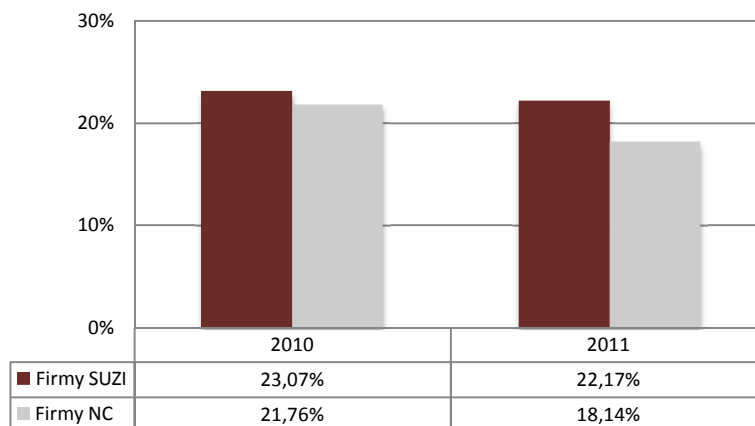
Rys. 8.18. Średni udział procentowy należności krótkoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.19. Średni udział procentowy inwestycji krótkoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.20. Średni udział procentowy inwestycji krótkoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

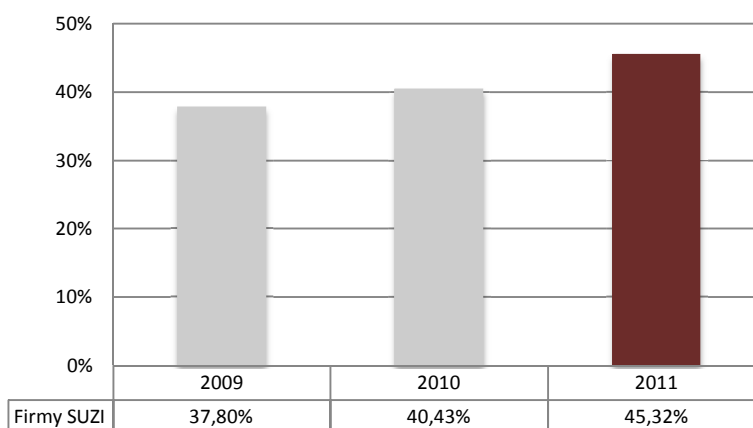
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



analiza struktury wybranych pasywów

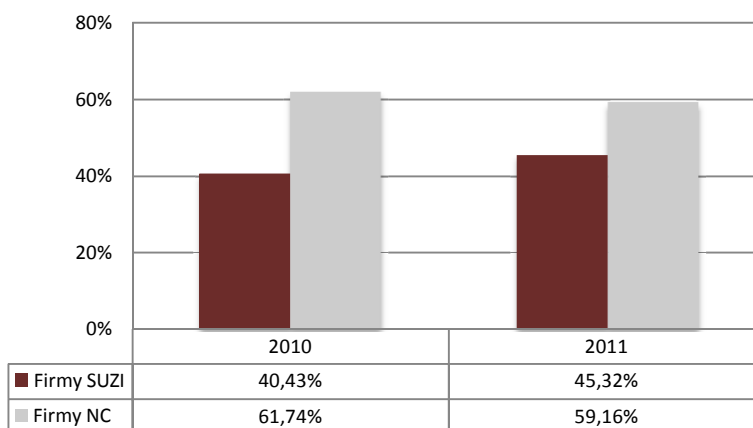
Następny etap wstępnego badania bilansów obejmuje analizę zależności związanych ze strukturą finansowania. Badanie uwzględnia

zależności dotyczące udziału kapitałów własnych, zobowiązań długoterminowych oraz zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem. Pierwszym elementem kapitałów przedsiębiorstw, który został poddany analizie, był udział kapitałów własnych w sumach bilansowych badanych jednostek (zob. rys. 8.21.) . Uzyskane wyniki wskazują na znaczny wzrost wielkości tej relacji na przestrzeni trzech badanych okresów sprawozdawczych. Najwyższy wzrost udziału kapitałów własnych można zaobserwować w roku 2011. Pogłębiona analiza sprawozdań finansowych pozwala na stwierdzenie, iż udział kapitałów własnych w pasywach jest wysoki w przypadku większości rodzajów badanych jednostek, natomiast najmniejszym udziałem charakteryzują się te, które swoją działalność wiążą z nieruchomościami oraz budownictwem.



Rys. 8.21. Średni udział procentowy kapitałów własnych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.22. Średni udział procentowy kapitałów własnych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

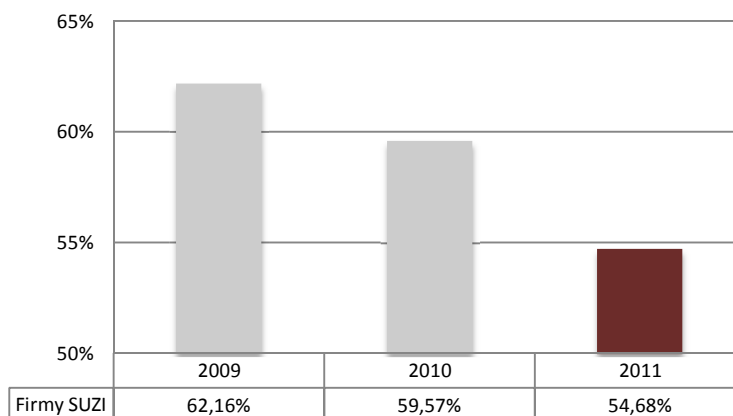
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Badanie udziału kapitałów własnych w pasywach ogółem w firmach NC pozwala stwierdzić, że utrzymują one wyższy poziom kapitałów własnych w dwóch badanych okresach sprawozdawczych (zob. rys. 8.22.) niż jednostki SUZI. Utrzymywanie wysokiej wartości kapitałów własnych w strukturze

pasywów świadczy o lepszej kondycji finansowej firm NC. Należy podkreślić, iż w obydwu badanych grupach firm kapitały własne są utrzymywane na wysokim poziomie. W przypadku jednostek SUZI taka sytuacja może mieć związek z utrudnieniami pozyskiwania finansowania kapitałem obcym z uwagi na brak wystarczającej historii kredytowej i niską zdolności kredytową, przy jednoczesnym wsparciu inwestora-udziałowca, który dostarcza kapitały własne spółce.

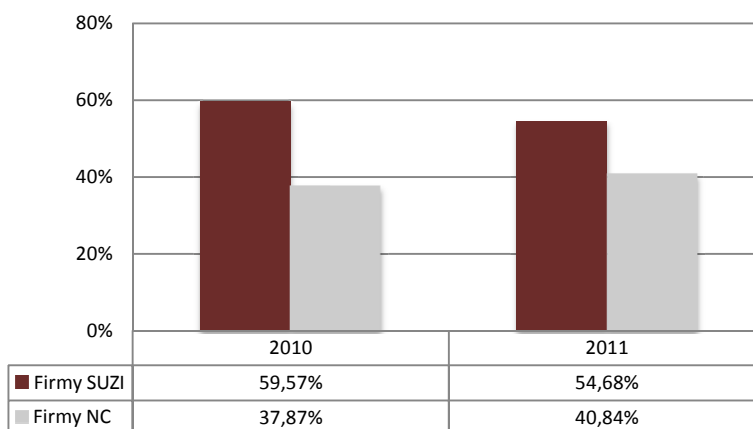
Średni udział zobowiązań oraz rezerw na zobowiązania w pasywach ogółem jest odwrotnie proporcjonalny do udziału kapitałów własnych w sumie bilansowej, z uwagi na konstrukcję tej części sprawdzania finansowego. Wyniki (zob. rys. 8.23. i 8.24.) wskazują na malejącą, udział zobowiązań i rezerw na zobowiązania w sumach bilansowych badanych firm. Taka sytuacja jest postrzegana jako poprawa sytuacji finansowej. Nie należy jednak interpretować jej tylko w pozytywnych kategoriach. Mianowicie, spadek wielkości zobowiązań handlowych, które są częścią zobowiązań krótkoterminowych nie w każdym przypadku będzie sugerował poprawę sytuacji finansowej. Ta kwestia jest wyjaśniona poprzez wskaźnikową analizę aktywności oraz badanie cyklu operacyjnego oraz cyklu konwersji gotówki. Podsumowując należy stwierdzić, iż relacja zobowiązań do kapitałów własnych poprawia się. W stosunku do lat 2009 i 2010, w ostatnim okresie sprawozdawczym jednostki SUZI utrzymywały tę relację na zrównoważonym poziomie.

Analogicznie do spółek SUZI, firmy NC kształtowały relację zobowiązań i rezerw na zobowiązania w stosunku do sumy bilansowej na niższym poziomie, średnio posiadając wyższe kapitały własne niż obce. W praktyce oznacza to finansowanie aktywów w większości kapitałem własnym, co jest uznawane za sygnał świadczący o stabilnej sytuacji finansowej. Należy dodać, że w przeciwieństwie do firm SUZI, jednostki gospodarcze notowane na giełdzie *NewConnect* zwiększyły udział kapitałów obcych w strukturze finansowania.



Rys. 8.23. Średni udział procentowy zobowiązań i rezerw na zobowiązania firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

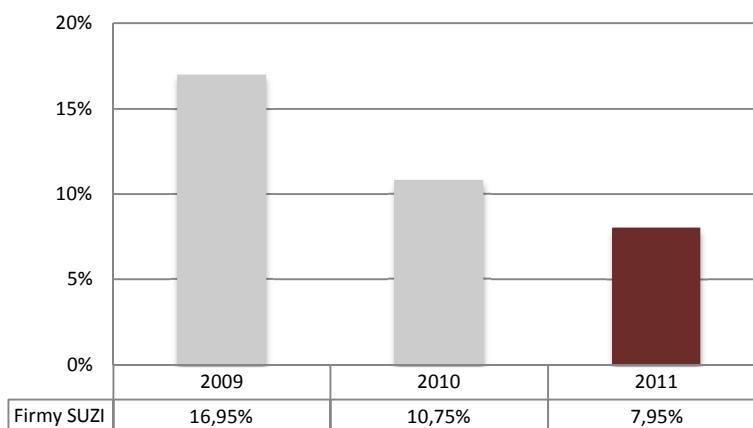
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.24. Średni udział procentowy zobowiązań i rezerw na zobowiązania firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

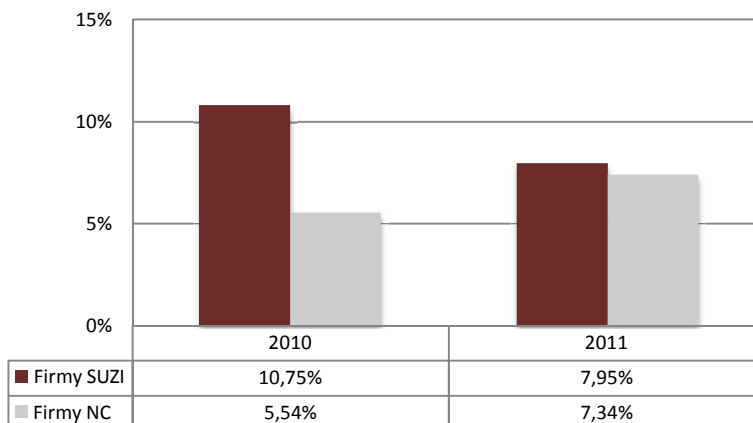
Następnym badanym elementem pasywów jest udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem (zob. rys. 8.25. i 8.26.). Otrzymane wyniki wskazują, iż jest on bardzo niski w strukturze finansowania firm SUZI. Dodatkowo, zauważalna jest tendencja spadkowa, ponieważ wartość udziału zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem zmniejsza się w każdym z badanych okresów sprawozdawczych.



Rys. 8.25. Średni udział procentowy zobowiązań długoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

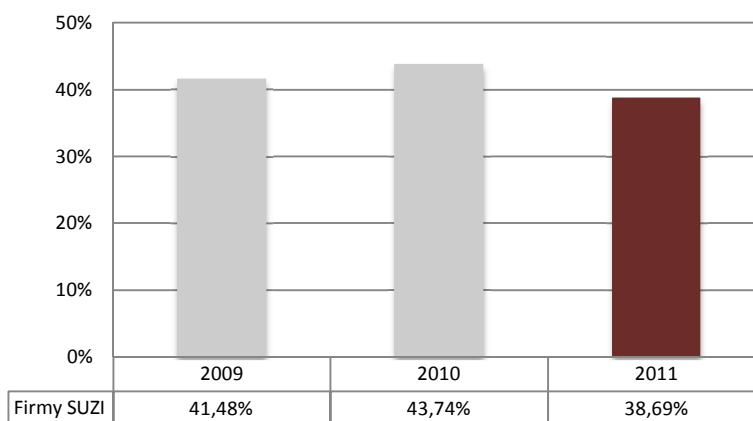
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Porównanie wyników otrzymanych dla firm SUZI z obliczeniami wykonanymi dla jednostek z próby porównawczej w strukturze, iż kapitały długoterminowe w firmach NC również nie mają bardzo wysokiego udziału w strukturze finansowania. Zauważalny jest wzrost udziału zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem w przypadku firm NC (z roku 2010 do 2011) w przeciwieństwie do badanych firm start-up. Należy wspomnieć, że zobowiązania długoterminowe (tworzące kapitał stały) są postrzegane jako bezpieczne źródło finansowania w porównaniu do zobowiązań krótkoterminowych.



Rys. 8.26. Średni udział procentowy zobowiązań długoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

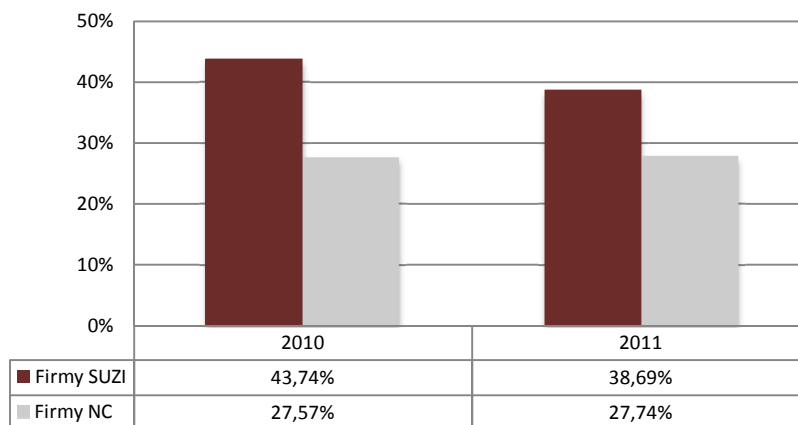
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.27. Średni udział procentowy zobowiązań krótkoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Ostatnią analizowaną relacją jest średni udział zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem (zob. rys. 8.27 i 8.28). Przedstawione wyniki dla firm SUZI ukazują wzrost badanej wielkości z roku 2009 do 2010, a następnie jej spadek do najniższego poziomu w 2011 roku. Malejący udział zobowiązań krótkoterminowych w strukturze finansowania jest postrzegany jako sygnał świadczący o poprawiającej się kondycji finansowej. Może się on przyczynić do poprawienia płynności oraz wypłacalności. Dodatkowo, spadek tej kategorii towarzyszący wzrostowi przychodów ze sprzedaży jest pożądanym zjawiskiem. Dlatego też, interpretując kształtowanie się udziału zobowiązań krótkoterminowych należy przeanalizować wyniki badania wskaźnikowego. Należy dodać, iż w przypadku firm NC omawiana wartość utrzymywana jest na stabilnym poziomie i jest niższa, niż w przedsiębiorstwach SUZI.



Rys. 8.28. Średni udział procentowy zobowiązań krótkoterminowych firm NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Wyniki wstępnej analizy bilansów analizowanych przedsiębiorstw dostarczają wielu informacji, które należy krótko podsumować. Mianowicie, zauważalne jest kształtowanie się pewnych tendencji dotyczących struktury bilansów badanych jednostek gospodarczych. Pierwszą interesującą, zależnością jest kształtowanie się udziału aktywów trwałych i obrotowych w podobny sposób w dwóch badanych grupach firm (wzrost udziału aktywów trwałych i spadek aktywów obrotowych w latach 2010-2011). Należy dodać, iż w bilansach firm SUZI w odróżnieniu od jednostek NC, wysokim wzrostem udziału w strukturze aktywów charakteryzowała się wartość aktywów niematerialnych i prawnych. Pozostałe elementy aktywów trwałych tj. rzeczowe aktywa trwałe charakteryzują się prawie dwukrotnie wyższym udziałem w strukturze aktywów w firmach NC niż w jednostkach SUZI, inwestycje długoterminowe utrzymywane były na wyższym poziomie w przedsiębiorstwach NC w roku 2011, a należności długoterminowe w roku 2010. Wyniki badania aktywów obrotowych wskazują, iż zapasy mają wyższy udział w strukturze bilansów firm NC w odróżnieniu od jednostek SUZI. Podobna sytuacja występuje w przypadku należności krótkoterminowych, jednak dodatkowo zauważalny jest spadek ich udziału w strukturze aktywów w dwóch analizowanych grupach firm. Podobna tendencja (jednak o znacznie mniejszej skali) zauważalna jest w przypadku inwestycji krótkoterminowych. Interesujące relacje występują w przypadku źródeł finansowania. Stwierdza się, że firmy NC posiadają wyższy udział kapitałów własnych w strukturze pasywów od jednostek SUZI, jednak wyraźna jest tendencja wzrostowa ich udziału w przypadku firm start-up. Oznacza to, że jednostki korzystające z finansowania udziałowego posiadają wyższy udział zobowiązań i rezerw na zobowiązania od firm dojrzałych (NC). Należy dodać, iż badane jednostki z dwóch analizowanych grup firm utrzymują stosunkowo niski poziom zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem (który jest niemal równy dla firm SUZI i NC w roku 2011). Istotne jest, iż firmy SUZI charakteryzują się wyższym udziałem zobowiązań krótkoterminowych w strukturze pasywów niż jednostki z grupy porównawczej, jednak z roku 2010 do roku 2011 różnica ta uległa zmniejszeniu.

8.1.2. Analiza wstępna rachunku zysków i strat

Analizę wstępną rachunku zysków i strat przeprowadzono na podstawie sprawozdań finansowych pochodzących z firm należących do dwóch badanych grup. Ponadto, badanie przeprowadzono dwukrotnie dla każdej z nich. Część badanych firm sporządzała rachunek zysków i strat w wariantcie porównawczym, a inne w kalkulacyjnym (zob. tab. 8.3.). Dlatego też, dla każdej z tych dwóch grup obliczenia przeprowadzone były osobno. Istotne jest, iż kalkulacje zostały dokonane jedynie dla tych firm, które osiągały przychody, jednocześnie będąc aktywne gospodarczo. Jednostek, które nie osiągały żadnych przychodów jest niewiele, lecz nie mogły zostać uwzględnione w badaniu, ze względu na występowanie problemów technicznych podczas obliczania wartości zagregowanych, które uniemożliwiały obliczenie średnich. Z uwagi na fakt, iż uzyskane wyniki są podatne na działanie ujemnych rezultatów, wyodrębniono jednostki gospodarcze generujące stratę i firmy osiągające zyski. Główną przyczyną zastosowania takiego rozróżnienia jest występowanie bardzo wielu wyników nietypowych dla przedsiębiorstw wykazujących stratę. Należy wyjaśnić, że w próbie zdarzyły się jednostki, które zostały odrzucone z badania z powodu błędów w sprawozdaniu. Ponadto jedna firma nie złożyła rachunku zysków i strat w sprawozdaniu, co również ją dyskwalifikowało.

Tab. 8.3. Ilość firm przedstawiająca rachunek zysku i strat w wariantcie kalkulacyjnym i porównawczym

Typ Jednostki	Wariant porównawczy			Wariant kalkulacyjny		
	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011	Rok 2009	Rok 2010	Rok 2011
Firmy SUZI	75	107	110	15	19	18
Firmy NC	-	82	79	-	15	19

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2011.

Badanie jednostek SUZI, które sporządziły rachunek zysków i strat w wariantcie kalkulacyjnym wskazuje, że większość tych przedsiębiorstw osiągnęło zyski. Firm, które generowały zyski w roku 2011 było aż 14. W podobny sposób ta relacja kształtowała się w odniesieniu do firm SUZI, które przygotowały rachunek zysków i strat w wariantcie porównawczym. W 2011 roku z 79 jednostek gospodarczych zysk osiągnęło aż 50 firm. Istotne jest, iż proporcja ta utrzymuje się na zbliżonym poziomie w każdym z badanych okresów sprawozdawczych.

Wstępna analiza rachunków i strat badanych firm została przeprowadzona w oparciu o analizę struktury rachunków zysków i strat. Tak jak w przypadku bilansów, matematycznie nie jest możliwe przeprowadzenie analizy poziomej z uwagi na zmieniającą się strukturę próby w każdym roku kalendarzowym. Taka sytuacja uniemożliwia obliczenia zmian, ponieważ w wielu przypadkach firmy nie funkcjonują w trzech kolejnych latach kalendarzowych. Analizę struktury przeprowadzono w oparciu o najważniejsze elementy z rachunku wyników, które w sprawozdaniach są opatrzone literami. Strukturę rachunku zysków i strat obliczono w postaci udziału każdego z elementów tej części sprawozdania finansowego w wielkości przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów. W opracowanych zestawieniach z przyczyn oczywistych nie uwzględniono pozycji przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, ponieważ w każdym przypadku wynik to jedność.

Wyniki analizy struktury rachunków wyników firm SUZI, które sporządziły rachunek zysków i strat w wariantcie kalkulacyjnym przedstawiono w tabelach 8.4. i 8.6. Badane jednostki przeciętnie osiągały największe straty w roku 2011 (są one ponad 3 krotnie wyższe niż w poprzednich latach). Przedsiębiorstwa, które osiągały zyski były najbardziej dochodowe w roku 2010. Interesujące jest to, że badane firmy w większości przypadków uzyskują przychody z działalności podstawowej, co uznać można za zjawisko pożądane z uwagi na fakt, iż pozytywnie świadczy to o aktywności badanych firm oraz daje podstawy do oczekiwania wystąpienia przychodów w podobnej wysokości w kolejnych latach. Należy dodać, iż często firmy stają się nierentowne, gdy ponoszą stosunkowo wysokie pozostałe koszty finansowe lub operacyjne. Taka sytuacja ma miejsce w roku 2011 w przypadku badanej grupy firm SUZI.

Następna część badań dotyczy jednostek SUZI, które sporządziły rachunek zysków i strat w wariantcie porównawczym. Wyniki zamieszczono w tabelach 8.5. i 8.7., kolejno dla firm ponoszących stratę oraz generujących zyski. W tym przypadku, zauważalny jest wpływ niskich przychodów na uzyskane wyniki w firmach, które ponoszą straty. W ich przypadku średnio koszty operacyjne ponad 20-krotnie przekraczają wartość przychodów. Warto dodać, że w roku 2011 firmy, które sporządziły rachunek wyników w wariantcie porównawczym poniosły największe straty. Jednostki SUZI, które wygenerowały zyski, charakteryzują się ich bardzo dużym odsetkiem w strukturze rachunku wyników. W roku 2010 średnie zyski netto niemalże równe były osiąganym przychodom. Można więc, twierdzić, iż niektóre jednostki okazały się bardzo zyskowne. Należy dodać, że zyskowne firmy charakteryzują się dużą stabilnością finansową, jednak zastanawiający jest fakt, iż często wysokie zyski netto zawdzięczają przychodom finansowym.

Tabele 8.8. i 8.10. zawierają wyniki analizy struktury rachunku zysków i strat obliczone dla jednostek z grupy porównawczej (firmy NC), które sporządziły rachunek wyników w wariantcie kalkulacyjnym. W roku 2011 ta grupa badanych jednostek gospodarczych osiąga znacznie wyższe zyski od jednostek SUZI oraz średnie straty o podobnej wysokości. Poziom kosztów jest porównywalny w dwóch grupach badanych firm (w roku 2011). Wyniki obliczeń dla firm notowanych na giełdzie *NewConnect*, które sporządziły rachunek zysków i strat w wariantcie porównawczym przedstawiono w tab. 8.9. i 8.11. Uzyskiwane zyski netto z roku 2010 są o wiele wyższe od tych, które uzyskały jednostki start-up. Natomiast średnie zyski netto w roku 2011 są porównywalne z wartościami zysków netto uzyskanymi przez jednostki SUZI.

Podsumowując można stwierdzić, iż firmy NC charakteryzują się większą stabilnością od firm SUZI. Dodatkowo, większy odsetek z nich osiąga zysk. Ponadto, jednostki NC osiągające stratę nie wykazują aż tak wysokiej proporcji straty do przychodów jak badane jednostki SUZI. Co więcej, jednostki, które sporządziły rachunek zysków i strat w wariantcie kalkulacyjnym są bardziej stabilne od tych, które sporządziły rachunek wyników w wariantcie porównawczym. Jednostki NC osiągają znacznie mniej wyników skrajnych. W każdym badanym roku taka sytuacja jest związana z poziomem uzyskiwanych przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów przez firmy NC. Jest on na tyle wysoki, że udział innych elementów rachunku zysków i strat nie przybiera ekstremalnych wielkości.

Tab. 8.4. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących straty w latach 2009-2011– wariant kalkulacyjny

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2009	2010	2011
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	67,44%	86,01%	66,59%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	25,90%	13,67%	33,68%
Koszty sprzedaży	28,53%	4,74%	1,99%
Koszty ogólnego zarządu	17,30%	33,54%	162,01%
Zysk (strata) ze sprzedaży	-19,77%	-24,29%	-130,32%
Pozostałe przychody operacyjne	2,46%	7,79%	3,67%
Pozostałe koszty operacyjne	3,92%	2,43%	121,56%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-21,23%	-18,94%	-248,22%
Przychody finansowe	4,65%	0,89%	192,51%
Koszty finansowe	5,61%	4,29%	10,01%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	-22,20%	-21,53%	-65,73%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	0,00%
Zysk (strata) brutto	-22,20%	-21,74%	-65,73%
Zysk (strata) netto	-20,58%	-21,58%	-65,21%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Tab. 8.5. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących straty w latach 2009-2011 - wariant porównawczy

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2009	2010	2011
Koszty działalności operacyjnej	1077,21%	1391,68%	2324,73%
Zysk (strata) ze sprzedaży	-937,12%	-1299,29%	-2224,72%
Pozostałe przychody operacyjne	102,15%	16,40%	57,53%
Pozostałe koszty operacyjne	75,19%	31,95%	1092,97%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-970,95%	-1306,04%	-3003,84%
Przychody finansowe	9,11%	-460,38%	90,43%
Koszty finansowe	95,44%	-134,31%	160,31%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	-1034,44%	-1631,58%	-3008,40%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	-0,05%
Zysk (strata) brutto	-1017,91%	-1627,75%	-3008,46%
Zysk (strata) netto	-1016,90%	-1589,95%	-2984,53%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2011.

Tab. 8.6. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących zyski w latach 2009-2011 – wariant kalkulacyjny

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2009	2010	2011
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	50,90%	44,67%	62,98%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	32,66%	35,06%	32,17%
Koszty sprzedaży	17,85%	5,51%	9,92%
Koszty ogólnego zarządu	1,27%	12,50%	12,25%
Zysk (strata) ze sprzedaży	12,64%	16,55%	14,84%
Pozostałe przychody operacyjne	1,24%	4,16%	1,42%
Pozostałe koszty operacyjne	2,26%	2,14%	0,97%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	11,57%	18,58%	15,10%
Przychody finansowe	0,42%	1,46%	0,61%
Koszty finansowe	0,87%	1,13%	1,24%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	11,01%	18,85%	14,53%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	0,00%
Zysk (strata) brutto	11,01%	18,84%	15,66%
Zysk (strata) netto	8,78%	15,87%	11,44%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Tab. 8.7. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących zyski w latach 2009-2011 – wariant porównawczy

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2009	2010	2011
Koszty działalności operacyjnej	89,88%	179,63%	186,26%
Zysk (strata) ze sprzedaży	6,63%	-81,99%	-37,83%
Pozostałe przychody operacyjne	4,46%	52,42%	44,75%
Pozostałe koszty operacyjne	0,57%	19,92%	30,66%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	10,49%	-49,50%	-17,68%
Przychody finansowe	9,27%	37,89%	114,53%
Koszty finansowe	5,70%	5,78%	35,33%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	14,17%	-17,38%	63,02%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	0,00%
Zysk (strata) brutto	14,17%	-17,40%	62,02%
Zysk (strata) netto	12,08%	98,24%	58,08%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Tab. 8.8. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących straty w latach 2010 i 2011 – wariant kalkulacyjny

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2010		2011	
	NC	SUZI	NC	SUZI
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	88,68%	86,01%	50,74%	58,07%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	11,32%	13,67%	15,73%	42,08%
Koszty sprzedaży	7,17%	4,74%	-1,20%	5,28%
Koszty ogólnego zarządu	45,79%	33,54%	23,56%	115,44%
Zysk (strata) ze sprzedaży	-36,77%	-24,29%	-31,21%	-78,64%
Pozostałe przychody operacyjne	2,96%	7,79%	9,30%	2,19%
Pozostałe koszty operacyjne	0,64%	2,43%	5,34%	69,68%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-44,60%	-18,94%	-19,92%	-146,13%
Przychody finansowe	27,17%	0,89%	-30,39%	140,94%
Koszty finansowe	1,20%	4,29%	5,57%	50,67%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	-9,07%	-21,53%	-56,09%	-48,62%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zysk (strata) brutto	-9,51%	-21,74%	66,31%	-48,64%
Zysk (strata) netto	-13,55%	-21,58%	-50,00%	-47,41%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Tab. 8.9. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących straty w latach 2010 i 2011 – wariant porównawczy

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2010		2011	
	NC	SUZI	NC	SUZI
Koszty działalności operacyjnej	249,42%	1391,68%	224,47%	2324,73%
Zysk (strata) ze sprzedaży	-149,42%	-1299,29%	-166,67%	-2224,72%
Pozostałe przychody operacyjne	7,73%	16,40%	21,84%	57,53%
Pozostałe koszty operacyjne	55,10%	31,95%	153,24%	1092,97%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-195,97%	-1306,04%	-306,56%	-3003,84%
Przychody finansowe	3,09%	-460,38%	119,30%	90,43%
Koszty finansowe	55,55%	-134,31%	516,39%	160,31%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	-248,62%	-1631,58%	-724,72%	-3008,40%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	0,00%	-0,05%
Zysk (strata) brutto	-250,50%	-1627,75%	-724,72%	-3008,46%
Zysk (strata) netto	-247,71%	-1589,95%	-708,55%	-2984,53%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Tab. 8.10. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących zyski w latach 2010 i 2011 – wariant kalkulacyjny

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2010		2011	
	NC	SUZI	NC	SUZI
Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów	63,18%	44,67%	62,84%	61,74%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	36,82%	35,06%	34,45%	33,12%
Koszty sprzedaży	7,89%	5,51%	4,13%	10,11%
Koszty ogólnego zarządu	9,20%	12,50%	-9,39%	12,56%
Zysk (strata) ze sprzedaży	-67,45%	16,55%	36,54%	15,58%
Pozostałe przychody operacyjne	4,86%	4,16%	5,06%	0,96%
Pozostałe koszty operacyjne	2,49%	2,14%	-0,84%	1,04%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	6,80%	18,58%	36,82%	15,10%
Przychody finansowe	1,49%	1,46%	2,29%	0,66%
Koszty finansowe	0,97%	1,13%	59,50%	1,24%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	7,08%	18,85%	49,06%	14,53%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Zysk (strata) brutto	6,10%	18,84%	49,06%	15,66%
Zysk (strata) netto	6,16%	15,87%	37,45%	11,44%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012

Tab. 8.11. Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących zyski w latach 2010 i 2011 – wariant porównawczy

ELEMENT RACHUNKU ZYSKÓW I STRAT	2010		2011	
	NC	SUZI	NC	SUZI
Koszty działalności operacyjnej	122,29%	179,63%	96,63%	186,26%
Zysk (strata) ze sprzedaży	-22,29%	-81,99%	3,37%	-37,83%
Pozostałe przychody operacyjne	10,15%	52,42%	14,02%	44,75%
Pozostałe koszty operacyjne	3,35%	19,92%	6,17%	30,66%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-17,04%	-49,50%	10,34%	-17,68%
Przychody finansowe	162,74%	37,89%	70,38%	114,53%
Koszty finansowe	13,22%	5,78%	21,80%	35,33%
Zysk (strata) z działalności gospodarczej	129,38%	-17,38%	57,42%	63,02%
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00%	0,00%	-0,01%	0,00%
Zysk (strata) brutto	129,38%	-17,40%	57,41%	62,02%
Zysk (strata) netto	105,89%	98,24%	50,42%	58,08%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

8.2. Analiza wskaźnikowa firm start-up

8.2.1. Analiza płynności

Analiza płynności opiera się na dwóch głównych wskaźnikach, do których należą:

- wskaźnik płynności bieżącej,
- wskaźnik płynności przyśpieszonej.

Analiza płynności dostarcza informacji na temat źródeł gotówki znajdujących się w przedsiębiorstwie, przeznaczonej na regulowanie bieżących zobowiązań. Wskaźniki płynności obliczono dla firm SUZI w latach 2009-2011 oraz dla firm NC w 2010-2011 (zob. tab. 8.12.).

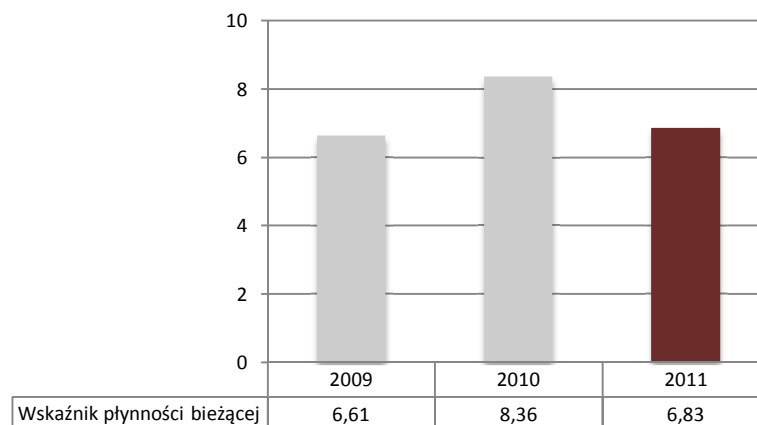
Tab. 8.12. Porównanie wskaźników płynności firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011

Wskaźniki płynności	SUZI			NC	
	2009	2010	2011	2010	2011
Wskaźnik płynności bieżącej	6,61	8,36	6,83	6,83	3,14
Wskaźnik płynności przyśpieszonej	6,14	8,2	6,31	3,35	2,7
Wskaźnik środków pieniężnych	3,97	4,7	4,02	1,79	1,33

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

→ wskaźnik płynności bieżącej

Średnie wartości wskaźnika płynności bieżącej dla firm SUZI w latach 2009-2011 znajdują się w przedziale 6,0-9,0. W 2010 roku odnotowano wzrost wskaźnika o 1,75, natomiast w 2011 roku wskaźnik wrócił do poziomu zbliżonego do wyniku z 2009 roku, tj. 6,83 (zob. rys. 8.29.). Odchylenie od średniej wynosi 12,31, dlatego warto nadmienić, że wartością pojawiającą się najczęściej była wartość wskaźnika na poziomie 2,26. Analizując powyższe wyniki należy zauważyć, iż firmy SUZI charakteryzują się nadpłynnością finansową.

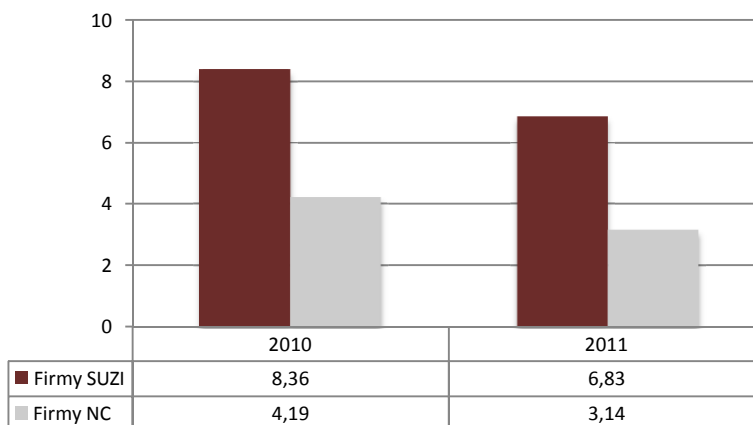


Rys. 8.29. Wskaźnik płynności bieżącej firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

W latach 2010-2011 obserwować można spadek wskaźnika płynności bieżącej zarówno u firm SUZI, jak i NC (zob. rys. 8.30.). Firmy NC charakteryzują się niższą wartością wskaźnika płynności bieżącej

aniżeli firmy SUZI. Pomimo to obydwie grupy wykazują wysokie poziomy tego wskaźnika, co oznacza nadpłynność finansową zarówno firm SUZI jak i NC. Wśród badanych wartości dla firm NC odnotowano najwyższą wartość wskaźnika płynności bieżącej na poziomie 27,60, natomiast najniższą na 0,22. Najczęściej pojawiającą się wartością było 1,91, co oznacza, że wiele firm NC charakteryzuje się odpowiednim poziomem płynności bieżącej.

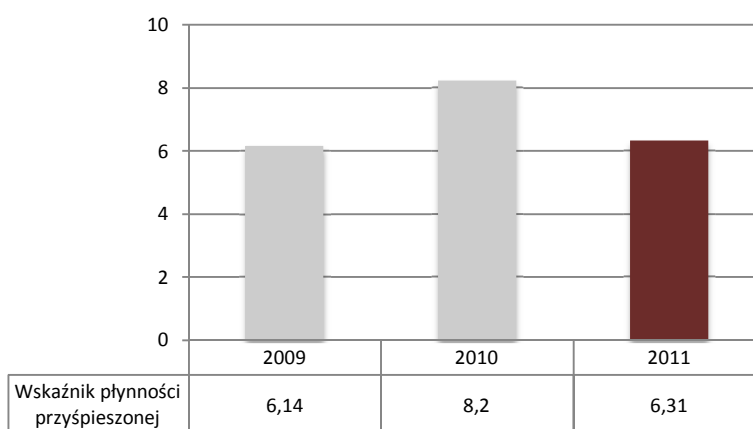


Rys. 8.30. Porównanie wartości wskaźnika płynności bieżącej firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

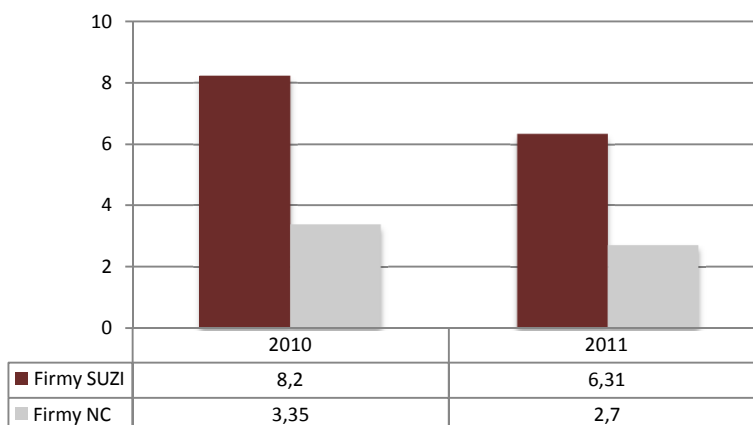
→ wskaźnik płynności przyspieszonej

Rysunek 8.31. przedstawia średnie wartości wskaźnika płynności przyspieszonej dla firm SUZI w latach 2009-2011. Tendencja wzrostowo-sпадkowa tego wskaźnika jest podobna jak w przypadku płynności bieżącej, tzn. w 2010 roku odnotowano wzrost o 2,06, aby następnie w 2011 roku odnotować powrót do poziomu zbliżonego do tego z 2009 roku, czyli blisko 6,0. Wartości wskaźnika w badanej populacji są bardzo zróżnicowane, od 0,11 do 86,63 (po wyeliminowaniu trzech największych i trzech najniższych wartości), co powoduje, że średnia nie oddaje pełnego obrazu sytuacji płynnościowej firm SUZI.



Rys. 8.31. Wskaźnik płynności przyspieszonej firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.32. Porównanie wartości wskaźnika płynności przyspieszonej firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Analizując porównanie wyników dla firm SUZI i NC w latach 2010 i 2011, obserwowano, że wskaźnik płynności przyspieszonej wykazuje spadek w roku 2011 o ponad 23% dla firm SUZI i o ponad 19% dla firm NC do poziomu bardziej pożądanego (zob. rys. 8.32.). W populacji firm NC zróżnicowanie poziomu tego wskaźnika jest dużo mniejsze, gdyż znajduje się w przedziale 0,21-27,60. Na tej podstawie można stwierdzić, że sytuacja firm NC jest bardziej stabilna aniżeli firm start-up, co jest jak najbardziej uzasadnione specyfiką owych firm.

Podsumowując analizę płynności firm SUZI i NC można stwierdzić, co następuje:

- Firmy SUZI charakteryzują się nadpłynnością finansową.
- Firmy SUZI są grupą dużo bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC, co wynika ze zróżnicowania wartości omawianych wskaźników (duża rozpiętość przedziału wartości poszczególnych wskaźników płynności).
- Firmy NC charakteryzują się ok. 50-procentowo niższą wartością wskaźników płynności, co świadczy o lepszej płynności finansowej tej populacji.

8.2.2. Analiza aktywności

W ramach analizy aktywności firm SUZI dokonano analizy kształtowania się trzech wskaźników rotacji, do których zaliczamy:

- wskaźnik rotacji należności (w dniach),
- wskaźnik rotacji zapasów (w dniach),
- wskaźnik rotacji zobowiązań (w dniach).

Analiza aktywności firm SUZI i NC pozwala określić sposób wykorzystania aktywów będących pod kontrolą przedsiębiorstwa w celu generowania przychodów ze sprzedaży (zob. tab. 8.13.).

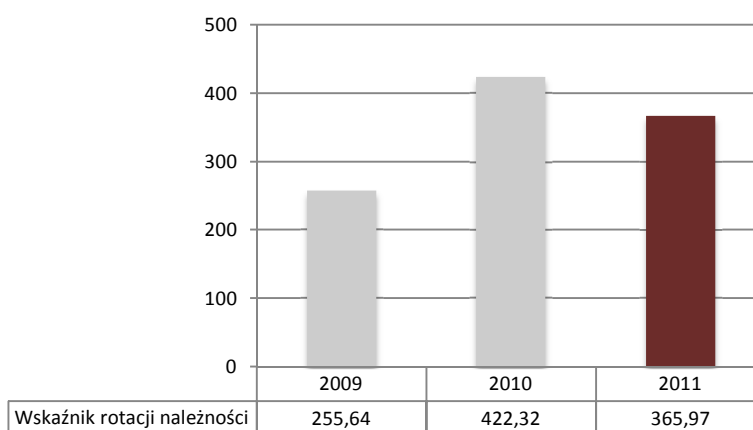
Tab. 8.13. Porównanie wskaźników aktywności firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011

Wskaźniki aktywności	SUZI			NC	
	2009	2010	2011	2010	2011
Wskaźnik rotacji należności	255,64	422,32	365,97	239,16	157,65
Wskaźnik rotacji zapasów	37,5	48,8	20,8	201,04	61,79
Wskaźnik rotacji zobowiązań	418,96	488,06	136,79	373,12	98,83

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

→ wskaźnik rotacji należności

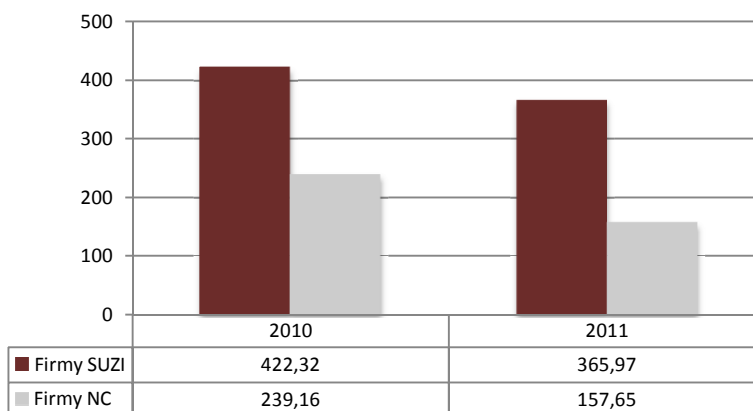
W 2010 roku wartość wskaźnika rotacji należności dla badanych firm start-up wzrosła o ponad 65%, aby w roku następnym 2011 spaść o ponad 13% do poziomu 365,97 dni (zob. rys. 8.33.). Oznacza to, że firmy SUZI kredytują swoich klientów na długi okres. Może to świadczyć o problemach ze ściągalnością należności. Długi okres kredytowania jest skutkiem silnej konkurencji na rynku i słabej pozycji nowej firmy, która chcąc pozyskać klientów udziela kredytów na okres dłuższy niż średni na rynku.



Rys. 8.33. Wskaźnik rotacji należności firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2011.

Na tle porównania wartości omawianego wskaźnika rotacji należności dla firm SUZI i NC odnotowano, że firmy NC charakteryzują się niższymi wartościami wskaźnika rotacji należności aniżeli firmy SUZI (zob. rys. 8.34.). Pomimo takiej zależności firmy NC, podobnie jak SUZI, wykazują za wysokie wartości wskaźnika rotacji należności. Otrzymane wyniki dla firm SUZI w badanej populacji znajdują się w przedziale $\langle 0; 7935,1 \rangle$, co świadczy o wysokim poziomie rozbieżności pomiędzy poszczególnymi jednostkami. Dla firm NC przedział ten jest nieco mniejszy – $\langle 0; 1650,33 \rangle$.

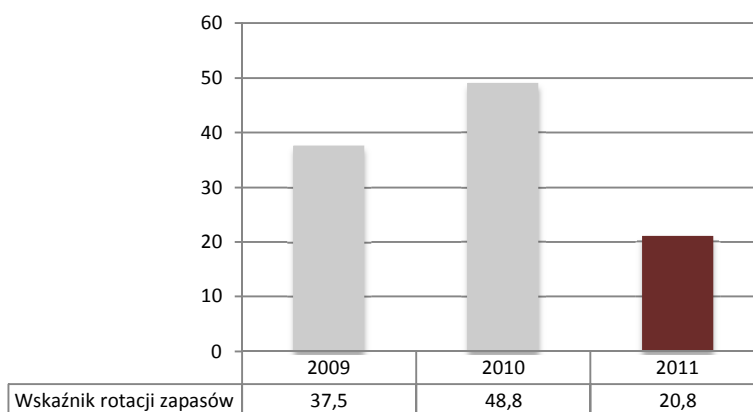


Rys. 8.34. Porównanie wartości wskaźnika rotacji należności firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

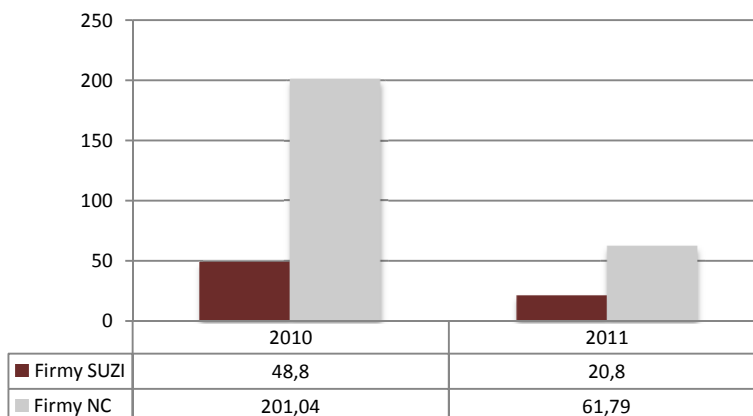
wskaźnik rotacji zapasów

W grupie firm SUZI wskaźnik rotacji zapasów wyniósł w 2011 roku 20,8, (co oznacza spadek o ponad 57% w stosunku do 2010 roku) osiągając wartość najniższą w latach 2009-2011 na poziomie 20,8 dni (zob. rys. 8.35.).



Rys. 8.35. Wskaźnik rotacji zapasów firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.36. Porównanie wartości wskaźnika rotacji zapasów firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

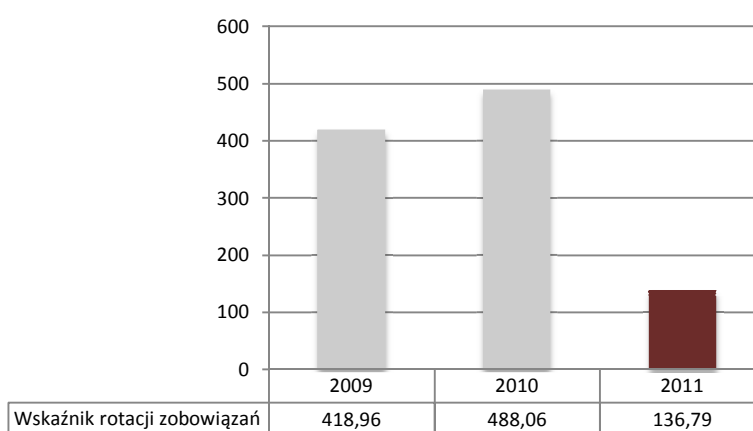
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Wskaźnik rotacji zapasów to pierwszy z badanych wskaźników, dla którego wartości wyższe otrzymano dla grupy firm NC, a nie dla SUZI (zob. rys. 8.36.). W 2010 roku wartość tego wskaźnika była czterokrotnie wyższa dla firm NC, a w 2011 trzykrotnie wyższa. Zarówno dla firm SUZI, jak i firm NC odnotowano znaczący spadek poziomu tego wskaźnika z roku 2010 do 2011. Ma to związek z rozbieżnością poziomu tego wskaźnika wśród badanych grup. W tym przypadku wartości dla firm NC znajdują się w przedziale <0;1632,14>, natomiast firm SUZI w przedziale <0;431,03>.

→ **wskaźnik rotacji zobowiązań**

W 2011 roku również wskaźnik rotacji zobowiązań w grupie firm SUZI osiągnął najniższy

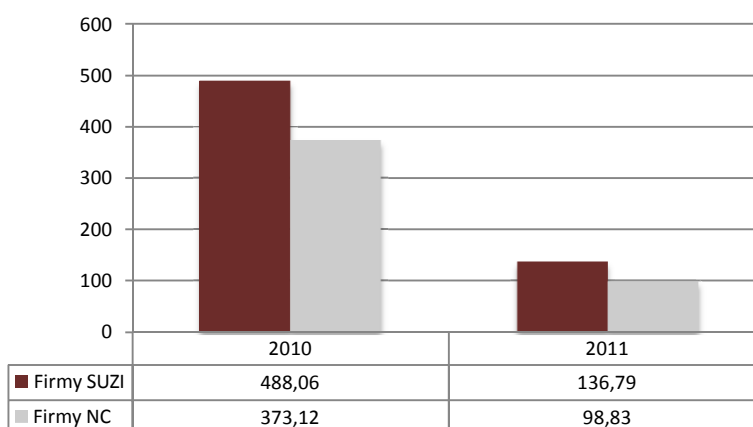
poziom od 2009 roku, osiągając wartość 136,79 dni (zob. rys. 8.37.).



Rys. 8.37. Wskaźnik rotacji zobowiązań firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Wskaźnik ten spadł o ponad 70% w stosunku do 2010 roku, co oznacza, że firmy SUZI coraz szybciej spłacają swoje zobowiązania. Istotnych wniosków dostarcza również porównanie poziomu badanego wskaźnika dla firm SUZI z wynikami otrzymanymi dla firm NC (zob. rys. 8.38.). Firmy NC charakteryzują się niższym poziomem wskaźnika rotacji zobowiązań, co oznacza, iż w krótszym czasie spłacają swoje zobowiązania. Otrzymane wartości wskaźnika rotacji zobowiązań dla firm SUZI znajdują się w przedziale <0;4075,66>, a dla firm NC w przedziale <0;2288,73>.



Rys. 8.38. Porównanie wartości wskaźnika rotacji zobowiązań firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Podsumowując analizę aktywności firm SUZI i NC można stwierdzić, iż:

- Firmy SUZI charakteryzują się długim okresem ściągальności należności, stosunkowo niskim poziomem zapasów oraz długim okresem spłaty zobowiązań.
- Firmy SUZI są grupą dużo bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC, co wynika ze zróżnicowania wartości omawianych wskaźników (duża rozpiętość przedziału wartości poszczególnych wskaźników rotacji). Wyjątek stanowią wyniki otrzymane dla wskaźnika rotacji zapasów.
- Firmy NC charakteryzują się niższą wartością wskaźników rotacji należności i zobowiązań, natomiast wartości wskaźnika rotacji zapasów otrzymane dla firm NC są ponad trzykrotnie niższe niż dla firm SUZI.

8.2.3. Analiza zadłużenia

W ramach analizy zadłużenia firm SUZI dokonano analizy kształtowania się czterech standardowych wskaźników, do których zaliczamy:

- wskaźnik ogólnego zadłużenia,
- wskaźnik zadłużenia kapitału własnego,
- wskaźnik zadłużenia długoterminowego,
- wskaźnik pokrycia aktywów kapitałem stałym.

Analiza zadłużenia pozwala na weryfikację struktury kapitału (pasywów) pod kątem zdolności spółki do regulowania zobowiązań (zob. tab. 8.14.).³

Tab. 8.14. Porównanie wskaźników zadłużenia firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011

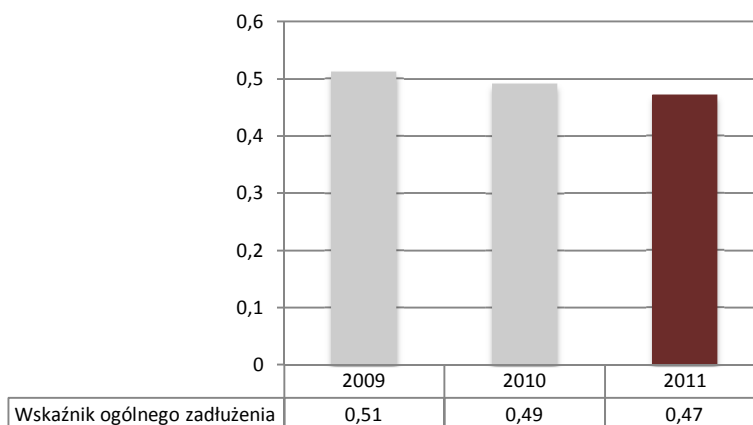
Wskaźnik zadłużenia	SUZI			NC	
	2009	2010	2011	2010	2011
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,51	0,49	0,47	0,33	0,35
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	0,43	1,06	0,24	0,76	0,71
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-0,05	-0,01	-0,01	0,1	0,12
Wskaźnik pokrycia aktywów kapitałem stałym	0,56	0,54	0,63	0,66	0,66

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

wskaźnik ogólnego zadłużenia

Analiza poniżej przedstawia wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia dla firm SUZI w latach 2009-2011 (zob. rys. 8.39.). W okresie tym można zaobserwować tendencję spadkową omawianego wskaźnika z poziomu 0,51 w 2009 roku do 0,47 w roku 2011. Wskaźnik ten obrazuje stopień finansowania przedsiębiorstwa ze źródeł obcych, bez rozróżniania ich pochodzenia.

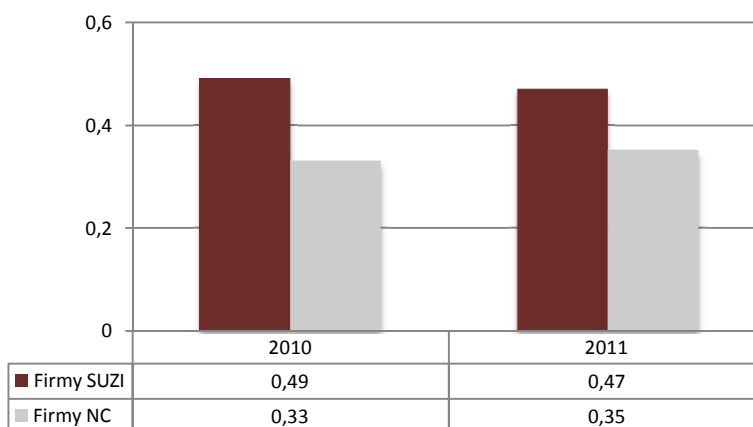
³ W 2009 roku 14 firm SUZI, w 2010 roku 18 firm SUZI i 3 firmy NC, i w 2011 roku 19 firm SUZI i 3 firmy NC wykazały ujemny kapitał własny, dlatego w niektórych przypadkach średnie wskaźniki zadłużenia są ujemne.



Rys. 8.39. Wskaźnik ogólnego zadłużenia firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Interesującym wydaje się fakt, iż firmy NC charakteryzują się jeszcze niższym poziomem wskaźnika ogólnego zadłużenia aniżeli firmy SUZI (zob. rys. 8.40.). W 2011 roku zaobserwowano niewielki wzrost omawianego wskaźnika dla firm NC w stosunku do roku 2010 z poziomu 0,33 na 0,35. Otrzymane wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia dla firm SUZI znajdują się w przedziale $\langle 0; 3,04 \rangle$, a dla firm NC w przedziale $\langle 0; 0,82 \rangle$. Obie grupy są dość jednorodne pod względem poziomu i struktury zadłużenia, co prawdopodobnie spowodowane jest wiekiem badanych grup. Zarówno firmy SUZI, jak i NC są firmami młodymi, dla którym dostęp do źródeł finansowania jest często utrudniony i ograniczony.



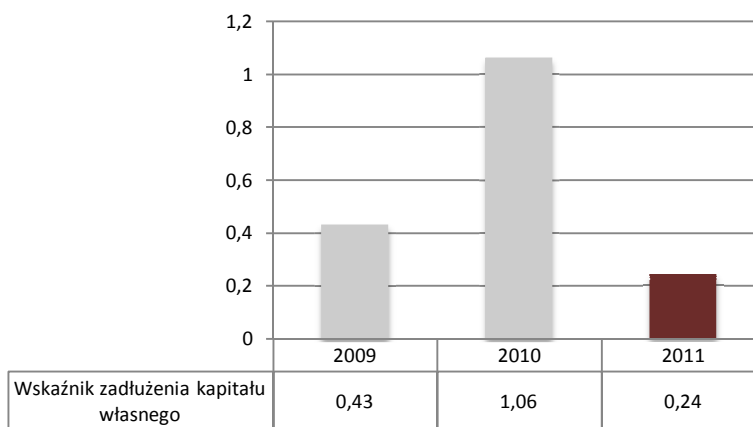
Rys. 8.40. Porównanie wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



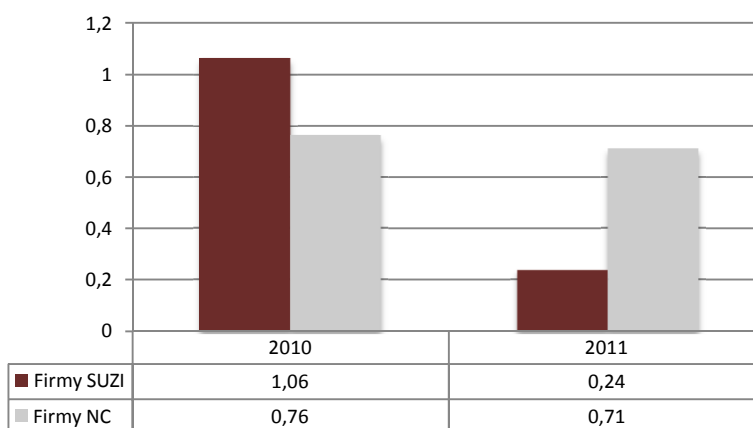
W 2011 roku odnotowano najniższą wartość wskaźnika zadłużenia kapitału własnego dla firm SUZI w badanym okresie – wskaźnik na poziomie 0,24. W 2010 roku wartość tego wskaźnika była ponad czterokrotnie wyższa i kształtowała się na poziomie 1,06 (zob. rys. 8.41.). Faktem jest, że firmy SUZI należą do firm rozwijających się, a zatem poziom wskaźnika zadłużenia kapitału własnego powinien być większy

od 1,00. Natomiast można stwierdzić, iż w badanej populacji firmy SUZI nie wykorzystują w pełni swoich możliwości, gdyż omawiany wskaźnik jest na bardzo niskim poziomie.



Rys. 8.41. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.42. Porównanie wartości wskaźnika zadłużenia kapitału własnego firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

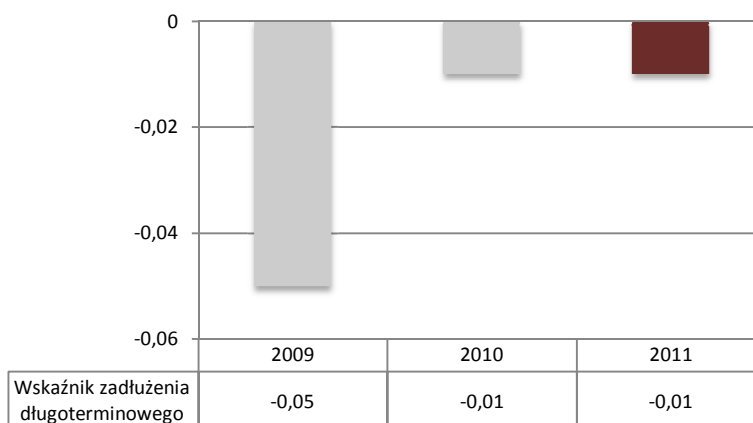
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Analiza komparatywna poziomu zadłużenia kapitału własnego dla obu badanych populacji wykazała, że w 2011 roku firmy NC wykazały poziom tego wskaźnika na poziomie około trzykrotnie wyższym niż firmy SUZI (zob. rys. 8.42.). Otrzymane wartości wskaźnika zadłużenia kapitału własnego dla firm SUZI znajdują się w przedziale $<-8,98;6,85>$, a dla firm NC w przedziale $<0,01;3,81>$, co sugeruje poważne zróżnicowanie populacji SUZI pod względem tej miary zadłużenia.



W latach 2009-2011 średnie wartości wskaźnika zadłużenia długoterminowego były ujemne (zob. rys. 8.43.), co wynika z faktu

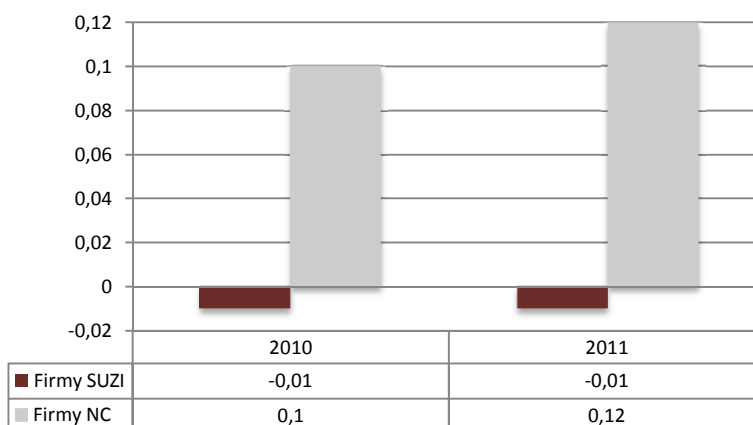
że odpowiednio w 2009 – 14, w 2010 – 18, a w 2011 – 19 firm SUZI wykazało ujemny kapitał własny.



Rys. 8.43. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Firmy NC w latach 2010-2011 wykazały dodatnie wartości wskaźnika zadłużenia długoterminowego, w przeciwieństwie do firm SUZI (zob. rys. 8.44.). Niestety zarówno firmy NC, jak i firmy SUZI wykazują stosunkowo niski poziom omawianego wskaźnika. Otrzymane wartości wskaźnika zadłużenia długoterminowego dla firm SUZI znajdują się w przedziale $\langle -3,37; 0,7 \rangle$, a dla firm NC w przedziale $\langle 0; 1,35 \rangle$.



Rys. 8.44. Porównanie wartości wskaźnika zadłużenia długoterminowego firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

→ wskaźnik pokrycia aktywów kapitałem

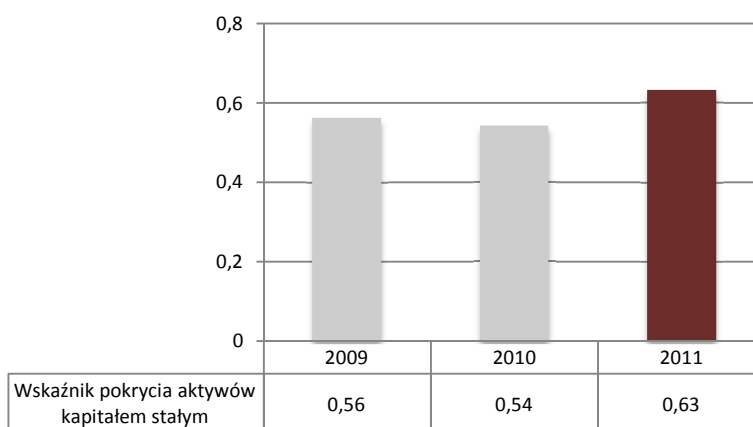
Wskaźnik pokrycia aktywów trwałych kapitałami stałymi umożliwia sprawdzenie, czy w spółce została zachowana tzw. złota reguła finansowa,

zgodnie z którą aktywa trwałe powinny być finansowane kapitałem długoterminowym, czyli takim, który jest w dyspozycji przedsiębiorstwa ponad rok. Im wyższa wartość wskaźnika, tym większe bezpieczeństwo finansowe firmy. Wartość tego wskaźnika powinna być wyższa od 1. Wówczas przedsiębiorstwo ma zapewnione utrzymanie długoterminowej płynności finansowej.

Niestety, jak wynika z podjętej analizy, firmy SUZI w latach 2009-2011 wykazywały wartość wskaźnika pokrycia aktywów kapitałem własnym na poziomie niższym od 1. Wartość tego wskaźnika

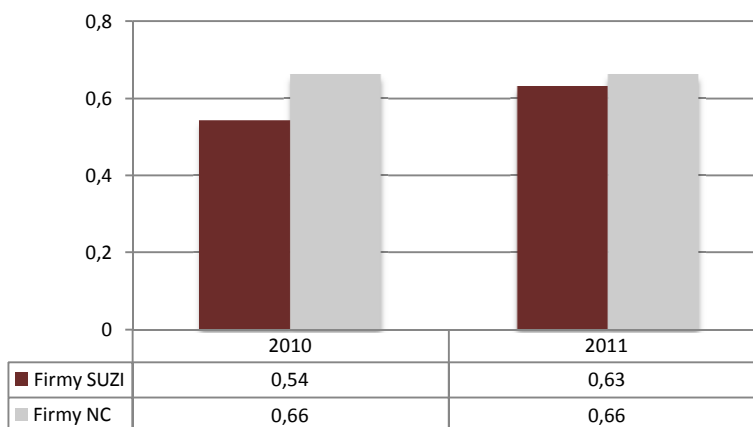
wzrosła w 2011 roku do poziomu 0,63, co oznacza, iż sytuacja firm SUZI nieznacznie poprawiła się (zob. rys. 8.45.).

Firmy NC, podobnie jak firmy SUZI, charakteryzują się niższą od 1 wartością wskaźnika pokrycia aktywów kapitałem własnym (zob. rys. 8.46.). Otrzymane wartości wskaźnika zadłużenia długoterminowego dla obu grup badanych firm są zbliżone i dla firm SUZI znajdują się w przedziale $\langle -1,9; 1,0 \rangle$, a dla firm NC w przedziale $\langle 0,29; 0,99 \rangle$.



Rys. 8.45. Wskaźnik pokrycia aktywów kapitałem firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.46. Porównanie wartości wskaźnika pokrycia aktywów kapitałem firm SUZI i firm NC latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Podsumowując analizę zadłużenia firm SUZI i NC można stwierdzić:

- 14% badanych firm SUZI wykazało ujemny kapitał własny w 2011 roku.
- Firmy SUZI charakteryzują się stosunkowo niskim poziomem ogólnego zadłużenia, co prawdopodobnie jest skutkiem ograniczonego dostępu do obcych źródeł finansowania.
- Firmy SUZI są grupą dużo bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC (duża rozpiętość przedziału wartości poszczególnych wskaźników zadłużenia, różnice nie są jednak tak duże jak przy

wskaźnikach płynności i aktywności). Można powiedzieć, że pod względem zadłużenia firmy SUZI i NC są do siebie podobne, co prawdopodobnie wynika z ograniczonego dostępu do źródeł finansowania i wieku firm.

- Firmy NC charakteryzują się wyższą wartością wskaźników zadłużenia (wyjątek stanowi wskaźnik zadłużenia ogólnego). Z powodu niewielkich i statystycznie nieistotnych różnic trudno mówić o konkretnych zależnościach.

8.2.4. Analiza rentowności

Analiza rentowności opiera się na analizie czterech głównych wskaźników, do których należą:


- wskaźnik rentowności sprzedaży,
- wskaźnik rentowności operacyjnej,
- wskaźnik rentowności aktywów (ROA),
- wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE).

Analiza rentowności pozwala zmierzyć wielkość zysku, jaki wypracowuje firma w relacji do jej przychodów i zainwestowanego kapitału (zob. tab. 8.15.).

Tab. 8.15. Porównanie wskaźników rentowności firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011

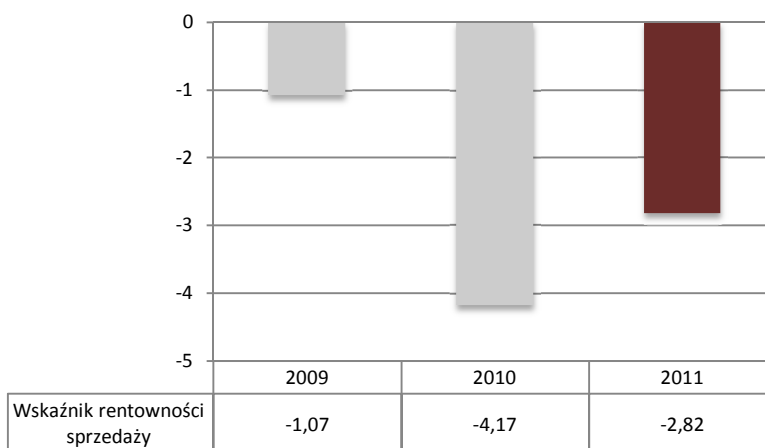
Wskaźnik rentowności	SUZI			NC	
	2009	2010	2011	2010	2011
Wskaźnik rentowności sprzedaży	-1,07	-4,17	-2,82	-0,29	-0,18
Wskaźnik rentowności operacyjnej	-1,47	-6,36	-3,08	-0,36	-0,35
Wskaźnik rentowności aktywów (ROA)	-0,17	-0,16	-0,15	0,02	-0,01
Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE) ⁴	0,04	0,1	-0,01	0,03	0,02

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

 **wskaźnik rentowności sprzedaży** Ujemne wartości wskaźnika rentowności sprzedaży w obu badanych populacjach firm, w całym analizowanym okresie, świadczą o działalności deficytowej, co jest charakterystyczne dla firm w początkowych stadiach rozwoju. W grupie badanych firm start-up, najniższa wartość wskaźnika rentowności sprzedaży, wskazująca na straty dotyczyła roku 2010 (-4,17). W kolejnym roku wskaźnik uległ nieznacznej poprawie (-2,82), co może sugerować regenerację badanych podmiotów pod kątem rentowności sprzedaży (zob. rys. 8.47. i rys. 8.48.). Firmy NC charakteryzują się wyższą

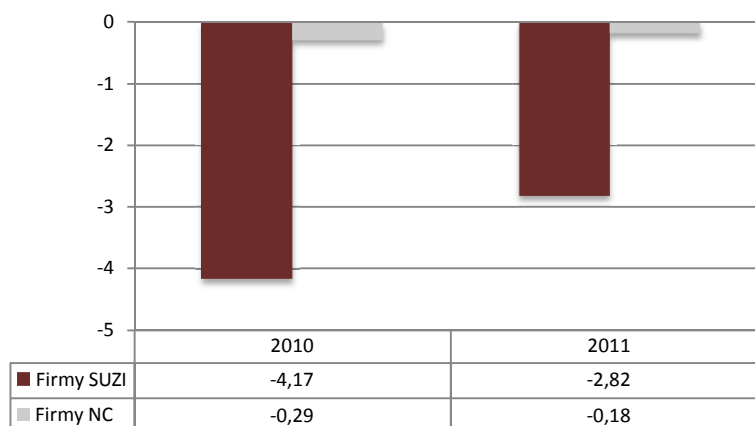
⁴ W badanej populacji firm SUZI, ok. 19% firm posiada ujemny kapitał własny. Z tego powodu wskaźnik ROE nie oddaje w pełni sytuacji tych firm. Z jednej strony dodatni wskaźnik ROE może wykazywać firma, która posiada ujemny kapitał własny oraz zysk netto, z drugiej strony firma wykazująca dodatni zysk netto i ujemny kapitał własny będzie miała ujemny wskaźnik ROE. Jak pisze A. Damodaran: *“Czasami pojawia się pewna zawilość przy wykorzystaniu wartości księgowego kapitału własnego. Podczas gdy zainwestowany kapitał jest prawie zawsze dodatni, istnieje znaczna liczba firm z negatywną wartością księgową kapitału własnego. Gdy to nastąpi, obliczanie zwrotu z kapitału staje się bezsensowne.”*⁴ Przypadki takie należałoby analizować indywidualnie, gdyż uśredniając wyniki trudno oddać pełny obraz tak mocno zróżnicowanej populacji firm SUZI. Por. A. Damodaran, *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*, July 2007, s. 12; <http://ssrn.com/abstract=1105499> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1105499>.

wartością wskaźnika rentowności sprzedaży, jednak również ujemną, wskazującą na problemy z realizacją dodatniej marży ze sprzedaży. Warto zaznaczyć, że otrzymane wartości wskaźnika rentowności sprzedaży dla firm SUZI znajdują się w przedziale $<-75,05;0,44>$, a dla firm NC w przedziale $<-4,02;0,51>$, co wyraźnie dokumentuje bardzo poważne zróżnicowanie w grupie firm start-up. Stan taki może być interpretowany jako brak stabilizacji pozycji finansowej w bardzo licznej grupie badanych podmiotów i dość jednoznacznie wskazuje na lepszą kondycję firm z giełdy NC.



Rys. 8.47. Wskaźnik rentowności sprzedaży firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

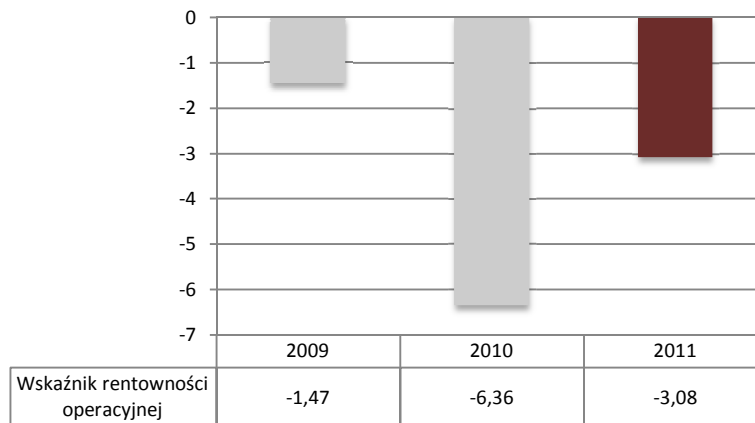


Rys. 8.48. Porównanie wartości wskaźnika rentowności sprzedaży firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

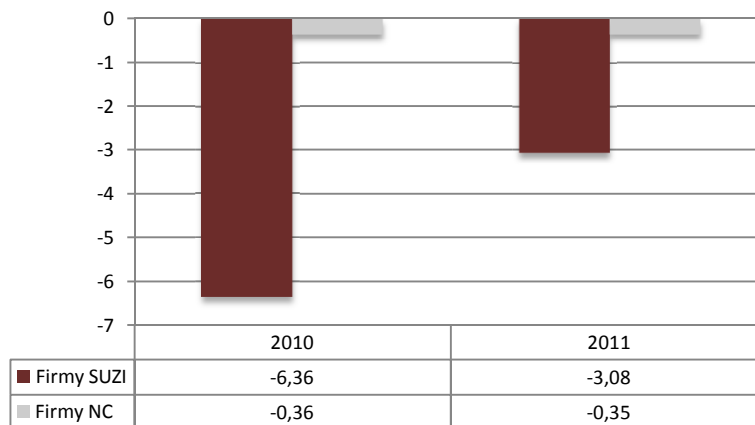
→ wskaźnik rentowności operacyjnej

W badanych firmach start-up, w 2011 roku wartość wskaźnika rentowności operacyjnej wzrosła o ponad połowę osiągając poziom $-3,08$ (w 2010 wynosiła $-6,36$). Choć firmy NC charakteryzują się również ujemną wartością wskaźnika rentowności operacyjnej, to jednak odnotowują wyższy niż firmy SUZI jego poziom (zob. rys. 8.49. i 8.50.). Firmy giełdowe, w okresie 2010-2011 osiągnęły wartość tego wskaźnika na poziomie od $-0,3$ do $-0,4$, czyli dziesięciokrotnie lepszy niż w grupie SUZI. Otrzymane wartości wskaźnika rentowności operacyjnej dla firm SUZI znajdują się w przedziale $<-86,83;2,0>$, a dla firm NC w przedziale $<-15,67;0,62>$ i ponownie ilustrują poważne zróżnicowanie firm SUZI pod względem rentowności operacyjnej.



Rys. 8.49. Wskaźnik rentowności operacyjnej firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

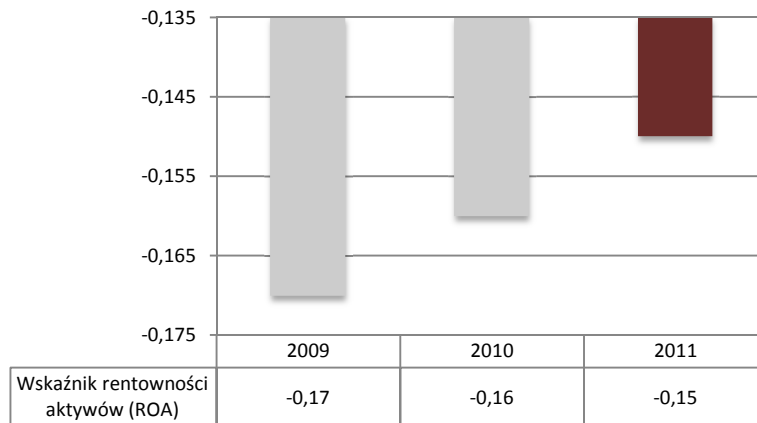


Rys. 8.50. Porównanie wartości wskaźnika rentowności operacyjnej firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

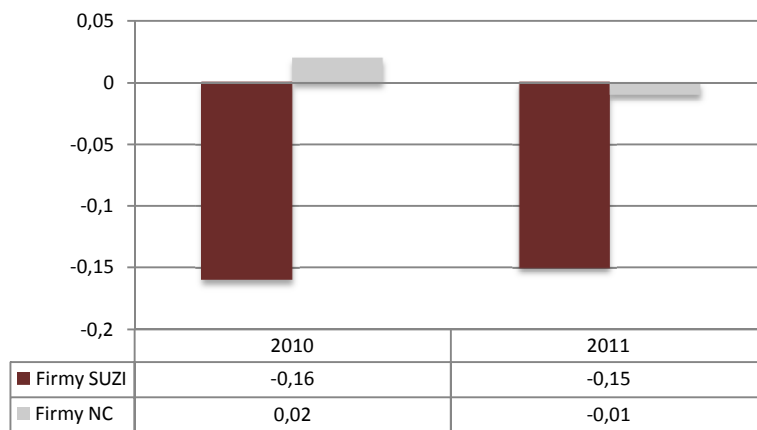
→ **wskaźnik rentowności aktywów (ROA)**

W latach 2009-2011 zaobserwowano również nieznaczną poprawę wskaźnika rentowności aktywów (ROA), która w badanych firmach start-up wzrosła z poziomu -0,17 do -0,15. Ten delikatny wzrost może świadczyć o powolnej poprawie i stabilizacji sytuacji finansowej firm SUZI (zob. rys. 8.51. i 8.52.). Sytuacja w przypadku firm NC jest odwrotna. W tej grupie zaobserwowano spadek wartości wskaźnika rentowności aktywów z 0,02 w 2010 roku do -0,01 w 2011 roku, jednak nadal firmy z tej grupy demonstrują lepszą sytuację niż firmy SUZI. Otrzymane wartości wskaźnika rentowności aktywów dla firm SUZI znajdują się w przedziale $\langle -3,75; 0,62 \rangle$, ponownie dokumentując duże zróżnicowanie sytuacji badanych firm pod względem rentowności aktywów (dla firm NC wskaźnik rentowności aktywów kształtuje się w przedziale $\langle -0,76; 0,27 \rangle$).



Rys. 8.51. Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



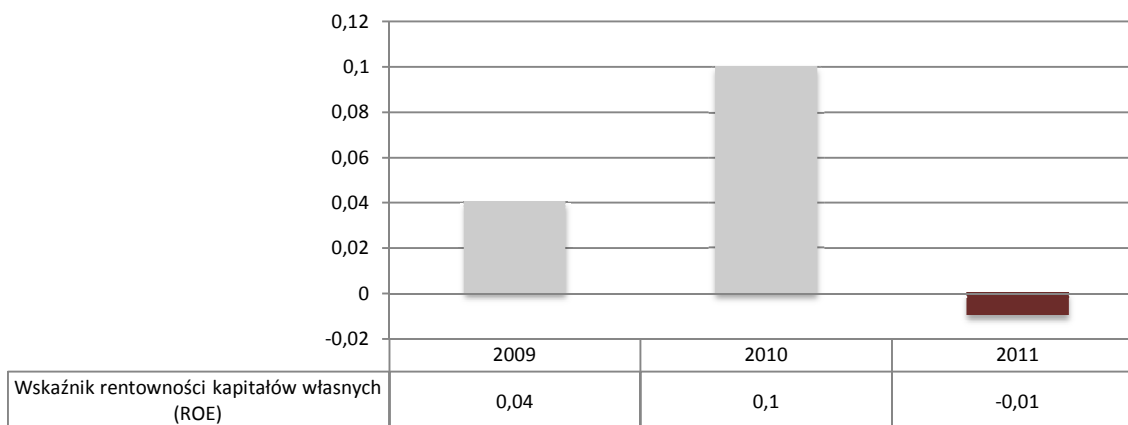
Rys. 8.52. Porównanie wartości wskaźnika rentowności aktywów (ROA) firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

➔ **wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE)**

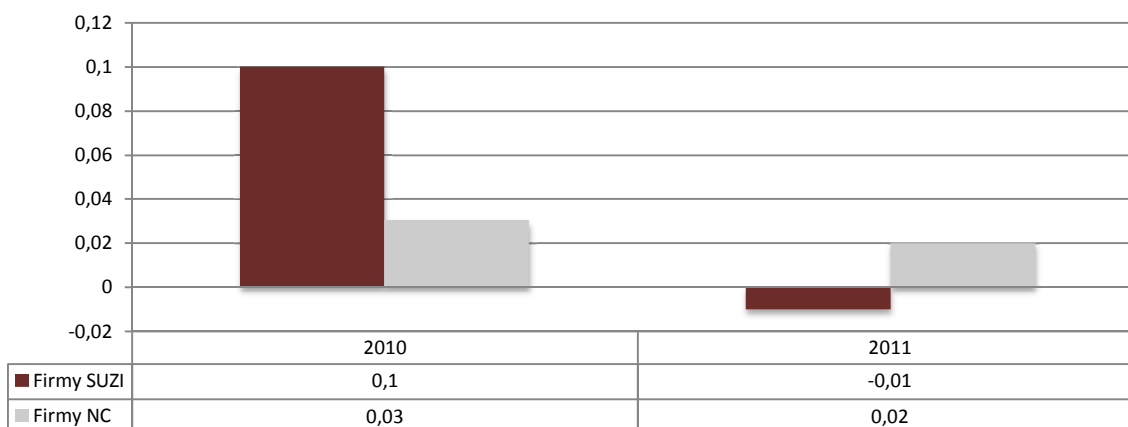
Wbrew delikatnym tendencjom wzrostowym, zarejestrownym w obszarze badania rentowności sprzedaży, operacyjnej i ROA,

w 2011 roku po raz pierwszy od trzech lat firmy SUZI odnotowały ujemną wartość wskaźnika rentowności kapitałów własnych (ROE) na poziomie -0,01 (zob. rys. 8.53. i 8.54.). W tym czasie, firmy z giełdy NC wykazują niską, ale dodatnią wartość wskaźnika rentowności kapitałów własnych. Wartość ta oscyluje niestety blisko 0,00. Oznacza to, że zarówno firmy SUZI, jak firmy NC charakteryzują się niską rentownością wykorzystania kapitałów własnych. Otrzymane wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych dla firm SUZI znajdują się w przedziale <-3,49;2,36>, a dla firm NC w przedziale <-1,02;0,44> i ponownie wskazują na niejednorodność grupy podmiotów SUZI.



Rys. 8.53. Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE) firm SUZI w latach 2009-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Rys. 8.54. Porównanie wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych (ROE) firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Podsumowując analizę rentowności firm SUZI i NC można stwierdzić, że:

- Firmy SUZI charakteryzują się ujemną rentownością, co jest charakterystyczne dla młodych firm.
- Firmy NC charakteryzują się wyższą wartością wskaźników rentowności, aczkolwiek w większości wypadków również ujemną. Interpretując stadium rozwoju typowej firmy NC jako kolejny etap rozwoju firmy SUZI można antycypować poprawę sytuacji finansowej tych ostatnich w kolejnej fazie wzrostu.
- Firmy SUZI są grupą bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC, co wynika z silnego zróżnicowania wartości omawianych wskaźników (duża rozpiętość przedziału wartości poszczególnych wskaźników rentowności). Zróżnicowanie to nie jest jednak tak duże jak przy wskaźnikach płynności i aktywności.

8.3. Ocena generalna kondycji firm start-up

Badanie sprawozdań finansowych zostało przeprowadzone na podstawie rocznych raportów firm SUZI. Próba badawcza została poddana głębokiej analizie, na podstawie, której wyeliminowano z badania jednostki, wykazujące błędne dane, co uniemożliwiało przeprowadzenie badań. Do analiz zakwalifikowano sprawozdania finansowe 90 jednostek SUZI z roku 2009, 126 z roku 2010 oraz 129 z roku 2011. Uzyskane wyniki porównywano z próbą komparatywną składającą się z jednostek o podobnej charakterystyce rynkowej, notowanych na giełdzie *NewConnect*. Zestaw firm służący do dokonywania porównań składał się z 98 firm, natomiast dane pochodziły ze sprawozdań finansowych z lat 2010 i 2011.

Pierwszym etapem badania było przeprowadzenie wstępnej analizy bilansów badanych jednostek gospodarczych. W tym celu zbadano strukturę bilansów przedsiębiorstw SUZI. Do najważniejszych wniosków wynikających z tego etapu badań zaliczyć należy:

- Udział aktywów trwałych i obrotowych kształtuje się w podobny sposób w dwóch badanych grupach jednostek gospodarczych.
- W bilansach jednostek SUZI w odróżnieniu od firm NC relatywnie wysokim wzrostem udziału w strukturze aktywów (w badanych latach) charakteryzowała się wartość aktywów niematerialnych i prawnych.
- Rzeczowe aktywa trwałe wyróżniają się niemal dwukrotnie wyższym udziałem w strukturze aktywów w jednostkach NC niż w przedsiębiorstwach SUZI.
- Zapasy mają wyższy udział w strukturze aktywów w bilansach firm NC w latach 2010 i 2011.
- Przedsiębiorstwa NC charakteryzują się wyższym udziałem kapitałów własnych w strukturze pasywów niż firmy SUZI.
- Zauważalna jest tendencja wzrostowa udziału kapitałów własnych w strukturze finansowania w firmach SUZI (w okresie 3 badanych lat).
- Jednostki SUZI charakteryzują się wyższym udziałem zobowiązań i rezerw na zobowiązania od przedsiębiorstw NC.
- Jednostki gospodarcze z dwóch badanych grup firm utrzymują udział zobowiązań długoterminowych w pasywach ogółem na relatywnie niskim poziomie. W roku 2011 jest on w zasadzie równy dla jednostek SUZI i NC
- Przedsiębiorstwa SUZI wyróżniają się wyższym udziałem zobowiązań krótkoterminowych w pasywach ogółem od jednostek NC (od roku 2010 do roku 2011 ta różnica zmalała).

Kolejny etap badań obejmował wstępną analizę rachunków zysków i strat. W tym celu zbadano strukturę dostępnych rachunków wyników, które pochodziły zarówno ze sprawozdań finansowych jednostek z próby badawczej oraz komparatywnej. Przeprowadzone badanie dostarczyło następujących informacji:

- Przedsiębiorstwa NC charakteryzują się większą stabilnością finansową niż jednostki SUZI oraz zauważalne jest, iż większy odsetek z nich osiąga zysk.
- Strata generowana przez nierentowne jednostki NC ma zdecydowanie niższy udział w osiągniętych przychodach niż w przypadku nierentownych jednostek SUZI.

- Firmy sporządzające rachunek zysków i strat w wariantcie kalkulacyjnym charakteryzują się wyższą rentownością od tych, które sporządziły rachunek wyników w wariantcie porównawczym.
- Firmy NC charakteryzują się wynikami mniej zróżnicowanymi (mniejsze odchylenia standardowe w większości zastosowanych miar).

Kolejnym komponentem badania kondycji finansowej w dwóch grupach firm była analiza wskaźnikowa oparta na wybranych wskaźnikach płynności, aktywności, zadłużenia i rentowności. Do najważniejszych wniosków wynikających z tego etapu badań zaliczyć należy:

- Firmy SUZI charakteryzują się nadpłynnością finansową.
- Firmy SUZI są grupą dużo bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC, co wynika z rozpiętości przedziału wartości poszczególnych wskaźników płynności.
- Firmy NC charakteryzują się ok. 50-procentowo niższą wartością wskaźników płynności, co świadczy o lepszej płynności finansowej owej populacji.
- Firmy SUZI charakteryzują się długim okresem ściągalności należności, stosunkowo niskim poziomem zapasów oraz długim okresem spłaty zobowiązań.
- Firmy SUZI są grupą dużo bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC, co wynika ze zróżnicowania wartości wskaźników rotacji – duża rozpiętość przedziału wartości poszczególnych wskaźników rotacji (wyjątek stanowią wyniki otrzymane dla wskaźnika rotacji zapasów).
- Firmy NC charakteryzują się niższą wartością wskaźników rotacji należności i zobowiązań, a wartości wskaźnika rotacji zapasów dla firm NC są ponad trzykrotnie niższe niż dla firm SUZI.
- 14% badanych firm SUZI wykazało ujemny kapitał własny w 2011 roku.
- Firmy SUZI charakteryzują się stosunkowo niskim poziomem ogólnego zadłużenia, co prawdopodobnie jest skutkiem ograniczonego dostępu do obcych źródeł finansowania.
- Firmy SUZI są grupą dużo bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC, co wynika ze zróżnicowania wartości wskaźników zadłużenia (duża rozpiętość przedziału wartości poszczególnych wskaźników zadłużenia). Zróżnicowanie to nie jest jednak tak duże jak przy wskaźnikach płynności i aktywności.
- Firmy NC charakteryzują się wyższą wartością wskaźników zadłużenia (wyjątek stanowi wskaźnik zadłużenia ogólnego).
- Firmy SUZI charakteryzują się ujemną rentownością, co jest charakterystyczne dla młodych firm.
- Firmy NC charakteryzują się wyższą wartością wskaźników rentowności, aczkolwiek w większości wypadków również ujemną.
- Firmy SUZI są grupą bardziej zróżnicowaną aniżeli firmy NC, co wynika z rozpiętości przedziału wartości poszczególnych wskaźników rentowności.

Rozdział IX

OCENA POTENCJAŁU INTELKTUALNEGO FIRM START-UP W POLSCE

– raport z badań pierwotnych

9.1. Kapitał intelektualny jako determinanta rozwoju i wartości nowopowstających firm

Przyjmuje się, że potencjał rozwojowy firm, szczególnie będących we wczesnym stadium cyklu życia, determinowany jest ich potencjałem intelektualnym. Podobnie jak w przypadku pierwszego badania screeningowego firm start-up w Polsce¹, również w badaniu przeprowadzonym w roku 2013, do określenia potencjału rozwojowego firm znajdujących się w fazie startowej wykorzystano koncepcję kapitału intelektualnego. Termin „kapitał intelektualny” to ogólne określenie niematerialnych aktywów firmy; w szczególności rozumie się kapitał intelektualny jako całkowity kapitał przedsiębiorstwa odnoszący się do wiedzy w nim zawartej.



koncepcja kapitału intelektualnego jako punkt wyjścia do szacunku potencjału rozwojowego firm start-up

Wiele ujęć kapitału intelektualnego traktuje go jako konceptualną zdolność przedsiębiorstwa i osób z nim związanych do osiągania dochodów i budowania potencjału konkurencyjności.

Mimo iż wielość definicji kapitału intelektualnego utrudnia jego jednoznaczną interpretację, można wskazać jego zasadniczą, wyróżniającą cechę. Mianowicie, najczęściej rozpatrywany jest przez pryzmat relacji (wpływu) i zdolności do tworzenia wartości rynkowej przedsiębiorstwa².

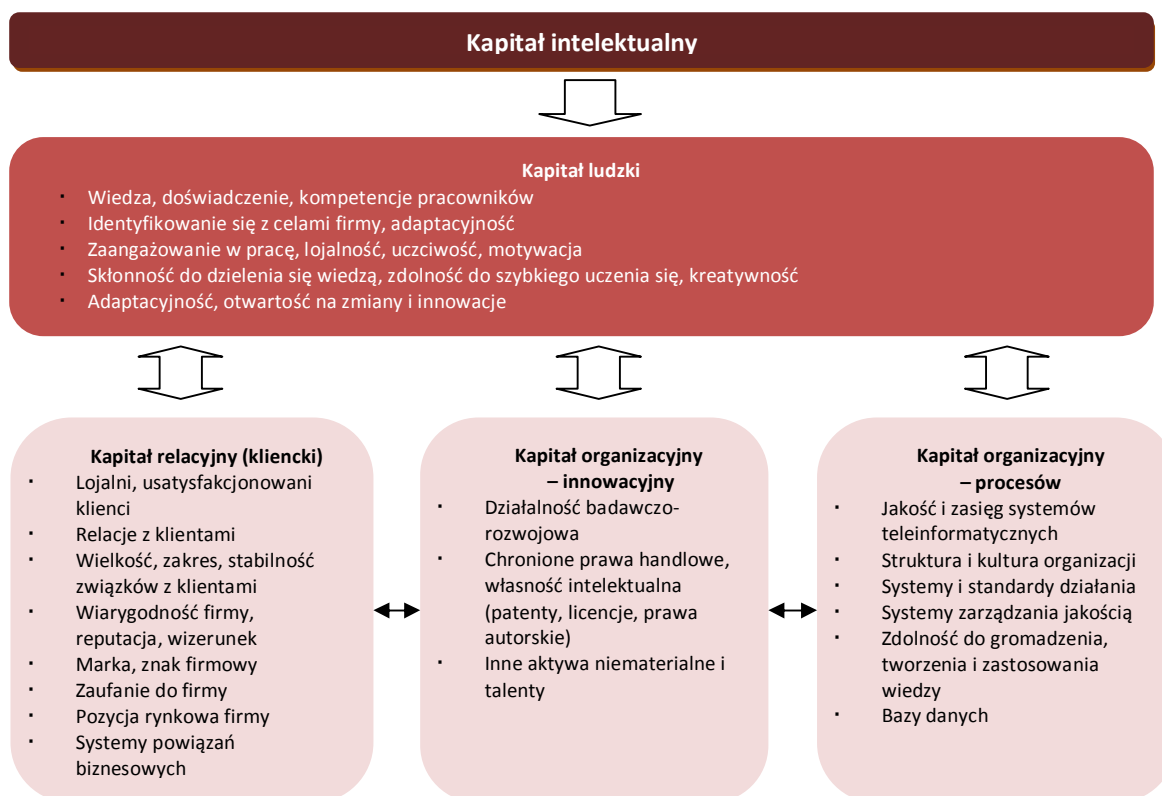
Wzrost wartości jest celem podstawowym większości przedsiębiorstw, ponieważ tego właśnie oczekują inwestorzy lokujący swoje kapitały w dane przedsięwzięcie. Dwa główne elementy wartości rynkowej firmy to kapitał finansowy i kapitał intelektualny. Przedsiębiorstwo zorientowane na osiągnięcie przewagi konkurencyjnej i kreowanie wartości dla inwestorów musi zadbać o ścisłe współdziałanie zasobów materialnych i niematerialnych. Szczególnie w przypadku firmy w początkowej fazie cyklu życia, wiele zależy od zdolności do wygenerowania nowego pomysłu biznesowego i skomercjalizowania go. Mimo iż zasoby niematerialne nie są ujmowane w sprawozdaniach finansowych, bardzo często są intuicyjnie wyceniane przez inwestorów, którzy zdają sobie sprawę z tego, że o sukcesie przedsiębiorstwa decydują nie tyle zasoby rzeczowe i finansowe, ile pomysł na biznes, kreatywność i wiedza pracowników, innowacyjność, kontakty z klientami itp.

¹ Zob.: A. Zelek (red.), *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – raport z badań screeningowych 2011*, Wyd. ZPSB w Szczecinie, 2012

² A. Ujwary-Gil, *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*,

http://www.academia.edu/3215813/Kapitał_intelektualny_a_wartosc_rynkowa_przedsiębiorstwa, dostęp: 10.09.2013

W nowoczesnym świecie kreowania wartości, efektywny model biznesu pojmowany jako szczególna kombinacja zasobów materialnych i niematerialnych, wyróżnia się koncentracją wokół składników kapitału intelektualnego. Przyjmuje się, że organizacja tworzy podłoże przyszłych korzyści ekonomicznych, kiedy tworzy, łączy i rozwija zasoby niematerialne (zob. rys. 9.1.). Szczególnie jest to zauważalne w przedsiębiorstwach stosujących nowoczesne technologie i usługi, w których kapitał intelektualny jest główną bazą wiedzy i źródłem przewagi konkurencyjnej.



Rys. 9.1. Składowe kapitału intelektualnego przyjęte w badaniu firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu

W literaturze występuje co najmniej kilka modeli przedstawiania kapitału intelektualnego i interpretowania jego elementów składowych. Najbardziej rozpowszechniony jest model wartości rynkowej opracowany przez K. Sveiby'ego, zgodnie z którym w skład kapitału intelektualnego wchodzi kapitał ludzki i kapitał strukturalny, dzielący się na z kolei na kapitał kliencki i kapitał organizacyjny (kapitał procesów i kapitał innowacyjny)³.

Kapitał ludzki, kojarzony z kompetencjami zawodowymi i społecznymi, zaangażowaniem i motywacją wnoszonymi przez ludzi do organizacji, uznawany jest za najważniejszy element kapitału intelektualnego firm. Sam system organizacji i zarządzania, choćby najbardziej profesjonalny i nowoczesny – nie ma wartości bez ludzi, którzy go tworzą i obsługują. Tym samym można traktować kapitał ludzki jako katalizator aktywizujący bierne elementy kapitału intelektualnego⁴, który

³ K. Sveiby, *Intellectual Capital and Knowledge Management*, www.sveiby.com

⁴ K. Szopik-Depczyńska, W. Korzeniewicz, *Kapitał ludzki w modelu wartości przedsiębiorstwa*, Studia i Prace WNEiZ Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 24, 2012, s. 192

ostatecznie decyduje o wynikach finansowych przedsiębiorstwa. **Kapitał kliencki** (inaczej relacyjny) utożsamiany jest z powiązaniem przedsiębiorstwa z otoczeniem zewnętrznym, tj. całokształtem stosunków przedsiębiorstwa z klientami, dostawcami, instytucjami finansowymi i innymi interesariuszami zewnętrznymi. Organizacyjny kapitał innowacji i procesów to mechanizmy i struktury przedsiębiorstwa sprzyjające w efektywnym wykorzystaniu kapitału ludzkiego. **Kapitał innowacyjny** dotyczy umiejętności tworzenia, odnowy, ale i skutków innowacji w formie chronionych praw handlowych, a także własności intelektualnej oraz innych aktywów niematerialnych, dzięki którym można stworzyć i wprowadzić na rynek innowacyjne produkty i usługi. Z kolei **kapitał procesów** określa funkcjonujące w organizacji mechanizmy, wykorzystywane przy realizacji procesów biznesowych.

Główne komponenty kapitału intelektualnego przedstawione na rys. 9.1. dowodzą, że pomiędzy nimi zachodzą interakcje. Co więcej, wzrost wartości kapitału intelektualnego nie jest prostą pochodną wzrostu jednego z zasobów niematerialnych; kapitał intelektualny rośnie wtedy, gdy powiększa się zbiór aktywów niematerialnych, ukierunkowany strategicznie⁵. Oznacza to, że również wartość przedsiębiorstwa nie powstaje na skutek działania jednego z elementów kapitału intelektualnego, lecz z interakcji zachodzących pomiędzy wszystkimi jego składowymi. Im większe jest współdziałanie i wzajemna integracja elementów kapitału intelektualnego, tym większa powstaje wartość firmy.

9.2. Charakterystyka badania potencjału intelektualnego firm w fazie start-up

Kapitał intelektualny występuje w każdym przedsiębiorstwie, niezależnie od profilu jego działania, a nawet świadomości jego istnienia. Mimo to, trudno jest znaleźć właściwe sposoby i narzędzia wykorzystywane do jego wizualizacji i pomiaru. Informacje dotyczące wartości kapitału intelektualnego służą nie tylko inwestorom, którzy na tej podstawie mogą podejmować decyzje inwestycyjne, ale także pełnią dla przedsiębiorstwa istotną funkcję marketingową. Wskazuje się następujące korzyści związane z pomiarem i sprawozdawczością kapitału intelektualnego⁶:

- zwiększenie transparentności informacji prezentowanych przez przedsiębiorstwo,
- niższe koszty kapitału,
- wyższa cena akcji,
- zwiększenie poczucia zaufania wśród pracowników i innych ważniejszych interesariuszy,
- zapewnienie długookresowej wizji dzięki lepszej komunikacji,
- zmniejszenie niepewności odnośnie przyszłości przedsiębiorstwa,
- ułatwienie dokładniejszego określenia wartości przedsiębiorstwa,
- możliwość wykorzystania jako narzędzie marketingowe.

⁵ M. Bratnicki, J. Strużyna (red.), *Przedsiębiorczość i kapitał intelektualny*, Wyd. AE w Katowicach, 2001, s.71

⁶ D. Dobija, *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*. Wyd. WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa, 2003, s. 56

Pomiędzy opisywanymi w literaturze sposobami i modelami pomiaru oraz raportowania kapitału intelektualnego występuje spora różnorodność: praktycznie każda z metod opiera się na różnych koncepcjach teoretycznych kapitału intelektualnego i w efekcie koncentruje się na różnych elementach bądź aspektach dotyczących aktywów niematerialnych; jednocześnie wiele spośród znanych obecnie metod pomiaru opracowano na potrzeby konkretnych firm bądź rynków.⁷ W podejmowanych próbach pomiaru kapitału intelektualnego⁸ relatywnie często pojawia się podejście, polegające na adaptacji metod stosowanych do wyceny aktywów materialnych. W tym przypadku największą trudność stanowi wyrażenie w jednostkach pieniężnych korzyści i kosztów (w większości niekwantyfikowanych) związanych z inwestycjami w aktywa niematerialne. Trudności z wyceną kapitału intelektualnego wynikają głównie z jego właściwości, takich jak: jakościowy charakter, unikatowość i trudność w kopiowaniu, zdolność do generowania wartości przedsiębiorstwa, wzrost własnej wartości w długim okresie.

**stan wiedzy na temat metod pomiaru i wyceny aktywów niematerialnych**

Opisywane aspekty utrudniają wypracowanie dobrze uzasadnionych koncepcyjnie i praktycznie, uniwersalnych

metod pomiaru kapitału intelektualnego. Wobec obiektywnych trudności związanych z wyceną i wizualizacją kapitału intelektualnego, najczęściej stosowane sposoby informowania o stanie tego kapitału to:

- raportowanie, opisywanie – czyli próba jakościowej oceny, z wykorzystaniem puli wskaźników, dobranych dla wyróżnionych składników kapitału intelektualnego, lub
- mierzenie kapitału intelektualnego – w oparciu o wskaźniki syntetyczne (indeksy).

Na klasyczne problemy pomiaru kapitału intelektualnego nakładają się szczególne cechy firm w początkowej fazie rozwoju, które ograniczają przydatność dotychczas opracowanych metod, i zwiększają trudności w oszacowaniu wartości tego kapitału. Należą do nich m.in.:

- relatywnie krótki okres działania,
- niewielkie rozmiary działalności i skala zatrudnienia,
- ograniczone możliwości odwołania się do wyceny rynku,
- ograniczone możliwości posługiwania się informacjami finansowymi,
- zazwyczaj niska świadomość potrzeby zarządzania kapitałem intelektualnym wśród założycieli firm⁹.

**aspekty badania kapitału intelektualnego firm start-up**

W związku z powyższymi trudnościami, próba jednoznacznej, precyzyjnej oceny wartości kapitału intelektualnego oraz jego wykorzystania

w firmach w fazie startu wydaje się niemożliwa. W zamian, w badaniu kapitału intelektualnego w firmach typu start-up korzystających z inwestora zewnętrznego (tzw. SUZI) uwzględniono dwie płaszczyzny:

⁷ L. Kaufmann, Y. Schneider, *Intangibles synthesis of current research*, "Journal of Intellectual Capital" 2004, nr 3, s. 69

⁸ Zob. m.in.: P. Wiśniewski, *Nowoczesne metody wyceny aktywów niematerialnych – teoria i praktyka światowa. Wnioski dla polskich przedsiębiorstw. Cz.II. Metodyka wyceny aktywów niematerialnych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, ZN 93, Warszawa 2009, s. 36-47.

⁹ Powyższe właściwości firm start-up potwierdzają dane statystyczne. Zob.: *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012, s. 32-42

1. **Subiektywną, zasobową** – zmierzającą do zidentyfikowania wagi aktywów niematerialnych w młodych firmach. Polega na ustaleniu opinii właściciela-menedżera na temat znaczenia kapitału intelektualnego dla rozwoju firmy, a także jego oczekiwań wobec inwestora zewnętrznego, w zakresie innych niż finansowe form wsparcia.
2. **Obiektywną, pomiarową** – obejmującą dobór i wykorzystanie wybranych wskaźników identyfikujących wartości niektórych aktywów niematerialnych (zilustrowanych na rys. 9.1.).

Współistnienie, wzajemne przenikanie obu wymiarów jest kluczowe dla zarządzania kapitałem intelektualnym firm. Przeprowadzone badania screeningowe firm w początkowej fazie rozwoju, uwzględniające powyższe dwa aspekty, pozwoliły na podstawową identyfikację zjawiska i jego podstawowych wymiarów, w kontekście postawy właścicieli. Zważywszy na złożoność zagadnienia, uzyskane wyniki badań nie stanowią precyzyjnej oceny aktywów niematerialnych, lecz jedynie ich szacunek.



Do badania potencjału intelektualnego firm SUZI zastosowano założenia modelu opisanego w rozdziale pierwszym. W tym celu skontaktowano się z wytypowaną populacją 131 firm SUZI¹⁰; ostatecznie udało się przeprowadzić badania w grupie 95 firm funkcjonujących na terenie całej Polski, głównie w formule PAPI (*Paper and Pencil Interview*¹¹).

Podobnie jak w badaniu przeprowadzonym rok wcześniej, uzyskanie informacji w tym obszarze nie było łatwe. Na taką sytuację złożyły się zarówno obiektywne trudności w identyfikacji zjawiska kapitału intelektualnego, dokonywanej przez założycieli lub menedżerów firm start-up (zazwyczaj małych), jak i obserwowana wśród rozmówców tendencja do bagatelizowania znaczenia rozmowy o zasobach trudno uchwytnych, jak aktywa niematerialne. Niechęć firm SUZI do współpracy w zakresie badania kapitału intelektualnego może być także wynikiem zawartych w kontrakcie z inwestorem zewnętrznym klauzul o dochowaniu tajemnicy. Uznanie przez badanych części pytań za trudne lub wrażliwe spowodowało, iż w rezultacie uzyskano niepełną informację zwrotną na temat kapitału intelektualnego firm w fazie startu.

Strukturę branżową badanych firm przedstawiono w rozdziale I. niniejszego raportu. Dominującą formą prawną wśród badanych firm SUZI jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (72 proc. badanej populacji). Badana populacja ma charakter wielkomiejski – większość badanych przedsiębiorstw prowadziła działalność w miastach powyżej 100 tys. mieszkańców. Wg kryterium zatrudnienia, badane firmy to głównie mikroprzedsiębiorstwa i małe firmy. Blisko 60 proc. badanych SUZI to firmy młode, funkcjonujące na rynku krócej niż 4 lata.

¹⁰ Szczegółowe kryteria doboru celowego firm SUZI przedstawiono w rozdz. I.

¹¹ Metoda wywiadu bezpośredniego, polegająca na osobistej, bezpośredniej rozmowie z respondentem, przeprowadzonej przez ankietera przy użyciu specjalnie przygotowanego w tym celu kwestionariusza ankiety.

9.3. Potencjał intelektualny firm start-up w Polsce – wyniki badań

Z uwagi na właściwość firm w początkowej fazie rozwoju, jaką jest ich konkretny i spersonalizowany charakter, zasadniczą rolę dla przetrwania i funkcjonowania firm odgrywa założycielski kapitał ludzki (umiejętności i wiedza przedsiębiorcy, sieci kontaktów itp.).

➔ profil i potencjał intelektualny założycieli badanych firm SUZI

Dostępne badania i obserwacje wskazują, że jednym z czynników mających pozytywny wpływ na powstawanie i rozwój nowych firm

jest wiek przedsiębiorców (założycieli firm). W większości krajów najbardziej aktywną w sferze przedsiębiorczości grupą osób są zazwyczaj ludzie młodzi, poniżej 35 roku życia; obserwuje się, iż w populacji osób powyżej 35 roku życia skłonność do zakładania nowych firm maleje¹². Relatywnie młody wiek przedsiębiorcy zwiększa prawdopodobieństwo wystąpienia pożądaných kompetencji zawodowych i innych cech osobistych (wykształcenie uwzględniające wymogi nowoczesnej gospodarki, dynamizm, elastyczność, skłonność do podejmowania ryzyka, itp.). Wyniki badań przeprowadzonych w 2013 r. wskazują, iż wśród założycieli firm start-up najliczniej reprezentowane są osoby w wieku 35-45 lat, które stanowią ponad 40 proc. badanych (zob. tab. 9.1.). Prawie jedną trzecią założycieli badanych firm SUZI stanowią osoby w wieku 25-35 lat. W grupie przedsiębiorców zdolnych do pozyskania inwestora zewnętrznego najmniej liczne reprezentowane są osoby młode poniżej 25 roku życia (4 proc.), oraz osoby w wieku powyżej 55 lat (6 proc.). Pod względem struktury wiekowej badana populacja założycieli firm start-up nie odbiega od populacji osób zakładających działalność gospodarczą w Polsce. Według GUS, w ostatnich latach nowymi przedsiębiorcami w Polsce zostawały najczęściej osoby poniżej 45 roku życia¹³.

Ważnymi – i powiązаныmi z wiekiem – elementami indywidualnego kapitału założycielskiego są wiedza i doświadczenie właściciela firmy związane z produktem oraz branżą, w której ulokował swoją działalność. Okazuje się, że tylko 17 proc. założycieli badanych firm start-up posiada doświadczenie (mierzone latami pracy w tej samej lub podobnej branży) krótsze niż 5 lat. W stosunku do firm SUZI badanych w roku 2012, kiedy aż 37 proc. założycieli posiadało doświadczenie krótsze niż 5 lat, obecną sytuację należy zinterpretować jako korzystną z punktu widzenia potencjału wzrostu firm.

Innym ważnym czynnikiem określającym potencjał firmy jest wykształcenie posiadane przez jej właścicieli (założycieli) i pracowników (zob. tab. 9.1.). Brak jest jednoznacznych danych potwierdzających dodatnią relację między poziomem skłonności do tworzenia nowych firm a poziomem wykształcenia. Jednakże w realiach nowoczesnej gospodarki wykształcenie ułatwia radzenie sobie z wyzwaniem, jakie stawia zaawansowana technologicznie gospodarka. Jak pokazują raporty, w krajach wysoko rozwiniętych 57 proc. przedsiębiorców posiada wykształcenie wyższe lub pomaturalne, zaś w krajach rozwijających się odsetek ten wynosi 39 proc.; w krajach najslabiej

¹² W. Bygrave, A. Zacharakis, *Entrepreneurship*, J. Wiley&Sons, Inc., 2010, s. 22.

¹³ *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2007-2011*, GUS, Warszawa 2013, s. 50

rozwiniętych przedsiębiorcy najczęściej posiadają wykształcenie średnie i niższe (stanowią 78 proc. wszystkich właścicieli młodych firm)¹⁴. Dane dotyczące wykształcenia Polaków zakładających nowe firmy są typowe dla krajów rozwijających się. I tak, wśród właścicieli przedsiębiorstw założonych w Polsce w 2011 r., 39 proc. to osoby z wykształceniem średnim, a 42,2 proc. to osoby z wykształceniem pomaturalnym lub wyższym; zdecydowanie rzadziej jest to wykształcenie zasadnicze zawodowe bądź niższe¹⁵. Na tym tle wyjątkowo korzystnie wypadają właściciele badanych firm start-up: aż 98 proc. z nich posiada wykształcenie wyższe, głównie techniczne i ekonomiczne.

Tab. 9.1. Profil założycieli badanych firm start-up

Wyszczególnienie	Odsetek badanych SUZI w danym roku	
	2012 r.	2013 r.
Wykształcenie założyciela		
podstawowe	-	-
zawodowe zasadnicze	-	-
średnie	2,0	2,1
wyższe techniczne	64,0	61,1
wyższe ekonomiczne	27,0	24,2
wyższe humanistyczne	7,0	12,6
Wiek założyciela		
poniżej 25 lat	7,0	4,2
25-35 lat	42,0	28,4
35-45 lat	32,0	41,1
45-55 lat	14,0	20,0
powyżej 55 lat	3,0	6,3
Doświadczenie założyciela w branży zgodnej z profilem tworzonej firmy		
poniżej 5 lat	37,0	16,7
5-15 lat	43,0	66,3
15-25 lat	16,0	13,7
25-35 lat	2,0	3,2
powyżej 35 lat	1,0	1,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012 i 2013

Uzyskane wyniki badań wskazują na generalnie wysoki poziom potencjału intelektualnego założycieli firm w fazie początkowej, będących obiektem badań screeningowych w 2013 r. Omówione wyżej wybrane przekroje charakteryzujące właścicieli firm start-up dobrze rokują dla przetrwania i rozwoju firm, co potwierdzają statystyki GUS dotyczące demografii firm w Polsce. Lepsze wskaźniki przeżycia posiadają podmioty gospodarcze zakładane przez ludzi relatywnie młodych (w przedziale 30-44 lat), posiadających wykształcenie średnie lub wyższe i wcześniejsze doświadczenie zawodowe¹⁶.

Istotą formułowanych zamierzeń i dokonywanych wyborów strategicznych nowopowstających firm powinno być budowanie przewagi konkurencyjnej, umożliwiającej skuteczne wejście na rynek

¹⁴ *Global Entrepreneurship Monitor, 2012 Global Report, GERA 2013*

¹⁵ *Warunki powstania i działania....2007-2011, op. cit. s. 51.*

¹⁶ *Ibidem, s. 56*

i umocnienie swojej pozycji.¹⁷ Tymczasem dostępne badania (np. zlecone przez PARP) wskazują, iż w większości polskich przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnej fazie cyklu życia, sposób i strategia funkcjonowania firmy są wynikiem raczej intuicyjnych działań, a nie – świadomego wyboru. Niezamierzonym efektem takiego podejścia jest prowadzenie działalności w ramach pewnego zakresu niszy rynkowej¹⁸.

Na gruncie naukowego podejścia do analizy konkurencyjności i czynników rozwoju firm rozwinęły się dwie przeciwstawne koncepcje, bazujące na zewnętrznych lub wewnętrznych źródłach konkurencyjności firm. Zewnętrzne koncepcje konkurencyjności przedsiębiorstw zakładają, iż głównie źródło konkurencyjności tkwi w interakcjach przedsiębiorstwa z jego otoczeniem (kooperanci, konkurenci, alianci, rynek czynników produkcji, polityka państwa, lokalizacja). Drugi nurt rozważań nad kształtowaniem przewagi zasadza się na przekonaniu, iż kluczowymi determinantami zdolności konkurencyjnej firmy są posiadane przez nią umiejętności i zasoby. Zgodnie z tą koncepcją, o sukcesie przedsiębiorstwa decyduje jego potencjał strategiczny w postaci odpowiednio dobranych i konkurencyjnych zasobów, oraz umiejętności (kompetencje) firmy do ich innowacyjnego i efektywnego wykorzystania.



**wybory i działania strategiczne firm
w fazie start-up**

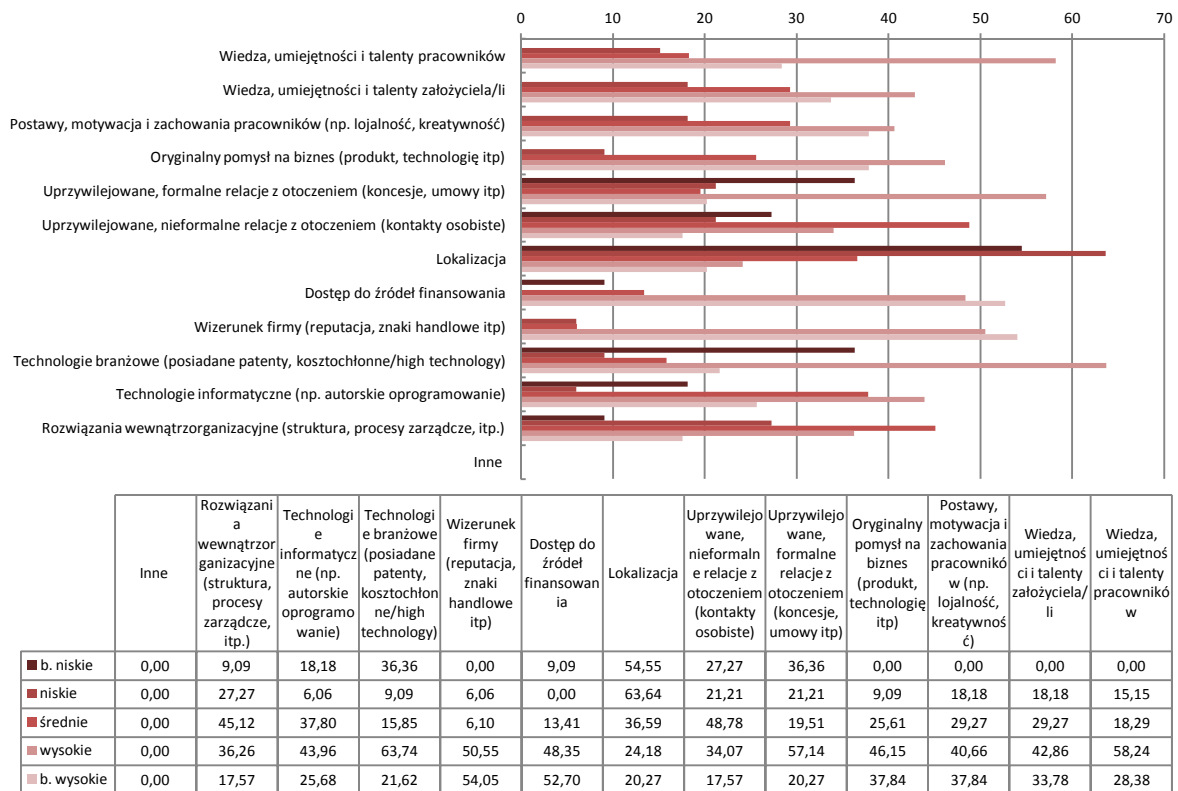
W odniesieniu do badanej populacji firm SUZI, preferowane podejście do budowania konkurencyjności można określić na podstawie

formułowanych celów oraz deklaracji ważności poszczególnych zasobów wykorzystywanych dla ich realizacji¹⁹. Wyniki badań uzyskane w roku 2013 wskazują na zmianę priorytetów firm start up, w stosunku do roku poprzedniego. W roku 2012 deklarowane cele do osiągnięcia w perspektywie najbliższych trzech lat to: rozwój produktu/usługi lub technologii, zdobycie klientów i wypracowanie dobrej marki; kwestie rentowności realizowanego przedsięwzięcia znajdowały się na dalszym planie. Tymczasem w roku 2013 firmy wskazały, iż koncentrują się na wypracowaniu dobrej marki (49,5 proc. przypadków) oraz osiągnięciu wysokiej rentowności (44,2 proc. przypadków). Kwestie związane z tworzeniem perspektyw rozwoju na bazie kapitału intelektualnego (osiągnięcie wysokiej innowacyjności, rozwój produktu lub technologii) znalazły się na dalszym planie w hierarchii celów strategicznych badanych firm SUZI. Tym samym odpowiedzi respondentów wskazują na przewagę zachowań bazujących na zewnętrznych źródłach wartości. Powodem reorientacji w formułowanych celach strategicznych może być fakt przejścia badanych firm z fazy inkubacji pomysłu do fazy jego rynkowej komercjalizacji, a także wysoka samoocena kompetencji założycieli.

¹⁷ K. Ćwik: *Zachowania strategiczne małych przedsiębiorstw i ich uwarunkowania w aspekcie teoretycznym*. W: *Zarządzanie rozwojem małych i średnich przedsiębiorstw*. Red. S. Lachiewicz, M. Matejun. Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s.35-36.

¹⁸ *Raport o stanie sektora małych...*, op. cit. s. 89. P. Raźniewski i in., *Strategia niszy rynkowej jako specyficzny element potencjału rozwojowego mikroprzedsiębiorstwa*, PARP, Warszawa 2010, s. 37.

¹⁹ Szczegółowe wyniki badań w tym zakresie zaprezentowano w rozdz. VII.



Rys. 9.2. Subiektywna ocena znaczenia poszczególnych zasobów dla rozwoju firm SUZI – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2013

opinia założycieli badanych firm nt. znaczenia kapitału intelektualnego

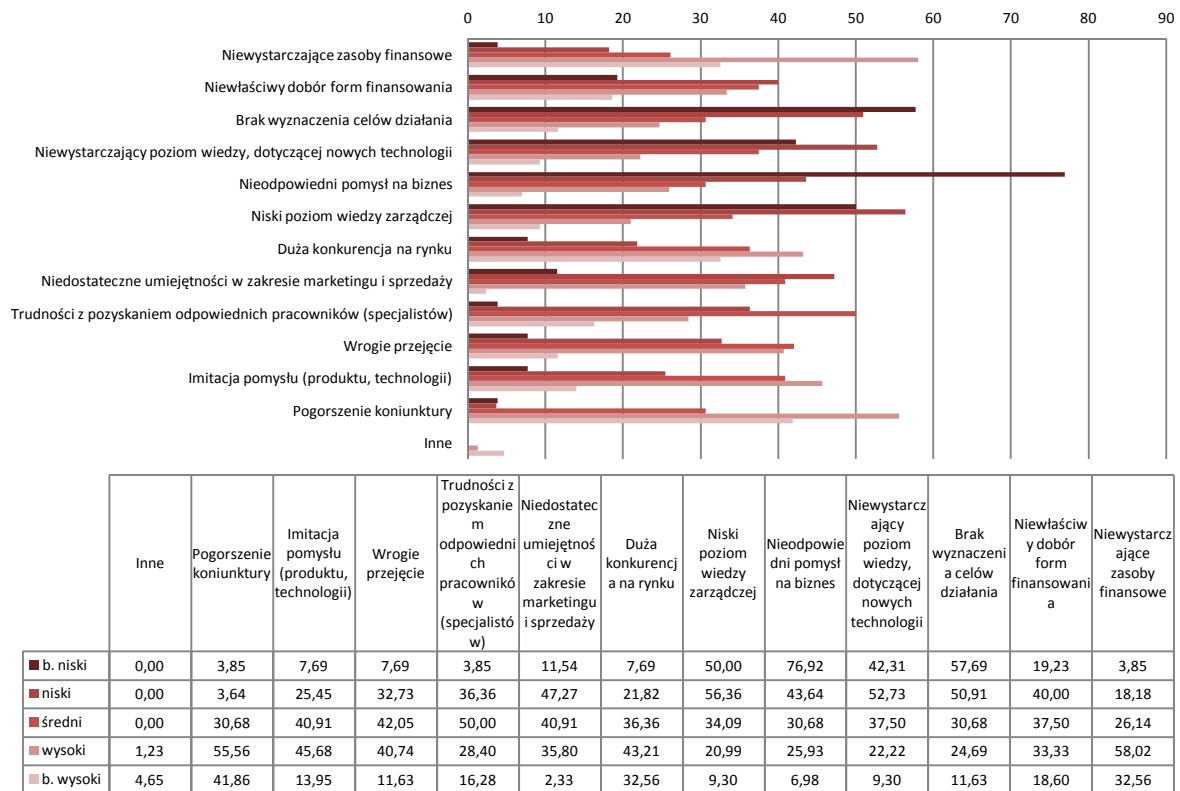
Znaczenie zasobów niematerialnych jako źródła przewagi konkurencyjnej i wartości firm w fazie startowej można wyprowadzić na bazie opinii ich założycieli. Jak bowiem wcześniej wskazywano, specyfika zarządzania firmą w początkowej fazie wzrostu polega na wyraźnym zdominowaniu jej przez osobę założyciela-menedżera. Cechy jego osobowości, jego zdolności i umiejętności rzutują na sposób prowadzenia firmy, na kontakty z pracownikami i relacje z otoczeniem. Właściciel generuje nowe pomysły i cele, wyznacza kierunki rozwoju, wskazuje zasoby istotne z punktu widzenia potencjału konkurencyjnego. Jak wynika z przeprowadzonych w 2013 r. badań screeningowych firm w fazie startu, ich perspektywy rozwojowe w wysokim stopniu determinowane są poziomem poszczególnych elementów kapitału intelektualnego (zob. rys. 9.2.). I tak, zdaniem respondentów, największe znaczenie dla sukcesu firm start-up, większe nawet aniżeli dostęp do źródeł finansowania działalności, ma wizerunek firmy (54,1 proc. wskazań). Na drugim miejscu zasobów bardzo ważnych dla funkcjonowania i rozwoju badanych firm SUZI znajduje się czynnik ekonomiczny (dostęp do źródeł finansowania – 52,7 proc. przypadków). Kolejne pozycje w „rankingu” kluczowych zasobów zajmują: oryginalny pomysł na biznes oraz kompetencje pracowników (po 37,8 proc. wskazań), a także postawy oraz umiejętności założyciela firmy (33,8 proc. uzyskanych odpowiedzi). Zdaniem respondentów, najmniej ważne dla rozwoju badanych firm są: lokalizacja firmy oraz uprzywilejowane formalne i nieformalne

relacje z otoczeniem. Podobne opinie na temat znaczenia poszczególnych zasobów uzyskano w badaniu przeprowadzonym w roku 2012.

Podmioty badane w 2013 roku charakteryzuje – podobnie jak w poprzednim badaniu – relatywnie wysoki poziom zaufania do własnego potencjału intelektualnego. Wyraża się ono m.in. poprzez to, iż zazwyczaj nie oczekują od inwestora zewnętrznego – poza kapitałem finansowym – innych form wsparcia (takich jak bezpośrednie zaangażowanie w finansowany projekt, dzielenie się doświadczeniem biznesowym i kontaktami, zapewnienie wsparcia prawnego i organizacyjnego, itp.). W rezultacie, kontakty z inwestorem mające konsultingowy charakter są sporadyczne²⁰. Takie podejście dowodzi, że badane firmy cechuje ogromna wiara we własny potencjał rozwojowy. Aż 2/3 badanych firm SUZI zapytana o oczekiwania wobec inwestora zagranicznego deklaruje, iż oczekuje wyłącznie kapitału, bez doradztwa oraz angażowania się i podejmowania decyzji w sferze biznesowej i projektowej.

Wyniki badań screeningowych z 2013 roku potwierdzają, że wśród głównych barier dla dalszego funkcjonowania młodych firm znajdują się niewystarczające zasoby finansowe (taką odpowiedź zaznaczono w ponad 64 proc. przypadków). Najsilniejsze obawy firm SUZI wiążą się jednak z możliwością pogorszenia koniunktury (67,7 proc. wskazań). W dalszej kolejności respondenci wskazali jako zagrożenia czynniki otoczenia bliższego, takie jak: wzrost konkurencji na rynku, oraz brak właściwych pracowników. Konfrontacja odpowiedzi udzielonych w trakcie badania przez respondowani firmy pozwala potwierdzić ich wysokie zaufanie do własnego potencjału rozwojowego. Przykładowo, do barier najrzadziej wskazywanych przez respondentów należą: nieodpowiedni pomysł na biznes, niski poziom wiedzy zarządczej i brak wyznaczenia celów (zob. rys. 9.3.).

²⁰ Być może, relatywnie słaby transfer wiedzy pomiędzy inwestorem a firmą start up jest jedną z przyczyn niskich wartości podstawowych wskaźników kapitału innowacyjnego (zob. tab. 9.2).



Rys. 9.3. Subiektywna ocena zagrożeń i problemów istotnych dla rozwoju firm SUZI – rozkład odpowiedzi w proc.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2013.

ocena składników kapitału intelektualnego badanych firm start-up

Ważną częścią eksploracji potencjału intelektualnego firm start-up jest próba jego pomiaru. Orientowanie się w sferze

posiadanych aktywów niematerialnych powinno być dla właściciela firmy w fazie startu nie mniej ważne, niż monitorowanie stanu finansów przedsiębiorstwa. Identyfikacja kluczowych aktywów niematerialnych jest także ważna dla ewentualnego dawcy kapitału, ponieważ pomaga w określeniu ryzyka i potencjalnej rentowności inwestycji. W prezentowanym badaniu, projekcji stanu aktywów niematerialnych w badanej populacji firm dokonano przy użyciu wybranych, przyjętych w literaturze wskaźników. Uzyskane w wyniku dwukrotnych wywiadów (2012 i 2013 r.) wartości poszczególnych wskaźników, zestawione w podziale na poszczególne składowe kapitału intelektualnego prezentuje tab. 9.2. Przedstawione w niej dane potwierdzają, że badana populacja firm nie jest jednorodna, jeśli idzie o posiadane aktywa niematerialne. Tendencją wyraźnie zauważalną jest poprawa większości wskaźników, świadcząca o wzroście potencjału intelektualnego badanych firm start-up. Dotyczy to m.in. takich parametrów, jak: średnia wielkość zatrudnienia, udział kobiet w zatrudnieniu, udział osób z wyższym wykształceniem w zatrudnieniu, wydatki na szkolenia, liczba godzin szkoleniowych, itd. Szczególnie zauważalna jest poprawa wskaźników stosowanych do oceny kapitału innowacyjnego (np. liczba posiadanych praw własności lub aplikacji patentowych). Wartości wskaźników kapitału innowacyjnego badanych firm zdają się potwierdzać prawidłowość, iż w miarę krzepnięcia firmy i większych możliwości finansowych rośnie troska właścicieli lub osób zarządzających o wzrost wartości jej poszczególnych składowych, także niematerialnych.

Tab. 9.2. Wybrane wskaźniki kapitału intelektualnego badanych firm SUZI w latach 2009-2011

Wyszczególnienie	2009 r.		2010 r.		2011 r.	
	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana
Kapitał ludzki						
Średni stan zatrudnienia (w przeliczeniu na pełne etaty)	27,89	8,50	31,56	12,50	30,08	15,00
Udział kobiet w zatrudnieniu [%]	21,23	10,00	24,32	20,00	26	12
Średni wiek zatrudnionych	24,48	29,00	27,75	30,00	27,29	29,50
Średnie miesięczne wynagrodzenie brutto	2387,55	2825,00	2981,39	3400,00	3543,05	3200,00
Średni staż zawodowy (liczba lat w branży)	4,43	4,00	5,15	5,00	5,00	5,00
Średni staż zawodowy pracownika w Państwie przedsiębiorstwie	2,29	2,00	2,74	2,00	2,98	3,00
Liczba pracowników z wyższym wykształceniem (na koniec roku)	17,81	6,00	19,25	8,00	22,26	10,00
Liczba pracowników posiadających wykształcenie podyplomowe	1,83	1,00	2,63	1,00	5,40	2,00
Liczba pracowników fizycznych	8,29	0,00	9,85	0,00	5,31	2,00
Liczba pracowników umysłowych	23,93	7,00	25,21	9,50	24,38	11,00
Wielkość wydatków na szkolenia ogółem	54100,94	700,00	59061,36	1300,00	19397,66	4250,00
Liczba pracowników delegowanych na szkolenia	8,80	2,00	12,25	2,00	9,30	5,00
Liczba przeprowadzonych szkoleń wewnętrznych	4,54	1,50	5,67	2,00	4,61	3,50
Średnia liczba godzin szkoleniowych na 1 pracownika w roku	13,88	9,00	16,54	12,50	14,94	9,00
Liczba nowozatrudnionych pracowników	10,13	4,00	6,46	3,00	4,31	2,00
Liczba zwolnionych pracowników	3,63	0,00	2,80	1,00	3,09	1,00
Pracownicy z kluczowymi kompetencjami (% zatrudnionych)	38,74	40,00	42,64	50,00	33,89	30,00
Kapitał innowacyjny						
Wielkość wydatków na badania i rozwój do kosztów ogółem (%)	8,16	1,50	7,29	1,00	30,10	10,00
Liczba posiadanych praw własności	7,82	0,50	11,30	2,00	17,21	6,00
Liczba aplikacji patentowych	0,94	0,00	0,85	0,00	2,23	0,00
Liczba posiadanych patentów	1,04	0,00	1,32	0,00	1,72	0,00
Liczba nieopatentowanych innowacji	4,58	0,00	4,33	1,00	4,44	0,00
Kapitał relacyjny						
Udział w rynku (%)	2,39	1,00	2,92	1,00	2,64	1,00
Liczba aliansów (porozumień o współpracy)	70,67	5,00	75,51	10,00	71,98	28,00
Liczba wejść na stronę internetową firmy	504577,39	2050,00	714922,91	5000,00	69799,99	3000,00
Liczba klientów (w bazie)	41429,80	80,00	51878,87	180,00	9641,98	175,00
Średni miesięczny wzrost liczby klientów (%)	3,06	1,00	5,31	2,00	0,02	0,01
Kapitał procesów						
Korzystanie z wiedzy inwestora – średnia miesięczna ilość godzin wspólnych warsztatów, spotkań, itp.	5,75	1,00	8,28	3,00	13,81	10,00
Liczba opisanych procesów zarządczych (regulaminy, procedury itp.)	3,88	2,00	4,62	3,00	6,14	4,00
Liczba realizowanych projektów (w toku) związanych z nowymi produktami, technologią produkcji, itp.	3,78	2,00	6,20	2,00	6,46	4,00
Wydatki na technologie informatyczne	63448,69	10000,00	84155,48	17500,00	28291,47	15000,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012 i 2013.

Najważniejszym komponentem kapitału intelektualnego firm jest kapitał ludzki. Firmy będące w początkowej fazie rozwoju stoją przed szeregiem ograniczeń, takich jak: stosunkowo niewielkie zasoby finansowe, małe możliwości zbudowania przewagi konkurencyjnej na prestiżowej marce lub unikatowości produktu, słabe możliwości imitowania zachowań konkurentów. Ponadto, współczesne przedsiębiorstwa, bez względu na fazę rozwoju w jakiej się znajdują, muszą być przede wszystkim elastyczne (przez elastyczność należy rozumieć zdolność do przekształcania się i dostosowywania do zmieniających się warunków otoczenia). Wobec takich wyzwań można przyjąć, że sukces rynkowy młodej firmy determinowany jest w znacznym stopniu zdolnością do innowacji, ucieleśnioną w kapitale ludzkim. Na kapitał ludzki składają się: wiedza, kompetencje społeczne i umiejętności techniczne posiadane przez pracowników. Oznacza to, kapitał ludzki jest nierozzerwalnie związany z jego właścicielem.

Kluczowym składnikiem kapitału intelektualnego organizacji jest kapitał ludzki. Trudno jest jednoznacznie ocenić jego jakość, z uwagi na zróżnicowanie i wielowymiarowość elementów i czynników kształtujących kapitał ludzki. Stąd konieczność wyboru aspektów najważniejszych, adekwatnych do badanego podmiotu. W celu oceny kapitału ludzkiego badanej populacji firm, z bogatej palety możliwych wskaźników wyselekcjonowano przede wszystkim te, które pozwalają określić: jakość zatrudnionych pracowników (wykształcenie, doświadczenie, wiek), średni czas zatrudnienia pracownika w firmie oraz zakres działań odnoszących się do rozwoju zatrudnianego personelu.



kapitał ludzki w badanych firmach start up

Przyjmując kryterium wielkości zatrudnienia, uzyskane wyniki identyfikują ponad 60 proc. badanych firm start-up jako mikrofirmy

(zatrudniające mniej niż 9 pracowników) oraz podmioty małe. Jednocześnie jednak w całym okresie objętym badaniem (lata 2009-2011) obserwuje się ich wzrost mierzony średnią liczbą zatrudnionych pracowników. Zarówno właściciele i kadra zarządzająca, jak i pracownicy to często ludzie stosunkowo młodzi, o relatywnie krótkim stażu zawodowym (4-5 lat). Pozytywnie wypada ocena jakości kapitału ludzkiego mierzona poziomem wykształcenia. Z badania wynika, że badana populacja to firmy z wysoko ustawionym „progiem wejścia” w postaci kompetencji pracowników. Jak wykazano wcześniej, zdecydowana większość założycieli-menedżerów posiada wykształcenie wyższe, co pozytywnie wyróżnia tę grupę przedsiębiorców od właścicieli i menedżerów firm należących do sektora MSP. Z kolei odsetek pracowników z wykształceniem wyższym w badanych firmach kształtuje się przeciętnie, w badanych latach w przedziale 60- 64 proc., podczas gdy wg GUS odsetek pracujących z wykształceniem wyższym w gospodarce polskiej wynosi ok. 27 proc. (2010 r.). Tak duży odsetek pracowników z wyższym wykształceniem, w połączeniu z podejmowanymi działaniami na rzecz dalszego rozwoju kapitału ludzkiego, stanowi cenny impuls rozwojowy firm w fazie startu (ograniczona dostępność kadry o określonym poziomie kompetencji została wskazana przez respondentów jako jedna z kluczowych barier w funkcjonowaniu).

**wewnętrzny potencjał strukturalny
badanych firm SUZI**

Kapitał procesów – tzw. strukturalny kapitał wewnętrzny organizacji, jest efektem działań intelektualnych osób zatrudnionych w firmie; jest produktem kapitału ludzkiego. W odróżnieniu od kapitału ludzkiego będącego własnością jednostek, kapitał procesów jest własnością przedsiębiorstwa.²¹ Tworzą go takie elementy i procesy, jak: struktura organizacji, przepływy informacji, metody zarządzania, procesy wewnętrzne i systemy działania, systemy informatyczne, itp. W małej firmie, jaką zazwyczaj jest przedsiębiorstwo w fazie startu, kapitał procesów jest bardzo ważny, określa bowiem jej zdolności do tworzenia, wykorzystywania i przechowywania potencjału intelektualnego. Wyniki obu badań pokazują, że podobnie jak w obszarze kapitału ludzkiego, również wymiary wewnętrznego kapitału strukturalnego przybierają różnorodną postać, w zależności od branży, ilości zatrudnionych, czasu funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku, wielkości zaangażowanych środków (własnych i inwestora), itp. Dokonując uogólnienia można wskazać, iż w przypadku większości badanych firm występuje ograniczona ilość elementów składających się na kapitał procesów. Mimo iż moment startu jest punktem kluczowym dla powodzenia całego przedsięwzięcia biznesowego, a błędy popełnione na tym etapie mogą spowodować szybką porażkę i bankructwo firmy, badane firmy cechuje prostota rozwiązań strukturalnych i metod zarządzania. Badane firmy nie wiążą sukcesu ekonomicznego z jakością rozwiązań wewnątrzorganizacyjnych i stosowanych metod zarządzania (w większości badanych firm nie ma strategii, albo nie istnieje ona w formie formalizowanej). Ponadto, w relacjach z inwestorem zewnętrznym zazwyczaj nie oczekują wsparcia w tym zakresie.

**innowacyjność firm start-up**

W klasycznym ujęciu za innowacje uznaje się wdrożenie nowego lub istotnie ulepszanego produktu (wyrobu lub usługi) lub procesu, nowej metody marketingu, zarządzania lub organizacji pracy itp. Wyniki badań przeprowadzonych w roku 2013 dowodzą, iż badana populacja jest wysoce heterogeniczna, jeśli idzie o zachowania innowacyjne. Najczęściej, realizowane projekty innowacyjne dotyczyły udoskonalania produktu lub usługi, rzadziej: wprowadzania nowego produktu lub udoskonalania procesu produkcyjnego lub świadczenia usług. Ich wprowadzanie zazwyczaj miało na celu zdobycie rynku lub umocnienie pozycji konkurencyjnej. Wytwarzanie oryginalnego produktu (dotychczas nie oferowanego na rynku) to rzadziej spotykana sytuacja wśród badanych firm, co potwierdza liczba posiadanych patentów lub złożonych aplikacji patentowych (zob. tab. 9.2.). Uzyskane wyniki nie pozwalają stwierdzić, iż badana populacja wyróżnia się znacząco pod względem innowacji od pozostałych przedsiębiorstw działających w Polsce – niepokoić może, fakt że osiągnięcie wysokiej innowacyjności nie stanowi ważnego celu w hierarchii celów badanych firm start-up.

Także międzynarodowe²² i krajowe²³ opracowania wskazują na niski poziom innowacyjności w Polsce, co ma negatywny wpływ na polską gospodarkę i jej konkurencyjność w świecie. Mimo iż w opinii menedżerów na świecie innowacja stanowi najważniejszy czynnik podnoszący poziom konkurencyjności firm, polskie przedsiębiorstwa nie działają zgodnie z tą opinią. Taka sytuacja dotyczy zarówno dużych firm, jak i mniejszych, w tym nowo powstających. Relatywnie niską

²¹ A. Sokołowska, *Zarządzanie kapitałem intelektualnym w małym przedsiębiorstwie*, PTE, Warszawa 2005, s.101

²² Zob. np.: raport *Innovation Union Scoreboard 2013*, przygotowany przez KE.

²³ Zob. np.: P. Zadura-Lichota (red.), *Świt innowacyjnego społeczeństwa. Trendy na najbliższe lata*, PARP, Warszawa 2013

innowacyjność polskich firm potwierdzają badania porównawcze. Według danych Eurostatu²⁴, Polska znajduje się w grupie państw (obok Węgier i Rumunii) o najmniejszym odsetku innowacyjnych firm (22 proc.)²⁵. Największa różnica na niekorzyść polskich firm w zakresie odsetka firm innowacyjnych dzieli małe przedsiębiorstwa europejskie i polskie. Polskie małe firmy znalazły się na ostatnim miejscu w rankingu badanych krajów z wynikiem 15 proc.

Przyczyny niskiej skłonności do innowacyjności badanych firm SUZI przypuszczalnie są takie same, jak w przypadku innych firm, szczególnie mniejszych i nowszych. Należą do nich m.in.: ograniczenia kapitałowe, trudności w wyszukiwaniu, ocenianiu i asymilacji różnorodnych zasobów wewnętrznych, niewystarczające umiejętności marketingowe, nieprawidłowości w zarządzaniu, ograniczenia czasowe. W badanej populacji firm, skłonność do innowacji rosła wraz ze wzrostem ilości zaangażowanego kapitału obcego.

→ kapitał relacyjny firm start-up

Cenionym przez wszystkie firmy i świadomie kreowanym wymiarem kapitału intelektualnego, jak wynika z dostępnych badań²⁶, jest tzw. zewnętrzny kapitał strukturalny – kapitał relacyjny, związany z niematerialnymi aktywami rynkowymi. Wchodzi tu w grę takie aspekty, jak: marki handlowe, klienci i ich lojalność, relacje z klientami, różne kontrakty i umowy, np. licencyjne, koncesyjne. Z obserwacji wynika, że wiele spośród badanych przedsiębiorstw nie posiada sformalizowanej bazy danych o klientach i rynku (co potwierdza raczej intuicyjne i inkrementalne podejście założycieli do kwestii rozwoju, i brak perspektywy długookresowej). Jednakże takie działania, jak dbałość o wizerunek firmy, troska o klienta i zaspokojenie jego potrzeb, stosowanie i rozwój różnorodnych narzędzi marketingowych, nieformalna i formalna współpraca z dostawcami i konkurentami zaliczane są do najważniejszych sposobów na przetrwanie na rynku i rozwój firmy. Należy zauważyć, iż wartości poszczególnych wskaźników kapitału relacyjnego prezentowane w tab. 9.2. mają wyłącznie charakter poglądowy, i dowodzą silnego zróżnicowania badanych firm w tym obszarze. Jednoznaczna ocena kapitału relacyjnego wymaga bowiem podejścia indywidualnego, uwzględniającego specyfikę branży i strukturę rynku (jego wielkość, bariery wejścia, siłę i narzędzia konkurencji, itp.), na którym dana firma funkcjonuje.

9.4. Kapitał intelektualny w badanych firmach start-up

Zgromadzony w roku 2013 materiał badawczy przedstawia analogiczne dane do tych, które zostały dostarczone przez badanie z roku 2012. Oznacza to, że pozyskany materiał nie daje możliwości dokonania wyceny tego rodzaju kapitału, ale pozwala na określenie potencjału analizowanych jednostek do jego budowania. Przeprowadzone badania uwzględniają analizę determinant, które odnoszą się do elementów składowych kapitału intelektualnego. Rezultaty otrzymane na podstawie analizy danych ilościowych z roku 2011 zostały zestawione z wynikami otrzymanymi

²⁴ Najnowsze dostępne badania innowacyjności CIS 2008 obejmują swym zakresem lata 2006-2008. Wyniki badań CIS za okres 2008-2010 jeszcze nie zostały opublikowane.

²⁵ Najwięcej innowacyjnych firm (72 proc.) funkcjonowało w latach 2006-2008 w Niemczech.

²⁶ *Strategia niszy rynkowej jako specyficzny...*, op.cit., s.54.

dla lat wcześniejszych (2009 oraz 2010), dzięki czemu poniższa analiza ma charakter komparatystyczny.

kryteria segmentacji badanych jednostek gospodarczych

Populacja badanych jednostek SUZI została poddana segmentacji w identyczny sposób we wszystkich badanych okresach. Mianowicie

uwzględniono następujące kryteria podziału:

- czas, który upłynął od momentu powstania pomysłu do zarejestrowania działalności,
- czas istnienia danej jednostki gospodarczej,
- oczekiwana wartość kapitału pochodzącego od zewnętrznego inwestora,
- wysokość kapitału pozyskanego od inwestora.

przyjęta metoda badawcza

Badania dla wszystkich analizowanych lat zostały przeprowadzone przy pomocy identycznej metodyki badań. Dane dotyczące wielkości poszczególnych determinant kapitału intelektualnego oraz jego elementów składowych pozwoliły na uszeregowanie jednostek gospodarczych z próby badawczej. W ten sposób wyodrębniono te, które w największym stopniu wpływają na swój potencjał intelektualny. Wytworzenie wspomnianych rankingów wymagało od badaczy dokonania porównań bardzo wielu cech badanych jednostek gospodarczych, które są wyrażone odmiennymi jednostkami. Oznacza to, iż niemożliwe było dokonanie tego tylko i wyłącznie przy pomocy intuicyjnych komparacji. Dlatego też, na potrzeby badań obliczono tzw. wartości zjawiska złożonego dla każdego badanego obiektu. Jest to wynik, który cechy wpływające na tworzenie kapitału intelektualnego w badanych przedsiębiorstwach ujmuje zbiorczo dla każdego z nich. Oznacza to, że uzyskana wartość umożliwia dokonanie stosownych porównań i stworzenie rankingu. Obliczenia poszczególnych wartości zjawiska złożonego oparto o metodę sum standaryzowanych, w której każda zmienna ma charakter stymulanty. Metodę zalicza się do grupy metod porządkowania liniowego. Wykonanie kalkulacji zostało poprzedzone przygotowaniem danych do badania. Dotyczyło ono ich normalizacji w celu eliminacji odmiennych jednostek, w których wyrażone są determinanty. Dla wszystkich lat w tym celu wykorzystano metodę polegającą na standaryzacji. Badanie przebiegało wieloetapowo, a rozpoczęto je obliczeniem wielkości sum standaryzowanych zmiennych dla poszczególnych obiektów. Przyjęta w badaniach metoda pozwala na nadanie wag poszczególnym cechom. Pomimo to, zrezygnowano z nadawania wag i założono równoważność analizowanych cech. Kolejny etap badania obejmował obliczenie miary rozwoju dla każdego obiektu, które uwzględniają obiekty abstrakcyjne w postaci wzorca i antywzorca (ustalane w oparciu o maksymalne i minimalne wartości poszczególnych cech). Otrzymany wynik poddany został interpretacji. Miary rozwoju są zawarte w przedziale [0; 1], przy czym dany wynik dla wzorca jest równy 1, a dla antywzorca zero. Im wyższy jest rezultat, tym wyższy jest poziom zjawiska złożonego dla danego obiektu.²⁷

Poszczególne cechy, na podstawie których ustalono miary rozwoju to dane pochodzące z badania ankietowego. Wyniki badań dotyczące roku 2011 analogicznie do rezultatów z lat poprzednich (2009, 2010) nie uwzględniają odpowiedzi na pytania, które z przyczyn merytorycznych nie mogły być opracowane przy wykorzystaniu scharakteryzowanej metodyki badań. W badaniach z lat 2009 i 2010

²⁷ Zob. *Ekonometria. Metody, przykłady, zadania*, pod red. J. Dziechciarza, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 290 – 291.

klienci podawali wielkości wykorzystując odmienne okresy odniesienia, co skutkowało brakiem porównywalności otrzymanych odpowiedzi. W trzech badanych latach zestaw cech został opracowany na podstawie takich samych kwestii, do których zaliczono:

- średni stan zatrudnienia (w przeliczeniu na pełne etaty),
- średnie wynagrodzenie brutto w przeliczeniu na 1 pracownika,
- średni staż zawodowy (liczba lat w branży),
- średni staż zawodowy pracownika w danym przedsiębiorstwie,
- liczba pracowników z wyższym wykształceniem (na koniec roku),
- liczba pracowników posiadających wykształcenie podyplomowe,
- wielkość wydatków na szkolenia ogółem,
- liczba pracowników delegowanych na szkolenia,
- liczba przeprowadzonych szkoleń wewnętrznych,
- średnia liczba godzin szkoleniowych na 1 pracownika w roku,
- pracownicy z kluczowymi kompetencjami (% zatrudnionych),
- wielkość wydatków na badania i rozwój do kosztów ogółem (%),
- liczba posiadanych praw własności,
- liczba aplikacji patentowych,
- liczba posiadanych patentów,
- liczba nieopatentowanych innowacji,
- liczba aliansów (porozumień o współpracy),
- liczba klientów (w bazie),
- średni miesięczny wzrost liczby klientów (%),
- korzystanie z wiedzy inwestora – średnia miesięczna ilość godzin wspólnych warsztatów, spotkań, itp.,
- liczba opisanych procesów zarządczych (regulaminy, procedury itp.),
- liczba realizowanych projektów (w toku) związanych z nowymi produktami, technologią produkcji, itp.,
- wydatki na technologie informatyczne.



wielkość próby, dobór danych do badania

Z przyczyn merytorycznych oraz technicznych nie wszystkie jednostki gospodarcze z próby zostały zakwalifikowane do przetwarzania

materiału analitycznego i wnioskowania. Do głównych przyczyn eliminacji pewnej części zgromadzonych w postaci ankiet materiałów należy zaliczyć: niekompletność danych, niewiarygodność danych i poważne odstępstwa statystyczne. W rezultacie do analiz przeprowadzonych w dalszej części rozdziału zakwalifikowano:

- 43 jednostki w roku 2009,
- 58 jednostek w roku 2010,
- 53 jednostki w roku 2011.

Istotną cechą zgromadzonego materiału badawczego, jest fakt, że w przypadku wielu cech badane jednostki gospodarcze wykazują wartości zerowe. Stan taki wydaje się być oczywisty w kontekście charakteru badanych firm – firmy bardzo młode, w bardzo wczesnych stadiach rozwoju. Dlatego też,

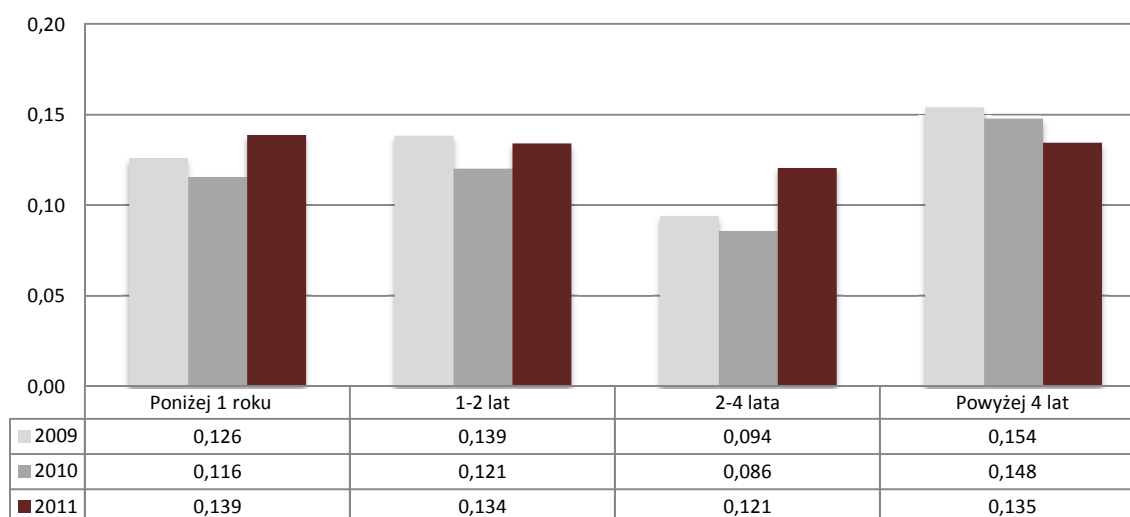
uzyskane wyniki są znacznie bliższe antywzorcowi niż wzorcowi rozwoju. Dodatkowo, na uzyskane wyniki wpływa fakt, iż wielkość próby w kolejnych latach jest nierównomierna. Oznacza to, iż w każdym kolejnym badanym roku dodano zestaw nowych firm, które zastąpiły te zlikwidowane (np. z powodu upadłości gospodarczej).

➔ **długość fazy zasiewu a poziom kapitału intelektualnego firm start-up**

Rezultaty wartości zjawiska złożonego (w postaci poziomu kapitału intelektualnego) dla badanych przedsiębiorstw w zależności

od czasu, który upłynął od powstania pomysłu na biznes, do momentu rejestracji firmy przedstawiono na rysunku 9.4. Otrzymane wyniki informują, iż jednostki gospodarcze, w przypadku których upłynęło najwięcej czasu na inkubację pomysłu, charakteryzują się najwyższymi wartościami zjawiska złożonego. Oznacza to, że w ich przypadku czynniki kształtujące kapitał intelektualny przyjmują najwyższe wartości, zwłaszcza w latach 2009 i 2010. W roku 2011 o w odróżnieniu od pozostałych lat firmy, które w największym stopniu budują wspomniany rodzaj kapitału charakteryzują się najkrótszym czasem inkubacji pomysłu na biznes. Przedsiębiorstwa, które charakteryzują się inkubacją pomysłu trwającą od 2 do 4 lat, charakteryzują się najniższymi rezultatami omawianej wielkości dla wszystkich badanych okresów.

Interesujące jest, iż uzyskane wyniki dla poszczególnych lat oraz poszczególnych grup firm są do siebie podobne. Mianowicie, różnice pomiędzy uzyskanymi średnimi wartościami nie są duże i jak wcześniej zauważono, są zdecydowanie bliższe antywzorcowi niż wzorcowi rozwoju. Podsumowując stwierdza się, iż każda grupa badanych firm charakteryzuje się spadkiem wartości zjawiska złożonego z roku 2009 do 2010, co oznacza, że w tym okresie czynniki kształtujące kapitał intelektualny charakteryzowały się spadkiem wartości. Należy dodać, iż ta sytuacja uległa zmianie w roku 2011. Wszystkie uzyskane rezultaty mieszczą się w przedziale od 0,086 do 0,154.



Rys. 9.4. Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od czasu, który upłynął od powstania pomysłu na biznes, do momentu rejestracji firmy (1 – wzorzec, 0 – antywzorzec)

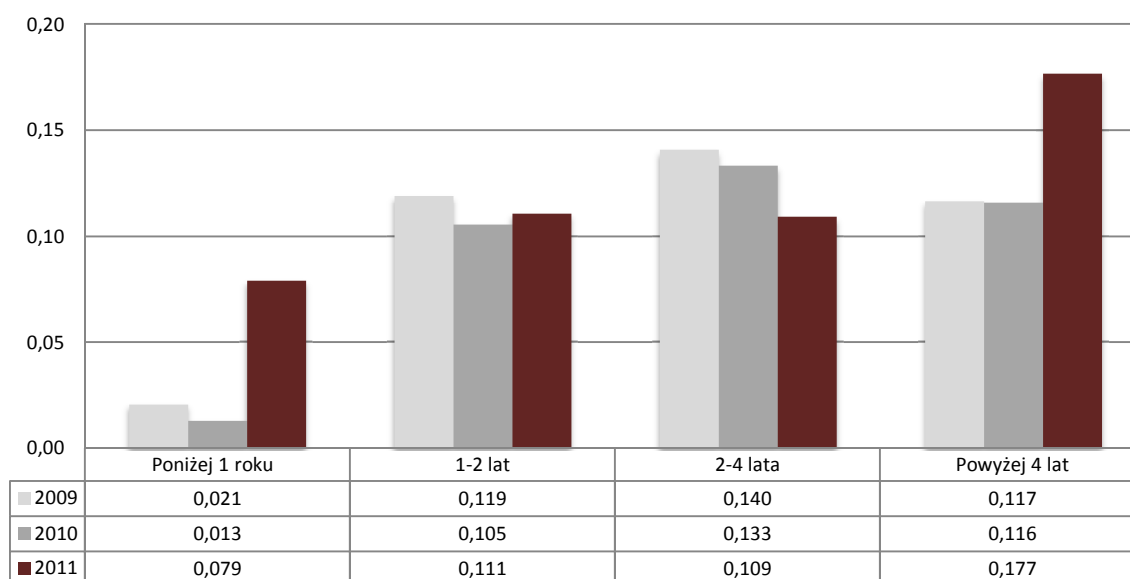
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2012 i 2013.

→ **okres funkcjonowania firm start-up a poziom kapitału intelektualnego**

Kolejny etap badań obejmuje analizę zależności okresu funkcjonowania badanych firm oraz kształtowania poziomu kapitału intelektualnego

przez te przedsiębiorstwa (zob. rys.9.5.). Zauważalne jest, iż firmy, które istnieją na rynku najkrócej w najmniejszym stopniu kształtują swój kapitał intelektualny. Niskie wartości poszczególnych determinant kapitału intelektualnego w przypadku tych jednostek zależą m.in. od niskiego stanu zatrudnia, lub też małej ilości przeprowadzonych szkoleń, co jest związane z niewielkim zasobem środków finansowych, które są przeznaczane na cele szkoleniowe. Interesujące jest, iż w porównaniu do lat 2009 i 2010, w roku 2011 firmy najkrócej istniejące wpływały na kształtowanie posiadanego kapitału intelektualnego w znacznie większym stopniu niż w pozostałych okresach.

Wartość badanego zjawiska złożonego (w odniesieniu do kapitału intelektualnego) we wszystkich grupach firm w latach 2009 i 2010 uległa zmniejszeniu. Należy dodać, iż w największym stopniu omawiany rodzaj kapitału jest kształtowany przez jednostki gospodarcze, które działały ponad cztery lata już w roku 2011. Stan taki jest najprawdopodobniej wynikiem uzyskaniem przez te firmy stabilności finansowej. Takie przedsiębiorstwa mogą przeznaczyć pewną część dochodu netto na dokonywanie inwestycji w kapitał intelektualny. Dodatkowo firmy o bardziej stabilnej sytuacji na rynku często utrzymują zatrudnienia na wyższym poziomie, co również przyczynia się pośrednio do rozwoju kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa.



Rys. 9.5. Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od czasu istnienia jednostki

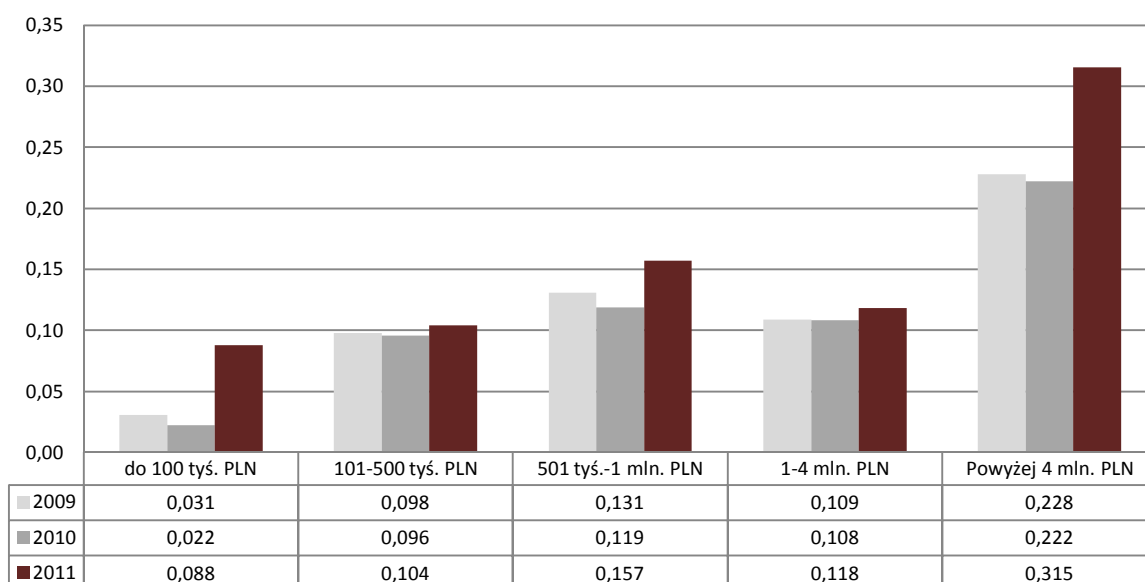
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2011 i 2012.

→ **oczekiwania co do kapitału inwestycyjnego a poziom potencjału intelektualnego**

Następnym etapem badania było dokonanie porównania oczekiwań osób zarządzających analizowanymi jednostkami gospodarczymi odnośnie kapitału, który chcieliby pozyskać

od inwestora zewnętrznego, a kształtowania się kapitału intelektualnego (zob. rys. 9.6.). Otrzymane rezultaty jednoznacznie wskazują, iż jednostki, w których oczekiwano bardzo wysokich kapitałów

(powyżej 4 mln złotych) w największy stopniu kształtują swój kapitał intelektualny, co jest odzwierciedlone przez wysokie wartości miar rozwoju obliczonych dla tych firm. Należy wspomnieć, że taka sytuacja występuje w przypadku trzech badanych lat. Wielkości badanego zjawiska dla pozostałych grup przedsiębiorstw rozkładają się nierównomiernie. Zauważalnie najniższe wartości potencjału intelektualnego wykazują firmy oczekujące kapitału o najniższej wartości (w trzech badanych okresach). Taka sytuacja może mieć odzwierciedlenie w rzeczywistości, ponieważ jednostki z próby badawczej mogły otrzymać kapitał od inwestora w oczekiwanej wielkości. W ten sposób firmy, które otrzymały go rzeczywiście najwięcej powinny przeznaczyć środki finansowe na odpowiednie inwestycje w kapitał intelektualny. W celu sprawdzenia tego zjawiska przeprowadzono badanie zależności kształtowania się kapitału intelektualnego w badanych jednostkach od wielkości kapitału otrzymanego od inwestora, którego zadaniem jest potwierdzenie przypuszczeń autorów niniejszego opracowania.



Rys. 9.6. Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od oczekiwanej wysokości kapitału od potencjalnego inwestora

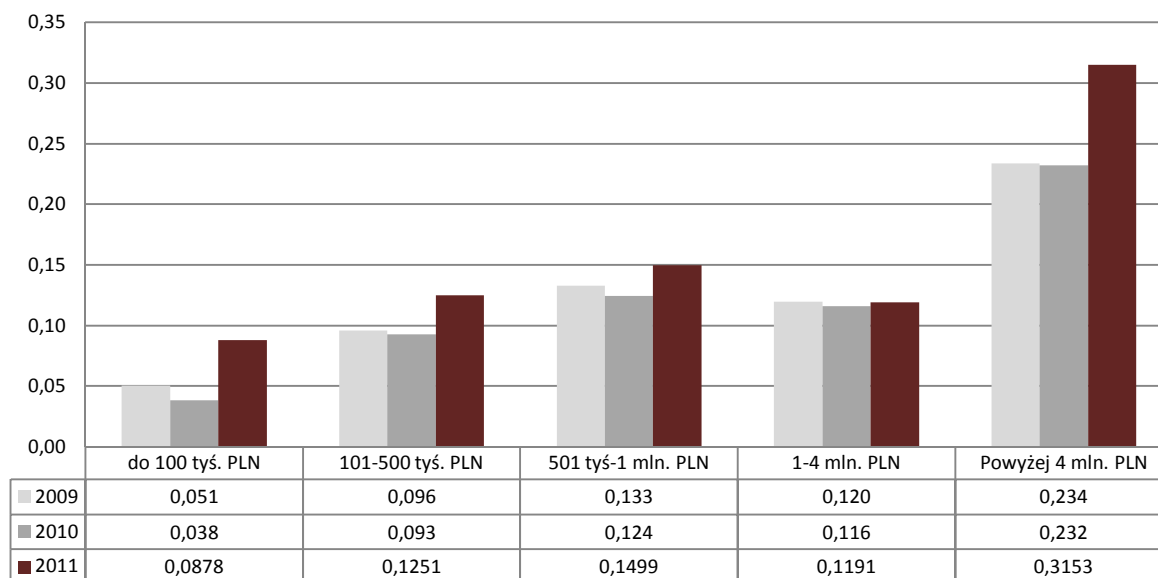
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2011 i 2012.

wysokość otrzymanego kapitału od inwestora a poziom potencjału intelektualnego firm start-up

Kolejny etap badania potwierdza przypuszczenia autorów dotyczące oczekiwań zarządzających firmami start-up odnośnie kapitałów pochodzących od inwestorów zewnętrznych.

Dane wskazują, iż kapitały, których oczekiwano miały bardzo zbliżoną wartość do tych faktycznie otrzymanych. Ta zależność dotyczy firm należących do każdej z badanych grup przedsiębiorstw (zob. rys. 9.7.). Rezultaty są bardzo podobne do tych, jakie otrzymano na poprzednim etapie badań. Jednostki gospodarcze, które otrzymały najwięcej środków, w największym stopniu wpływały na kształtowanie swojego potencjału intelektualnego. Natomiast przedsiębiorstwa, które otrzymały najmniejsze kapitały charakteryzują się najmniejszymi wartościami miar rozwoju, które odzwierciedlają kształtowanie się kapitału intelektualnego w tych jednostkach gospodarczych.

Należy dodać, iż w przypadku każdej grupy jednostek, firmy charakteryzowały się najwyższym potencjałem w roku 2011.



Rys. 9.7. Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od wysokości kapitału uzyskanego od inwestora

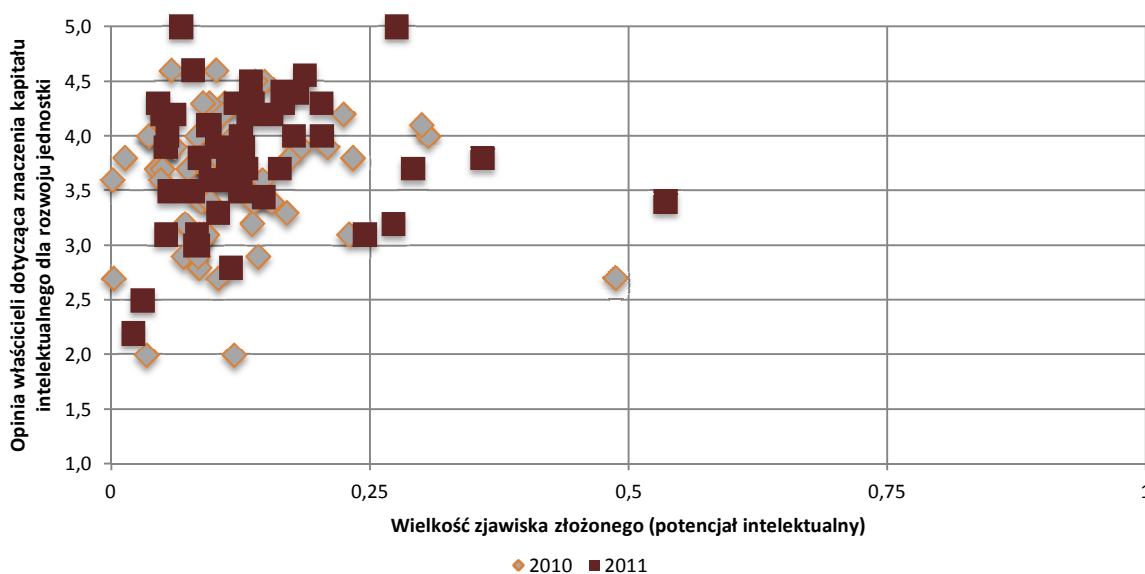
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2011 i 2012.

Podsumowując wyniki badań dla trzech lat kalendarzowych zauważyć należy, iż w większości przypadków jednostki gospodarcze charakteryzują się potencjałem intelektualnym, który jest daleki od ustalonego wzorca. Taka sytuacja jest spowodowana występowaniem niewielkich zasobów kapitałowych, które umożliwiają dokonywanie inwestycji w kapitał intelektualny. Badania potwierdziły, że przedsiębiorstwa, które funkcjonują na rynku najdłużej, a także te, które oczekiwały i otrzymały najwyższe wartości kapitałów od inwestora zewnętrznego, w największym stopniu budowały kapitał intelektualny swoich organizacji. Dodatkowo, za interesujące zjawisko można uważać to, iż przedsiębiorcy otrzymali od inwestorów zewnętrznych kapitały w takiej wielkości, jakiej oczekiwali zarządzający tymi jednostkami gospodarczymi. Należy również wspomnieć, że potencjał intelektualny w najmniejszym stopniu związany jest z czasem, który upłynął od powstania pomysłu na biznes, do momentu rejestracji danej jednostki gospodarczej z próby.

9.5. Mapy potencjału intelektualnego firm start-up

Kolejny etap badań obejmuje stworzenie właściwych porównań, uwzględniających dwie perspektywy badawcze. Jedną z nich są opinie respondentów przeprowadzonych ankiet na temat znaczenia kapitału intelektualnego dla rozwoju jednostek gospodarczych, a druga to uzyskane za pomocą metody sum standaryzowanych miar rozwoju, których wyniki zostały zawarte w przedziale od zera do jedności. Pierwsza z dwóch perspektyw wyrażona została w postaci średnich wartości z odpowiedzi, wyrażonych za pomocą pięciostopniowej skali Likerta.

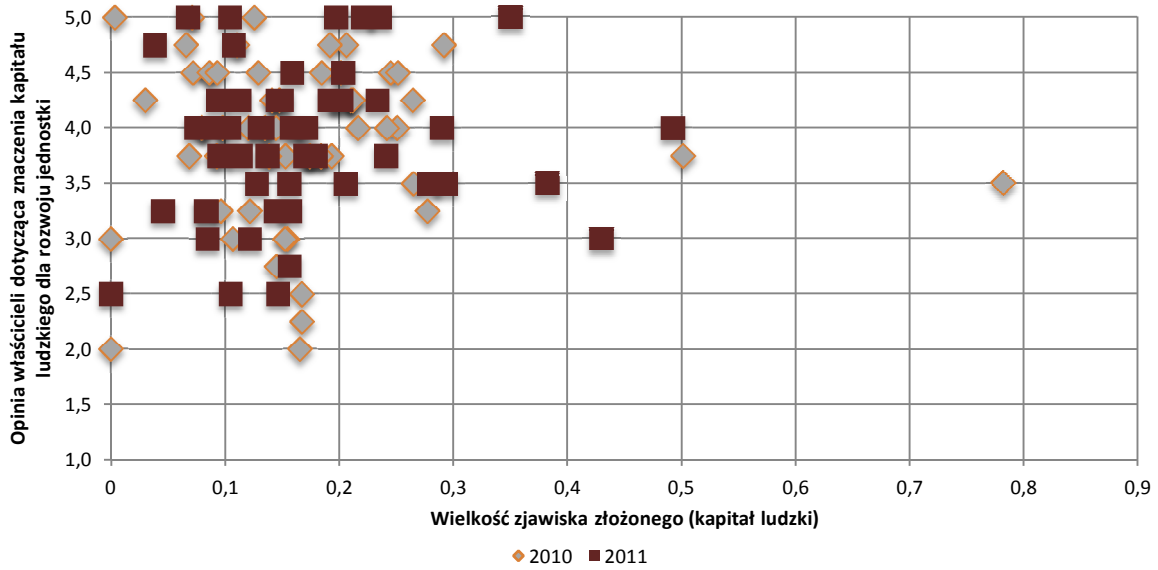
Kapitał intelektualny badanych jednostek gospodarczych rozpatrywano w ujęciu holistycznym, a także ze względu na jego elementy składowe, do których zalicza się: kapitał ludzki, relacyjny, innowacyjny i organizacyjny. Badania oparto o dane pochodzące z dwóch ankietyzacji opracowanych dla lat 2010 i 2011. Wielokrotnie w badaniach odwoływano się do trzech okresów obejmujących także rok 2009. Należy, zatem wyjaśnić, iż pierwsza ankietyzacja obejmowała dwa lata. Dzięki niej uzyskano informacje dotyczące wartości różnych determinant kapitału intelektualnego. Istotne jednak jest, że z przyczyn merytorycznych obejmowała ona jedną opinię respondentów (a propos znaczenia kapitału intelektualnego dla rozwoju jednostek gospodarczych), która dotyczyła roku 2010. Dlatego też, zestawienia uwzględniające porównanie na płaszczyznach zasobowej oraz pomiarowej dotyczyły dwóch badanych okresów (zob. rys. 9.8.).



Rys. 9.8. Macierz wartości zjawiska złożonego (potencjału intelektualnego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału intelektualnego

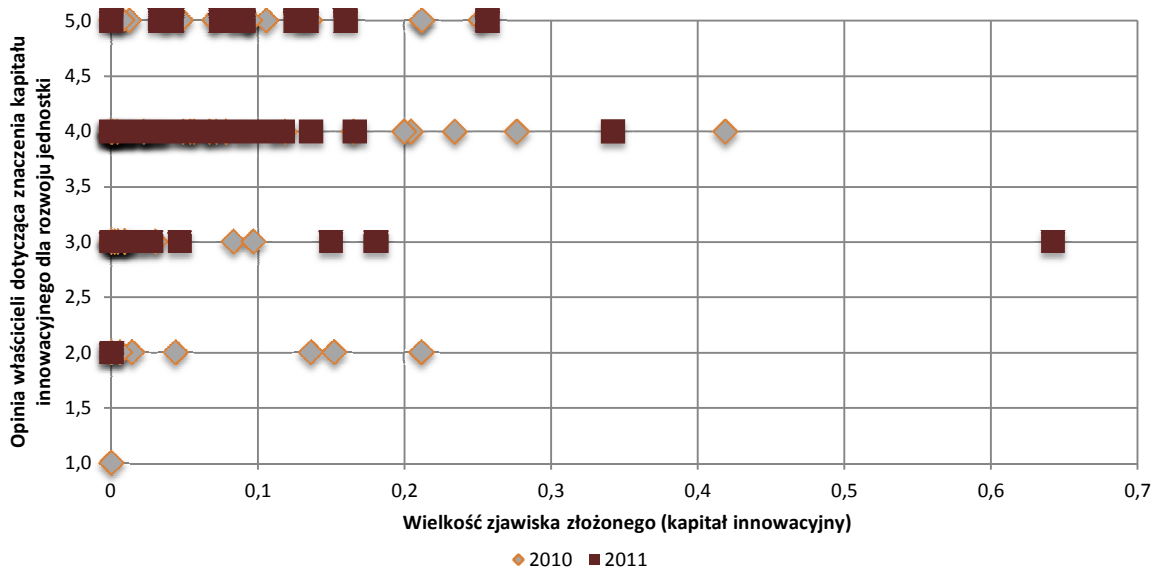
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2012 i 2013.

Kolejne rysunki (od 9.9. do 9.12.) są graficzną prezentacją porównań uwzględniających opinie przedsiębiorcy, dotyczącą znaczenia kapitału intelektualnego dla rozwoju jednostek gospodarczych z uwzględnieniem elementów składowych tego kapitału (tj. kapitału ludzkiego, relacyjnego, procesów i innowacyjnego).



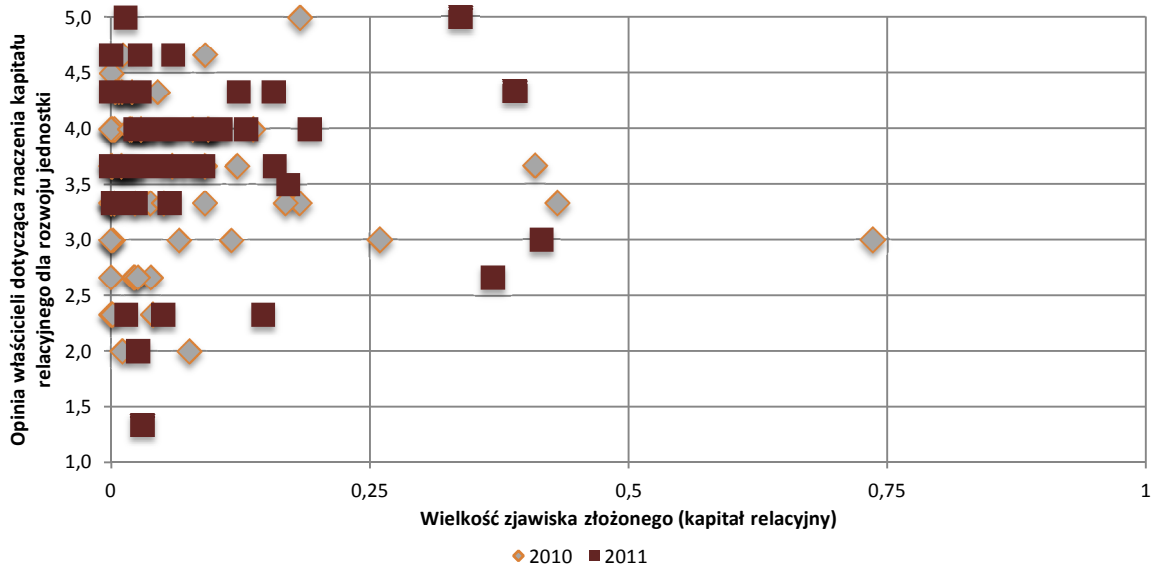
Rys. 9.9. Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału ludzkiego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału ludzkiego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2012 i 2013.



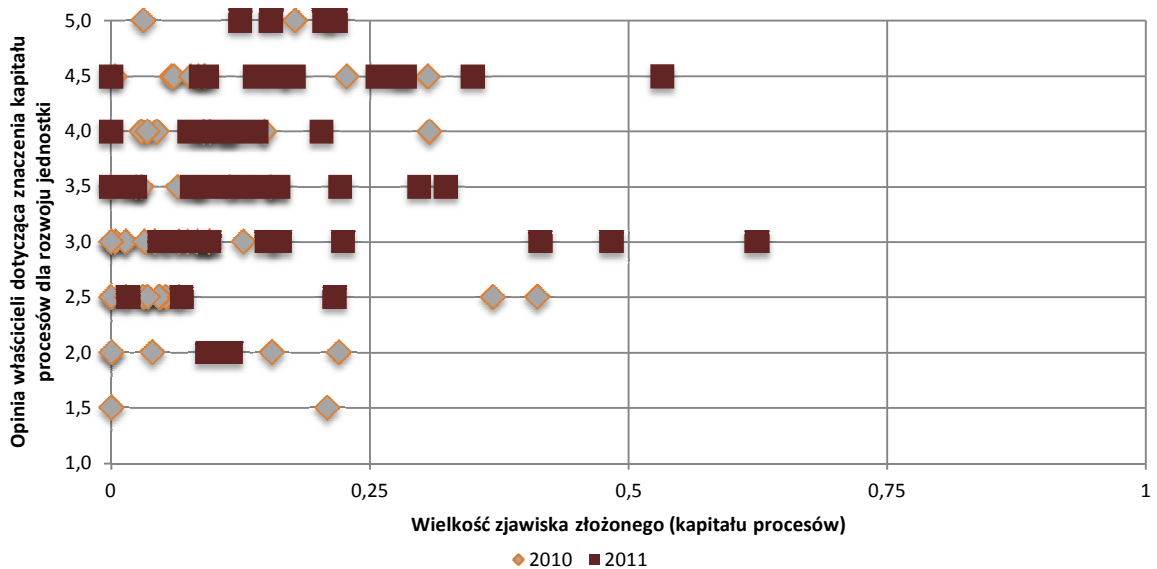
Rys. 9.10. Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału innowacyjnego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału innowacyjnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2012 i 2013.



Rys. 9.11. Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału relacyjnego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału relacyjnego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2012 i 2013.



Rys. 9.12. Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału procesów firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału procesów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań ankietowych z roku 2012 i 2013.

 **duży potencjał intelektualny – mały kapitał intelektualny**

Otrzymane wyniki badań dowodzą, iż respondowane jednostki gospodarcze posiadają pewien kapitał intelektualny,

w każdym jego aspekcie i wymiarze. Uzyskane rezultaty są źródłem interesujących spostrzeżeń, jednak zaleca się, aby przy ich interpretacji zachować szczególną ostrożność z uwagi na subiektywność wyrażanych opinii, skomplikowany charakter pomiaru kapitału intelektualnego oraz nieszablonowe cechy jednostek należących do próby badawczej. Z tych powodów, autorzy badań uznają, że istnieje konieczność dalszych badań w tym zakresie. Uważa się, iż analizie powinny zostać poddane w przyszłości zależności liniowe występujące pomiędzy miarami rozwoju a ocenami przedsiębiorców. Reprezentacje graficzne sugerują, iż związek pomiędzy opinią dotyczącą znaczenia kapitału intelektualnego dla rozwoju jednostek gospodarczych a miarami rozwoju nie musi być silny. Oznaczałoby to, że świadomość przedsiębiorców nie miałaby znaczącego wpływu na kształtowanie się kapitału intelektualnego w badanych firmach. Jednocześnie wskazuje to potrzebę identyfikacji czynników, które taki wpływ wywierają.

Uzyskane wyniki badań pozwoliły na zarysowanie sylwetki osób będących założycielami firm SUZI, oraz ich postrzeganie czynników i barier rozwoju firm, z uwzględnieniem poszczególnych elementów kapitału intelektualnego. Z drugiej strony naszkicowano uogólniony obraz tej szczególnej wiązki aktywów niematerialnych, a także możliwości jej wykorzystywania przez badane firmy.

W przypadku pierwszego ujęcia, ukazuje się ogromny potencjał tkwiący w respondentach – założycielach i menedżerach ankietyowanych firm, a związany z posiadanym przez nich doświadczeniem i wykształceniem. Ten aspekt dodatkowo wzmacniany jest uznaniem przez respondentów wagi pozostałych elementów kapitału intelektualnego z punktu widzenia dalszego rozwoju firm. Wysoki potencjał założycielski i deklarowane wysokie znaczenie aktywów niematerialnych nie dziwi w kontekście faktu, iż zdecydowana większość badanych firm działa w sektorach nowych technologii, wymagających szczególnie wysokich kompetencji osobistych i organizacyjnych.

Jednocześnie jednak, subiektywne postrzeganie znaczenia kapitału intelektualnego przez przedsiębiorców nie idzie w parze z jego tworzeniem na poziomie organizacji. Praktycznie rzecz biorąc, w odniesieniu do każdego z głównych kapitałów składowych potencjału intelektualnego, ich rzeczywisty poziom określony metodą sum standaryzowanych jest znacząco niewystarczający w stosunku do poziomu deklaratywnego (pożądanego). Przyczyn takiego stanu rzeczy może być wiele. Zarówno obserwacje badanych firm SUZI, jak i inne opracowania oparte na materiale empirycznym potwierdzają, że potrzeby firm w zakresie kapitału intelektualnego (jego składowych i sposobu zarządzania) są zróżnicowane, i uwarunkowane takimi czynnikami, jak: profil i obszar działalności, wielkość firmy, posiadane zasoby materialne i finansowe, docelowa grupa klientów, itp.²⁸ Z kolei brak postaci fizycznej kapitału intelektualnego, trudności z jego ochroną, ryzyko towarzyszące jego wykorzystaniu (kapitał ten tylko w części należy do przedsiębiorstwa; właścicielem kapitału ludzkiego są pracownicy, zaś kapitał relacyjny konstytuowany jest opinią interesariuszy zewnętrznych) – utrudniają menedżerom i właścicielom firm aktywność w sferze zarządzania

²⁸ E. Bombiak, *Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa – kluczowy majątek współczesnej organizacji*, ZN nr 96 Uniwersytetu Humanistyczno-Przyrodniczego w Siedlcach, 2013, s. 78-82

kapitałem intelektualnym. Ponadto inwestowanie w aktywa niematerialne w krótkim okresie oznacza koszty (dopiero w długim okresie powstają warunki do generowania stopy zwrotu). Skutkuje to obniżeniem rentowności bieżącej, co nie zawsze jest dobrze odbierane przez inwestorów zewnętrznych.

Wymienione trudności szczególnie mocno oddziałują na firmę młodą, dopiero szukającą silnego inwestora zewnętrznego, i możliwości uplasowania się na rynku. Wyjaśniają dlaczego – mimo dużego potencjału tkwiącego w założycielach firm start-up i dostrzegania jego znaczenia w procesie budowania konkurencyjności i wartości firm – młode firmy nie dość aktywnie podejmują działania mające na celu tworzenie i pomnażanie ich kapitału intelektualnego.

Badania przeprowadzone w roku 2013, podobnie jak badania z roku 2012, pozwalają zweryfikować pozytywnie hipotezę badawczą zakładającą, iż firmy start-up w Polsce dysponują niedostatecznym kapitałem intelektualnym.

Rozdział X

POZYCJONOWANIE SYTUACJI FINANSOWEJ FIRM START-UP NA SKALI MODELU CYKLU ŻYCIA ORGANIZACJI

–metoda eksperymentalna

10.1. Model cyklu życia organizacji jako narzędzie do diagnozowania sytuacji finansowej badanych firm start-up

wprowadzenie do tematyki

Realizowane w ramach niniejszego rozdziału postępowanie badawcze polega na zastosowaniu do diagnozowania i pozycjonowania sytuacji finansowej badanych firm start-up autorskiego modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji. Model ten jest od kilkunastu lat stosowany jako narzędzie do badań jakościowych sprawności organizacyjnej przedsiębiorstw, stosowane do diagnozowania i pozycjonowania ich sytuacji organizacyjnej.¹ Po odpowiedniej modyfikacji i oprzyrządowaniu informatycznym, omawiany model znalazł również zastosowanie w badaniach ilościowych sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych na zasadach eksperymentu badawczego.² Zastosowane oprzyrządowanie pozostaje nadal w fazie eksperymentalnej i w związku z tym, objęte jest procedurami testowania, modyfikowania oraz usprawniania. Docelowo zmodyfikowany model zostanie zaprezentowany w trakcie omawiania genezy i charakterystyki modelu.

¹ Zob. L. Bursiak, *Zarządzanie zmianami w organizacjach gospodarczych (na przykładzie wybranych przedsiębiorstw gospodarki morskiej)* Praca doktorska, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1997, s.179-205, a ponadto L. Bursiak, *Dysfunkcje organizacyjne a sprawność przedsiębiorstw w okresie transformacji*, [w:] red. L. Gołdyka, A. Zelek, *Dwie dekady polskiej transformacji, Gospodarka – Społeczeństwo – Polityka*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2009, s. 95-110, a ponadto L. Bursiak, *Egzemplifikacja sytuacji organizacyjnej badanych przedsiębiorstw w modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnym*, [w:] red. A. Burlita, G. Maniak i A. Zelek, *Przetrwac dekonunkturę; Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wobec kryzysu*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2011, s. 159-175, a także L. Bursiak, *Dysfunkcje organizacyjne a sprawność skomercjalizowanych przedsiębiorstw komunalnych funkcjonujących w fazie dekonunktur*, [w:] red. S. Flejterski, A. Szewczuk, M. Kogut-Jaworska, *Zeszyty Naukowe nr 628, Ekonomiczne Problemy Usług nr 78*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 44-58, a także Ll. Bursiak, *Diagnoza sytuacji organizacyjnej trzech wybranych przedsiębiorstw w okresie ich funkcjonowania w warunkach gospodarki rynkowej do roku 2011*, *Zeszyt Naukowy Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu „Firma i Rynek”* 2012, nr 2, s. 15-26; L. Bursiak, *Egzemplifikacja empiryczna sytuacji organizacyjnej przedsiębiorstw objętych badaniami nad reaktywnością i adaptatywnością podmiotów gospodarczych w fazach dekonunktur*, [w:] red. A. Piotrowska-Piątek *Zarządzanie w warunkach kryzysu finansowego*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomii i Prawa im. prof. Edwarda Lipińskiego w Kielcach, Kielce 2013, s, 89-110.

² Zob. L. Bursiak, *Pozycjonowanie firm start-up na skali modelu cyklu życia organizacji – metoda eksperymentalna*, [w:] red. A. Zelek *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – raport z badań screeningowych 2011*, Wydawnictwo Naukowe Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2012, s. 295-317, a ponadto L. Bursiak, *Diagnoza i pozycjonowanie sytuacji finansowej firm start-up oraz spółek z rynku NewConnect w roku 2011*, [w:] red. D. Zarzecki *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycyjnej*, *Zeszyty Naukowe nr 760, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 59*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s. 49-58 oraz L. Bursiak, *Modelowanie diagnostyczne sytuacji finansowej organizacji gospodarczych na przykładzie firm start-up w latach 2009-2010*, [w:] red. A. Uziębło, *Aktywność finansowa w okresie podwyższonej niepewności*, *Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku*, Tom 20, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku i CeDeWu, Warszawa 2013, s. 165-177.

geneza i charakterystyka modelu

Model sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji powstał w odpowiedzi na zapotrzebowanie związane z badaniami wpływu dysfunkcji organizacyjnych na sprawność przedsiębiorstw funkcjonujących w otoczeniu o nasilającej się zmienności. Koncepcja budowy modelu oparta została na zmianie paradygmatu obligatoryjności zachowania permanentnego stanu równowagi organizacyjnej, jako hipostazy, na paradygmat stanu permanentnej nierównowagi, jako obiektywnego i wszechobecnego w świecie organizacji zjawiska, którego przyczyną jest coraz bardziej turbulentne i coraz mniej przewidywalne w generowanych zmianach otoczenie.³ Zaakceptowanie tego stanowiska teoretycznego powoduje całkowitą reorientację priorytetów. Celem przedsiębiorstwa przestaje być – bardzo trudne, wymagające ponoszenia ogromnych kosztów, a niejednokrotnie niemożliwe do długookresowego utrzymania – dążenie do uzyskania i utrwalenia stanu idealnej równowagi. Priorytetem staje się nieustanne podejmowanie przedsięwzięć maksymalnie redukujących odchylenia od stanu równowagi organizacyjnej spowodowanych przez dysfunkcje, jednocześnie zapewniających optymalny – w istniejących warunkach działania – poziom sprawności organizacyjnej.⁴ Niezależnie od umiejscowienia źródeł zakłóceń, pomiary dysfunkcji (odchylenia od stanu wymaganego) badanych przedsiębiorstw prowadzono z bezpośrednim odniesieniem do osiągniętego poziomu sprawności lub stwierdzonego stanu niesprawności organizacyjnej, zgodnie z systematyką przyjętą przy budowie modelu. Po ustaleniu natężenia (siły oddziaływania) zakłóceń organizacyjnych, następuje – zgodne z pomiarem – pozycjonowanie każdego badanego podmiotu gospodarczego we właściwym przedziale skali modelu w jednej z trzech faz wyodrębnionych w sprawnościowo-dysfunkcyjnym cyklu życia organizacji.⁵ Każdej z tych faz w modelu przypisywana jest określona cecha pozwalająca pozycjonować sytuację organizacyjną badanego przedsiębiorstwa.

Cała faza I modelu (zob. rys. 10.1.) obejmuje swoim zasięgiem strefę pełnej sprawności organizacyjnej mogącej podlegać zaburzeniom przez ilościowe narastanie dysfunkcji, których siła oddziaływania może obejmować zakres od bardzo słabego po krytyczny. Operowanie w strefie sprawności organizacyjnej stwarza stosunkowo bezpieczne warunki dla funkcjonowania firmy. Jednak brak wyczulenia organizacyjnego na pojawiające się zakłócenia, a w szczególności całkowity brak reakcji na występujące słabe sygnały może prowadzić do narastania, a w efekcie do kumulowania się dysfunkcji, aż do osiągnięcia poziomu krytycznego. Na poziomie oddziaływań krytycznych w fazie I, dysfunkcje mogą spowodować przejście w formę nasiloną, a tym samym wejście w fazę II cyklu. Zmiana fazy cyklu, w każdym przypadku oznacza zmianę jakościowo zachodzącą pomiędzy stopniowym (ilościowym) narastaniem dysfunkcji w fazie I, a ich nasileniem w fazie II. Konsekwencją wyjścia poza fazę I jest znalezienie się w stanie niesprawności organizacyjnej, która w obrębie fazy II cyklu ma jeszcze odwracalny charakter i nie wymaga sięgania po środki nadzwyczajne.⁶ Dalsze niepohamowane nasilenie się dysfunkcji może osiągnąć poziom krytyczny i spowodować wejście w fazę III, w której niesprawność na już charakter nieodwracalny – jeżeli

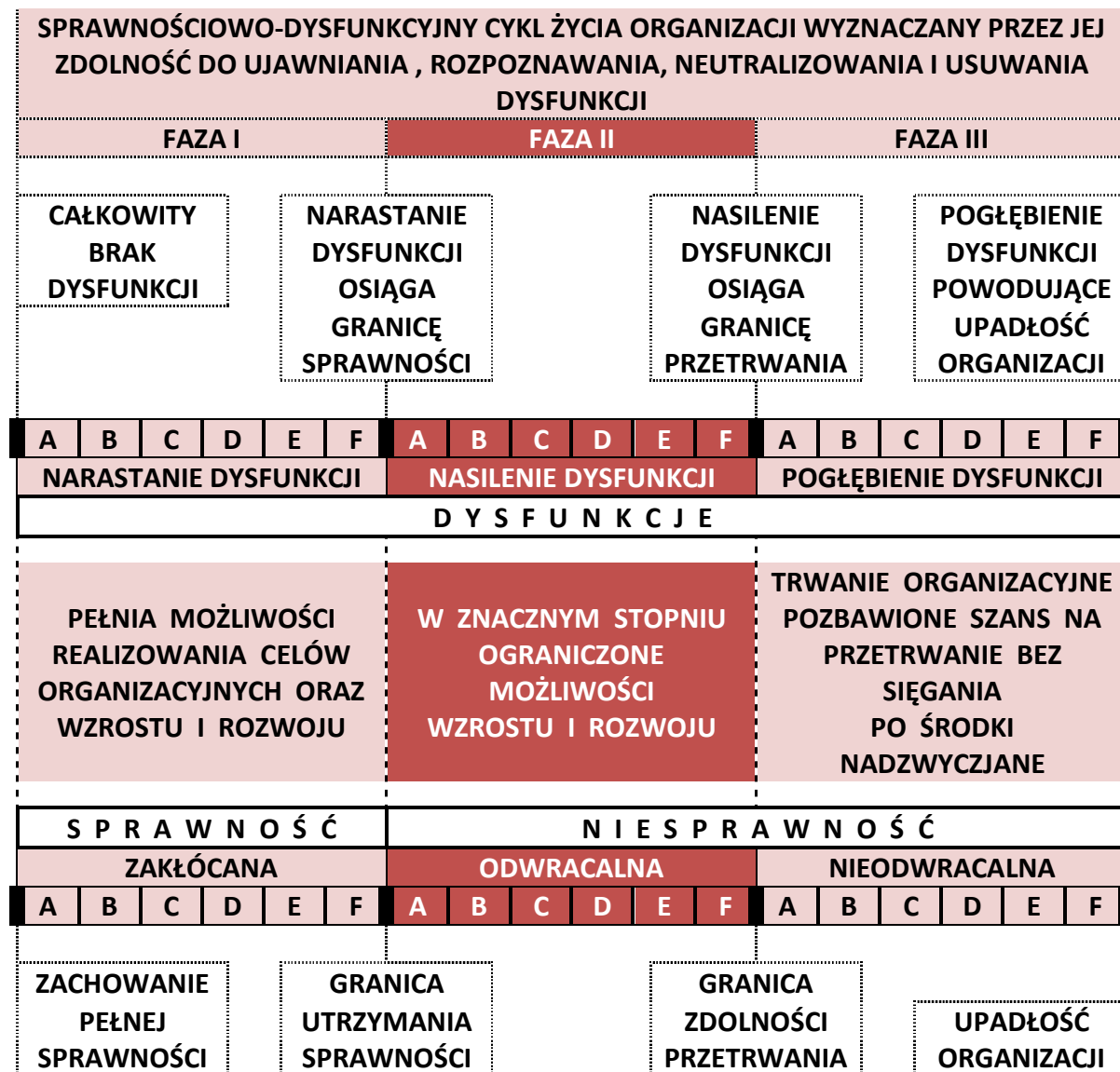
³ L. Krzyżanowski, *Podstawy nauk o organizacji i zarządzaniu*, wyd. II, PWN, Warszawa 1994, s. 292.

⁴ Szerzej zob. L. Bursiak, *Rozkład sił sprawności i niesprawności organizacyjnej przedsiębiorstw funkcjonujących w odmiennych warunkach otoczenia*, „Przegląd Organizacji” 1997, nr 12, s. 29 – 32.

⁵ L. Bursiak, *Diagnoza sytuacji organizacyjnej trzech...*, op. cit., s.17-18.

⁶ L. Bursiak, *Dysfunkcje organizacyjne a sprawność...*, op. cit., s. 48-49 oraz L. Bursiak, *Egzemplifikacja empiryczna sytuacji organizacyjnej...*, op. cit. 93.

nie zostaną zastosowane środki nadzwyczajne. W miarę pogłębiania się destrukcyjnego oddziaływania dysfunkcji może dojść, po osiągnięciu wartości krytycznej, do wyłączenia przedsiębiorstwa z obrotu gospodarczego w procedurze upadłości.⁷



Natężenie zakłóceń: A - bardzo słabe; B - słabe; C - umiarkowane; D - silne; E - bardzo silne; F - krytyczne.

Rys. 10.1. Model sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie L. Bursiak, *Zarządzanie zmianami w organizacjach gospodarczych (na przykładzie wybranych przedsiębiorstw gospodarki morskiej)* Praca doktorska, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1997, s.220.

W odróżnieniu od fazy III, utracona sprawność organizacyjna zidentyfikowana na etapie fazy II cyklu, ma szansę na przywrócenie stanu sprawności do poziomu fazy I wyłącznie w oparciu o własne możliwości i standardowe przedsięwzięcia organizacyjno-zarządcze, bez sięgania po środki specjalne. Natomiast w fazie III mogą mieć zastosowanie tylko działania specjalne (nadzwyczajne), wykraczające poza arsenał konwencjonalnych przedsięwzięć organizacyjno-zarządczych. Działania nadzwyczajne,

⁷ L. Bursiak, *Pozycjonowanie firm start-up...*, op. cit. s. 297.

należące do środków specjalnych, obejmują dwie grupy przedsięwzięć. Zadaniem pierwszej z nich jest nie dopuścić do wysoce prawdopodobnej upadłości. Do grupy tej zaliczane są przedsięwzięcia w postaci postępowania naprawczego, połączenia, podziału, sprzedaży lub likwidacji. Druga grupa przedsięwzięć jest tarczą mającą chronić przed niemal nieuchronną upadłością zagrożonej firmy.⁸

Istotnym na etapie objaśniania modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji jest jego wewnętrzny komponent przedstawiony na rysunku 10.2., gdzie w centralnej części zmieniona została treść zapisu w stosunku do oryginału z rysunku 10.1. Wprowadzone zmiany pozwalają skoncentrować się na zjawisku oddziaływania dysfunkcji na sprawność funkcjonowania i możliwości (lub ich brak) w zakresie przywracania utraconej sprawności firmy odpowiednio dla każdej z trzech faz cyklu.⁹

A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F
NARASTANIE						NASILENIE						POGŁĘBIENIE					
D Y S F U N K C J E																	
PEŁNA MOŻLIWOŚĆ ZACHOWANIA SPRAWNOŚCI						PEŁNA MOŻLIWOŚĆ PRZYWRÓCENIA SPRAWNOŚCI						BRAK MOŻLIWOŚCI PRZETRWANIA BEZ DZIAŁAŃ NADZWYCZJNYCH					
S P R A W N O Ś Ć						N I E S P R A W N O Ś Ć											
ZAKŁÓCANA						ODWRACALNA						NIEODWRACALNA					
A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F

Natężenie zakłóceń: A - bardzo słabe; B - słabe; C - umiarkowane; D - silne; E - bardzo silne; F - krytyczne.

Rys. 10.2. Główny komponent modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji gospodarczej charakteryzujący wpływ dysfunkcji organizacyjnych na sprawność funkcjonowania badanych firm

Źródło: Opracowanie własne na podstawie L. Bursiak. *Zarządzanie zmianami w...*, op. cit. s. 108.

budowa modelu diagnozującego sytuację finansową

Model diagnozujący sytuację finansową badanych firm wykorzystuje zmodyfikowaną skalę modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego

cyklu życia organizacji, której pierwowzór służy do diagnozowania sytuacji organizacyjnej firm w oparciu o badania jakościowe. W odróżnieniu od oryginału, model diagnozujący sytuację finansową opiera się na danych ilościowych ze sprawozdań finansowych przetwarzanych i porządkowanych liniowo. Ponadto model automatyzuje procedury diagnostyczne poprzez parametryzację i oprzyrządowanie informatyczne (program narzędziowy Excel) zmodyfikowanej skali modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji.

⁸ Zob. Wrzosek S., *Upadłość i likwidacja przedsiębiorstwa*, [w:] red. J. Lichtarski, *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1995, s. 63.

⁹ L. Bursiak, *Pozycjonowanie firm start-up...*, op. cit. s. 297.

Na rysunku 10.3 przedstawiono graficzną część modelu prezentacji wyników sytuacji finansowej, a w nim przykładowe pozycjonowanie czterech firm na panelu zmodyfikowanej skali sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji.¹⁰

Ogólna sytuacja finansowa badanych firm																	
Faza I						Faza II						Faza III					
Sytuacja dobra						Sytuacja pogorszona						Sytuacja zagrożenia					
A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
AB					CD						EF						GH

Natężenie zakłóceń: A - bardzo słabe; B - słabe; C - umiarkowane; D - silne; E - bardzo silne; F - krytyczne.

Skala liczbowa narastająco: od 1 – sytuacja optymalna do 18 – krytycznie zła sytuacja finansowa.

Rys. 10.3. Wizualizacja diagnozy sytuacji finansowej i pozycjonowania czterech przykładowych firm w danym okresie, na zmodyfikowanej skali modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji gospodarczej

Źródło: L. Bursiak, *Diagnoza i pozycjonowanie sytuacji finansowej firm start-up oraz spółek z rynku NewConnect w roku 2011*, [w:] red. D. Zarzecki *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycyjnej*, Zeszyty Naukowe nr 760, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 59, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013

Kluczowy w modelu jest wiersz ze znakami literowymi, który określa poziom natężenia zakłóceń właściwej cechy charakteryzującej każdą z faz cyklu, znajduje szczególne zastosowanie przy diagnozowaniu sytuacji organizacyjnej (zob. rys. 10.3.). System znaków literowych jest uporządkowany alfabetycznie od „A” do „F” i powtarzany (z zachowaniem tej chronologii) dla każdej z kolejnych faz cyklu. Litera „A” oznacza natężenie bardzo słabe i odpowiednio: litera „B” – słabe, „C” – umiarkowane, „D” – silne, „E” – bardzo silne, a „F” – krytyczne. Przekroczenie nasilenia krytycznego powoduje przejście w kolejną fazę cyklu, a w przypadku fazy trzeciej – może doprowadzić do likwidacji firmy, a nawet do jej upadku. Pozostawienie oznakowania literowego sprawia, że prezentowana skala może być również wykorzystywana do diagnozowania sytuacji organizacyjnej badanych podmiotów. Jednak w niniejszym opracowaniu wykorzystanie skali modelu ogranicza się do diagnozowania i pozycjonowania sytuacji finansowej.

Założeniem teoretycznym budowy modelu jest rozpatrywanie badanej firmy w okresie jednego roku, jako zamkniętego cyklu życia od powstania do potencjalnego upadku. Kolejne lata stanowią kolejne cykle, które układają się w obraz sytuacji finansowej w całym okresie działalności. Dane wejściowe pochodzą ze sprawozdań finansowych. Na wyjściu model pozycjonuje sytuację finansową każdej z badanych firm w konkretnym polu (komórce) skali. Rysunek 10.3. obrazuje sytuację finansową czterech przykładowych firm w danym okresie sprawozdawczym. Firma AB pozycjonowana jest w fazie I, a jej sytuacja finansowa określano jako dobrą i ma charakter optymalny. Pozycjonowana w tej samej fazie firma CD znajduje się pod presją krytycznego natężenia zakłóceń i tym samym

¹⁰ Modyfikacja (zachowując systematykę podziału na trzy kolejne fazy cyklu) objęła nadanie specyficznych dla badanego zjawiska nazw ocenom sytuacji finansowej firm i tak: w fazie I cyklu z użyciem określenia „dobra”, w fazie II „pogorszona”, a w fazie III „sytuacja zagrożenia”. Ponadto pod wierszem ze znakami literowymi dodano wiersz ze skalą wyrażoną liczbowo od 1 do 18, gdzie 1 oznacza sytuację optymalną, a 18 – krytycznie złą sytuację finansową. L. Bursiak, *Diagnoza i pozycjonowanie...*, op. cit., s. 53-54.

jest zagrożona przejściem w fazę II. Natomiast firmie EF grozi wejście w fazę III. Firma GH jest w krytycznie złej sytuacji finansowej.¹¹

10.2. Określenie obszaru badań procesu badawczego

określenie obszaru badań

Obszar badań w ramach niniejszego postępowania badawczego skoncentrowany jest na rozpoznaniu sytuacji finansowej w 2011 roku firm z populacji start-up wyłonionych do badań screeningowych SUZI. Model ten diagnozuje sytuację finansową poszczególnych firm, a następnie generuje zindywidualizowaną miarę syntetyczną. Poszczególne miary syntetyczne każdej firmy z populacji objętej badaniami podlegają rankingowi, w ramach którego zdiagnozowane firmy są pozycjonowane na skali modelu cyklu życia organizacji.

metoda postępowania badawczego

Zastosowana metoda diagnostyczna umożliwia wgląd w opisywane zjawisko złożone za pomocą wielu zmiennych. Zbiór zmiennych w tym postępowaniu składa się z odpowiednio dobranych wskaźników finansowych, syntetyzowanych do jednej uogólnionej zmiennej dedykowanej każdemu z przedsiębiorstw badanej populacji. Uporządkowany liniowo zbiór zmiennych syntetycznych, reprezentujących każdy z tych obiektów, jest rzutowany na skalę sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji.

charakterystyka zmiennych opisujących

Zmienne opisujące badane zjawisko złożone (kondycję finansową badanych firm) pochodzą z grupy miar charakterystycznych dla klasycznej analizy wskaźnikowej. Ze względu jednak na mnogość wskaźników w tradycyjnym postępowaniu analitycznym, utrudniającą często jednoznaczną interpretację kondycji finansowej, w prezentowanym badaniu skupiono się na najistotniejszych z nich. Uznając zasadność powyższego postulatu, dokonano poprzedzonego preselekcją wyboru 19 wskaźników finansowych uznanych za najbardziej dopasowane do potrzeb realizowanych przedsięwzięć diagnostycznych, ukierunkowanych na populację młodych podmiotów. Wskaźniki te zestawiono w tabeli 10.1., z odpowiednim podziałem na stymulanty i destymulanty. Wybrane wskaźniki finansowe znalazły zastosowanie w modelu diagnostycznym jako zmienne opisujące sytuację finansową badanych firm start-up, będącą syntetyczną zmienną opisywaną w procedurze porządkowania liniowego.

¹¹ Tamże, s. 54-55.

Tab. 10.1. Zestawienie wskaźników finansowych z podziałem na stymulanty i destymulanty

Wskaźniki finansowe z podziałem na stymulanty i destymulanty	
Stymulanty	
1.	Wskaźnik płynności bieżącej
2.	Wskaźnik płynności przyspieszonej
3.	Wskaźnik płynności przyspieszonej (z uwzględnieniem rozliczeń międzyokresowych czynnych)
4.	Wskaźnik środków pieniężnych
5.	Wskaźnik płynności gotówkowej
6.	Rentowność sprzedaży
7.	Rentowność operacyjna
8.	Rentowność aktywów – ROA
9.	Rentowność kapitałów własnych – ROE
10.	Marża zysku netto
11.	Marża operacyjna
12.	Wskaźnik rotacji należności
13.	Wskaźnik rotacji aktywów ogółem
14.	Wskaźnik rotacji aktywów trwałych
15.	Wskaźnik rotacji aktywów obrotowych
Destymulanty	
16.	Wskaźnik ogólnego zadłużenia
17.	Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego
18.	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego
19.	Wskaźnik rotacji zobowiązań

Źródło: Opracowanie własne.



Podstawowym zadaniem modelu diagnostycznego jest porządkowanie liniowe obiektów zgodnie z wygenerowaną wartością

syntetycznej zmiennej określającej sytuację finansową każdej z badanych firm. Zmienna ta (miara syntetyczna) jest zmienną opisywaną przez zmienne opisujące (służące do stworzenia miary syntetycznej), mające postać zestawu wyselekcjonowanych wskaźników finansowych, wraz z określeniem ich charakteru. W celu zapewnienia porównywalności, zastosowane zmienne poddawane są procedurze normalizacji poprzez ich unitaryzację zgodnie ze wzorami obejmującymi:

1. Zmienną unitaryzowaną – stymulantę (Zus).
2. Zmienną unitaryzowaną – destymulantę (Zud).

$$Zus(i, j) = \frac{X(i, j) - \min(i) X(i, j)}{rX(j)}$$

$$Zud(i, j) = \frac{\max(i) X(i, j) - X(i, j)}{rX(j)}$$

gdzie:

- Zus(i, j) – wartość i-tego obiektu zmiennej X(j) po unitaryzacji (dla stymulanty)
- Zud(i, j) – wartość i-tego obiektu zmiennej X(j) po unitaryzacji (dla destymulanty)
- X(i, j) – j-ta zmienna i-tego obiektu
- min(i) X(i, j) – najmniejsza wartość zmiennej X(j)
- max(i) X(i, j) – największa wartość zmiennej X(j)
- rX(j) – rozstęp zmiennej X(j)

Model porządkuje firmy (obiekty) według sum wartości zunitaryzowanych zmiennych opisujących w przedziale od 0 do m ($0 \leq P \leq m$) zgodnie ze wzorem:

$$P(i) = \sum_{j=1}^m Z_{u(i,j)}$$

gdzie:

P(i) – pozycja i-tej firmy (obiekty) w przedziale od 0 do m ($0 \leq P \leq m$)

m – liczba zmiennych opisujących (wskaźników finansowych)

j – liczba porządkowa zmiennej opisującej

Z_{u(i,j)} – wartość j-tej zmiennej opisującej i-tego obiektu po unitaryzacji

Końcowym etapem tego postępowania diagnostycznego jest wygenerowanie syntetycznej oceny sytuacji finansowej każdego z podmiotów badanej populacji, z odpowiednim pozycjonowaniem na przyjętej skali ocen.¹² Pozycjonowanie to jest rezultatem przeprowadzonego porządkowania liniowego według sum wartości zunitaryzowanych zmiennych opisujących (miar syntetycznych) w przedziale od 0 do 19 (ze względu na wykorzystywanie do diagnozy 19 wskaźników).

Uporządkowane liniowo miary syntetyczne sytuacji finansowej poszczególnych podmiotów są następnie rzutowane (przenoszone) na zastosowaną w modelu 18-stopniową skalę, która jest zsynchronizowana i zbieżna ze skalą modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji. Skala ta (w usytuowaniu pionowym) została zaprezentowana na rysunku 10.4., wraz z koncepcją przenoszenia na nią uporządkowanych liniowo miar syntetycznych. Przedstawiona na rysunku 10.4. koncepcja rzutowania (przenoszenia) polega na dystrybuowaniu miar syntetycznych we właściwe miejsca na 18-stopniowej skali modelu diagnostycznego.¹³

Przedstawiona koncepcja przenoszenia pozycji badanych firm ze skali liniowej (o potencjale od 0 do 19), bezpośrednio na 18-stopniową skalę modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji, ma wyłącznie charakter poglądowy (zob. rys. 10.4.). Odmienne od wartości podanych na rysunku 10.4. (od 4,67 do 16,3), w realizowanym postępowaniu badawczym zawierały się one w przedziałach od 2,6862 do 12,7259 dla realnie badanych firm start-up.¹⁴

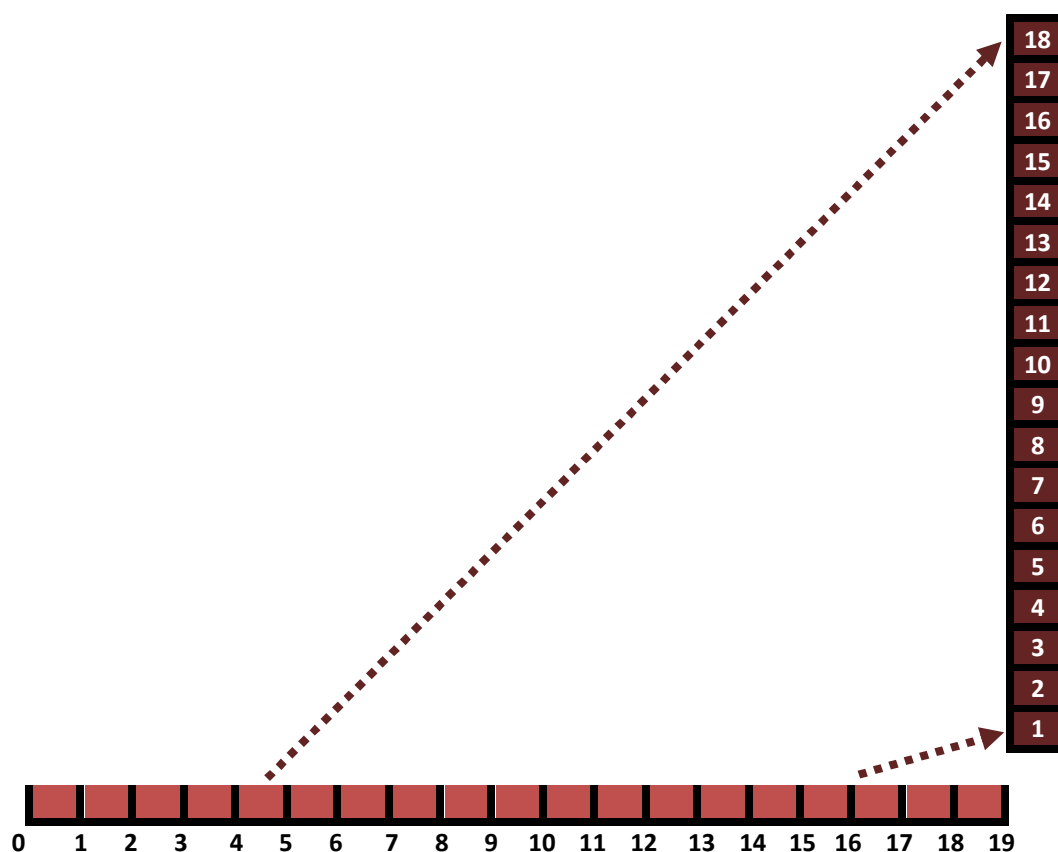
charakterystyka danych empirycznych

Spośród 129 firm SUZI objętych badaniami, do dalszych badań modelem diagnozującym i pozycjonującym sytuację finansową zakwalifikowano tylko 91 podmiotów. Zawartość sprawozdań finansowy pozostałych 38 firm nie spełniała w pełnym zakresie wymagań parametrycznych modelu i – w związku z tym – nie zostały zakwalifikowane do objęcia realizowanym postępowaniem badawczym.

¹² D. Wędzki, *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, tom 2, *Wskaźniki finansowe*, wyd. 2, Wolters Kluwer, Kraków 2009, s. 423-425.

¹³ Por. L. Bursiak, *Diagnoza i pozycjonowanie...*, op. cit., s. 52-53 oraz L. Bursiak, *Pozycjonowanie firm start-up...* op. cit. s.301-302, a ponadto L. Bursiak, *Modelowanie diagnostyczne sytuacji finansowej...*, op. cit. s. 171.

¹⁴ Por. L. Bursiak, *Diagnoza i pozycjonowanie...*, op. cit., s. 52-53.



Rys. 10.4. Koncepcja rzutowania (przenoszenia) pozycji badanych firm uporządkowanych liniowo według sum wartości zunitaryzowanych zmiennych opisujących (miar syntetycznych od 4,67 do 16,3) na 18-stopniową skalę modelu w przedziałach od 1 do 18

Źródło: L. Bursiak, *Diagnoza i pozycjonowanie sytuacji finansowej firm start-up oraz spółek z rynku NewConnect w roku 2011*, [w:] red. D. Zarzecki *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycyjnej*, Zeszyty Naukowe nr 760, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 59, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013, s.

10.3. Diagnoza i pozycjonowanie sytuacji finansowej badanych firm – wyniki badań

→ **wartości minimalne i maksymalne wskaźników finansowych**

Model klasyfikuje badane obiekty w oparciu o wartości wskaźników finansowych przypisywanych poszczególnym firmom.

Wskaźniki te jako zmienne opisują sytuację finansową badanych firm start-up. Tabela 10.2. zawiera zestawienie krańcowych wartości poszczególnych wskaźników w badanej populacji.

Tab. 10.2. Zestawienie wartości minimalnych i maksymalnych poszczególnych wskaźników finansowych w badanej populacji firm start-up

Wskaźniki finansowe stosowane w modelu	Wartość minimalna w badanej populacji	Wartość maksymalna w badanej populacji
PŁYNNOŚĆ		
Wskaźnik płynności bieżącej	0,088	43,895
Wskaźnik płynności przyspieszonej	0,061	41,483
Wskaźnik płynności przyspieszonej (z uwzględnieniem rozliczeń międzyokresowych czynnych)	0,061	41,389
Wskaźnik środków pieniężnych	0,000	26,786
Wskaźnik płynności gotówkowej	0,000	20,569
AKTYWNOŚĆ		
Wskaźnik rotacji należności	0,000	475,380
Wskaźnik rotacji zobowiązań	0,000	124,239
Wskaźnik rotacji aktywów ogółem	0,000	18,113
Wskaźnik rotacji aktywów trwałych	0,000	12 767,250
Wskaźnik rotacji aktywów obrotowych	0,000	18,113
ZADŁUŻENIE		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,000	3,576
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	-28,891	35,998
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-5,154	0,808
RENTOWNOŚĆ		
Rentowność sprzedaży	-144,131	8,292
Rentowność operacyjna	-86,828	2,999
Rentowność aktywów – ROA	-4,239	2,028
Rentowność kapitałów własnych – ROE	-8,179	5,363
Marża zysku netto	-495,631	7,746
Marża operacyjna	-503,864	8,036

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

 **wartości średnie i mediany wskaźników finansowych**

W tabeli 10.3 zestawiono wartości średnich arytmetycznych i median poszczególnych wskaźników finansowych, które znalazły zastosowanie w modelu. Zastosowanie tych dwóch miar związane jest z występowaniem w badanej populacji ekstremalnych wartości wskaźników finansowych. Wartości ekstremalne utrudniają zapewnienie optymalnego i zgodnego ze stanem faktycznym rozkładu obiektów (firm) na założonej skali. Stosunkowo prostą metodą ujawniania obecności w badanym zbiorze wartości ekstremalnych jest porównanie średniej arytmetycznej wskaźnika z jego medianą.¹⁵

¹⁵ Zob. M. R. Tyran, *Wskaźniki finansowe*, wyd. II, Oficyna Ekonomiczna, Dom wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 330-333 oraz G. Lissowski, J. Haman i M. Jasiński, *Podstawy statystyki dla socjologów*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2008, s. 83-95.

Tab. 10.3. Zestawienie wartości średnich arytmetycznych i median poszczególnych wskaźników finansowych w badanej populacji firm start-up

Wskaźniki finansowe stosowane w modelu	Średnia arytmetyczna	Mediana
PŁYNNOŚĆ		
Wskaźnik płynności bieżącej	5,91	2,16
Wskaźnik płynności przyspieszonej	5,26	2,06
Wskaźnik płynności przyspieszonej (z uwzględnieniem rozliczeń międzyokresowych czynnych)	4,98	1,90
Wskaźnik środków pieniężnych	2,64	0,54
Wskaźnik płynności gotówkowej	1,93	0,27
AKTYWNOŚĆ		
Wskaźnik rotacji należności (bez średnich)	13,91	3,17
Wskaźnik rotacji zobowiązań (bez średnich)	6,75	2,81
Wskaźnik rotacji aktywów ogółem	1,30	0,57
Wskaźnik rotacji aktywów trwałych	185,89	1,42
Wskaźnik rotacji aktywów obrotowych	2,17	1,67
ZADŁUŻENIE		
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	0,50	0,32
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	0,36	0,22
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	-0,14	0,00
RENTOWNOŚĆ		
Rentowność sprzedaży	-3,35	-0,04
Rentowność operacyjna	-1,88	0,00
Rentowność aktywów – ROA	-0,15	0,01
Rentowność kapitałów własnych – ROE	0,00	0,04
Marża zysku netto	-7,22	0,01
Marża operacyjna	-7,14	0,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Średnia arytmetyczna nie powinna być stosowana w przypadkach, kiedy empiryczny rozkład badanej cechy jest niesymetryczny i nieregularny. W takich sytuacjach braku symetryczności i obserwowanej nieregularności rozkładu bardziej odpowiednie jest stosowanie mediany, która jest mniej wrażliwa na wartości skrajne. Tym samym rozbieżność pomiędzy wartością średniej arytmetycznej a medianą sygnalizuje występowanie w empirycznym rozkładzie badanej cechy wartości skrajnych, ponieważ w rozkładach symetrycznych mediana i średnia arytmetyczna są sobie równe.¹⁶

W przypadku ujawnienia występowania skrajnie ekstremalnych wartości wskaźników finansowych, głównym zadaniem badawczym staje się analiza odchyłeń wartości zastosowanych wskaźników finansowych. Następnym krokiem może być ewentualne wprowadzenie działań korygujących poprzez modelowanie optymalizujące rozkład zmiennych opisujących sytuację finansową obiektów (firm) oraz neutralizację siły oddziaływania wartości ekstremalnych.¹⁷

¹⁶ A. Zeliaś, B. Pawełek i S. Wanat, *Metody statystyczne. Zadania i sprawdziany*, PWE, Warszawa 2002, s. 44 oraz A. Luszniwicz, *Statystyka ogólna*, PWE, Warszawa 1987, s. 41-45, a ponadto B. Frey, *75 sposobów na statystykę. Jak zmierzyć świat i wygrać z prawdopodobieństwem*, Wydawnictwo Helikon, Gliwice 2007, s. 97-100.

¹⁷ L. Bursiak, *Pozycjonowanie firm start-up...*, op. cit. s. 299.

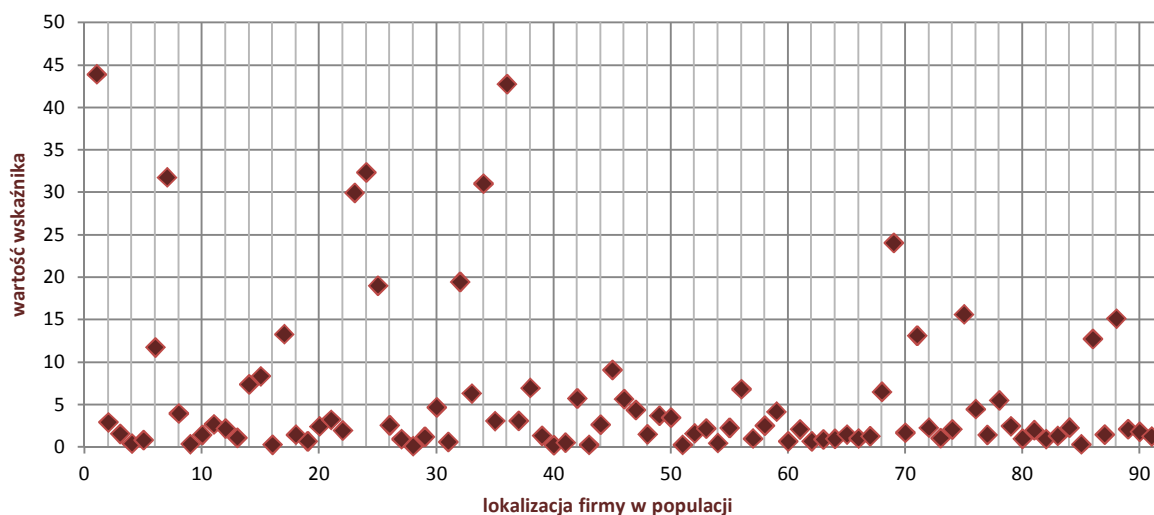


wizualizacja rozkładu wartości wskaźników finansowych

Prezentowana poniżej wizualizacja rozkładu wskaźników finansowych ma na celu zobrazować właściwości zbioru wartości tych

wskaźników, a w szczególności ujawnienia występowania w populacji ekstremalnych wartości zmiennych opisujących, mogących deformować rozkład opisywanych zmiennych syntetycznych. Każdy z zastosowanych w modelu wskaźników finansowych, jako zmiennych opisujących syntetyczną miarę diagnozowanej sytuacji finansowej, wpływa na finalną wartość tej miary. Na podstawie wartości uogólnionej miary następuje pozycjonowanie firmy na skali modelu.

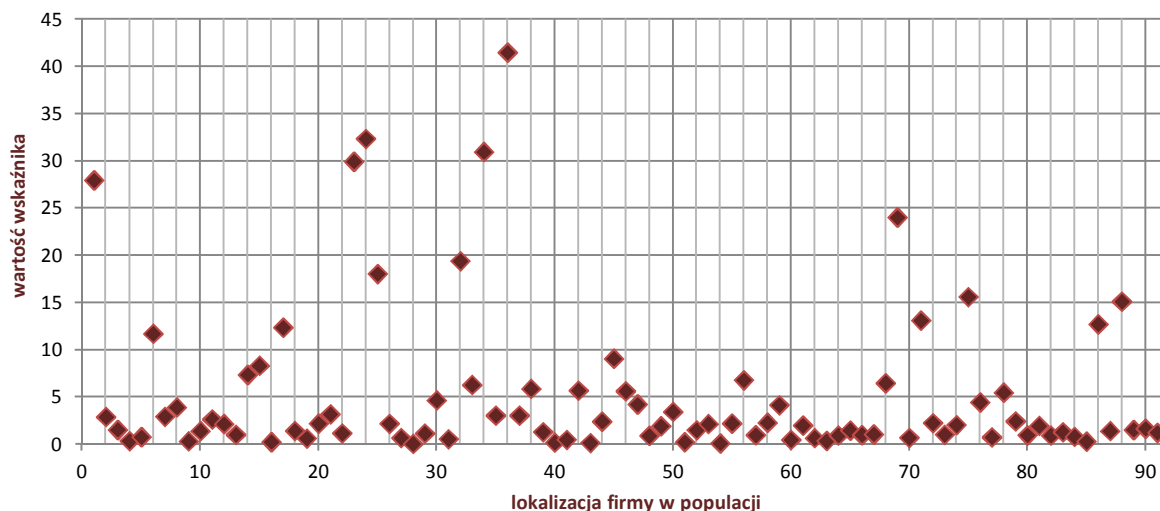
Na rysunku 10.5. przedstawiono wizualizację rozkładu wartości wskaźnika płynności bieżącej dla całej populacji firm start-up, dla każdego z badanych podmiotów. Wskaźniki płynności bieżącej badanych firm tworzą zbiór o rozkładzie niesymetrycznym. Rozpiętość zbioru 0,09-43,89. Występuje oddalenie średniej arytmetycznej od mediany – przy wartości maksymalnej (ekstremalnej) 43,89 mediana wynosi 2,16, a średnia arytmetyczna 5,91. Dominują wartości z przedziału od 0 do 5. Dla sześciu firm wartości wskaźnika są ekstremalnie wysokie i przekraczają poziom 25.



Rys. 10.5. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności bieżącej dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

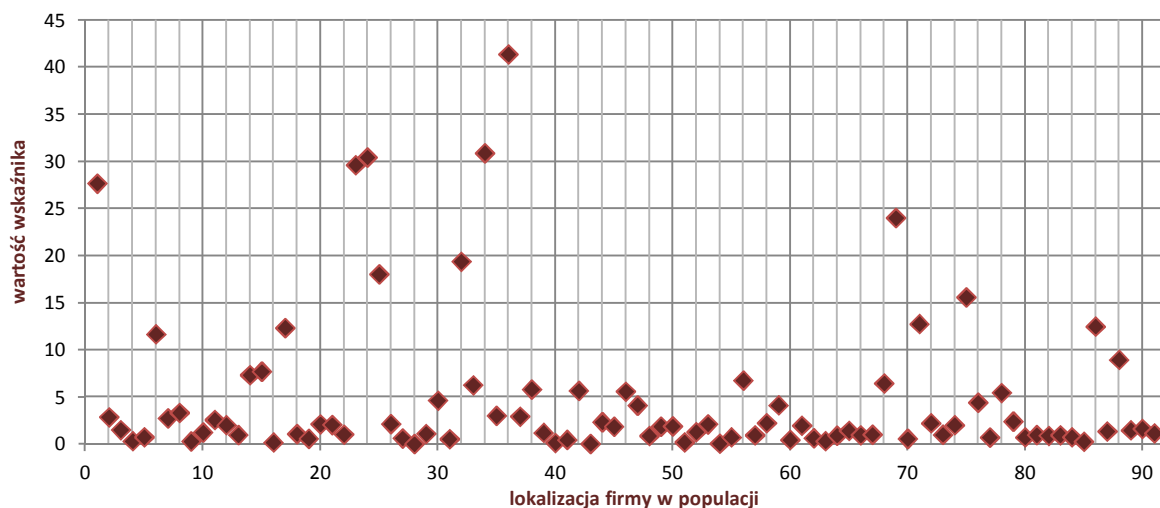
Na rysunku 10.6 przedstawiono wizualizację rozkładu wartości wskaźnika płynności przyspieszonej dla całej populacji firm start-up w odniesieniu do każdego z badanych podmiotów indywidualnie. Podobnie jak dla wskaźnika płynności bieżącej prezentowany zbiór ma rozkład niesymetryczny. Rozpiętość tego zbioru zawiera się w przedziale 0,06-41,48, przy medianie 2,06 i średniej arytmetycznej 5,26. Dominują wartości z przedziału od 0 do 5. Pięć firm odnotowało wartości ekstremalne, przekraczające 25.



Rys. 10.6. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności przyspieszonej dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Na rysunku 10.7. przedstawiono wizualizację rozkładu wartości wskaźnika płynności przyspieszonej (z uwzględnieniem rozliczeń międzyokresowych czynnych) dla całej populacji firm start-up, dla każdego z badanych podmiotów. Podobnie jak dla dwóch poprzednich wskaźników zbiór ma rozkład niesymetryczny. Dominują wartości z przedziału 0-4. Mediana zbioru wynosi 1,90. Sześć wartości należy uznać za ekstremalne.

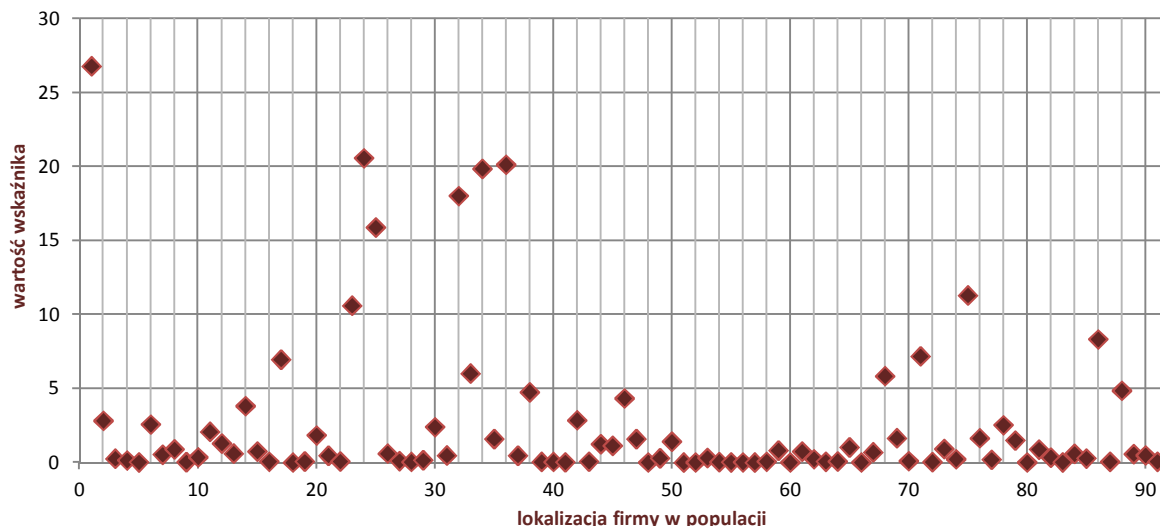


Rys. 10.7. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności przyspieszonej (z uwzględnieniem rozliczeń międzyokresowych czynnych) dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Przedstawiony na rysunku 10.8. wskaźnik środków pieniężnych ma wyjątkowo niesymetryczny rozkład. Dla zbioru wartości tego wskaźnika o rozpiętości 0,00-26,79 mediana wynosi 0,54, a średnia arytmetyczna 2,64. Dominują wartości z przedziału 0-1, które w większości są zbliżone do zera. Jednocześnie występuje siedem wartości powyżej 10. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, dotyczący wartości maksymalnej na poziomie 26,79, który oznacza, że firma posiada inwestycje krótkoterminowe (dla tego konkretnego przykładu są to środki pieniężne oraz udzielone

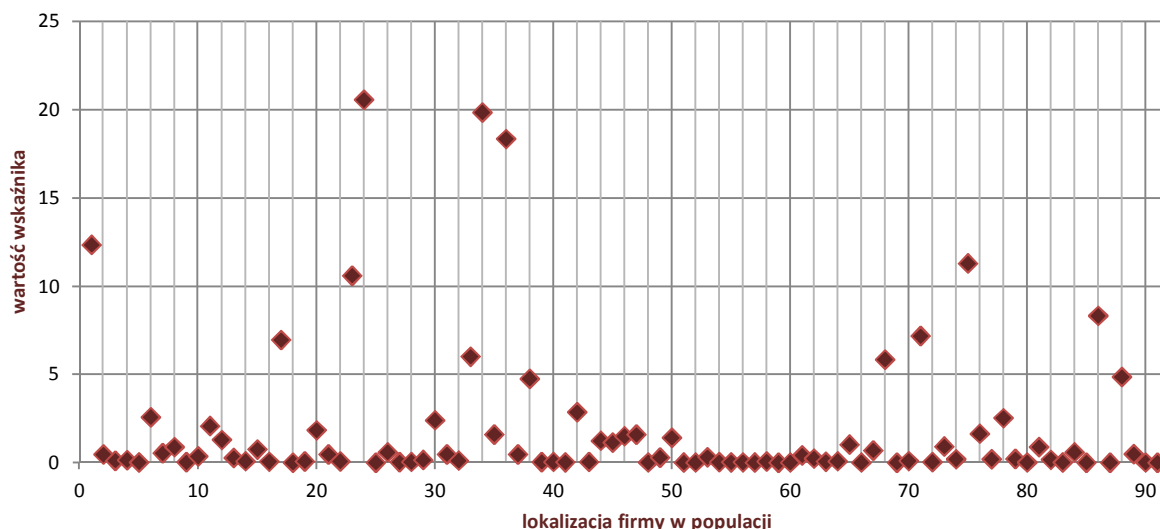
pożyczki) niemalże dwudziestosiedmiokrotnie przekraczające zobowiązania bieżące. Nie jest to sytuacja typowa i wszystkie wskaźniki o wartości przekraczającej wartość 5 w badanym zbiorze należy uznać za ekstremalne.



Rys. 10.8. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika środków pieniężnych dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

W przypadku wskaźnika płynności gotówkowej niesymetryczność rozkładu podobna do całej grupy wskaźników płynności (zob. rys. 10.9). Mediana dla zbioru wynosi 0,27 i przeważają wartości niższe. Sześć wartości wskaźników, przekraczających 10 należy uznać za ekstremalne.

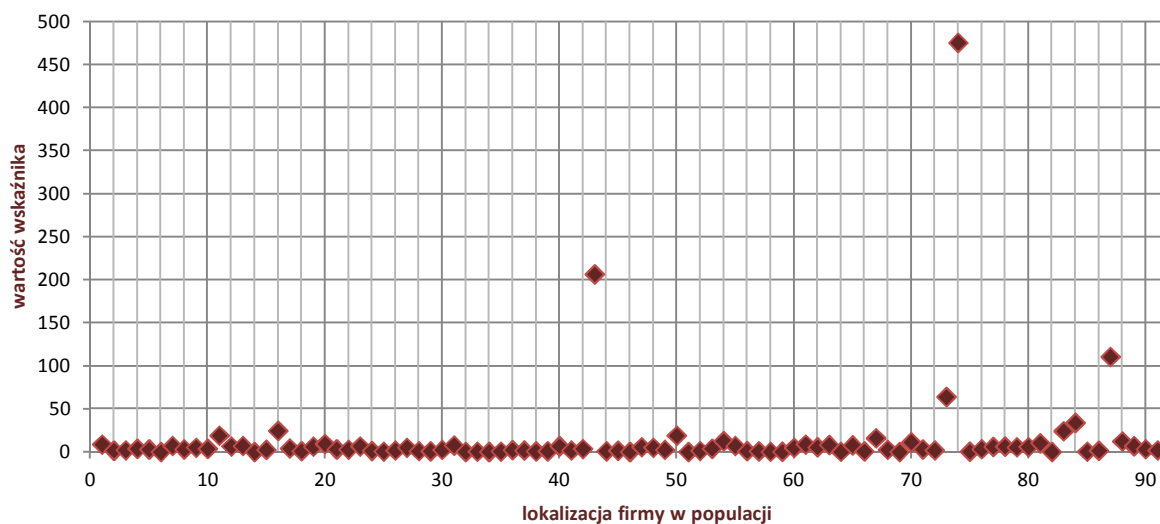


Rys. 10.9. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności gotówkowej dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Na rysunku 10.10. przedstawiono wizualizację rozkładu wartości wskaźnika rotacji należności. Zbiór wartości tego wskaźnika dla każdej z badanych firm zawiera się w przedziale o rozpiętości 0-475,38, gdzie cztery wartości wskaźnika zdecydowanie odcinają się od reszty populacji. Przy medianie

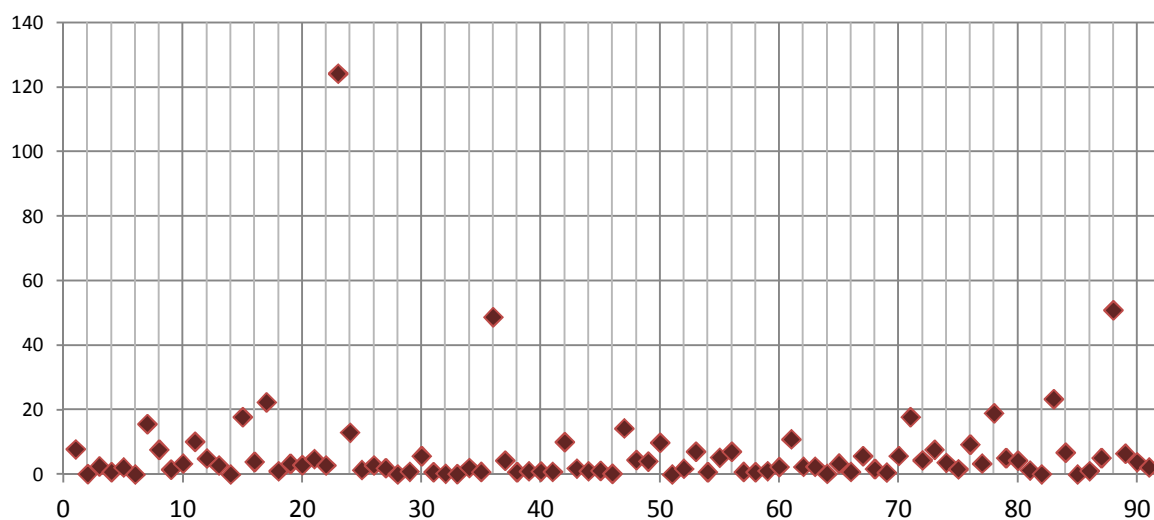
wynoszącej 3,17, dla populacji 91 firm zaledwie cztery ekstremalne, w tym również skrajnie ekstremalne wartości wskaźnika, zdołały odchylić średnią arytmetyczną aż do 13,91, czyli ponad czterokrotności mediany. Zbiór ten jest ekstremalnie asymetryczny.



Rys. 10.10. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji należności dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

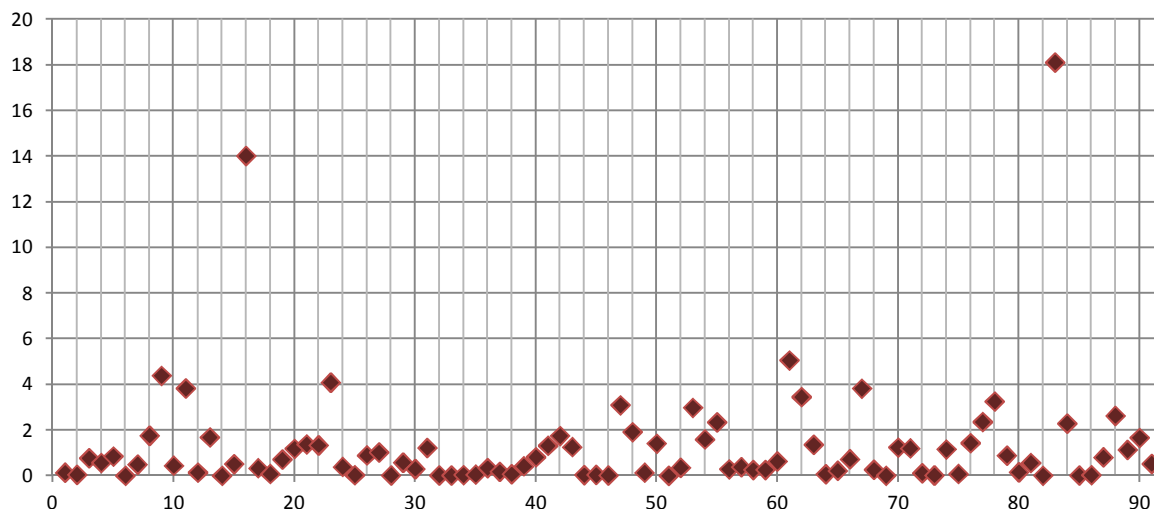
Przedstawiony na rysunku 10.11. rozkład wskaźnika rotacji zobowiązań, podobnie jak wskaźnika rotacji należności charakteryzuje się wyjątkową niesymetrycznością. Trzy wartości ekstremalne odchylają średnią arytmetyczną od mediany prawie trzykrotnie. Wartości tego wskaźnika dominują w przedziale 0-7.



Rys. 10.11. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji zobowiązań dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

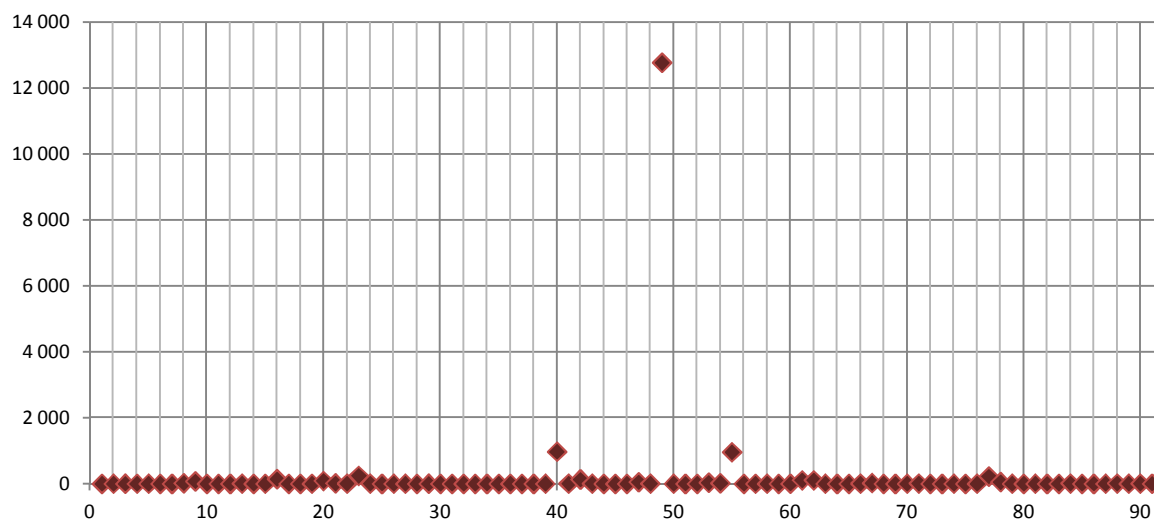
Na rysunku 10.12. przedstawiono wizualizację rozkładu wartości wskaźnika rotacji aktywów ogółem, który charakteryzuje się dużą asymetrycznością wywołaną przez dwie wartości wskaźników znacznie różniące się od pozostałych. Dominujące wartości oscylują w przedziale 0-2.



Rys. 10.12. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji zobowiązań dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

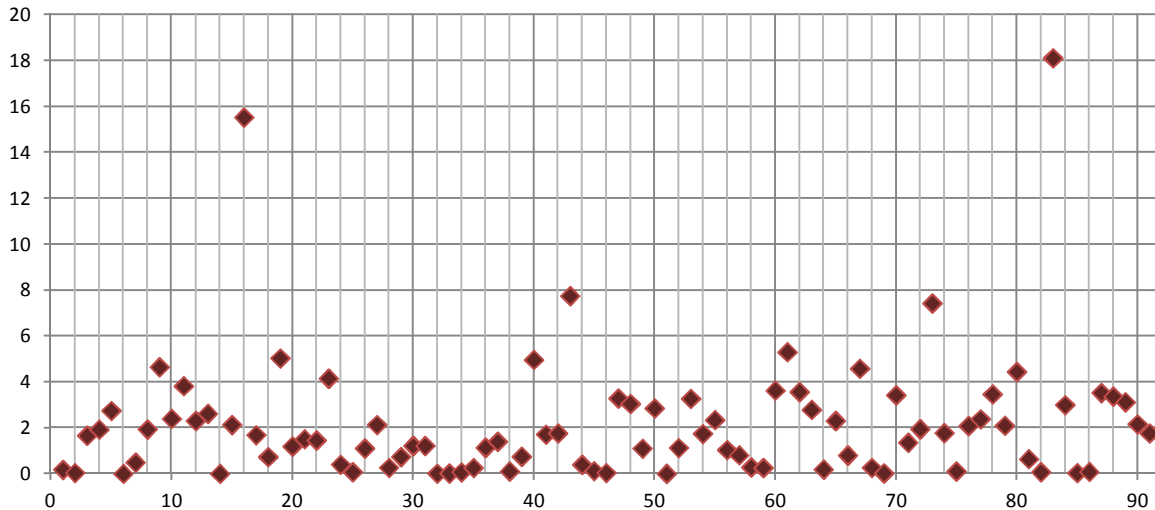
Wskaźnik rotacji aktywów trwałych wizualizowanych na rysunku 10.13. cechuje asymetria wywołana przez jedną ekstremalną wartość wskaźnika. W rezultacie średnia arytmetyczna wynosząca 185,89 stanowi ponad stukrotność mediany wynoszącej 1,42. Wskaźnik, który powoduje tak dużą niesymetryczność wynosi 12. 767,25 przy medianie 1,42. Firma, która odnotowała tak wysoką rotację aktywów trwałych wykazała przychody ze sprzedaży przewyższające kwotę 1. 500. 000,00 zł, przy majątku trwałym wynoszącym zaledwie 120 zł.



Rys. 10.13. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji aktywów trwałych dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

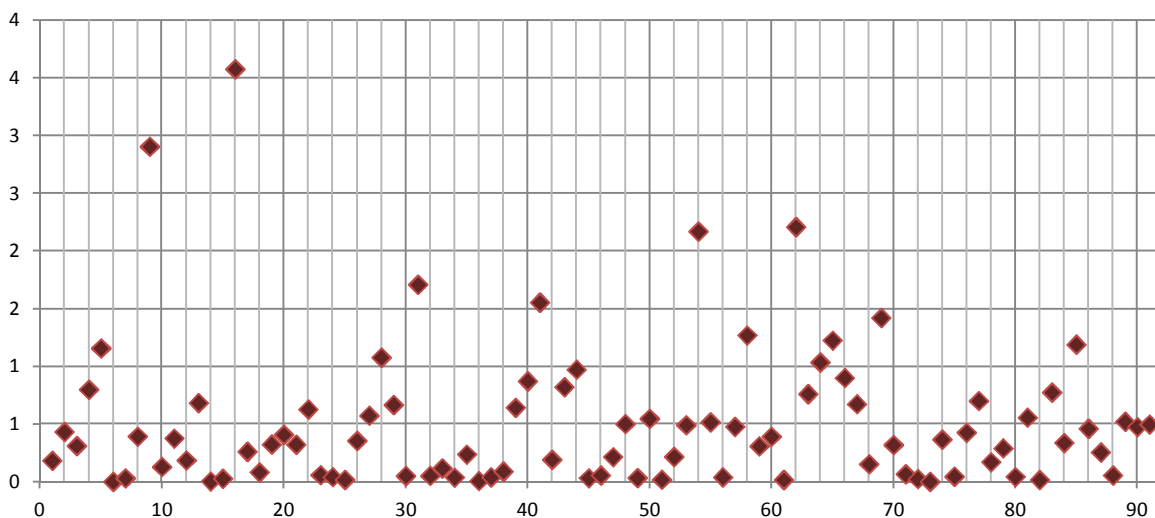
Rozkład wskaźnika rotacji aktywów obrotowych prezentowany na rysunku 10.14. wykazuje ewidentne cechy niesymetryczności. Jednak pomimo braku symetryczności, zdaje się być najbardziej ze wszystkich wskaźników zbliżony do rozkładu normalnego. Przy rozpiętości zbioru wynoszącej 0 – 18,11 jego średnia arytmetyczna wynosi 2,17, a mediana 1,67.



Rys. 10.14. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji aktywów obrotowych dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

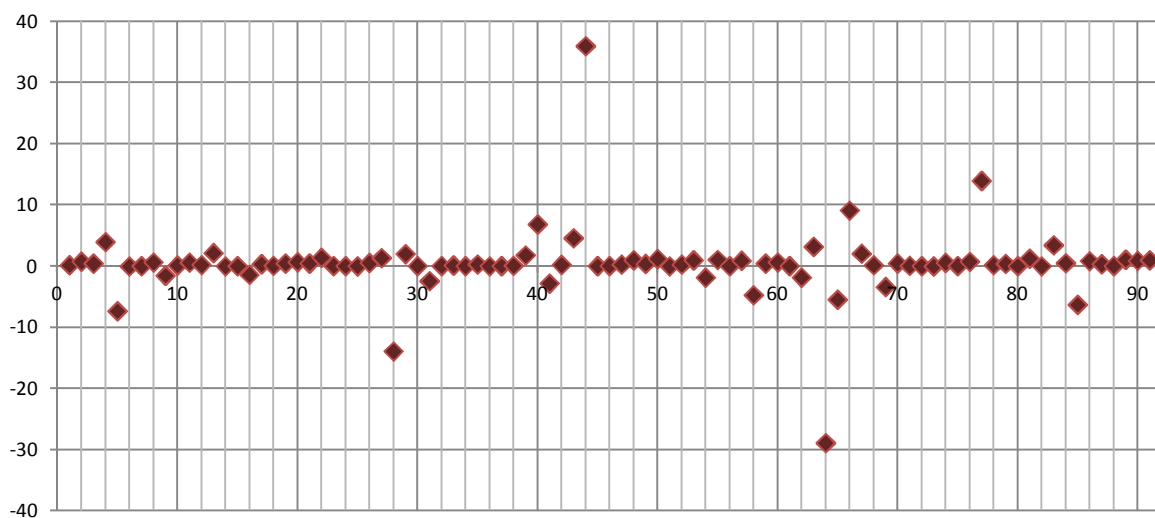
Wskaźnik ogólnego zadłużenia, którego rozkład wartości w badanej populacji firm start-up prezentowany jest na rysunku 10.15., nie charakteryzuje się szczególną asymetrią. Natomiast w prezentowanym zbiorze zauważalne są wartości ekstremalne. W zasadzie należałoby stwierdzić, że wszystkie wartości powyżej 1, są wartościami ponadstandardowymi, szczególnie wśród firm młodych. Jednak biorąc pod uwagę rozkład próby można stwierdzić, że za wartości ekstremalne należy uznać wskaźniki, o wartości powyżej 1,5, czyli sześć odczytów.



Rys. 10.15. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

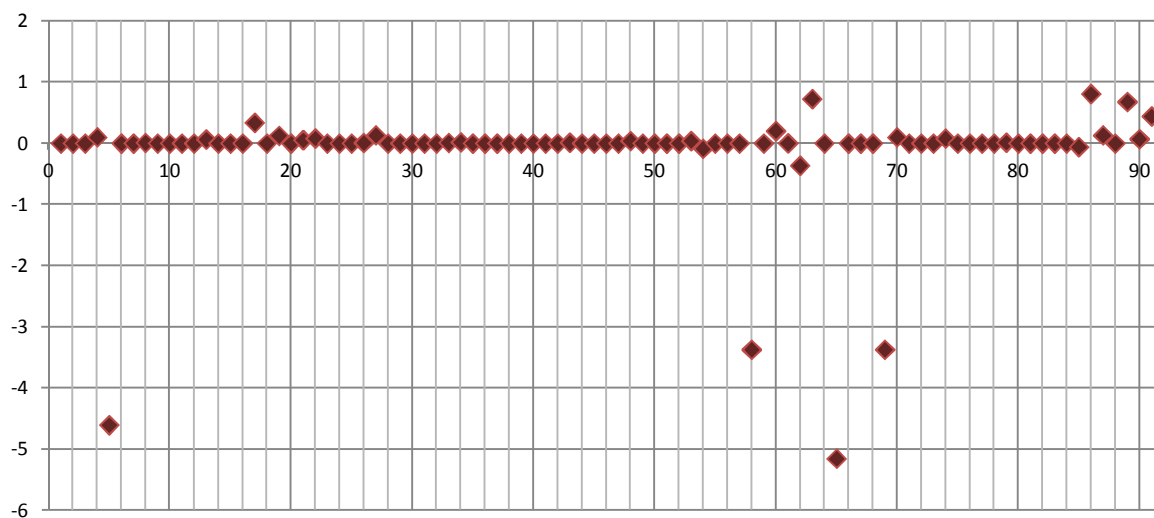
Analizując wartości wskaźnika zadłużenia kapitału własnego prezentowane na rysunku 10.16. należy stwierdzić, że rozkład zbioru wartości tego wskaźnika jest w miarę symetryczny, z co najmniej sześcioma wartościami ekstremalnymi. Należy jednak zauważyć, że wartości ujemne są spowodowane posiadaniem ujemnego kapitału własnego firm, co zazwyczaj jest następstwem kumulowania się strat w kolejnych latach. W całej populacji występuje 13 ujemnych wskaźników zadłużenia kapitału własnego. Jednocześnie zwraca uwagę wartość maksymalna wskaźnika wynosząca 36,00, która oznacza, że w takim przypadku zobowiązania ogółem 36 razy przekraczają kapitał własny. Jest to mocno niepokojąca sytuacja, tym bardziej, że zadłużenie to jest generowane głównie przez zadłużenie bieżące, co widać po maksymalnych wartościach wskaźników zadłużenia ogółem (3,58) lub zadłużenia długoterminowego (0,81).



Rys. 10.16. Wizualizacja rozkładu wartości zadłużenia kapitału własnego dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

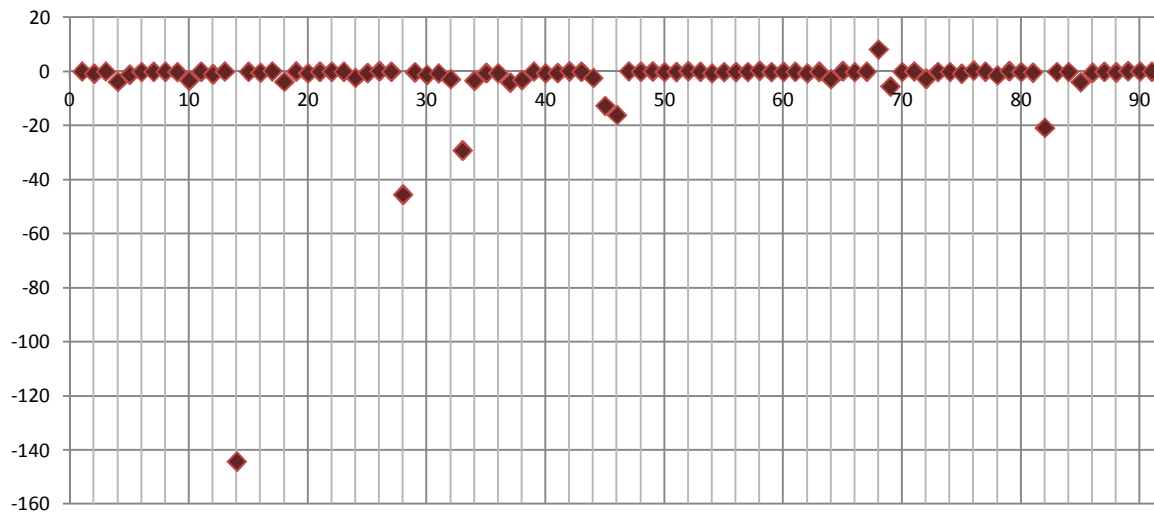
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego prezentowany na rysunku 10.17. ma nieco bardziej asymetryczny rozkład od wskaźnika zadłużenia kapitału własnego. Podobnie jak w tamtym przypadku, ujemne wartości są następstwem odnotowania ujemnego kapitału własnego. Dla wskaźnika zadłużenia długoterminowego w populacji występuje siedem wartości ujemnych.



Rys. 10.17. Wizualizacja rozkładu wartości zadłużenia długoterminowego dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

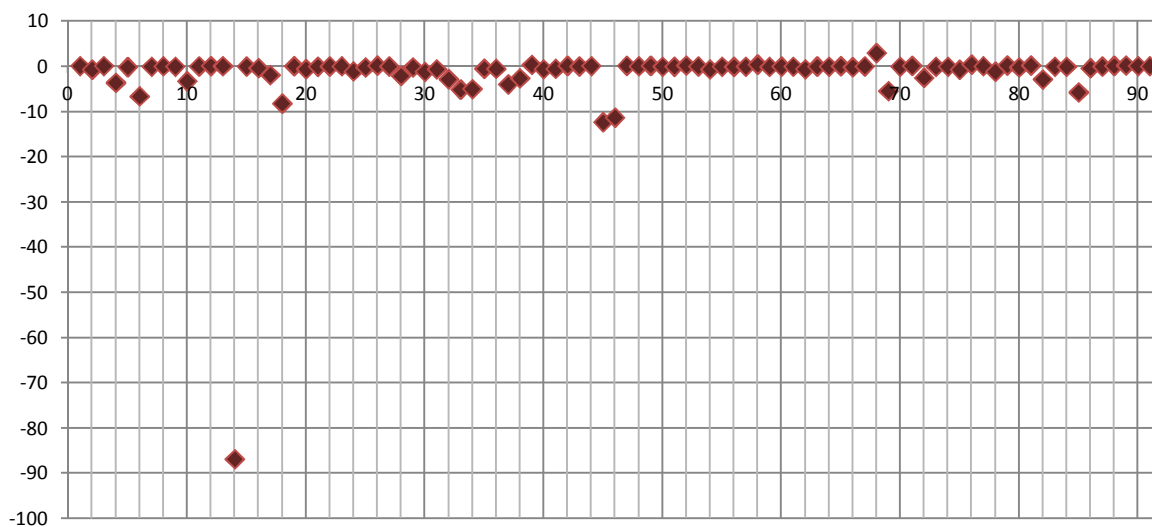
Rozkład zbioru wartości wskaźnika rentowności sprzedaży jest mocno niesymetryczny (zob. rys. 10.18.), przy czym zarówno mediana, jak i średnia arytmetyczna są ujemne. Dla firm typu start-up jest to sytuacja normalna, lecz wartości poniżej -20 są niepokojące i należy je uznać za wartości ekstremalne (4 odczyty).



Rys. 10.18. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowności sprzedaży dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

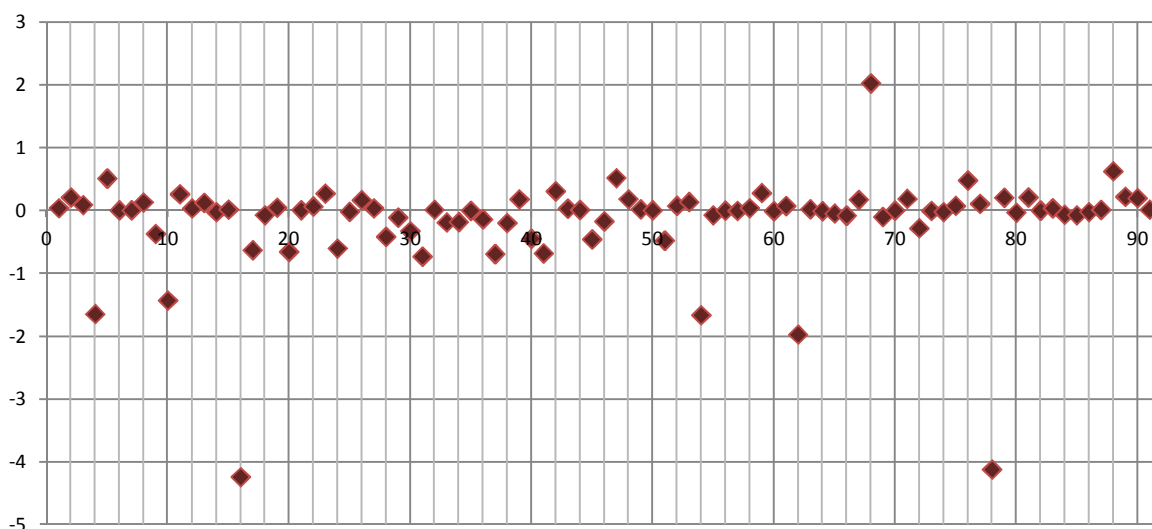
Rentowność operacyjna (zob. rys, 10.19.), podobnie jak dla rentowności sprzedaży (por. rys. 10.18. oraz rys. 10.19.) rozkład wartości wskaźnika jest mocno niesymetryczny, z tym, że mediana dla tego wskaźnika wynosi dokładnie 0,000. Wartości poniżej -10 (trzy odczyty) należy uznać w omawianym przypadku za ekstremalne (w tym jeden za krańcowo ekstremalny).



Rys. 10.19. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowności operacyjnej dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

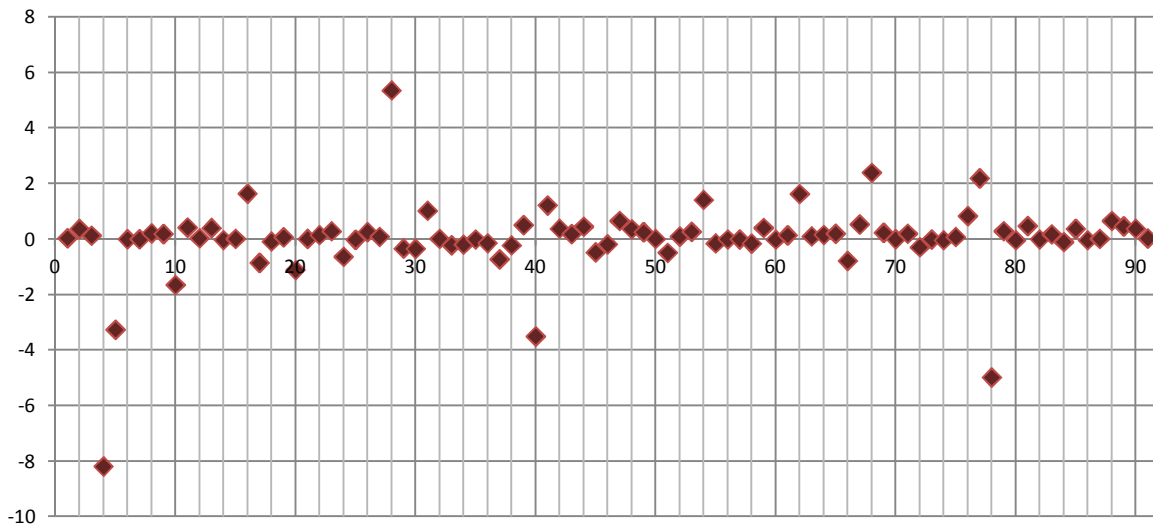
Wskaźnik rentowności aktywów – ROA, prezentowany na rysunku 10.20., charakteryzuje się stosunkowo symetrycznym rozkładem z występującymi ekstremami. Pomijając te ekstrema, wartości wskaźnika oscylują w okolicy zera (średnia arytmetyczna wynosi $-0,15$, a mediana $+0,01$).



Rys. 10.20. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowność aktywów – ROA dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

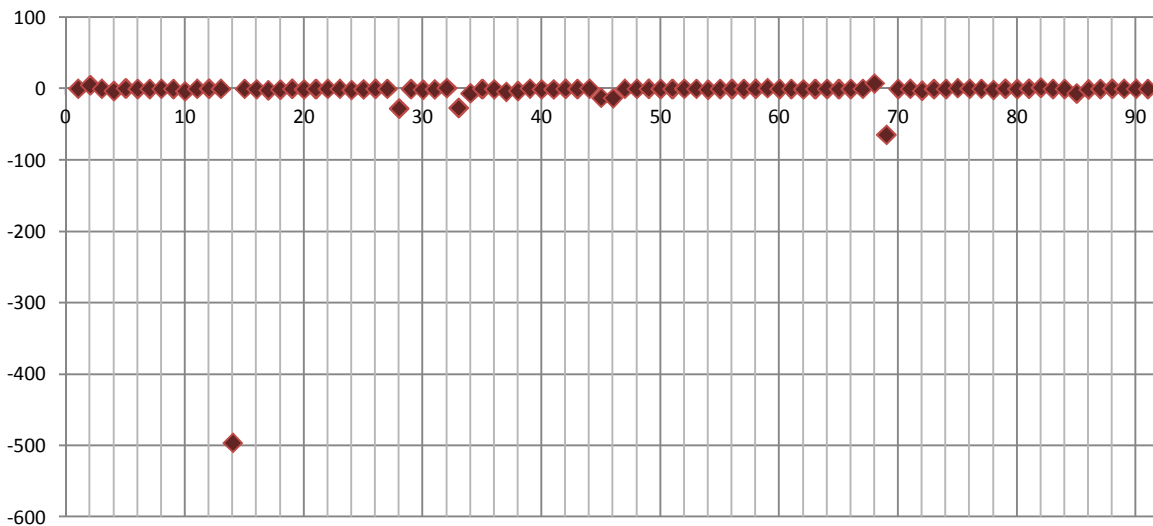
Wskaźnik rentowności kapitałów własnych – ROE, prezentowany na rysunku 10.21., charakteryzuje stosunkowo symetryczny rozkład w ramach badanej populacji. Zarówno mediana ($0,04$) jak i średnia arytmetyczna ($0,002$) są dodatnie, chociaż w zbiorze dominują wartości w okolicy zera.



Rys. 10.21. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych – ROE dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

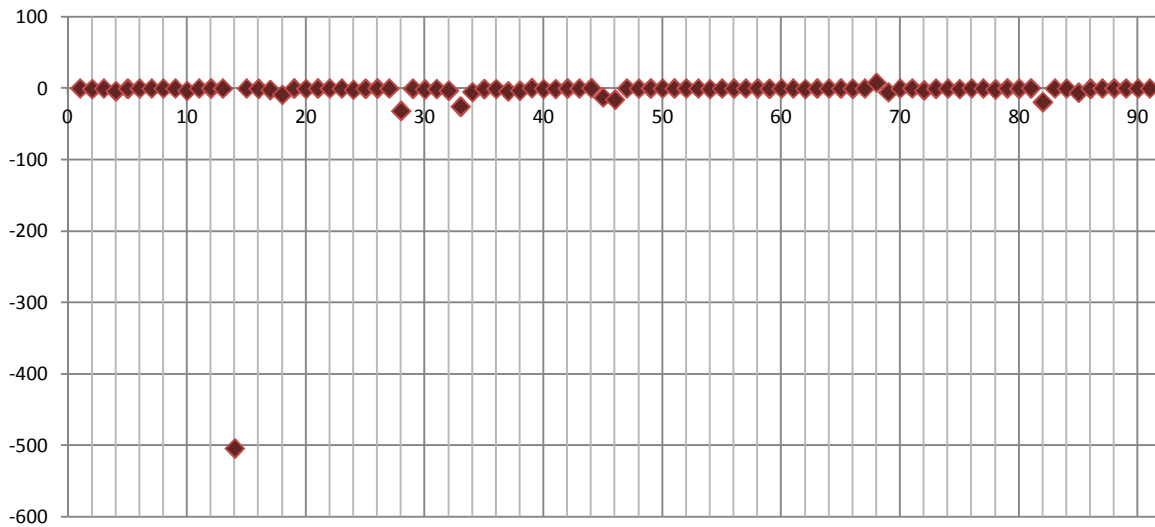
Zaprezentowany na rysunku 10.22. wskaźnik marży zysku netto wskazuje, że w badanej populacji firm start-up dominują wartości w okolicy zera, przy czym jeden odczyt jest ekstremalnie oddalony od mediany. Firma, która zanotowała marżę zysku netto na poziomie -495,63 zanotowała stratę w wysokości 981. 350,00 zł przy przychodach ze sprzedaży 1. 980,00 zł.



Rys. 10.22. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika marży zysku netto dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.

Zaprezentowany na rysunku 10.23. wskaźnik marży operacyjnej, reprezentuje rozkład wartości wskaźnika bliźniaczo zbliżony do wskaźnika marży zysku netto (por. rys. 10.22. oraz rys. 10.23.) Ekstremalny wskaźnik, wynoszący -503,86 należy do tej samej firmy, która odnotowała ekstremum dla poprzedniego wskaźnika.

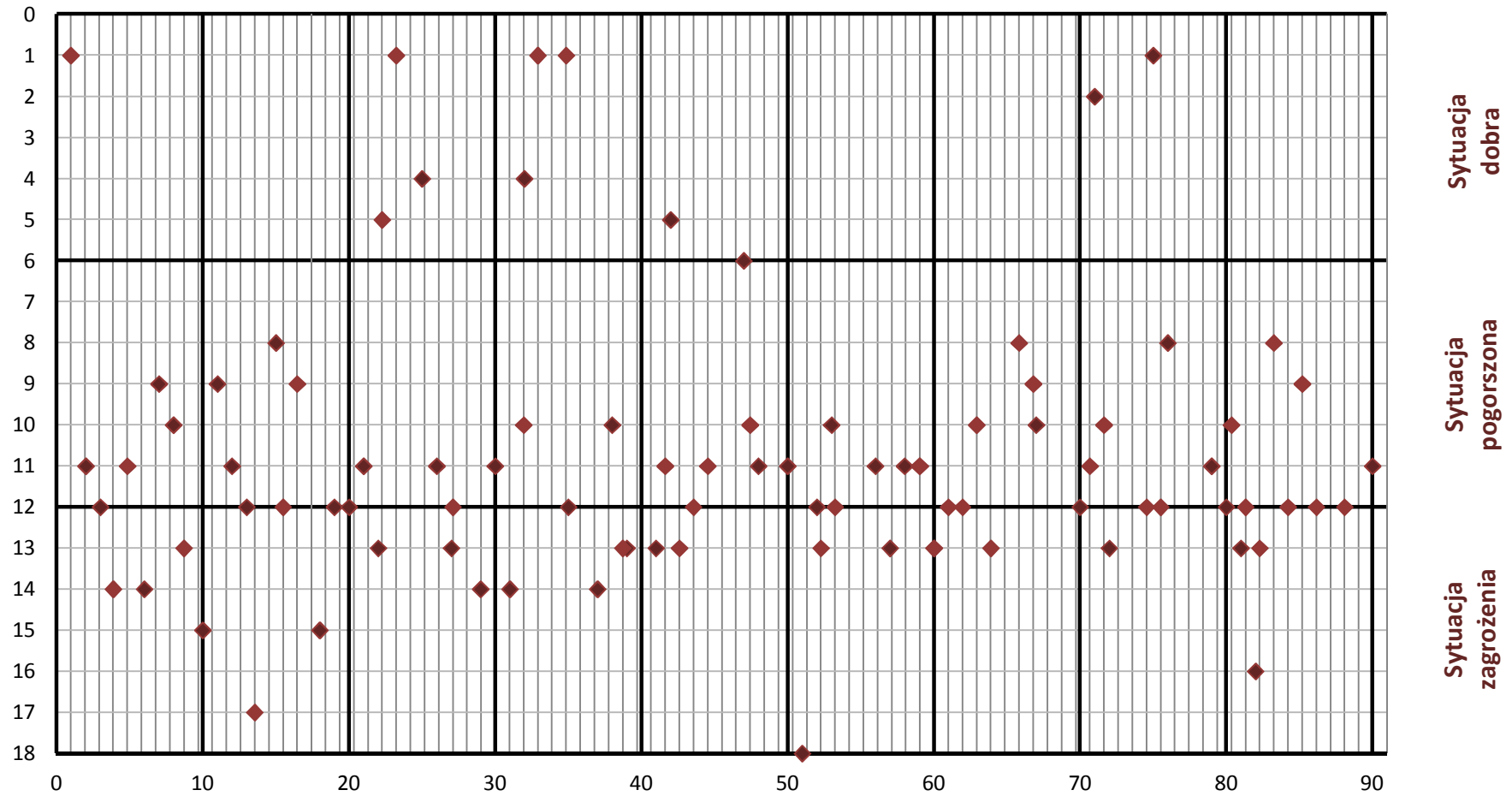


Rys. 10.23. Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika marży operacyjnej dla całej badanej populacji firm start-up

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych 2012.



Na rysunku 10.24 przedstawiony został zoptymalizowany rozkład pozycjonowania zdiagnozowanej sytuacji finansowej dla próby badawczej 91 firm start-up za rok 2011, poprzedzony procedurą neutralizacji wpływu deformujących rozkład ekstremalnych wartości zastosowanych wskaźników finansowych.



Rys. 10.24. Rozkład pozycjonowania sytuacji finansowej dla próby badawczej 91 firm start-up za rok 2011
Źródło: Opracowanie własne na podstawie badań screeningowych '2012.

Na osi pionowej prezentowanego rysunku 10.24. odwzorowana jest 18-stopniowa skala, będąca odpowiednikiem skali modelu, natomiast w poziomie wskazana jest liczba firm z odniesieniem do lokalizacji każdej z nich na właściwej dla ich rankingu stopniach skali. Rozkład populacji przedstawianej na rysunku 10.24. dotyczy roku 2011. Prezentacja ta ma postać wizualizacji kształtowania się unikalnego (właściwego tylko dla badanej populacji) rozkładu i lokalizacji miar syntetycznych charakteryzujących każdą z badanych 91 firm start-up, do których został przypisany akronim SUZI. Przedmiotowy rozkład wizualizowany jest na płaszczyźnie opisanej na osi odciętych (x) 18 stopniami skali odpowiadającej skali modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji oraz indywidualną cyfrową reprezentacją każdej z 91 badanych firm na osi rzędnych (y). Podane współrzędne pozwalają na identyfikację pozycji poszczególnych firm rzutowanych na płaszczyznę i ich miejsca na skali, a ponadto ułatwiają identyfikację liczby firm na poszczególnych stopniach skali.

Wprowadzenie pomocniczych osi poziomych pozwala na zgodne z systematyką modelu cyklu życia podzielenie płaszczyzny na trzy części. Górna część tak podzielonej płaszczyzny, łącznie z osią pomocniczą wyprowadzoną z 6 stopnia skali, odpowiada fazie I modelu cyklu życia i wszystkie pozycjonowane na niej firmy znajdują się w dobrej sytuacji finansowej. Środkowa część płaszczyzny, łącznie z osią pomocniczą wyprowadzoną z 12 stopnia skali, odpowiada fazie II modelu cyklu życia i wszystkie pozycjonowane na niej firmy znajdują się w pogorszonej sytuacji finansowej. Dolna część płaszczyzny odpowiada fazie III modelu cyklu życia i finanse wszystkich pozycjonowanych na niej firm znajdują się w sytuacji zagrożenia. Firmy pozycjonowane na osi rzędnych oznaczone 18 stopniem skali przynależą do dolnej części płaszczyzny znajdują się w sytuacji skrajnego zagrożenia finansowego.

Swobodna analiza rozproszenia i skupień wskazań pozycjonowania badanych firm na całej płaszczyźnie, jak również w ramach zastosowanego jej podziału na trzy części, umożliwia całościowy ogląd i formułowanie wstępnych wniosków ogólnych co do charakterystyki sytuacji finansowej całej badanej populacji. Formułowane wnioski mogą być na bieżąco weryfikowane, poprzez porównanie z konkretnymi danymi ilościowymi, generowanymi przez system komputerowego oprzyrządowania modelu, wizualizowanymi na panelu prezentacji wyników poszczególnych firm w kolejnych latach badanego okresu.

Swobodna analiza rozkładu pozycjonowania sytuacji finansowej dla próby badawczej 91 firm start-up za rok 2011 (zob. rys. 10.24.) wskazuje na przewagę ilościową firm znajdujących się w sytuacji zagrożenia (25 firm) nad firmami sklasyfikowanymi jako znajdujące się w dobrej sytuacji finansowej (11 firm). Ponadto, jak wynika z lokalizacji na poziomej osi pomocniczej odpowiadającej szóstemu (6) stopniowi skali, spośród firm w dobrej sytuacji finansowej 1 była zagrożona znalezieniem się w pogorszonej sytuacji finansowej. Natomiast spośród firm sklasyfikowanych jako znajdujące się w sytuacji bezpośredniego zagrożenia finansowego (18 stopień skali), tylko 1 jest na pozycji skrajnej świadczącej o tym, że firma ta znajduje się w najtrudniejszej sytuacji finansowej w całej badanej populacji. Największa liczba firm badanej populacji znajduje się w sytuacji finansowej pogorszonej (55 firm). Każda ze znajdujących się w takiej sytuacji firm może potencjalnie poprawić swoją sytuację na dobrą, w szczególności dotyczy to firm znajdujących się w najbliższej poziomej

osi pomocniczej odpowiadającej szóstemu (6) stopniowi skali (brak firm w tym przedziale skali). Jednak równocześnie, firmy charakteryzujące się pogorszoną sytuacją finansową mogą stosunkowo łatwo znaleźć się w sytuacji zagrożenia finansowego. W najwyższym stopniu dotyczy to firm zlokalizowanych na poziomej osi pomocniczej odpowiadającej dwunastemu (12) stopniowi skali. W 2011 roku aż 20 firm było najbardziej narażonych na zamianę pogorszonej sytuacji finansowej na sytuację zagrożenia finansowego. Relatywnie duża liczba firm (17) znajdowała się tuż za wymienioną dwudziestką, a więc również stosunkowo blisko wejścia w strefę zagrożenia charakterystycznego dla fazy III cyklu.

Liczba badanych firm spozycjonowanych w poszczególnych przedziałach skali modelu diagnozującego ich sytuację finansową w roku 2011																	
Faza I						Faza II						Faza III					
Sytuacja dobra						Sytuacja pogorszona						Sytuacja zagrożenia					
A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F	A	B	C	D	E	F
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
5	1	0	2	2	1	0	4	5	9	17	20	15	5	2	1	1	1

Natężenie zakłóceń: A - bardzo słabe; B - słabe; C - umiarkowane; D - silne; E - bardzo silne; F - krytyczne.

Skala liczbowa narastająco: od 1 – sytuacja optymalna do 18 – krytycznie zła sytuacja finansowa.

Rys. 10.25. Zestawienie syntetyczne wyników diagnozy sytuacji finansowej zbiorczo dla całej populacji badanych 91 firm start-up za rok 2011

Źródło: Opracowanie własne w oparciu o zebrane dane empiryczne.

Wszystkie odczyty pozwalające na swobodną analizę rozproszenia i skupień wskaźników pozycjonowania zdiagnozowanych firm na trzyczęściowej płaszczyźnie wizualizowanej na rysunku 10.24., znajdują swoje potwierdzenie w formie skwantyfikowanej w panelu modelu diagnozującego. Panel ten, w formie syntetycznego zestawienia wyników diagnozy, przedstawiono na rysunku 10.25. W prezentowanym panelu zestawiono zbiorczo rozdystrybuowaną liczbę badanych firm, spozycjonowanych na poszczególnych stopniach skali modelu diagnozującego ich sytuację finansową w 2011 roku.

wnioski końcowe

Ze względu na ograniczenia parametryczne modelu zastosowanego do badań, diagnozą

i pozycjonowaniem sytuacji finansowej objęto 91 firm start-up spośród populacji 129 firm SUZI z 2011 roku. Uzyskane miary syntetyczne sytuacji finansowej poszczególnych firm z badanej populacji prezentowane w postaci wizualizacji i kwantyfikacji pozwalają na sformułowanie następujących wniosków:

1. Tylko 12,10 proc. badanych firm start-up można uznać za znajdujące się w relatywnie dobrej sytuacji finansowej, ze wszystkimi ograniczeniami wynikającymi z rozpiętości pozycjonowania w fazie I modelu.
2. Największa grupa stanowiąca aż 60,44 proc. badanej populacji znajduje się w pogorszonej sytuacji finansowej.
3. Spośród firm o pogorszonej sytuacji finansowej aż 21,99 proc. znajduje się na przedprożu wejścia w strefę bezpośredniego zagrożenia, a kolejne 18,68 procent lokalizowane jest tuż za nimi.

4. W sytuacji bezpośredniego zagrożenia znajduje się 27,47 proc. populacji badanych firm.
5. Krańcowe zagrożenie związane z sytuacją finansową dotyczy tylko pojedynczych firm.
6. Największa liczba firm znajdujących się w sytuacji zagrożenia (15 firm na 25, co stanowi 60 proc. tej grupy), lokalizowana jest na początku strefy zagrożenia, a tym samym ma największe szanse na wyjście z tej strefy po zastosowaniu odpowiednich działań rekomendowanych w ramach niniejszego opracowania.

Właściwie zdiagnozowane trudności finansowe, na jakie napotykają firmy start-up w swojej działalności, mogą stanowić szansę na podjęcie właściwie ukierunkowanych przedsięwzięć sanacyjnych. Zastosowany do badań model diagnozuje sytuację finansową populacji badanych podmiotów gospodarczych, a następnie wizualizuje i kwantyfikuje uogólnione oceny. Ponadto umożliwia wgląd w poszczególne parametry składające się na przedmiotowe oceny, ukazuje je na tle badanej zbiorowości, dając jednocześnie możliwość dokonania stosownych porównań i sformułowania zaleceń do poprawy zaistniałej sytuacji.

Rozdział XI

INŻYNIERIA FINANSOWA DLA FIRM START-UP W POLSCE

– konkluzje i rekomendacje

rola raportu

Przedstawiony w niniejszym opracowaniu raport z badań nad aktywnością nowopowstałych firm i systemami ich finansowania dokumentuje wyniki drugiej już rundy badań i zawiera integrację wniosków diagnozy z dwukrotnego screeningu¹. Raport przedstawia kompleksowy obraz sytuacji młodych firm w Polsce w kontekście inwestycji typu *Venture Capital* w latach 2009-2012. Zgodnie z założeniami badawczymi, za główny cel tak skonstruowanego projektu badawczego uznano diagnozę systemu finansowania firm start-up, bazującą na ocenie kompatybilności zasobów polskiego rynku PE z potrzebami finansowania sektora start-up w Polsce. Istotnym i wysoko użytecznym komponentem badań screeningowych jest również ocena efektywności wykorzystania kapitałów rynku PE w analizowanych podmiotach start-up.

Z punktu widzenia generalnego celu badań, jak i z uwagi na zawartość merytoryczną niniejszego raportu należy uznać, że jest to pierwsze tak rozległe opracowanie monitorujące stan rozwoju zarówno sektora firm start-up, jak również sektora instrumentów finansowania ich działalności. Warto zaznaczyć, że w rozwiniętej gospodarce światowej badania dotyczące systemów finansowania młodych przedsięwzięć inwestycyjnych są szeroko rozwinięte i przeprowadzane cyklicznie. Coroczne badania rynku kapitału prywatnego angażowanego w młodych firmach przeprowadzane są przez wiele organizacji zrzeszających inwestorów i wiele agend rządowych. Wystarczy przytoczyć roczniki publikowane przez EVCA (*European Venture Capital Association*) oraz amerykańskie NVCA (*National Venture Capital Association*). Mnogość tego typu raportów w USA i w Europie kontrastuje z ich brakiem lub fragmentarycznością w Polsce. Sytuacja ta stała się dla autorów niniejszego raportu ważnym pretekstem dla podjęcia badań.

Innym, nie mniej ważnym motywem podjęcia prezentowanej problematyki jest fakt, że w Polsce odnotowuje się ponadprzeciętną aktywność przedsiębiorczą, wyrażającą się dużą dynamiką powstawania nowych firm, czemu towarzyszy przekonanie o istnieniu głębokiej luki kapitałowej. Zarówno w opracowaniach eksperckich, jak i w publicystyce branżowej z obszaru systemów finansowania sektora MSP w Polsce, mówi się o stałym niedoborze kapitału typu *Venture* i niedostatecznej aktywności inwestycyjnej podmiotów *Private Equity*, szczególnie w segmencie firm bardzo młodych.

¹ Warto przypomnieć, że badania przeprowadzono dwukrotnie, w systemie krocącym: I runda objęła badania zrealizowane w roku 2012 i dotyczyła stanu sektora start-up w Polsce w latach 2009-2011; II runda objęła badania zrealizowane w roku 2013 i dotyczyła stanu tego sektora w latach 2010-2012.

Również oficjalne statystyki dotyczące inwestycji VC, potwierdzają, że w Polsce odnotowuje się wyjątkowo niski udział funduszy VC w finansowaniu wczesnych faz rozwoju biznesu. Stosunek tych funduszy do PKB kształtuje się w ostatnich latach na poziomie nie przekraczającym 0,0012 proc., podczas gdy w krajach wysokorozwiniętych o wysokim potencjale innowacyjnym (Izrael, Australia, Szwecja, Finlandia, Norwegia, Holandia) inwestycje VC w start-up stanowią nawet ponad 1 proc.

główna hipoteza badawcza

Relacje te jednoznacznie wskazują na niewielkie zdolności polskiej gospodarki do kreowania nowych przedsięwzięć innowacyjnych. Nie oznaczają one jednak, że główną barierą niskiego potencjału innowacyjnego polskich start-up jest klasyczna luka kapitałowa. Choć twierdzenia o jej istnieniu i dużych rozmiarach znalazły swoje udokumentowanie w badaniach zeszłorocznych, to już raport z II transzy badań, wskazuje na odmienną interpretację głównych przyczyn niedofinansowania firm start-up.

Trzeba wyraźnie i jednoznacznie zaznaczyć, że hipoteza o głębokiej luce Macmillana, w tegorocznym screeningu została negatywnie zweryfikowana, a w zasadzie sfalsyfikowana i jako taka poddana modyfikacji. Kluczowe znaczenie dla ustalenia prawdziwości hipotezy o trwałym niedoborze kapitału wysokiego ryzyka w Polsce ma propozycja autorów dotycząca zdefiniowania pojęcia „luka kapitałowa”. Autorzy proponują klarowną definicję i wycenę zjawiska luki kapitału VC na polskim rynku, w dwóch odrębnych kategoriach: **wartościowej luki kapitałowej i jakościowej luki kapitałowej**.

I tak, o wartościowej luce kapitałowej należy mówić w obliczu niedoboru podaży kapitału wobec popytu potencjalnego na ten kapitał. Jakościowa luka kapitałowa z kolei opisuje zjawisko nierównowagi między podażą kapitału VC a popytem efektywnym na ten kapitał. Rozróżnienie to przemawia za uznaniem argumentacji przedstawicieli inwestorów typu VC w Polsce, którzy stan rynku kapitału wysokiego ryzyka opisują jako stan nadwyżki kapitału wobec popytu efektywnego. Takie konstatacje zadziwiają na tle raportów rynku kapitału wysokiego ryzyka – jak wspomniano wcześniej – stale identyfikujących niedobór kapitału i głęboką lukę kapitałową. Problem kolizyjnych diagnoz w tym zakresie wynika właśnie z dychotomicznego pojmowania pojęcia luka kapitałowa. W pierwszym przypadku, nawis kapitałów powinien być interpretowany jako jakościowa luka kapitałowa. Według innych źródeł mowa o wartościowej luce kapitałowej, czyli stosunkowo niskiej wartości łącznej zrealizowanych inwestycji typu VC, zlokalizowanych w firmach start-up.

obszary diagnozy

Zawartość prezentowanego raportu pozwala na bardzo wszechstronną i wieloaspektową ocenę stanu polskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka alokowanego w firmy we wczesnych fazach rozwoju, na tle trendów międzynarodowych. Diagnoza ta obejmuje ogromną liczbę wniosków, pogrupowanych w następujące komponenty (aspekty badawcze):

1. Rola firm start-up w demografii biznesowej w wybranych gospodarkach świata.
2. Aktywność funduszy PE w Europie (w tym w Europie Środkowo – Wschodniej).
3. Polityka inwestycyjna na polskim rynku kapitału VC.
4. Strategie finansowe polskich firm start-up.

5. Efektywność ekonomiczna kapitałów VC alokowanych w polskich firmach start-up.
6. Kapitał intelektualny i potencjał rozwojowy polskich firm start-up.

 **główne konkluzje badawcze**

Takie określenie obszarów diagnostycznych, pozwala na ustrukturyzowanie głównych konkluzji badawczych, za które uznano następujące kwestie:

1. Rola firm start-up w demografii biznesowej w wybranych gospodarkach świata.

- W badaniach dotyczących populacji i demografii nowopowstałych firm w wybranych gospodarkach odnotowano zróżnicowane stopy „narodzin” i stopy „zgonów” firm start-up. Jednoznacznie jednak ustalono, że w latach 2007-2012, w większości gospodarek świata notuje się ujemne saldo netto w bilansie firm nowotworzonych wobec wyłączeń firm z obrotu. Jednocześnie, stwierdzono, że w gospodarkach charakteryzujących się silnym potencjałem kapitałów z rynku *Private Equity* indeksy przedsiębiorczości, notujące dynamikę powstawania firm oraz wskaźniki przeżywalności firm są znacznie wyższe niż w gospodarkach o limitowanych zasobach kapitału PE.
- W Polsce rejestruje się w ostatnich latach dodatnią stopę wzrostu liczby rejestrowanych firm wobec liczby firm likwidowanych (wyjątkiem był rok 2009). Oznacza to, że Polacy wykazują ponadprzeciętną przedsiębiorczość w porównaniu z innymi nacjami Europy, a polska przedsiębiorczość charakteryzuje się względną stabilnością i odpornością na wahania koniunktury.
- Największy procentowy przyrost liczby rejestracji w latach 2008-2010 odnotowano w obszarach: informacji i komunikacji, działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej, administrowaniu i działalności wspierającej oraz w obsłudze nieruchomości. Taka struktura sektorowa sugeruje potencjalnie wysoką zdolność innowacyjną nowopowstających firm.
- Pomimo potencjału innowacyjnego, analiza kondycji młodych firm w Polsce skłania do stwierdzenia ich bardzo słabego potencjału rozwojowego, wyrażającego się w rosnących, jednak wciąż bardzo niskich wskaźnikach ich udziału w tworzeniu wartości dodanej (ok. 20 proc.) oraz w nakładach inwestycyjnych (ok. 15 proc.).

2. Aktywność funduszy PE w Europie (w tym w Europie Środkowo-Wschodniej).

- W okresie 2011-2012 w Europie nastąpił radykalny spadek inwestycji typu VC – redukcja o około 20 proc. Mimo to, pod względem ilości przeprowadzonych transakcji rok 2012 był dla Europy rekordowo dobry (najlepszy w ostatnich sześciu latach).
- Zasoby kapitału PE, skierowanego na nowe przedsięwzięcia biznesowe w krajach Europy Środkowo-Wschodniej stanowią bardzo niski odsetek wszystkich kapitałów PE w Europie (udział kapitału w krajach CEE nie przekracza 3 proc. łącznego kapitału PE w Europie).
- W grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej największą aktywnością w zakresie inwestycji funduszy VC charakteryzują się: Czechy, Polska i Węgry – w krajach tych

średnioroczna wartość inwestycji funduszy PE w latach 2007-2012 kształtuje się na poziomie od 300 mln Euro do 1,3 mld Euro).

- W grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej w okresie 2007-2012 najwyższą dynamikę wzrostu wartości i liczby inwestycji funduszy PE odnotowano w Polsce.
- W krajach Europy Środkowo-Wschodniej nie stwierdzono korelacji między dynamiką wzrostu wartości inwestycji typu *Venture* z dynamiką wartości inwestycji w początkowe fazy przedsięwzięć. Fazy te cierpią na poważny deficyt kapitału.

3. Polityka inwestycyjna na polskim rynku kapitału VC.

- W Polsce, w latach 2011-2012 zanotowano spadek wartości skumulowanej inwestycji VC (w 2011 roku sięgnęły wartości 683 mln Euro, a rok później 477 mln Euro), przy bardzo niskim i niedoborowym udziale alokacji w firmy start-up (poniżej 4 proc. wszystkich alokacji). Podobnie jak w całej Europie Środkowej i Wschodniej inwestycje VC w początkowe fazy (*seed*, start-up) stanowią rzadkość w porównaniu do tych przeprowadzanych w fazy późniejsze.
- Badania komparujące podaż kapitału VC w Polsce z zapotrzebowaniem firm start-up na kapitał jednoznacznie świadczą o nierównowadze tego rynku, przy czym hipotezy o istnieniu głębokiej luki podażowej na rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce nie uzyskują jednoznacznego potwierdzenia.
- W Polsce, w badanym okresie (ze zwiększającym się nasileniem w 2012 roku) obserwuje się dwa antagonistyczne zjawiska: z jednej strony młode firmy narzekają na utrudniony dostęp do kapitału VC i jego niedobór (co zdefiniowano jako wartościową lukę kapitałową), a z drugiej strony przedstawiciele instytucji rynku VC deklarują istnienie nawisu wolnego kapitału wysokiego ryzyka (co określono mianem jakościowej luki kapitałowej).
- *Business Angels* i ich stowarzyszenia nadal mają niewielkie znaczenie dla rynku funduszy PE, zarówno pod względem ilości, jak i wartości realizowanych inwestycji. Oznacza to, że w Polsce istnieje bardzo poważny niedobór kapitału stojącego w dyspozycji małych projektów innowacyjnych.
- Niska aktywność funduszy wysokiego ryzyka i stosunkowo niska wartość funduszy aktywnie inwestowanych (w stosunku do podaży tego kapitału) są prawdopodobną przyczyną stosunkowo niskiej wartości jednostkowych inwestycji w firmy start-up w Polsce.
- Projekcja analizowanych podmiotów rynku PE w Polsce w perspektywie kolejnych 3 lat zapowiada dalsze negatywne tendencje w zakresie dostępności funduszy wysokiego ryzyka, a w szczególności na trend nieznacznego wzrostu wartości jednostkowych inwestycji przy jednoczesnym bardzo nieznacznym i niedoborowym wzroście wartości całkowitej kapitału inwestycyjnego.
- Wartość budżetów finansowanych przez PE/VC przedsięwzięć wykazuje dość słabe uzależnienie od typu inwestycji i charakteru branży. W badaniach nie odnotowano wyraźnej prawidłowości, w której za branże najbardziej kapitałochłonne uznaje się sektory przemysłowe, produkcyjne i infrastrukturalne. Najsilniejszy wpływ

na wysokość planowanej inwestycji zdaje się mieć jej rodzaj i jej skala. Ważnymi czynnikami, determinującymi potrzeby kapitałowe pozostają: rodzaj przedsięwzięcia, np. rozwój technologii, czy zakup urządzeń technologicznych, oraz istota inwestycji, np. rozwój produktu czy rozwój usługi.

- W polskiej praktyce inwestycji VC w młode firmy przeciętny okres finansowania przez inwestorów jest krótszy niż 3 lata, co wskazuje prawdopodobnie na wysoki odsetek rozczarowań i porażek inwestycyjnych, prowadzący do wycofywania się funduszu z przedsięwzięcia jeszcze w fazach przedkomercyjnych. Niemniej współczynnik sukcesu jest stosunkowo wysoki bowiem w praktyce badanych instytucji finansowych (zgodnie z deklaracjami inwestorów) zaledwie 20 proc. przedsięwzięć zakończyło się porażką, w tym w ponad 10 proc. przypadków porażka ta oznaczała całkowitą utratę kapitału.
- Większość inwestycji VC w Polsce ma charakter aktywny lub pro aktywny i nie ogranicza się do pasywnego wkładu kapitałowego. Zaangażowanie inwestora w zarządzanie idzie zazwyczaj w parze z wartością inwestycji i ilością zakupionych udziałów, a jego warunki są szczegółowo określone w umowie inwestycyjnej. Tymczasem, w analizie oczekiwań firm start-up wobec inwestorów, 2/3 badanych firm ceni sobie inwestorów ograniczających swoją rolę do dawcy kapitału, bez angażowania się w proces zarządzania firmą. W praktyce, przedsiębiorcy stosunkowo nisko oceniają skuteczność i powodzenie różnych form zaangażowania inwestorów w procesy zarządzania. Sytuacja taka rodzi poważną kolizję interesów obu stron transakcji inwestycyjnej.
- W Polsce fundusze wysokiego ryzyka koncentrują swoją aktywność głównie wokół dziedzin związanych z dużym potencjałem innowacyjnym i zaawansowanymi technologiami. Te uznawane są za branże, w których dynamiczny rozwój i innowacyjność decydują o wysokich stopach zwrotu w relatywnie krótkim czasie.
- Z deklaracji respondowanych inwestorów VC w Polsce wynika, że w procesach aplikacyjnych dominuje przekonanie o krytycznym znaczeniu rentowności dla podejmowania decyzji inwestycyjnej. Jednocześnie, w toku badań potwierdzono stosunkowo wysokie oczekiwania inwestorów co do stopy zwrotu kapitału – w zależności od wartości jednostkowej inwestycji oczekiwania te kształtują się w Polsce na poziomie od 14,5 proc. do 71 proc. rocznie.
- W praktyce inwestycyjnej polskich podmiotów PE dominujące formy "wyjścia z inwestycji" to: sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu, upublicznienie spółki i wejście na giełdę, a także likwidacje spółek. Warto zwrócić uwagę na fakt, że bardzo nikłym, choć w 2012 roku rosnącym zainteresowaniem cieszą się bardziej wyrafinowane formy odsprzedaży udziałów, takie jak LBO, MBO czy MBI.

4. Strategie finansowe polskich firm start-up.

- W Polsce firmy prowadzące działalność krócej niż 2 lata napotykają największe bariery w pozyskiwaniu zewnętrznych źródeł finansowania, w szczególności w postaci kredytu bankowego. Powodem takiego stanu jest słaba zdolność kredytowa firm start-up lub jej całkowity brak. W efekcie, większość realizowanych inwestycji i innowacji w tej

grupie firm finansowana jest z funduszy własnych, co wpływa na ich bardzo obniżoną aktywność inwestycyjną.

- W Polsce firmy start-up stosunkowo rzadko rozpatrują możliwości pozyskania kapitału bezzwrotnego w formie różnorodnych dotacji, subwencji czy dofinansowania.
- W ostatnich latach wzrasta zainteresowanie i popularność funduszy PE/VC jako źródeł finansowania młodych przedsięwzięć. Duża popularność funduszy PE w grupie młodych firm nie oznacza bynajmniej łatwego dostępu do tych środków.
- Badania udowadniają istnienie ogromnej rozbieżności oczekiwań firm start-up z możliwościami pozyskania kapitału od funduszy PE, powodującej często konieczność weryfikacji projektów biznesowych, a nawet ograniczenie ich rozmiarów. Ponad 70 proc. badanych start-up przyznaje, że nie otrzymała finansowania w oczekiwanej wysokości.
- W toku badań zidentyfikowano istnienie silnego antagonizmu między celami strategicznymi inwestorów i projektodawców. Według przedstawicieli start-up problem rentowności przedsięwzięć (eksponowany przez fundusze PE) nie stanowi dla samych projektodawców najważniejszego priorytetu – w swoich strategiach założenia co do określonego poziomu zyskowności deklaruje mniej niż co trzecia badana firma.

5. Efektywność ekonomiczna kapitałów VC alokowanych w polskich firmach start-up.

- W toku badań kondycji finansowej analizowanych firm start-up (SUZI) ujawniono istnienie luki efektywnościowej grupy badanych firm wobec grupy referencyjnej (podmioty notowane na NewConnect) oraz stosunkowo wysokie zagrożenie bankructwem.
- Szczegółowe analizy kondycji finansowej badanych firm oraz odniesienia wyników do sytuacji finansowej w grupie firm referencyjnych wskazują na stosunkowo słabszą efektywność ekonomiczną firm start-up, wyrażającą się w następujących zjawiskach:
 - a/ Z analizy rachunku zysków i strat wynika, że jednostki gospodarcze z rynku NC częściej generują zysk niż spółki należące do grupy SUZI. Jednostki gospodarcze z grupy referencyjnej wykazują mniej ekstremalne wyniki, w przypadku, kiedy generowana jest strata. Dodatkowo, firmy NC charakteryzują wynikami mniej zróżnicowanymi (mniejsze odchylenia standardowe w większości zastosowanych miar).
 - b/ Firmy SUZI wykazują ponad dwukrotnie wyższe wskaźniki płynności finansowej niż w firmach NC (w trzech analizowanych kategoriach wskaźników płynności), co sugeruje ich znaczną nadpłynność finansową.
 - c/ Firmy NC w porównaniu z populacją SUZI wykazują niższą wartość wskaźnika rotacji należności i zobowiązań, natomiast wyższą – wskaźnika rotacji zapasów od firm SUZI, co świadczy o ich wyższej efektywności operacyjnej.
 - d/ Firmy SUZI wykazują wyższy poziom zadłużenia niż firmy NC. Poziom wskaźnika zadłużenia ogólnego oraz wskaźnika zadłużenia kapitału własnego dla firm SUZI jest o jedną trzecią wyższy od poziomu tych wskaźników w grupie firm NC.

e/ W bilansach jednostek SUZI w odróżnieniu od firm NC relatywnie wysokim wzrostem udziału w strukturze aktywów charakteryzowała się wartość aktywów niematerialnych i prawnych. Z kolei, rzeczowe aktywa trwałe wyróżniają się niemal dwukrotnie wyższym udziałem w strukturze aktywów w jednostkach NC niż w przedsiębiorstwach SUZI.

f/ Przedsiębiorstwa NC charakteryzują się wyższym udziałem kapitałów własnych w strukturze pasywów niż firmy SUZI, choć zauważalna jest tendencja wzrostowa udziału kapitałów własnych w strukturze finansowania w firmach SUZI (w okresie 3 badanych lat). Niemniej 14% badanych firm SUZI wykazało ujemny kapitał własny.

- Nie potwierdzono hipotez o stosunkowo krótkim cyklu życia firm start-up. Badania przeprowadzone metodą indywidualnego pozycjonowania badanych firm na cyklu życia w modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnym nie potwierdzają krótkiego cyklu życia firm start-up, choć wskazują na niestabilną i zmienną sytuację organizacyjną i kondycję finansową w badanym okresie (czyli w fazie dekonstrukcji). W toku badań ustalono, że:
 - a/ Tylko 12 proc. badanych firm start-up można uznać za znajdujące się w relatywnie dobrej sytuacji finansowej.
 - b/ Największa grupa, stanowiąca ponad 60 proc. badanej populacji znajduje się w pogorszonej sytuacji finansowej.
 - c/ W sytuacji bezpośredniego zagrożenia znajduje się blisko 28 proc. badanych firm.

6. Kapitał intelektualny i potencjał rozwojowy polskich firm start-up.

- W badanych firmach start-up, stwierdza się niedostateczny poziom potencjału intelektualnego i innowacyjnego, co wpływa na ich obniżone zdolności do ekspansji i rozwoju.
- Subiektywne postrzeganie znaczenia kapitału intelektualnego przez przedsiębiorców nie idzie w parze z jego tworzeniem na poziomie organizacji. Praktycznie rzecz biorąc, w odniesieniu do każdego z głównych kapitałów składowych potencjału intelektualnego, ich rzeczywista wartość określona metodą sum standaryzowanych jest niewystarczająca w stosunku do poziomu deklaratywnego (pożądanego).

weryfikacja hipotez

Zaprezentowane powyżej główne wnioski analityczne stały się podstawą weryfikacji przyjętych w modelu badań hipotez badawczych. Dla czterech z siedmiu hipotez, badania doprowadziły do pozytywnej ich weryfikacji, podczas gdy, w trzech przypadkach dokonano falsyfikacji hipotezy, skłaniającej do modyfikacji ich brzmienia. Poniżej przedstawiono podstawy merytoryczne procesu weryfikacji hipotez wraz ze wskazaniem głównych obszarów analizy (części raportu), stanowiących materiał dowodowy (zob. tab. 11.1.).

Tab. 11.1. Weryfikacja hipotez badawczych w modelu screeningu systemów finansowania firm start-up w Polsce (na podstawie firm wyłonionych do badań – grupa SUZI).

Brzmienie hipotezy	Weryfikacja hipotezy	Podstawa weryfikacji hipotezy	Rozdziały
W Polsce występuje luka kapitałowa, tj. trwały, strukturalny niedobór podaży funduszy <i>Private Equity</i> , skierowanego na finansowanie przedsięwzięć wysokiego ryzyka	negatywna	Rynek inwestycji wysokiego ryzyka w Polsce jest aktualnie w fazie wstępnej, a podaż kapitału przeznaczonego na tworzenie nowych innowacyjnych przedsiębiorstw jest wciąż bardzo niska i niedostateczna. Oszacowana w trybie przeprowadzonych badań wartość luki kapitałowej w Polsce w 2011 roku, w grupie inwestycji we wczesnych fazach rozwoju można szacować na poziomie dwukrotności dotychczas zaangażowanych kapitałów, czyli na kwotę około 250 – 360 mln zł. ² Pogłębione badania przeprowadzone w ramach II rundy screeningu wskazują jednak na istnienie antagonistycznego zjawiska: z jednej strony młode firmy narzekają na utrudniony dostęp do kapitału VC i jego niedobór (co zdefiniowano jako wartościową lukę kapitałową), a z drugiej strony przedstawiciele instytucji rynku VC deklarują istnienie nawisu wolnego kapitału wysokiego ryzyka (co określono mianem jakościowej luki kapitałowej). Zmodyfikowana hipoteza: W Polsce występuje jakościowa luka kapitałowa, wyrażająca się w nadpodaży kapitału VC wobec niedostatecznej jakości projektów przedstawianych do sfinansowania.	5.2. 6.1.
Oczekiwania inwestorów z sektora funduszy PE (obu typów VC i BA) co do stopy i tempa zwrotu kapitału są w Polsce nierealistyczne	pozytywna	Doświadczenia funduszy PE w Polsce w dziedzinie finansowania przedsięwzięć wysokiego ryzyka są rozczarowujące właścicieli kapitału i nie stymulują dalszego ich wzrostu. Zgodnie z deklaracjami badanych funduszy PE, w ocenie atrakcyjności inwestycyjnej na czoło wysuwają się kryteria związane z rentownością przedsięwzięcia i poziomem ryzyka. Wysokie ryzyko skutkuje wysokimi oczekiwaniami inwestorów co do stopy zwrotu z inwestycji. W efekcie przeprowadzonych badań uzyskano wyraźne potwierdzenie faktu, że wyższej rentowności oczekują inwestorzy alokujący wyższe wartości kapitału. W grupie inwestorów instytucjonalnych, wszystkie małe fundusze z kapitałem pracującym poniżej 100 tys. zł oczekują w okresie 3 lat rentowności poniżej 50 proc., co oznacza roczną stopę zwrotu nie niższą niż 14,5 proc. Z kolei w grupie funduszy dysponujących najwyższym kapitałem (ponad 5 mln zł), oczekiwania inwestorów są zróżnicowane, jednak przynajmniej 1/3 z nich oczekuje stopy zwrotu powyżej 300 proc. w ciągu 3 lat, co daje roczną stopę na poziomie minimum 45 proc. Trzeba zaznaczyć, że w tej grupie, co dziesiąty inwestor szacuje oczekiwany zwrot na powyżej 500 proc. w ciągu 3 lat, tzn. powyżej 71 proc. rocznie. Jeszcze wyraźniej relacja ta zaznacza się w grupie inwestorów indywidualnych. Tutaj można zaobserwować jednoznaczny korelację między wartością funduszu zainwestowanego a oczekiwaniami co do tempa zwrotu. I tak, wśród inwestorów dysponujących niewielkim kapitałem pracującym (do 50 tys. zł) połowa oczekuje zwrotu na poziomie do 50 proc. w ciągu 3 lat (tj. min. 14,5 proc. rocznie), podczas gdy druga połowa zwrot szacuje w przedziale od 50 do 100 proc. w ciągu trzech lat. Z kolei inwestorzy z grupy wysokowartościowych funduszy BA, tj. inwestujący powyżej 1 mln zł, zgłaszają najwyższe oczekiwania co do rentowności inwestycji – 100 proc. takich inwestorów ocenia należną im stopę zwrotu na więcej niż 500 proc. w ciągu 3 lat (tj. powyżej 71 proc. rocznie). Przy tym znakomita większość badanych inwestorów wycofuje kapitał w okresie od 1 do 3 lat od rozpoczęcia inwestycji.	6.1. 6.3. 7.2.
Aktywność funduszy PE w firmach start-up ogranicza się do roli inwestorów, którzy bardzo rzadko podejmują się funkcji doradczych i mentorskich	negatywna	Jak wynika z analizy postaw inwestorów i ich bardziej lub mniej formalnych ról w procesie inwestowania, większość z nich twierdzi, że nie ogranicza swoich funkcji jedynie do udzielenia kapitału. Tylko ok. 17 proc. badanych inwestorów pozostaje pasywna wobec projektu i nie deklaruje żadnego wsparcia poza wkładem inwestycyjnym. Jednak obiektywna ocena potrzeb firm start-up w tym zakresie, jak i ich ocena istoty i skuteczności współpracy pomiędzy firmą a inwestorem wskazuje na niską jakość wsparcia pozakapitałowego ze strony inwestorów PE. Generalnie rzecz biorąc, przedsiębiorcy stosunkowo nisko oceniają skuteczność i powodzenie różnych form zaangażowania inwestorów w procesy zarządzania. Co zaskakuje najbardziej, najsłabszą ocenę uzyskuje doradztwo strategiczne. Około 15 proc. firm uznaje ten zakres współpracy za ważny, jednak tylko 13 proc. uznaje ją za udaną. Za bardziej owocne firmy start-up uznają zaangażowanie inwestorów w doraźne wsparcie procesowe i pośredniczenie w kontaktach biznesowych (co piąta firm wysoko ocenia ten typ kooperacji).	6.1. 6.5. 7.3.

² Warto przypomnieć, że według jedynego, jak dotąd, szacunku wartości luki kapitałowej w Polsce, z roku 2007 (autorstwa P. Tamowicza), wartość niedoboru kapitału szacowano na kwotę ok. 400 tys. zł do 40 mln zł. Szerzej na ten temat w rozdziale I (1.1.).

Aktywność funduszy PE w Polsce koncentruje się w kilku branżach, charakteryzujących się wysokim potencjałem innowacyjnym i potencjałem wzrostu		Warto zwrócić uwagę na fakt, że najwięcej, bo blisko 64 proc. analizowanych firm bardzo wysoko oceniło inwestorów w ich funkcji kapitałodawcy. Zmodyfikowana hipoteza: Aktywność funduszy PE w firmach start-up nie ogranicza się do biernego finansowania, jednak ich aktywne uczestnictwo w zarządzaniu jest krytycznie oceniane przez kapitałobiorców.	
Firmy start-up wykazują w pierwszej fazie rozwoju bardzo niską efektywność ekonomiczną, prowadzącą do podwyższonego ryzyka utraty kapitału	pozytywna	Typowe branże alokacji kapitału VC i BA w Polsce to: Technologie informatyczne; Komunikacja i Multimedia; e-handel; Usługi internetowe; Biotechnologie. W obu grupach inwestorów wyraźne jest nastawienie na finansowanie projektów związanych z technologiami ICT, ze szczególnym uwzględnieniem środowiska internetowego w świadczeniu usług. Dominacja tych sektorów w portfelach inwestycyjnych funduszy PE może być interpretowana jako niebezpieczna i w efekcie prowadząca do dalszej stagnacji w obszarze inwestycji w start-up w Polsce. Nadmiar projektów z jednej dziedziny powodować będzie w dłuższym horyzoncie czasowym spadek stopy zwrotu z tych inwestycji i pogłębiające się rozczarowanie inwestorów. Przedstawiciele funduszy dość zgodnie podkreślają płytkość polskiego rynku innowacyjnych start-up i ich nadmierne skupianie się na stosunkowo łatwo dostępnych rozwiązaniach technologii informatycznych. Inwestorzy dość przyjaźnie reagują z kolei na pojawianie się przedsięwzięć z zakresu nano- i biotechnologii, jak również w branżach chemicznych i pokrewnych. W toku badań kondycji finansowej firm start-up ujawniono istnienie luki efektywnościowej grupy badanych firm wobec grupy referencyjnej oraz stosunkowo wysokie zagrożenie bankructwem. Szczegółowe analizy kondycji finansowej badanych firm oraz odniesienia wyników do sytuacji finansowej w grupie firm referencyjnych (podmioty notowane na NewConnect) wskazują na stosunkowo słabszą efektywność ekonomiczną firm start-up, wyrażającą się w następujących zjawiskach: 1/ Z analizy rachunku zysków i strat wynika, że jednostki gospodarcze z rynku NC częściej generują zysk niż spółki należące do grupy SUZI. Jednostki gospodarcze z grupy referencyjnej wykazują mniej ekstremalne wyniki, w przypadku, kiedy generowana jest strata. 2/ Firmy SUZI wykazują ponad dwukrotnie wyższe wskaźniki płynności finansowej niż w firmach NC (w trzech analizowanych kategoriach wskaźników płynności), co sugeruje ich znaczną nadpłynność finansową. 3/ Firmy NC w porównaniu z populacją SUZI wykazują niższą wartość wskaźnika rotacji należności i zobowiązań, natomiast wyższą – wskaźnika rotacji zapasów od firm SUZI, co świadczy i ich wyższej efektywności operacyjnej. 4/ Firmy SUZI wykazują wyższy poziom zadłużenia niż firmy NC. Poziom wskaźnika zadłużenia ogólnego oraz wskaźnika zadłużenia kapitału własnego dla firm SUZI jest o jedną trzecią wyższy od poziomu tych wskaźników w grupie firm NC. Firmy NC charakteryzują się większym bezpieczeństwem finansowym we wszystkich dziedzinach działalności.	6.2
Firmy start-up w Polsce dysponują niedostatecznym kapitałem intelektualnym	pozytywna	W badanych firmach start-up, stwierdza się niedostateczny poziom potencjału intelektualnego i innowacyjnego w firmach start-up, co wpływa na ich obniżone zdolności do ekspansji i rozwoju. Subiektywne postrzeganie znaczenia kapitału intelektualnego przez przedsiębiorców nie idzie w parze z jego tworzeniem na poziomie organizacji. Praktycznie rzecz biorąc, w odniesieniu do każdego z głównych kapitałów składowych potencjału intelektualnego, ich rzeczywista wartość określona metodą sum standaryzowanych jest niewystarczająca w stosunku do poziomu deklaratywnego (pożądanego).	8.1. 8.2. 8.3. 10.4.
Gros firm start-up w Polsce "zamiera" przed fazą stabilizacji	negatywna	Badania przeprowadzone metodą indywidualnego pozycjonowania badanych firm na cyklu życia w modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnym nie potwierdzają krótkiego cyklu życia firm start-up. W badanej populacji, pomimo bardzo zróżnicowanej sytuacji organizacyjnej i finansowej, niespełna 28 proc. wykazało pozycję w fazie pogłębiających się, niedowracalnych trudności przy braku możliwości powrotu do stanu sanacji. Jednocześnie aż 60 proc. analizowanych firm została zakwalifikowana do kategorii „pogorszenie”. Zmodyfikowana hipoteza: Firmy start-up w Polsce charakteryzują się bardzo niestabilną pozycją strategiczną i finansową, zagrażającą ich przetrwaniu.	9.2. 9.3. 9.4. 9.5. 10.3. 10.4. 10.5.

Źródło: Opracowanie własne.



**rekomendacje dotyczące rozwoju
inwestycji PE/VC w Polsce**

Kanwą dla katalogu ewentualnych rekomendacji dotyczących kreowania możliwości rozwoju ilościowego i jakościowego inwestycji funduszy

PE/VC w młode firmy w Polsce jest zdiagnozowana w toku prezentowanych badań nierównowaga tego rynku. **Należy ponownie zaznaczyć, że w Polsce mamy do czynienia z bardzo poważną jakościową luką kapitałową w segmencie inwestycji w firmy start-up.** Z badań jednoznacznie jednak wynika, że luka kapitałowa ma raczej charakter jakościowy a nie wartościowy. Według deklaracji inwestorów bowiem, nie chodzi o fizyczny niedobór kapitału – fundusze PE w Polsce sugerują nawet istnienie pewnego nawisu wolnego kapitału inwestycyjnego. Problemem jest fakt zgłaszania do sfinansowania niedoskonałych projektów inwestycyjnych, które w ocenie dawców kapitału mają niewielki potencjał ekonomiczny i równie często są bardzo źle przygotowane.

Jednocześnie, wielki niepokój wzbudzają deklaracje przedstawicieli rynku PE dotyczące perspektyw wzrostu tego sektora. Projekcja sytuacji na rynku funduszy PE w Polsce, bazująca na ocenach samych inwestorów wskazuje wprawdzie na trend nieznacznego wzrostu wartości jednostkowych inwestycji, jednak przy jednoczesnym bardzo nieznacznym i niedoborowym wzroście wartości całkowitej kapitału inwestycyjnego. W perspektywie najbliższych lat, nie można mówić więc o radykalnych zmianach i pojawieniu się pożądanego strumienia funduszy, który mógłby pokryć poważną lukę podaży kapitału na finansowanie start-up w Polsce. Ewentualne zmiany równoważące ten rynek mogą więc być jedynie wywołane poprzez napływ nowego kapitału w postaci nowych instytucji rynku PE oraz pojawienie się większej liczby inwestorów typu *Business Angel*. Ta ostatnia supozycja jednak wydaje się być nazbyt optymistyczna jeśli uwzględnić stosunkowo niską atrakcyjność inwestycyjną w dotychczasowych doświadczeniach polskiego rynku PE.

Nie bez znaczenia pozostają tutaj zgodne oceny przedstawicieli rynku PE dotyczące niskiej jakości projektów inwestycyjnych i świadomości przedsiębiorców aplikujących o fundusze. Za główne problemy, skutkujące niedoborem podaży kapitału PE w Polsce, kierowanego do młodych firm i jego niedostateczną aktywnością, podmioty rynku PE uznają:

- nikłą znajomość procedur pozyskiwania inwestora indywidualnego, w szczególności aspektów prawnych,
- brak doświadczonej i zorientowanej biznesowo kadry menedżerskiej w młodych projektach o potencjale innowacyjnym,
- nadmierna koncentracja przedsiębiorców na technicznych aspektach projektu, której towarzyszy brak umiejętności myślenia strategicznego i kreowania modelu biznesowego,
- nieuzasadnione oczekiwania finansowe ze strony projektodawców, częste praktyki zawyżania wyceny projektu,
- źle zaadresowane projekty, wysyłane do organizacji, których polityka inwestycyjna koncentruje się na innych obszarach (nieodpowiednia faza rozwoju, wnioskowana kwota, branża itd.),
- problem mentalności wielu przedsiębiorców, którzy wychodzą z założenia, że inwestor jako podmiot obcy nie ma prawa ingerować w strategię rozwoju spółki.

Nie mniej istotne znaczenie dla rozwoju rynku inwestycji VC ma aktualnie w Polsce istnienie wielu ułomnych regulacji prawnych dotyczących bezpośrednio lub pośrednio procesów inwestycyjnych w firmy start-up. Jak wynika z badań, blisko 3/4 analizowanych funduszy VC/PE i BA bardzo nisko ocenia jakość otoczenia instytucjonalno-prawnego i regulacyjnego na rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce. Najczęściej eksponowane bariery regulacyjne to:

- brak zachęt podatkowych dla inwestycji wysokiego ryzyka,
- bariery koncesyjne i licencyjne w wielu dziedzinach gospodarki,
- niestabilność regulacyjna,
- złożoność i długo trwające procedury prawa patentowego.

Uwzględniając powyższe, przyjęć należy, że aktualnie w Polsce mamy do czynienia z przynajmniej trzema źródłami pogłębiania się luki kapitałowej w obszarze inwestycji w firmy start-up (zob. rys. 11.1.). Są to bariery tkwiące w otoczeniu formalno-prawnym tego sektora, bariery wynikające z praktyk funkcjonowania funduszy PE oraz bariery tkwiące w samych firmach start-up.



Rys. 11.1. Przyczyny pogłębiania się jakościowej luki kapitałowej na polskim rynku inwestycji PE/VC
Źródło: Opracowanie własne.

Aktywizacja działalności funduszy PE/VC w Polsce i rozwój przedsięwzięć we wczesnych fazach rozwoju wymaga zsynchronizowanego wyeliminowania omawianych barier i trudności. Niezbędne są tutaj zarówno działania regulacyjne, mające na celu stymulowanie wzrostu wartości dostępnego kapitału PE i motywowanie do inwestowania go w przedsięwzięciach wysokiego ryzyka. Wydaje się, że obok działań usprawniających procedury w zakresie prawa patentowego czy licencyjnego, najistotniejsze znaczenie powinny mieć ewentualne bodźce podatkowe. Jak dotąd, w polskim systemie podatkowym brak rozwiązań stymulujących inwestorów do wzmożonych akcji

inwestycyjnych w przedsięwzięcia start-up, charakteryzujących się dużym potencjałem innowacyjnym.

Nie mniejsze znaczenie powinny mieć działania na rzecz wzbogacenia podaży kapitału na rynku funduszy PE oraz poprawa struktury instytucjonalnej tego rynku. Należy stwierdzić, że liczba instytucji prowadzących działalność na rynku PE/VC jest nadal niedostateczna. Można przypuszczać, że w perspektywie kolejnych kilku lat, struktura tego rynku pod względem liczby podmiotów, jak i pod względem rodzajów funduszy będzie ulegać istotnym przeobrażeniom. Głównym kierunkiem pożądanym zmian w tym zakresie powinna być dekoncentracja zasobów kapitałowych, co jest możliwe poprzez wzrost liczby podmiotów tego rynku. Nie bez znaczenia są tutaj wszelkie działania mające na celu przyciąganie kapitału zagranicznego do istniejących i nowopowstających funduszy oraz wsparcie tego rynku funduszami publicznymi (np. opisywane w raporcie KFK). Istotną kwestią pozostaje również konieczność pewnej standaryzacji usług dostępu do kapitału PE, w szczególności usprawnienie procedur aplikacyjnych i transakcyjnych.

W końcu, bodaj największe znaczenie dla perspektyw wzrostu podaży kapitału skierowanego na przedsięwzięcia biznesowe we wczesnych fazach wzrostu ma potencjał biznesowy prezentowany przez samych przedsiębiorców. Należy przypuszczać, że w następnych latach wzrastać będzie liczba projektów innowacyjnych przedstawianych do sfinansowania. Jednak bez poprawy ich jakości, narastająca liczebność generować może powiększanie się iluzorycznej wartościowej luki kapitałowej. W tym kontekście postulaty stawiane przez inwestorów z rynku PE/VC, dotyczące rygorów ekonomicznych, ale także jakościowych czy relacyjnych będą stanowiły realne granice możliwości finansowania. Oznacza to w praktyce, że krytycznym czynnikiem poprawy dostępu do kapitału PE będzie jakość projektowanych przedsięwzięć. Ten czynnik odegra najistotniejszą rolę w zahamowaniu niebezpiecznego zjawiska jakim jest zdiagnozowana w ramach prezentowanych badań jakościowa luka kapitałowa na polskim rynku inwestycji wysokiego ryzyka.

SPIS RYSUNKÓW

- Rys. 1.1.** Cykl życia firmy a kształtowanie się sprzedaży i zyskowności
- Rys. 1.2.** Charakter i źródła kapitału w różnych fazach cyklu życia firmy
- Rys. 1.3.** Typy inwestycji w start-up a źródła kapitału (wg kryterium innowacyjności perspektyw wzrostu rynku)
- Rys. 1.4.** Inwestycje VC jako odsetek PKB w wybranych krajach w roku 2010
- Rys. 1.5.** Inwestycje VC w poszczególnych fazach rozwoju firm w Europie w roku 2010
- Rys. 1.6.** Model badań screeningowych systemu finansowania firm start-up w Polsce
- Rys. 1.7.** Struktura branżowa próby badawczej SUZI w obu edycjach screeningu (przy uwzględnieniu faktu, że wiele firm działa w więcej niż jednej dziedzinie)
- Rys. 1.8.** Struktura wiekowa próby badawczej SUZI w obu edycjach screeningu
- Rys. 1.9.** Model sprawnościowo–dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji w badaniach firm we wczesnych stadiach rozwoju
- Rys. 2.1.** Zgony firm w Danii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.2.** Zgony firm w Holandii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.3.** Zgony firm w Norwegii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.4.** Zgony firm we Francji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.5.** Zgony firm w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.6.** Zgony firm w Islandii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.7.** Zgony firm w USA w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.8.** Zgony firm w Kanadzie w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.9.** Zgony firm w Australii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.10.** Zgony firm w Chile w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.11.** Zgony firm w Japonii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.12.** Narodziny firm start-up w Danii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.13.** Narodziny firm start-up w Finlandii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.14.** Narodziny firm start-up w Norwegii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.15.** Narodziny firm start-up we Francji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.16.** Narodziny firm start-up we Szwecji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.17.** Narodziny firm start-up we Hiszpanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.18.** Narodziny firm start-up we Włoszech w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.19.** Narodziny firm start-up w Niemczech w latach 2007-2012 (2007 = 100%)

- Rys. 2.20.** Narodziny firm start-up w Belgii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.21.** Narodziny firm start-up w Rosji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.22.** Narodziny firm start-up w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.23.** Narodziny firm start-up w USA w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.24.** Narodziny firm start-up w Australii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.25.** Zgony i narodziny firm w Danii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.26.** Zgony i narodziny firm w Norwegii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.27.** Zgony i narodziny firm w USA w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.28.** Zgony i narodziny firm w Wielkiej Brytanii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.29.** Zgony i narodziny firm w Australii w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 2.30.** Zgony i narodziny firm we Francji w latach 2007-2012 (2007 = 100%)
- Rys. 3.1.** Rozwój i finansowanie innowacyjnego projektu
- Rys. 3.2.** Finansowanie innowacyjnych przedsiębiorstw w różnych stadiach rozwoju
- Rys. 3.3.** Finansowanie poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa
- Rys. 3.4.** Finansowanie przedsiębiorstw w różnych stadiach rozwoju wg EBAN
- Rys. 3.5.** Źródła finansowania firmy według województw, branży i wielkości firmy
- Rys. 3.6.** Przyczyny finansowania firmy ze środków własnych według branży i wielkości firmy
- Rys. 3.7.** Kapitały funduszy ryzyka w Europie i Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2003-2012 (mln euro)
- Rys. 3.8.** Wartość i liczba inwestycji dokonanych przez kapitały ryzyka w Europie w latach 2000-2012
- Rys. 3.9.** Inwestycje funduszy PE w Europie w latach 2007-2012 w zależności od fazy rozwoju przedsiębiorstwa w ujęciu wartościowym i ilościowym
- Rys. 3.10.** Poziom inwestycji kapitału *Private Equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2007-2012 (w mln euro)
- Rys. 3.11.** Liczba inwestycji kapitału *Private Equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2007-2011 (w szt.)
- Rys. 3.12.** Wartość inwestycji funduszy PE/VC w firmy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2007-2011
- Rys. 3.13.** Liczba inwestycji funduszy VC w Europie Centralnej i Wschodniej w poszczególnych fazach finansowania w latach 2007-2012
- Rys. 3.14.** Miejsce prywatnego inwestora w procesie finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa
- Rys. 3.15.** Liczba sieci aniołów biznesu w Europie w latach 1999-2012
- Rys. 3.16.** Wartość zrealizowanych w 2012 roku inwestycji przez Anioły Biznesu zrzeszone w sieciach Business Angels w Europie

- Rys. 3.17.** Inwestycje Aniołów Biznesu w poszczególne fazy rozwoju przedsiębiorstwa w Europie
- Rys. 3.18.** Źródło pochodzenia kapitału wykorzystywanego do inwestycji przez Aniołów Biznesu w Europie
- Rys. 3.19.** Inwestycje funduszy *Venture Capital* w zależności od fazy, w której znajduje się przedsiębiorstwo w latach 2011-2012
- Rys. 4.1.** Liczba podmiotów zarejestrowanych w systemie REGON w latach 2000-2012
- Rys. 4.2.** Liczba przedsiębiorstw aktywnych w Polsce
- Rys. 4.3.** Udział MSP w tworzeniu wartości dodanej w Polsce w latach 2005-2010 (w proc.)
- Rys. 4.4.** Struktura MSP w Polsce według podstawowego obszaru działalności
- Rys. 4.5.** Udział MSP w nakładach inwestycyjnych w Polsce w latach 2005-2010 (w proc.)
- Rys. 4.6.** Źródła finansowania nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw powstałych w danym roku, aktywnych i inwestujących w roku następnym wyrażone w proc.
- Rys. 4.7.** Przedsiębiorstwa inwestujące, powstałe w 2006 roku i nadal aktywne w 2011 roku, według źródeł finansowania nakładów inwestycyjnych
- Rys. 4.8.** Przedsiębiorstwa powstałe w danym roku i aktywne w roku następnym według uzyskanego wyniku finansowego
- Rys. 4.9.** Struktura przedsiębiorstw powstałych w 2001 i 2006 roku i nadal aktywnych w 2006 i 2011 według typów napotykanym trudności
- Rys. 4.10.** Przedsiębiorstwa powstałe w 2006 roku i 2001 i nadal aktywne w 2011 i 2006 roku według typów napotykanym trudności podaźowych (w proc.)
- Rys. 4.11.** Przedsiębiorstwa powstałe w 2006 roku i 2001 i nadal aktywne w 2011 i 2006 roku według typów napotykanym trudności popytowych (w proc.)
- Rys. 5.1.** Najważniejsze źródła finansowania inwestycji przez MSP w roku 2009 i 2011
- Rys. 5.2.** Wartość inwestycji zrealizowanych przez fundusze *Venture Capital* w Polsce w latach 2007-2012 (w mln euro)
- Rys. 5.3.** Wartość inwestycji kapitału ryzyka w Polsce w latach 2007-2012 (w euro)
- Rys. 5.4.** Liczba inwestycji kapitału ryzyka w Polsce w latach 2007-2012
- Rys. 6.1a.** Liczba zrealizowanych dotychczas inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.1b.** Liczba zrealizowanych dotychczas inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.2a.** Zamierzenia co do podejmowania kolejnych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.2b.** Zamierzenia co do podejmowania kolejnych inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.3a.** Łączna wartość kapitału zaangażowanego w dotychczasowe inwestycje w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.3b.** Łączna wartość kapitału zaangażowanego w dotychczasowe inwestycje w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

- Rys. 6.4a.** Łączna wartość inwestycji planowanych w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.4b.** Łączna wartość inwestycji planowanych w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.5a.** Najniższa i najwyższa wartość dotychczasowych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.5b.** Najniższa i najwyższa wartość dotychczasowych inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.6.** Maksymalne wartości planowanych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.7a.** Najdłużej i najkrócej kontynuowane inwestycje w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.7b.** Najdłużej i najkrócej kontynuowane inwestycje w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.8.** Fazy rozwoju przedsięwzięć w dotychczasowych inwestycjach w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.9.** Pozakapitałowe formy wsparcia w dotychczasowych inwestycjach w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.10.** Struktura branżowa inwestycji funduszy *Private Equity* według wartości w latach 2011 i 2012 w USA (w proc.)
- Rys. 6.11.** Struktura branżowa inwestycji funduszy *Private Equity* według wartości w latach 2011 i 2012 w Europie (w proc.)
- Rys. 6.12.** Planowane w 2011 roku inwestycje funduszy *Private Equity* w Europie Środkowo-Wschodniej według branż (w proc.)
- Rys. 6.13.** Struktura branżowa inwestycji typu venture funduszy *Private Equity* według wartości w Polsce w latach 2011 i 2012 (w proc.).
- Rys. 6.14.** Branże lokalizacji dotychczasowych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.15a.** Branże dotychczasowych i planowanych inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.15b.** Branże dotychczasowych i planowanych inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.16a.** Mapa: stopa zwrotu – ryzyko
- Rys. 6.16b.** Ryzyko, oczekiwana stopa zwrotu i źródła finansowania w różnych fazach cyklu życia projektu/firmy

- Rys. 6.17.** Oczekiwania co do stopy zwrotu w praktyce funduszy VC/PE
- Rys. 6.18.** Procedura oceny i selekcji projektów inwestycyjnych w praktyce funduszy VC/PE
- Rys. 6.19a.** Kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych i ich ważność w grupie inwestorów instytucjonalnych – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.19b.** Kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych i ich ważność w grupie inwestorów indywidualnych – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.20a.** Relacje krzyżowe między wartością alokowanego kapitału a oczekiwaniami co do stopy zwrotu z inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.20b.** Relacje krzyżowe między wartością alokowanego kapitału a oczekiwaniami co do stopy zwrotu z inwestycji w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.21.** Ścieżki dezinwestycji w praktykach funduszy *Private Equity*
- Rys. 6.22.** Strategie wyjścia z inwestycji w polskich funduszach PE w roku 2004
- Rys. 6.23.** Strategie wyjścia z inwestycji w polskich funduszach PE w latach 2011 i 2012
- Rys. 6.24.** Stosowane ścieżki wyjścia z inwestycji w dotychczasowej praktyce inwestycji w grupie inwestorów instytucjonalnych oraz w grupie inwestorów indywidualnych w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.25a.** Planowane ścieżki wyjścia z inwestycji w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów instytucjonalnych – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.25b.** Planowane ścieżki wyjścia z inwestycji w perspektywie kolejnych 3 lat w grupie inwestorów indywidualnych – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 6.26.** Główne bariery regulacyjne w rozwoju Aniołów Biznesu w Polsce – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 7.1.** Rozważane źródła finansowania własnego pomysłu na biznes w badanych firmach start-up w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 7.2.** Oczekiwania badanych firm start-up co do wysokości kapitału inwestycyjnego w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 7.3.** Oczekiwania badanych firm start-up co do wysokości kapitału inwestycyjnego w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi wg branż w proc.
- Rys. 7.4.** Faktyczne wartości pozyskanego kapitału PE w badanych firmach start-up w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi wg branż w proc.
- Rys. 7.5.** Oczekiwania badanych firm start-up co do wysokości kapitału inwestycyjnego (skala pionowa) a kapitał pozyskany w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 7.6.** Cele strategiczne w badanych start-up w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 7.7.** Cele strategiczne w badanych start-up według wieku firmy w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 7.8.** Cele strategiczne w badanych start-up według wartości inwestycji w latach 2011 i 2012 – rozkład odpowiedzi w proc.

- Rys. 7.9.** Pozakapitałowe oczekiwania badanych start-up w relacjach z inwestorami i ich znaczenie – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 7.10.** Ocena pozakapitałowego wsparcia inwestorów przez start-up – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 8.1.** Struktura próby badawczej firm SUZI – wg dziedziny działalności
- Rys. 8.2.** Struktura próby badawczej firm NC – wg dziedzin działalności
- Rys. 8.3.** Średni udział procentowy aktywów trwałych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.4.** Udział procentowy aktywów obrotowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.5.** Udział procentowy aktywów trwałych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.6.** Udział procentowy aktywów obrotowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.7.** Udział procentowy wartości niematerialnych i prawnych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.8.** Udział procentowy wartości niematerialnych i prawnych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.9.** Średni udział procentowy rzeczowych aktywów trwałych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.10.** Średni udział procentowy rzeczowych aktywów trwałych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.11.** Średni udział procentowy należności długoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.12.** Średni udział procentowy należności długoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.13.** Średni udział procentowy inwestycji długoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.14.** Średni udział procentowy inwestycji długoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.15.** Średni udział procentowy zapasów firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.16.** Średni udział procentowy zapasów firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.17.** Średni udział procentowy należności krótkoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.18.** Średni udział procentowy należności krótkoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011

- Rys. 8.19.** Średni udział procentowy inwestycji krótkoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.20.** Średni udział procentowy inwestycji krótkoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.21.** Średni udział procentowy kapitałów własnych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.22.** Średni udział procentowy kapitałów własnych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.23.** Średni udział procentowy zobowiązań i rezerw na zobowiązania firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.24.** Średni udział procentowy zobowiązań i rezerw na zobowiązania firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.25.** Średni udział procentowy zobowiązań długoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.26.** Średni udział procentowy zobowiązań długoterminowych firm SUZI i NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.27.** Średni udział procentowy zobowiązań krótkoterminowych firm SUZI w sumach bilansowych w latach 2009-2011
- Rys. 8.28.** Średni udział procentowy zobowiązań krótkoterminowych firm NC w sumach bilansowych w latach 2010-2011
- Rys. 8.29.** Wskaźnik płynności bieżącej firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.30.** Porównanie wartości wskaźnika płynności bieżącej firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.31.** Wskaźnik płynności przyspieszonej firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.32.** Porównanie wartości wskaźnika płynności przyspieszonej firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.33.** Wskaźnik rotacji należności firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.34.** Porównanie wartości wskaźnika rotacji należności firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.35.** Wskaźnik rotacji zapasów firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.36.** Porównanie wartości wskaźnika rotacji zapasów firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.37.** Wskaźnik rotacji zobowiązań firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.38.** Porównanie wartości wskaźnika rotacji zobowiązań firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.39.** Wskaźnik ogólnego zadłużenia firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.40.** Porównanie wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.41.** Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego firm SUZI w latach 2009-2011

- Rys. 8.42.** Porównanie wartości wskaźnika zadłużenia kapitału własnego firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.43.** Wskaźnik zadłużenia długoterminowego firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.44.** Porównanie wartości wskaźnika zadłużenia długoterminowego firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.45.** Wskaźnik pokrycia aktywów kapitałem firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.46.** Porównanie wartości wskaźnika pokrycia aktywów kapitałem firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.47.** Wskaźnik rentowności sprzedaży firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.48.** Porównanie wartości wskaźnika rentowności sprzedaży firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.49.** Wskaźnik rentowności operacyjnej firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.50.** Porównanie wartości wskaźnika rentowności operacyjnej firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.51.** Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.52.** Porównanie wartości wskaźnika rentowności aktywów (ROA) firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 8.53.** Wskaźnik rentowności kapitałów własnych (ROE) firm SUZI w latach 2009-2011
- Rys. 8.54.** Porównanie wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych (ROE) firm SUZI i firm NC w latach 2010-2011
- Rys. 9.1.** Składowe kapitału intelektualnego przyjęte w badaniu firm start-up
- Rys. 9.2.** Subiektywna ocena znaczenia poszczególnych zasobów dla rozwoju firm SUZI – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 9.3.** Subiektywna ocena zagrożeń i problemów istotnych dla rozwoju firm SUZI – rozkład odpowiedzi w proc.
- Rys. 9.4.** Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od czasu, który upłynął od powstania pomysłu na biznes, do momentu rejestracji firmy (1 – wzorzec, 0 – antywzorzec)
- Rys. 9.5.** Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od czasu istnienia jednostki
- Rys. 9.6.** Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od oczekiwanej wysokości kapitału od potencjalnego inwestora
- Rys. 9.7.** Średnia wartość kapitału intelektualnego dla badanej populacji w zależności od wysokości kapitału uzyskanego od inwestora
- Rys. 9.8.** Macierz wartości zjawiska złożonego (potencjału intelektualnego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału intelektualnego
- Rys. 9.9.** Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału ludzkiego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału ludzkiego

- Rys. 9.10** Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału innowacyjnego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału innowacyjnego
- Rys. 9.11.** Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału relacyjnego firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału relacyjnego
- Rys. 9.12.** Macierz wartości zjawiska złożonego (kapitału procesów firm start-up) w porównaniu do opinii właścicieli na temat znaczenia kapitału procesów
- Rys. 10.1.** Model sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji
- Rys. 10.2.** Główny komponent modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji gospodarczej charakteryzujący wpływ dysfunkcji organizacyjnych na sprawność funkcjonowania badanych firm
- Rys. 10.3.** Wizualizacja diagnozy sytuacji finansowej i pozycjonowania czterech przykładowych firm w danym okresie, na zmodyfikowanej skali modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnego cyklu życia organizacji gospodarczej
- Rys. 10.4.** Koncepcja rzutowania (przenoszenia) pozycji badanych firm uporządkowanych liniowo według sum wartości zunitaryzowanych zmiennych opisujących (miar syntetycznych od 4,67 do 16,3) na 18-stopniową skalę modelu w przedziałach od 1 do 18
- Rys. 10.5.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności bieżącej dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.6.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności przyspieszonej dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.7.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności przyspieszonej (z uwzględnieniem rozliczeń międzyokresowych czynnych) dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.8.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika środków pieniężnych dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.9.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika płynności gotówkowej dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.10.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji należności dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.11.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji zobowiązań dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.12.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji zobowiązań dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.13.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji aktywów trwałych dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.14.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rotacji aktywów obrotowych dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.15.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika ogólnego zadłużenia dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.16.** Wizualizacja rozkładu wartości zadłużenia kapitału własnego dla całej badanej populacji firm start-up

- Rys. 10.17.** Wizualizacja rozkładu wartości zadłużenia długoterminowego dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.18.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowności sprzedaży dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.19.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowności operacyjnej dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.20.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowność aktywów – ROA dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.21.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika rentowności kapitałów własnych – ROE dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.22.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika marży zysku netto dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.23.** Wizualizacja rozkładu wartości wskaźnika marży operacyjnej dla całej badanej populacji firm start-up
- Rys. 10.24.** Rozkład pozycjonowania sytuacji finansowej dla próby badawczej 91 firm start-up za rok 2011
- Rys. 10.25.** Zestawienie syntetyczne wyników diagnozy sytuacji finansowej zbiorczo dla całej populacji badanych 91 firm start-up za rok 2011
- Rys. 11.1.** Przyczyny pogłębiania się jakościowej luki kapitałowej na polskim rynku inwestycji PE/VC

SPIS TABEL

- Tab. 1.1.** Rozróżnienie faz rozwoju firmy w kontekście sposobów i źródeł ich finansowania
- Tab. 1.2.** Potrzeby kapitałowe młodej firmy i źródła jej finansowania
- Tab. 1.3.** Rozróżnienie faz rozwoju firmy w kontekście sposobów i źródeł ich finansowania w praktykach EVCA i NVCA
- Tab. 1.4.** Hipotezy badawcze w modelu screeningu systemów finansowania firm start-up w Polsce (na podstawie firm wyłonionych do badań – grupa SUZI)
- Tab. 1.5.** Kryteria doboru celowego firm spełniających cechy SUZI (start-up z zewnętrznym inwestorem)
- Tab. 3.1.** Główne źródła pozyskiwania kapitału własnego i obcego w przedsiębiorstwie
- Tab. 3.2.** Podstawowe źródła finansowania małych i innowacyjnych przedsiębiorstw
- Tab. 3.3.** Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa
- Tab. 3.4.** Źródła finansowania sektora MSP w zależności od stadium rozwoju
- Tab. 3.5.** Główne instrumenty finansowe oraz źródła ich finansowania
- Tab. 3.6.** Ocena dostępności zewnętrznego finansowania dla mikro i małych przedsiębiorstw
- Tab. 3.7.** Całkowita wartość inwestycji funduszy PE/VC w firmy w krajach Europy Środkowej i Wschodniej (w tys. euro) oraz jako proc. PKB
- Tab. 3.8.** Rodzaje inwestycji funduszy VC w Europie w zależności od fazy finansowania w ujęciu wartościowym
- Tab. 3.9.** Rodzaje inwestycji funduszy wysokiego ryzyka w poszczególnych krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2007-2012 (w tys. euro)
- Tab. 3.10.** Szacunki rynku Aniołów Biznesu i funduszy *Venture Capital* (w mln USD)
- Tab. 3.11.** Porównanie zaangażowania Aniołów Biznesu i funduszy *Venture Capital* w początkowych fazach rozwoju w Europie w 2012 roku
- Tab. 3.12.** Kluczowe różnice pomiędzy Aniołami Biznesu a funduszami *Venture Capital*
- Tab. 3.13.** Inwestycje funduszy *Venture Capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1980-2012 (mln USD)
- Tab. 3.14.** Liczba inwestycji funduszy *Venture Capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1980-2012
- Tab. 4.1.** Dynamika nowo powstałych przedsiębiorstw (zarejestrowanych) w Polsce w latach 2006-2010 (w proc.)
- Tab. 4.2.** Odsetek przedsiębiorstw powstałych w 2005 i 2006 roku, nadal aktywnych i inwestujących w 2010 i 2011 r. oraz wskaźnik przeżycia
- Tab. 4.3.** Aktywność ekonomiczna ludności w wieku 15 lat i więcej według BAEL w latach 2005-2012

- Tab. 4.4.** Liczba wynalazków i wzorów użytkowych w Polsce w latach 2008-2012
- Tab. 4.5.** Liczba nowo powstałych przedsiębiorstw w Polsce
- Tab. 5.1.** Zainteresowania inwestycyjne poszczególnych typów inwestorów
- Tab. 5.2.** Sieci Aniołów Biznesu w Polsce
- Tab. 5.3.** Fundusze kapitału zaangażowanego wsparte w ramach funduszy unijnych w latach 2004-2006
- Tab. 5.4.** Fundusze zaangażowane utworzone w ramach działania 3.1 PO IG i ich inwestycje
- Tab. 5.5.** Fundusze wsparte kapitałowo przez Krajowy Fundusz Kapitałowy
- Tab. 6.1.** Profile inwestorów z rynku *Venture Capital i Business Angels* w Polsce
- Tab. 6.2.** Wymagana stopa zwrotu w podmiotach *Venture Capital* w zależności od rodzaju inwestycji w praktyce amerykańskich funduszy VC/PE
- Tab. 6.3.** Przeciętne, realne współczynniki IRR i ROI dla inwestycji *Private Equity* w USA w latach 2000-2007
- Tab. 6.4.** Rentowność (IRR w proc.) na amerykańskich rynkach kapitałowych w roku 2009
- Tab. 6.5.** Ranking kryteriów decyzyjnych w praktyce amerykańskich funduszy PE
- Tab. 6.6.** Ranking ważności kryteriów decyzyjnych w grupie inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych w dotychczasowej praktyce (ranking za lata 2011 i 2012)
- Tab. 8.1.** Struktura próby badawczej firm SUZI – wg dziedziny działalności
- Tab. 8.2.** Struktura próby badawczej firm NC – wg dziedziny działalności
- Tab. 8.3.** Ilość firm przedstawiająca rachunek zysku i strat w wariantach kalkulacyjnym i porównawczym
- Tab. 8.4.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących straty w latach 2009-2011 – wariant kalkulacyjny
- Tab. 8.5.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących straty w latach 2009-2011 - wariant porównawczy
- Tab. 8.6.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących zyski w latach 2009-2011 – wariant kalkulacyjny
- Tab. 8.7.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm SUZI wykazujących zyski w latach 2009-2011 – wariant porównawczy
- Tab. 8.8.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących straty w latach 2010 i 2011 – wariant kalkulacyjny
- Tab. 8.9.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących straty w latach 2010 i 2011 – wariant porównawczy
- Tab. 8.10.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących zyski w latach 2010 i 2011 – wariant kalkulacyjny
- Tab. 8.11.** Średnia wartość udziału elementu rachunku zysków i strat w osiągniętych przychodach dla firm NC wykazujących zyski w latach 2010 i 2011 – wariant porównawczy
- Tab. 8.12.** Porównanie wskaźników płynności firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011

- Tab. 8.13.** Porównanie wskaźników aktywności firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011
- Tab. 8.14.** Porównanie wskaźników zadłużenia firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011
- Tab. 8.14.** Porównanie wskaźników zadłużenia firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011
- Tab. 8.15.** Porównanie wskaźników rentowności firm SUZI i firm NC w latach 2009-2011
- Tab. 9.1.** Profil założycieli badanych firm start-up
- Tab. 9.2.** Wybrane wskaźniki kapitału intelektualnego badanych firm SUZI w latach 2009-2011
- Tab. 10.1.** Zestawienie wskaźników finansowych z podziałem na stymulanty i destymulanty
- Tab. 10.2.** Zestawienie wartości minimalnych i maksymalnych poszczególnych wskaźników finansowych w badanej populacji firm start-up
- Tab. 10.3.** Zestawienie wartości średnich arytmetycznych i median poszczególnych wskaźników finansowych w badanej populacji firm start-up
- Tab. 11.1.** Weryfikacja hipotez badawczych w modelu screeningu systemów finansowania firm start-up w Polsce (na podstawie firm wyłonionych do badań – grupa SUZI)

BIBLIOGRAFIA

1. *Badanie rynku wybranych usług wspierających rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce. Obszar: Transfer technologii*, PARP, Warszawa 2010.
2. Balcerowicz L., *Przedmowa do wydania polskiego*, [w:] Taylor J. B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
3. Balcerzak A. P., *Przegląd i wstępna ocena teoretycznych stanowisk dotyczących źródeł globalnego kryzysu gospodarczego*, [w:] Antkiewicz S., Pronobis M. (red.), *Gospodarka w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2009.
4. Bartkowiak R., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2008.
5. Bednarz J., Gostomski E., *Finansowanie działalności gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.
6. Bielówka M., Molo M., *Przegląd dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej oraz ocena ich atrakcyjności*, [w:] *Finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, wrzesień-listopad 2000.
7. Bombiak E., *Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa – kluczowy majątek współczesnej organizacji*, ZN nr 96 Uniwersytetu Humanistyczno-Przyrodniczego w Siedlcach, 2013.
8. Bratnicki M., Strużyna J. (red.), *Przedsiębiorczość i kapitał intelektualny*, Wyd. AE w Katowicach, 2001,
9. Brzozowska K., *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*. CeDeWu.pl, Warszawa 2008,
10. Brzozowska K.: *Wsparcie kapitałowe przedsięwzięć innowacyjnych w Polsce*, [w:] *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Filipiak B., Mikołajczyk B. (red.), *Studia Bankowości i Finansów*, Polskie Stowarzyszenie Finansów i Bankowości, Difin, 2009.
11. Bursiak L., *Diagnoza i pozycjonowanie sytuacji finansowej firm start-up oraz spółek z rynku NewConnect w roku 2011*, [w:] Zarzecki D. (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycyjnej*, Zeszyty Naukowe nr 760, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 59, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2013.
12. Bursiak L., *Diagnoza sytuacji organizacyjnej trzech wybranych przedsiębiorstw w okresie ich funkcjonowania w warunkach gospodarki rynkowej do roku 2011*, Zeszyt Naukowy Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu „Firma i Rynek” 2012, nr 2.

13. Bursiak L., *Dysfunkcje organizacyjne a sprawność przedsiębiorstw w okresie transformacji*, [w:] Gołdyka L., Zelek A. (red.), *Dwie dekady polskiej transformacji, Gospodarka- Społeczeństwo - Polityka*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2009.
14. Bursiak L., *Dysfunkcje organizacyjne a sprawność skomercjalizowanych przedsiębiorstw komunalnych funkcjonujących w fazie dekonstrukcji*, [w:] Flejterski S., Szewczuk A., Kogut-Jaworska M. (red.), *Zeszyty Naukowe nr 628, Ekonomiczne Problemy Usług nr 78*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.
15. Bursiak L., *Egzemplifikacja empiryczna sytuacji organizacyjnej przedsiębiorstw objętych badaniami nad reaktywnością i adaptacyjnością podmiotów gospodarczych w fazach dekonstrukcji*, [w:] Piotrowska-Piątek A. (red.), *Zarządzanie w warunkach kryzysu finansowego*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomii i Prawa im. prof. Edwarda Lipińskiego w Kielcach, Kielce 2013.
16. Bursiak L., *Egzemplifikacja sytuacji organizacyjnej badanych przedsiębiorstw w modelu sprawnościowo-dysfunkcyjnym*, [w:] Burlita A., Maniak G. i Zelek A. (red.), *Przetrwac dekonstrukcję; Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wobec kryzysu*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2011.
17. Bursiak L., *Modelowanie diagnostyczne sytuacji finansowej organizacji gospodarczych na przykładzie firm start-up w latach 2009-2010*, [w:] Uziębło A. (red.), *Aktywność finansowa w okresie podwyższonej niepewności*, *Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku*, Tom 20, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku i CeDeWu, Warszawa 2013.
18. Bursiak L., *Pozycjonowanie firm start-up na skali modelu cyklu życia organizacji – metoda eksperymentalna*, [w:] Zelek A. (red.), *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – raport z badań screeningowych 2011*, Wydawnictwo Naukowe Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2012.
19. Bursiak L., *Zarządzanie zmianami w organizacjach gospodarczych (na przykładzie wybranych przedsiębiorstw gospodarki morskiej)* Praca doktorska, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1997.
20. *Business Angels -Summary Brief on Private Informal Venture Capital Players, Information for Public Decision-makers, Entrepreneurs and Virgin Angels on the Role of Business Angels and their Networks*, EBAN - European Association of Business Angels Networks, August 2006.
21. Bygrave W., Zacharakis A., *Entrepreneurship*, Wiley&Sons J., Inc., 2010.
22. *Central and Eastern Europe Statistics 2009*.
23. *Central and Eastern Europe Statistics 2012*, An EVCA Special Paper Edited by the EVCA Central and Eastern Europe Task Force, July 2013.

24. Ćwik K.: *Zachowania strategiczne małych przedsiębiorstw i ich uwarunkowania w aspekcie teoretycznym*. [w:] *Zarządzanie rozwojem małych i średnich przedsiębiorstw*, Lachiewicz S., Matejun M. (red.), Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
25. Damodaran A., *Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications*, July 2007.
26. Dąbrowska E., *Sieci aniołów biznesu*, [w:] Matusiak K.B. (red.), *Ośrodki innowacji i przedsiębiorczości w Polsce. Raport 2010*, PARP, Warszawa 2010.
27. Dobija D., *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*. Wyd. WSPiZ im. Koźmińskiego L., Warszawa, 2003.
28. Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
29. Dziechciarz J. (red.), *Ekonometria. Metody, przykłady, zadania*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2003.
30. *European Angel Investment Overview 2012*.
31. *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies. Final report*, Centre for Strategy&Evaluation Services, October 2012.
32. EVCA Yearbook 2011.
33. EVCA Yearbook 2013.
34. EVCA, Yearbook 2012.
35. *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing, 2011.
36. Flejterski S.: *Kapitał zalążkowy i początkowy w finansowaniu mikro i małych przedsiębiorstw w krajach Unii Europejskiej*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemśle „ORGMASZ”, Numer specjalny maj 2007.
37. Frey B., *75 sposobów na statystykę. Jak zmierzyć świat i wygrać z prawdopodobieństwem*, Wydawnictwo Helikon, Gliwice 2000.
38. *Global Entrepreneurship Monitor, 2012 Global Report*, GERA 2013.
39. Głodek P., Pietras P., *Źródła finansowania dla komercjalizacji technologii i wiedzy*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2011.
40. Guliński J., Zasiadły K. (red.), *Innowacyjna przedsiębiorczość akademicka – światowe doświadczenia*, PARP, Warszawa 2005.
41. Harrison R., Mason C., *Improving Access to Early Stage Venture Capital in Regional Economies, a new Approach to Investment Readiness*, *Local Economy*, Vol. 1, No 2, 2004.

42. Hirsh R. D., Peters M. P., *Entrepreneurship*, McGraw-Hill Irwin, 2011.
43. <http://go4funding.com/Articles/When-Do-Angel-Investors-Usually-Invest.aspx>
44. <http://www.pegcc.org>
45. Józwiak-Mijał M., *Luka Macmilliana a znaczenie średnich przedsiębiorstw dla gospodarki*, Referat na II Konferencję młodych doktorów i doktorantów Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2009.
46. Juchniewicz M., Grzybowska B., *Innowacyjność mikroprzedsiębiorstw w Polsce*, PARP, Warszawa 2010.
47. Kaczmarek T., *Globalna gospodarka i globalny kryzys*, Difin, Warszawa 2009.
48. Kalinowski M. (red), *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, CeDeWu, Warszawa 2009.
49. Kaufmann L., Schneider Y., *Intangibles synthesis of current research*, "Journal of Intellectual Capital" 2004, nr 3.
50. Kołodko G. W., *Zanim nadzieje jeszcze większy kryzys*, [w:] Kołodko G. W. (red.), *Globalizacja, kryzys co dalej?*, POLTEXT, Warszawa 2010.
51. Krzyżanowski L., *Podstawy nauk o organizacji i zarządzaniu*, wyd. II, PWN, Warszawa 1994.
52. Lissowski G., Haman J. i Jasiński M., *Podstawy statystyki dla socjologów*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa 2008.
53. Luszniwicz A., *Statystyka ogólna*, PWE, Warszawa 1987.
54. *Mały rocznik statystyczny 2013*, GUS, Warszawa 2013.
55. Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie Biznesu w sektorze MSP*, Difin, 2007.
56. Mroziwski M., *Kapitał intelektualny współczesnego przedsiębiorstwa: koncepcje, metody wartościowania i warunki jego rozwoju*, Difin, Warszawa 2008.
57. *National Venture Capital Association. Yearbook 2010*, Thomson Reuters, 2010.
58. *National Venture Capital Association. Yearbook 2013*, Thomson Reuters, 2013.
59. *Nauka i technika w 2009 roku*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2011.
60. Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
61. Niedzielski P., *Rodzaje innowacji [w:] Innowacje i transfer technologii – Słownik pojęć*, Matusiak K.B. (red.), PARP, Warszawa 2005.
62. Niedzielski P., Rychlik K., *Innowacje i Kreatywność*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006.

63. Panfil M., *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005.
64. Podolski B., *Skąd się biorą kryzysy*, Fijorr Publishing, Warszawa 2010.
65. *Polska 2012. Raport o stanie gospodarki*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2012.
66. Raport *Innovation Union Scoreboard 2013*, przygotowany przez KE.
67. *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, PARP, Warszawa 2011.
68. *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2010-2011*, PARP, Warszawa 2012.
69. *Raport Polska 2011. Gospodarka-Społeczeństwo-Regiony*, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2011.
70. Raport pt. *Bariery rozwoju rynku aniołów biznesu w Polsce*, Ministerstwo Gospodarki 2011.
71. Raport: *Kapitał na start. Finansowanie start-upów 2011*, Lewiatan Business Angels, Warszawa 2011.
72. Schumpeter J.A., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960.
73. Shapiro R. J., *The Role of the Private Equity Sector Promoting Economic Recovery*, Sonnecon, March 2009.
74. Sokołowska A., *Uwarunkowania efektywnego wykorzystania kapitału intelektualnego w małym przedsiębiorstwie*, PTE, Warszawa 2005.
75. Sokołowska A., *Zarządzanie kapitałem intelektualnym w małym przedsiębiorstwie*, PTE, Warszawa 2005.
76. *Statistics Compendium 2010*. EBAN.
77. Stawasz E., *Rodzaje innowacji [w:] Innowacje i transfer technologii – Słownik pojęć*, Matusiak K.B. (red.), PARP, Warszawa 2005.
78. Stiglitz J. E., *Freefall. America, Free Market, and Sinking of the World Economy*, Norton & Company W. W., New York 2010.
79. Stokes D., Wilson N., *Small Business Management and Entrepreneurship*, South-Western Cengage Learning, 2002.
80. *Strategia niszy rynkowej jako specyficzny element potencjału rozwojowego mikroprzedsiębiorstw*, PARP, Warszawa 2010.
81. Sveiby K., *Intellectual Capital and Knowledge Management*, www.sveiby.com
82. Szczygielska A., *Kapitał intelektualny w gospodarce opartej na wiedzy: wybrane zagadnienia w świetle studiów i badań empirycznych*, Wyd. UE we Wrocławiu, Wrocław 2009.

83. Szopik-Depczyńska K., Korzeniewicz W., *Kapitał ludzki w modelu wartości przedsiębiorstwa*, Studia i Prace WNEiZ Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 24, 2012.
84. Szyszko L., *Finanse przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
85. Tamowicz P., *Business Angels. Pomocna dłoń kapitału*, PARP, Warszawa 2007.
86. Tamowicz P., *Kapitał na start. Finansowanie start-up'ów w 2011*, Lewiatan Business Angel.
87. *Trendy rozwojowe sektora MSP w ocenie przedsiębiorców w drugiej połowie 2010 roku* (nr 1/2011), Ministerstwo Gospodarki, kwiecień 2011.
88. *Trimming the sails. Central Europe Private Equity confidence survey*, Deloitte 2011.
89. Tyran M. R., *Wskaźniki finansowe*, wyd. II, Oficyna Ekonomiczna, Dom wydawniczy ABC, Kraków 2000.
90. *Ustawa z dnia 4 marca 2005r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym*, Dz. U. z dnia 6 kwietnia 2005r., nr 57, poz. 491, art. 5.
91. *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006-2010*, GUS, Warszawa 2012.
92. *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2001-2005*, GUS, Warszawa 2007.
93. Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
94. Wędzki D., *Analiza wskaźnikowa sprawozdania finansowego*, tom 2, *Wskaźniki finansowe*, wyd. 2, Wolters Kluwer, Kraków 2009.
95. Wiśniewski P., *Nowoczesne metody wyceny aktywów niematerialnych – teoria i praktyka światowa. Wnioski dla polskich przedsiębiorstw. Cz.II. Metodyka wyceny aktywów niematerialnych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, ZN 93, Warszawa 2009.
96. Wrzosek S., *Upadłość i likwidacja przedsiębiorstwa*, [w:] Lichtarski J. (red.), *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1995.
97. www.academia.edu
98. www.angelcapitalassociation.org
99. www.eban.org
100. www.evca.com
101. www.go4funding.com

102. www.gospodarka.dziennik.pl
103. www.inwestor.msp.gov.pl
104. www.kfk.org.pl
105. www.oecd.org
106. www.poig.gov.pl
107. www.private-equity.pl
108. www.proinno-europe.eu
109. www.psik.org.pl
110. www.ssrn.com
111. www.startuplelessonslearned.com
112. *Wynalazki w działalności małych i średnich przedsiębiorstw*, Krajowa Izba Gospodarcza & Urząd Patentowy Rzeczypospolitej Polskiej, Warszawa 2013.
113. Zadura-Lichota P. (red.), *Świt innowacyjnego społeczeństwa. Trendy na najbliższe lata*, PARP, Warszawa 2013.
114. Załęski W., *Raport końcowy: Badanie rynku wybranych usług wspierających rozwój przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce „Finansowanie zwrotne”*, Warszawa 2012.
115. Zasepa P., *Venture capital – sposoby dezinvestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010.
116. Zelek A. (red.), *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start –up w Polsce – raport z badań screeningowych 2011*, Wyd. ZPSB w Szczecinie, 2012.
117. Zelek A., *Cykl koniunkturalny w gospodarce, Kryzys 2007-2010 –przyczyny, objawy, transmisja*, [w:] Burlita A., Maniak G. i Zelek A. (red.), *Przetrwaj dekoniekturę; Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wobec kryzysu*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2011.
118. Zelek A., *Inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – model badań screeningowych*, [w:] Zelek A. (red.) *Nowoczesna inżynieria finansowa dla firm start-up w Polsce – raport z badań skreeningowych 2011*, Wydawnictwo Naukowe Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2012.
119. Zelek A., *Kondycja ekonomiczna przedsiębiorstw w fazie dekoniektury*, [w:] Burlita A., Maniak G. i Zelek A. (red.), *Przetrwaj dekoniekturę; Przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe wobec kryzysu*, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin 2011.

120. Zeliaś A., Pawełek B., Wanat S., *Metody statystyczne. Zadania i sprawdziany*, PWE, Warszawa 2002.
121. *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON*, GUS, Warszawa 2013.
122. Żołnierski A., *Innowacyjność polskich mikroprzedsiębiorstw*, PARP, Warszawa 2005.
123. Żołnierski A., *Potencjał innowacyjny polskich małych i średniej wielkości przedsiębiorstw*, PARP, Warszawa 2005.

ZAŁĄCZNIKI

Załącznik 1. Ankieta badawcza kierowana do instytucjonalnych inwestorów z rynku PE

Zachodniopomorska Szkoła Biznesu w Szczecinie,
wykonawca projektu rozwojowego NARODOWEGO CENTRUM BADAŃ I
ROZWOJU, pn. **Nowoczesna inżynieria finansowa dla start-up - screening
fazy inicjacyjnej w Polsce**, zwraca się z uprzejmą prośbą o udział w
badaniach dotyczących potencjału funduszy inwestycyjnych w sektorze
start-up w Polsce.



*Kwestionariusz wywiadu pozwala na udzielenie odpowiedzi anonimowo, a
uzyskane informacje posłużą tylko ocenom agregatowym.*

Więcej o projekcie www.finansedlainnowacji.pl

A: Typ inwestora - INSTYTUCJONALNY:

- a. **VENTURE CAPITAL** (zbiorowe, instytucjonalne fundusze, kreujące średnio- i długoterminowy kapitał inwestycyjny charakteryzujący się dużym stopniem ryzyka, ale mogący w przyszłości przynieść wysokie zyski.)
- b. **STOWARZYSZENIE / ZRZESZENIE / GRUPA BUSINESS ANGELS** (anioł biznesu - osoby fizyczne, które inwestują stosunkowo niewielkie kwoty w przedsięwzięcia o dużym potencjale wzrostu.)
- c. **INNE** (jakie?)
.....

B: Liczba lat funkcjonowania na rynku Private Equity:

Poniżej 1 roku 1-3 lat 4-5 lat 6-7 lat Powyżej 7 lat

C: Respondent:

Zarządzający funduszem Pracownik funduszu Udziałowiec funduszu
/stowarzyszeniem /stowarzyszenia / członek stowarzyszenia

Część I - RETROSPEKCJA

1. Liczba dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:

0 1-10 11-20 21-50 51-100 Powyżej 100

*Jeżeli zaznaczono
odpowiedź 0 –
proszę przejść do
drugiej części
wywiadu*

2. Wartość łączna dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:

do 100 tys. PLN	101 – 500 tys. PLN	501 - 1000 tys. PLN	1001 - 2000 tys. PLN	2001 – 5000 tys. PLN	Powyżej 5 mln PLN

3. Najwyższa wartość dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	powyżej 501 tys. PLN

4. Najniższa wartość dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	powyżej 501 tys. PLN

5. Najdłużej kontynuowana inwestycja w start-up, itp.:

Poniżej 1 roku 1-3 lat 4-5 lat 6-7 lat Powyżej 7 lat

6. Najkrócej kontynuowana inwestycja w start-up, itp.:

Poniżej 1 roku 1-3 lat 4-5 lat 6-7 lat Powyżej 7 lat

7. Branże dotychczasowych inwestycji w start-up, itp.:

- a. Technologie informatyczne
- b. Technologie komunikacyjne
- c. Technologie transportowe
- d. Biotechnologie
- e. Nanotechnologie
- f. Technologie farmaceutyczne
- g. Technologie chemiczne
- h. Przetwórstwo przemysłowe
- i. Usługi internetowe
- j. Technologie produkcji żywności
- k. Motoryzacja
- l. Mechanika precyzyjna
- m. Technologie opakowaniowe
- n. Technologie energetyczne
- o. Inne, jakie?.....

8. Faza rozwoju firm w dotychczasowych inwestycjach w start-up, itp.:

Faza embrionalna lub pre-seed (przed rejestracją firmy)	Faza start-up lub seed (w ciągu I roku funkcjonowania firmy)	Faza startu lub ekspansji (między 2 a 4 rokiem funkcjonowania firmy)	Faza dojrzałości (powyżej 5 roku funkcjonowania)

9. Czy Pana / Pani instytucja oferuje inny niż finansowy rodzaj wsparcia dla start-up? Proszę zaznaczyć spośród poniższych:

- a. Nie, nasze zaangażowanie ogranicza się do funkcji pasywnego inwestora
- b. Tak, sprawujemy funkcje mentoringowe w różnych dziedzinach
- c. Tak, zasiadamy w radzie nadzorczej
- d. Tak, jesteśmy doradcami ekonomicznymi (finanse, marketing, itp.)
- e. Tak, jesteśmy doradcami technicznymi / technologicznymi
- f. Tak, inne funkcje (jakie?).....

10. Proszę określić rangę ważności (od 0 do 3 punktów, gdzie: 0 – zupełnie nieznaczące; 3 - maksymalne znaczenie) następujących kryteriów podjętych decyzji o inwestycji w start-up w dotychczasowej praktyce:

I.p.	Czynnik decyzyjny	0	1	2	3
1	Wartość niezbędnego kapitału				
2	Potencjalny zwrot z inwestycji				
3	Rozmiary rynku				
4	Posiadane aktywa i kapitał własny start-up				
5	Branża i jej perspektywy				
6	Bariery wejścia na rynek				
7	Presja konkurencji na rynku				
8	Unikatowość technologii / produktu				
9	Stopień zaawansowania technologicznego				
10	Wiek / dojrzałość firmy				
11	Wiek / dojrzałość właściciela start-up				
12	Jakość zarządzania (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie kadry zarządzającej)				
13	Jakość personelu (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie personelu)				
14	Strategia / pomysł biznesowy				
15	Poziom ryzyka powodzenia biznesu				
16	Inne, jakie?.....				

11. Liczba dotychczasowych inwestycji zakończonych oczekiwanym zwrotem (proszę wpisać liczbę):

.....

12. Liczba dotychczasowych inwestycji zakończonych porażką (zwrot z kapitału poniżej oczekiwań):

.....

13. Główne przyczyny porażki w dotychczasowych inwestycjach (proszę wymienić / opisać):

.....

.....

.....

.....

14. Główne problemy współpracy z firmami start-up (proszę wymienić / omówić):

.....

.....

.....

.....

15. Jaka była (lub jest planowana) ścieżka wyjścia z inwestycji w dotychczasowych praktykach?

- a. sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu
- b. upublicznienie spółki i wejście na giełdę
- c. sprzedaż udziałów innemu funduszowi private equity lub innemu inwestorowi finansowemu
- d. wykup udziałów przez obecnych właścicieli
- e. wykup przedsiębiorstwa przez obecny lub nowy zespół zarządzający (MBO lub MBI)
- f. LBO (czyli przejęcie przy wykorzystaniu dźwigni finansowej)
- g. zastosowanie kilku z powyższych jednocześnie
- h. inne (jakie?).....

Część II – PROJEKCJA**16. Czy w przyszłości Pana / Pani fundusz / stowarzyszenie zamierza kontynuować inwestowanie w firmy start-up?**

- a. Tak
- b. Nie
- c. Nie wiem

Jeżeli zaznaczono odpowiedź NIE, proszę zakończyć wywiad.

17. Proszę określić maksymalną liczbę możliwych do podjęcia inwestycji w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat:

1	2-5	6-10	11-20	21-30	31 i więcej

18. Proszę określić prawdopodobną wartość łączną funduszu inwestycyjnego dla inwestycji w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat:

do 100 tys. PLN	101 – 500 tys. PLN	501 - 1000 tys. PLN	1001 - 2000 tys. PLN	2001 – 5000 tys. PLN	Powyżej 5 mln PLN

19. Proszę określić maksymalną wartość jednej inwestycji w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	powyżej 501 tys. PLN

20. Proszę określić preferowany czas utrzymywania inwestycji w danym start-up (w inwestycjach planowanych w perspektywie najbliższych 3 lat):

do 1 roku	1-3 lat	3-5 lat	5-7 lat	dłużej niż 7 lat

21. Proszę określić oczekiwaną, satysfakcjonującą Pana / Panią stopę zwrotu brutto (przed opodatkowaniem) z inwestycji w danym start-up po wycofaniu kapitału (w inwestycjach planowanych w perspektywie najbliższych 3 lat):

do 50%	51-100%	101-200%	201-300%	301-400%	401 – 500%	powyżej 500%

22. Proszę wybrać najbardziej preferowane branże (obszary, rynki), w które gotów jest Pan / Pani zainwestować w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat (proszę zaznaczyć maksymalnie 5 wyborów):

- a. Technologie informatyczne
- b. Technologie komunikacyjne
- c. Technologie transportowe
- d. Biotechnologie
- e. Nanotechnologie
- f. Technologie farmaceutyczne
- g. Technologie chemiczne
- h. Przetwórstwo przemysłowe
- i. Usługi internetowe
- j. Technologie produkcji żywności
- k. Motoryzacja
- l. Mechanika precyzyjna
- m. Technologie opakowaniowe
- n. Technologie energetyczne
- o. Inne, jakie?.....

23. Proszę określić rangę ważności (od 0 do 3 punktów, gdzie: 0 – zupełnie nieznaczące; 3 - maksymalne znaczenie) następujących kryteriów decyzji o inwestycji w start-up w przyszłych inwestycjach:

I.p.	Czynnik decyzyjny	0	1	2	3
1	Wartość niezbędnego kapitału				
2	Potencjalny zwrot z inwestycji				
3	Rozmiary rynku				
4	Posiadane aktywa i kapitał własny start-up				
5	Branża i jej perspektywy				
6	Bariery wejścia na rynek				
7	Presja konkurencji na rynku				
8	Unikatowość technologii / produktu				
9	Stopień zaawansowania technologicznego				
10	Wiek / dojrzałość firmy				
11	Wiek / dojrzałość właściciela start-up				
12	Jakość zarządzania (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie kadry zarządzającej)				
13	Jakość personelu (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie personelu)				

14	Strategia / pomysł biznesowy				
15	Poziom ryzyka powodzenia biznesu				
16	Inne, jakie?.....				

24. Czy Pana / Pani fundusz zaoferuje inny niż finansowy rodzaj wsparcia w przyszłych inwestycjach w start-up? Proszę zaznaczyć spośród poniższych:

- a. Nie, nasze zaangażowanie ograniczy się do funkcji pasywnego inwestora
- b. Tak, podejmiemy funkcje mentoringowe w różnych dziedzinach
- c. Tak, zasiądziemy w radzie nadzorczej
- d. Tak, będziemy doradcą ekonomicznym (finanse, marketing, itp.)
- e. Tak, będziemy doradcą technicznym / technologicznym
- f. Tak, podejmiemy inne funkcje (jakie?).....

25. Jaka jest planowana / preferowana ścieżka wyjścia z inwestycji w przyszłych inwestycjach?

- a. sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu
- b. upublicznienie spółki i wejście na giełdę
- c. sprzedaż udziałów innemu funduszowi private equity lub innemu inwestorowi finansowemu
- d. wykup udziałów przez obecnych właścicieli
- e. wykup przedsiębiorstwa przez obecny lub nowy zespół zarządzający (MBO lub MBI)
- f. LBO (czyli przejęcie przy wykorzystaniu dźwigni finansowej)
- g. zastosowanie kilku z powyższych jednocześnie
- h. inne (jakie?).....

Uprzejmie dziękujemy za poświęcony czas!

Załącznik 2. Ankieta badawcza kierowana do indywidualnych inwestorów z rynku PE

Zachodniopomorska Szkoła Biznesu w Szczecinie,
wykonawca projektu rozwojowego NARODOWEGO CENTRUM BADAŃ I ROZWOJU,
pn. **Nowoczesna inżynieria finansowa dla start-up - screening fazy inicjacyjnej w Polsce**
zwraca się z uprzejmą prośbą o udział w badaniach dotyczących potencjału funduszy
inwestycyjnych w sektorze start-up w Polsce.

*Kwestionariusz wywiadu pozwala na udzielenie odpowiedzi anonimowo, a
uzyskane informacje posłużą tylko ocenom agregatowym.*



Więcej o projekcie www.finansedlainnowacji.pl

A: Typ inwestora - INDYWIDUALNY:

- d. **BUSINESS ANGEL** (anioł biznesu - **osoby fizyczne**, które inwestują stosunkowo niewielkie kwoty w przedsięwzięcia o dużym potencjale wzrostu.)
- e. **INNE** (jakie?)
-

Zrzeszony / niezrzeszony

B: Wiek inwestora (respondenta):

Poniżej 25 lat 25-35 lat 36-45 lat 46-55 lat Powyżej 55 lat

C: Wykształcenie inwestora (respondenta):

- a. Podstawowe
- b. Zawodowe zasadnicze
- c. Średnie
- d. Wyższe

D: Doświadczenie inwestora (respondenta) w biznesie:

Poniżej 5 lat 5-15 lat 16-25 lat 26-35 lat Powyżej 35 lat

E: Aktywność zawodowa inwestora (respondenta):

- a. Pracuję zawodowo w biznesie
- b. Pracuję zawodowo poza biznesem
- c. Prowadzę swoją firmę
- d. Nie pracuję zawodowo
- e. Jestem na emeryturze/ rencie

F: Liczba lat funkcjonowania na rynku jako inwestor:

Poniżej 1 roku 1-3 lat 4-5 lat 6-7 lat Powyżej 7 lat

Część I - RETROSPEKCJA**26. Liczba dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:**

0 1 2-4 5-7 8-10 Powyżej 10

*Jeżeli zaznaczono
odpowiedź 0 –
proszę przejść do
drugiej części
wywiadu*

27. Wartość łączna dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	501 - 1000 tys. PLN	powyżej 1 mln PLN

28. Najwyższa wartość dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	powyżej 501 tys. PLN

29. Najniższa wartość dotychczas dokonanych inwestycji w start-up, itp.:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	powyżej 501 tys. PLN

30. Najdłużej kontynuowana inwestycja w start-up, itp.:

Poniżej 1 roku 1-3 lat 4-5 lat 6-7 lat Powyżej 7 lat

31. Najkrócej kontynuowana inwestycja w start-up, itp.:

Poniżej 1 roku 1-3 lat 4-5 lat 6-7 lat Powyżej 7 lat

32. Branże dotychczasowych inwestycji w start-up, itp.:

- p. Technologie informatyczne
- q. Technologie komunikacyjne
- r. Technologie transportowe
- s. Biotechnologie
- t. Nanotechnologie
- u. Technologie farmaceutyczne
- v. Technologie chemiczne
- w. Przetwórstwo przemysłowe
- x. Usługi internetowe
- y. Technologie produkcji żywności
- z. Motoryzacja
- aa. Mechanika precyzyjna
- bb. Technologie opakowaniowe

- cc. Technologie energetyczne
- dd. Inne, jakie?.....

33. Faza rozwoju firm w dotychczasowych inwestycjach w start-up, itp.:

Faza embrionalna lub pre-seed (przed rejestracją firmy)	Faza start-up lub seed (w ciągu I roku funkcjonowania firmy)	Faza startu lub ekspansji (między 2 a 4 rokiem funkcjonowania firmy)	Faza dojrzałości (powyżej 5 roku funkcjonowania)

34. Czy jako inwestor oferuje Pan / Pani inny niż finansowy rodzaj wsparcia dla start-up?

Proszę zaznaczyć spośród poniższych:

- a. Tak, sprawuję funkcje mentoringowe w różnych dziedzinach
- b. Tak, zasiadam w radzie nadzorczej
- c. Tak, jestem doradcą ekonomicznym (finanse, marketing, itp.)
- d. Tak, jestem doradcą technicznym / technologicznym
- e. Tak, inne funkcje (jakie?).....
- f. Nie, moje zaangażowanie ogranicza się do funkcji pasywnego inwestora

35. Proszę określić rangę ważności (od 0 do 3 punktów, gdzie: 0 – zupełnie nieznaczące; 3 - maksymalne znaczenie) następujących kryteriów podjętych decyzji o inwestycji w start-up w Pana / Pani dotychczasowej praktyce:

I.p.	Czynnik decyzyjny	0	1	2	3
1	Wartość niezbędnego kapitału				
2	Potencjalny zwrot z inwestycji				
3	Rozmiary rynku				
4	Posiadane aktywa i kapitał własny start-up				
5	Branża i jej perspektywy				
6	Bariery wejścia na rynek				
7	Presja konkurencji na rynku				
8	Unikatowość technologii / produktu				
9	Stopień zaawansowania technologicznego				
10	Wiek / dojrzałość firmy				
11	Wiek / dojrzałość właściciela start-up				
12	Jakość zarządzania (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie kadry zarządzającej)				
13	Jakość personelu (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie personelu)				
14	Strategia / pomysł biznesowy				
15	Poziom ryzyka powodzenia biznesu				
16	Inne, jakie?.....				

36. Liczba dotychczasowych inwestycji zakończonych oczekiwanym zwrotem (proszę wpisać liczbę):

.....

37. Liczba dotychczasowych inwestycji zakończonych porażką (zwrot z kapitału poniżej oczekiwań):

.....

38. Główne przyczyny porażki w dotychczasowych inwestycjach (proszę wymienić / opisać):

.....

.....

.....

.....

39. Główne problemy współpracy w firmami start-up (proszę wymienić / omówić):

.....

.....

.....

.....

40. Jaka była (lub jest planowana) ścieżka wyjścia z inwestycji w dotychczasowych Pana / Pani praktykach:

- a. sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu
- b. upublicznienie spółki i wejście na giełdę
- c. sprzedaż udziałów innemu funduszowi private equity lub innemu inwestorowi finansowemu
- d. wykup udziałów przez obecnych właścicieli
- e. wykup przedsiębiorstwa przez obecny lub nowy zespół zarządzający (MBO lub MBI)
- f. LBO (czyli przejęcie przy wykorzystaniu dźwigni finansowej)
- g. zastosowanie kilku z powyższych jednocześnie
- h. inne (jakie?).....

Część II – PROJEKCJA**41. Czy w przyszłości zamierza Pan / Pani kontynuować inwestowanie w firmy start-up?**

- a. Tak
- b. Nie
- c. Nie wiem

Jeżeli zaznaczono odpowiedź NIE, proszę zakończyć wywiad.

42. Proszę określić maksymalną liczbę możliwych do podjęcia inwestycji w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat:

1	2	3	4-6	7-9	10 i więcej

43. Proszę określić prawdopodobną wartość łączną funduszu inwestycyjnego dla inwestycji w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	501 - 1000 tys. PLN	powyżej 1 mln PLN

44. Proszę określić maksymalną wartość jednej inwestycji w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat:

do 50 tys. PLN	51 – 100 tys. PLN	101 – 200 tys. PLN	201 – 500 tys. PLN	powyżej 501 tys. PLN

45. Proszę określić preferowany czas utrzymywania inwestycji w danym start-up (w inwestycjach planowanych w perspektywie najbliższych 3 lat):

do 1 roku	1-3 lat	4-5 lat	6-7 lat	dłużej niż 7 lat

46. Proszę określić oczekiwaną, satysfakcjonującą Pana/Panią stopę zwrotu brutto (przed opodatkowaniem) z inwestycji w danym start-up po wycofaniu kapitału (w inwestycjach planowanych w perspektywie najbliższych 3 lat):

do 50%	51-100%	101-200%	201-300%	301-400%	401 – 500%	powyżej 500%

47. Proszę wybrać najbardziej preferowane branże (obszary, rynki), w które gotów jest Pan / Pani zainwestować w start-up w perspektywie najbliższych 3 lat (proszę zaznaczyć maksymalnie 5 wyborów):

- a. Technologie informatyczne
- b. Technologie komunikacyjne
- c. Technologie transportowe
- d. Biotechnologie
- e. Nanotechnologie
- f. Technologie farmaceutyczne
- g. Technologie chemiczne
- h. Przetwórstwo przemysłowe
- i. Usługi internetowe
- j. Technologie produkcji żywności
- k. Motoryzacja
- l. Mechanika precyzyjna
- m. Technologie opakowaniowe
- n. Technologie energetyczne
- o. Inne, jakie?.....

48. Proszę określić rangę ważności (od 0 do 3 punktów, gdzie: 0 - zupełnie nieznaczące; 3 - maksymalne znaczenie) następujących kryteriów decyzji o inwestycji w start-up w Pana / Pani przyszłych inwestycjach:

I.p.	Czynnik decyzyjny	0	1	2	3
1	Wartość niezbędnego kapitału				
2	Potencjalny zwrot z inwestycji				
3	Rozmiary rynku				
4	Posiadane aktywa i kapitał własny start-up				
5	Branża i jej perspektywy				
6	Bariery wejścia na rynek				
7	Presja konkurencji na rynku				
8	Unikatowość technologii / produktu				
9	Stopień zaawansowania technologicznego				
10	Wiek / dojrzałość firmy				
11	Wiek / dojrzałość właściciela start-up				
12	Jakość zarządzania (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie kadry zarządzającej)				

13	Jakość personelu (wykształcenie, kwalifikacje, kompetencje, doświadczenie personelu)				
14	Strategia / pomysł biznesowy				
15	Poziom ryzyka powodzenia biznesu				
16	Inne, jakie?.....				

49. Czy jako inwestor zaoferuje Pan / Pani inny niż finansowy rodzaj wsparcia w przyszłych inwestycjach w start-up? Proszę zaznaczyć spośród poniższych:

- a. Tak, podejmę funkcje mentoringowe w różnych dziedzinach
- b. Tak, zasiądę w radzie nadzorczej
- c. Tak, będę doradcą ekonomicznym (finanse, marketing, itp.)
- d. Tak, będę doradcą technicznym / technologicznym
- e. Tak, podejmę inne funkcje (jakie?).....
- f. Nie, moje zaangażowanie ograniczy się do funkcji pasywnego inwestora

50. Jaka jest planowana / preferowana ścieżka wyjścia z inwestycji w przyszłych inwestycjach?

- a. sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu
- b. upublicznienie spółki i wejście na giełdę
- c. sprzedaż udziałów innemu funduszowi private equity lub innemu inwestorowi finansowemu
- d. wykup udziałów przez obecnych właścicieli
- e. wykup przedsiębiorstwa przez obecny lub nowy zespół zarządzający (MBO lub MBI)
- f. LBO (czyli przejęcie przy wykorzystaniu dźwigni finansowej)
- g. zastosowanie kilku z powyższych jednocześnie
- h. inne (jakie?).....

Uprzejmie dziękujemy za poświęcony czas!

Załącznik 3. Ankieta badawcza kierowana do firm start-up korzystających z finansowania ze źródeł funduszy PE



Zachodniopomorska Szkoła Biznesu w Szczecinie,
wykonawca projektu rozwojowego NARODOWEGO CENTRUM BADAŃ I ROZWOJU,
pn. **Nowoczesna inżynieria finansowa dla start-up - screening fazy inicjacyjnej w Polsce** zwraca się z
uprzejmą prośbą o udział w badaniach dotyczących **kapitału intelektualnego** w sektorze start-up w Polsce.

Więcej o projekcie www.finansedlainnowacji.pl

1. Ile czasu upłynęło od powstania pomysłu na biznes, do momentu rejestracji firmy?

Poniżej 1 roku 1-2 lata 2-4 lata Powyżej 4 lat

2. Jak długo istnieje Pana/Pani firma?

Poniżej 1 roku 1-2 lata 2-4 lata Powyżej 4 lat

3. Jakie cele stawia Pan(i) wobec swojej firmy w perspektywie najbliższych 3 lat? (Proszę zaznaczyć maksymalnie 3 odpowiedzi)

- a. Rozwój produktu/usługi lub technologii
- b. Uzyskanie wysokiej rentowności
- c. Osiągnięcie wysokiej innowacyjności
- d. Zdobyć klientów
- e. Wypracowanie dobrej marki
- f. Utrzymanie się na rynku
- g. Inne – jakie.....
- h. Inne – jakie.....

4. Proszę ocenić znaczenie poszczególnych zasobów dla rozwoju Pana(i) firmy.

(Proszę dokonać oceny wg skali: 1 – b.niskie; 2-niskie; 3-średnie; 4-wysokie; 5- b. wysokie.)

Lp.	Wyszczególnienie	1	2	3	4	5
1.	Wiedza, umiejętności i talenty pracowników					
2.	Wiedza, umiejętności i talenty założyciela/li					
3.	Postawy, motywacja i zachowania pracowników (np. lojalność, kreatywność)					
4.	Oryginalny pomysł na biznes (produkt, technologię itp)					
5.	Uprzywilejowane, formalne relacje z otoczeniem (koncesje, umowy itp)					
6.	Uprzywilejowane, nieformalne relacje z otoczeniem (kontakty osobiste)					
7.	Lokalizacja					
8.	Dostęp do źródeł finansowania					
9.	Wizerunek firmy (reputacja, znaki handlowe itp)					
10.	Technologie branżowe (posiadane patenty, kosztochłonne/high technology)					
11.	Technologie informatyczne (np. autorskie oprogramowanie)					
12.	Rozwiązania wewnątrzorganizacyjne (struktura, procesy zarządcze, itp.)					
13.	Inne – jakie.....					

5. **Jakie źródła finansowania swojego pomysłu na biznes rozważał(a) Pan(i)?** (Proszę zaznaczyć maksymalnie 3 odpowiedzi)

- | | |
|--|--------------------------|
| a. Środki własne | <input type="checkbox"/> |
| b. Dopłaty wspólników lub akcjonariuszy | <input type="checkbox"/> |
| c. Kredyt bankowy | <input type="checkbox"/> |
| d. Fundusze <i>private equity</i> (PE) | <input type="checkbox"/> |
| e. Kredyt handlowy | <input type="checkbox"/> |
| f. Dotacje i subwencje | <input type="checkbox"/> |
| g. Środki z unijnych funduszy pomocowych | <input type="checkbox"/> |
| h. Leasing | <input type="checkbox"/> |
| i. Factoring | <input type="checkbox"/> |
| j. Pożyczki od rodziny, znajomych | <input type="checkbox"/> |
| k. Inne – jakie..... | <input type="checkbox"/> |
| l. Inne – jakie..... | <input type="checkbox"/> |

6. **Jaka jest wysokość kapitału, jakiej oczekiwał(a) Pan(i) od potencjalnego inwestora?**

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| do 100 tys. PLN | 101 - 500 tys. PLN | 501 tys. – 1 mln PLN | 1 - 4 mln PLN | powyżej 4 mln. PLN |
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

7. **Jaka jest wysokość kapitału, uzyskanego od inwestora?**

- | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| do 100 tys. PLN | 101 - 500 tys. PLN | 501 tys. – 1 mln PLN | 1 - 4 mln PLN | powyżej 4 mln. PLN |
| <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

8. **Jakie były/są Pana(i) oczekiwania wobec inwestora zewnętrznego (oprócz kapitału)?** (Proszę wskazać ich znaczenie wg skali: 1- nieważne; 2 mało ważne; 3 średnio; 4-ważne; 5-bardzo ważne)

lp	wyszczególnienie	1	2	3	4	5
1.	Zapewnienie doradztwa strategicznego; występowanie jako konsultant					
2.	Aktywne wykorzystanie wiedzy i doświadczeń, bezpośrednie zaangażowanie w projekt					
3.	Zapewnienie wsparcia prawnego lub organizacyjnego					
4.	Zasiadanie w zarządzie					
5.	Wsparcie biznesowe (finanse, marketing, personel)					
6.	Kontakty biznesowe i rynkowe (z profesjonalistami, z potencjalnymi klientami lub inwestorami)					
7.	Doraźne uczestnictwo, wyłącznie w sytuacjach problemowych					
8.	Wyłącznie dawca kapitału, bez angażowania się i podejmowania decyzji w sferze biznesowej i projektowej					
9.	Inne – jakie?					
10.	Inne – jakie?					

9. **Jak ocenia Pan/Pani poszczególne formy wsparcia uzyskane od inwestora?** (Proszę dokonać oceny tylko w tych obszarach, w jakich miała miejsce współpraca z inwestorem. Skala ocen: 1-bardzo nisko; 2-nisko; 3-średnio; 4-wysoko; 5-bardzo wysoko.)

lp	wyszczególnienie	1	2	3	4	5
1.	Zapewnienie doradztwa strategicznego; występowanie jako konsultant					
2.	Aktywne wykorzystanie wiedzy i doświadczeń, bezpośrednie zaangażowanie w projekt					
3.	Zapewnienie wsparcia prawnego lub organizacyjnego					
4.	Zasiadanie w zarządzie					
5.	Wsparcie biznesowe (finanse, marketing, personel)					
6.	Kontakty biznesowe i rynkowe (z profesjonalistami, z potencjalnymi					

	klientami lub inwestorami)					
7.	Doraźne uczestnictwo, wyłącznie w sytuacjach problemowych					
8.	Wyłącznie dawca kapitału, bez angażowania się i podejmowania decyzji w sferze biznesowej i projektowej					
9.	Inne – jakie?					
10.	Inne – jakie?					

10. Jakich zagrożeń i problemów obawia się Pan(i) w związku z rozwojem swojego przedsięwzięcia? Proszę dokonać oceny wpływu wymienionych zagrożeń. (Skali: 1–b. niski; 2-niski; 3-średni; 4-wysoki; 5-b.wysoki.)

lp	wyszczególnienie	1	2	3	4	5
1.	Niewystarczające zasoby finansowe					
2.	Niewłaściwy dobór form finansowania					
3.	Brak wyznaczenia celów działania					
4.	Niewystarczający poziom wiedzy, dotyczącej nowych technologii					
5.	Nieodpowiedni pomysł na biznes					
6.	Niski poziom wiedzy zarządczej					
7.	Duża konkurencja na rynku					
8.	Niedostateczne umiejętności w zakresie marketingu i sprzedaży					
9.	Trudności z pozyskaniem odpowiednich pracowników (specjalistów)					
10.	Wrogie przejęcie					
11.	Imitacja pomysłu (produktu, technologii)					
12.	Pogorszenie koniunktury					
13.	Inne – jakie?					
14.	Inne – jakie?					

11. Proszę uzupełnić poniższą tabelę:

Lp.	wyszczególnienie	lata	
		2009	2010
1.	Średni stan zatrudnienia (w przeliczeniu na pełne etaty)		
2.	Udział kobiet w zatrudnieniu [%]		
3.	Średni wiek zatrudnionych		
4.	Średnie miesięczne wynagrodzenie brutto		
5.	Średni staż zawodowy (liczba lat w branży)		
6.	Średni staż zawodowy pracownika w Państwa przedsiębiorstwie		
7.	Liczba pracowników z wyższym wykształceniem (na koniec roku)		
8.	Liczba pracowników posiadających wykształcenie podyplomowe		
9.	Liczba pracowników fizycznych		
10.	Liczba pracowników umysłowych		
11.	Wielkość wydatków na szkolenia ogółem		
12.	Liczba pracowników delegowanych na szkolenia		
13.	Liczba przeprowadzonych szkoleń wewnętrznych		
14.	Średnia liczba godzin szkoleniowych na 1 pracownika w roku		
15.	Liczba nowozatrudnionych pracowników		
16.	Liczba zwolnionych pracowników		
17.	Pracownicy z kluczowymi kompetencjami (% zatrudnionych)		
18.	Wielkość wydatków na badania i rozwój do kosztów ogółem (%)		
19.	Liczba posiadanych praw własności		
20.	Liczba aplikacji patentowych		
21.	Liczba posiadanych patentów		
22.	Liczba nieopatentowanych innowacji		

23.	Udział w rynku (%)		
24.	Liczba aliansów (porozumień o współpracy)		
25.	Liczba wejść na stronę internetową firmy		
26.	Liczba klientów (w bazie)		
27.	Średni miesięczny wzrost liczby klientów (%)		
28.	Korzystanie z wiedzy inwestora - średnia miesięczna ilość godzin wspólnych warsztatów, spotkań, itp.		
29.	Liczba opisanych procesów zarządczych (regulaminy, procedury itp.)		
30.	Liczba realizowanych projektów (w toku) związanych z nowymi produktami, technologią produkcji, itp.		
31.	Wydatki na technologie informatyczne		

Dane respondenta:**M.1. Forma prawna:**

Spółka cywilna Spółka z o.o. Spółka akcyjna
 Spółka jawna Spółka komandytowa

M.2. Branża, w której firma rozpoczyna / prowadzi działalność:

- ee. Technologie informatyczne
- ff. Technologie komunikacyjne
- gg. Technologie transportowe
- hh. Biotechnologie
- ii. Nanotechnologie
- jj. Technologie farmaceutyczne
- kk. Technologie chemiczne
- ll. Przetwórstwo przemysłowe
- mm. Usługi internetowe
- nn. Technologie produkcji żywności
- oo. Motoryzacja
- pp. Mechanika precyzyjna
- qq. Technologie opakowaniowe
- rr. Technologie energetyczne
- ss. Multimedia
- tt. Inne, jakie?.....

M.3. Doświadczenie założyciela/i w branży zgodnej z profilem tworzonej firmy

Poniżej 5 lat 5-15 lat 15-25 lat 25-35 lat Powyżej 35 lat

M.4. Wiek założyciela/i

Poniżej 25 lat 25-35 lat 35-45 lat 45-55 lat Powyżej 55 lat

M.5. Wykształcenie założyciela:

- Podstawowe
- Zawodowe zasadnicze
- Średnie
- Wyższe techniczne
- Wyższe ekonomiczne
- Wyższe humanistyczne

Uprzejmie dziękujemy za poświęcony czas!