
A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLVI, 1

SECTIO H

2012

Katedra Bankowości i Finansów Porównawczych
Uniwersytet Szczeciński

PRZEMYSŁAW PLUSKOTA

Aniołowie biznesu w finansowaniu młodych przedsiębiorstw

Business angels in financing young companies

Wprowadzenie

Wielu przedsiębiorców ma pomysł, zapał, chęci, ale brak kapitału powoduje, niestety, konieczność zaniechania realizacji projektów. Oznacza to, że w dalszym ciągu dominującą formą finansowania działalności wśród najmniejszych przedsiębiorstw są środki własne. Kredyt bankowy, będący dla wielu jedyną drogą finansowania działalności, jest znacznie ograniczony. Jego dostępność w zależności od sytuacji na rynkach finansowych oraz cykli koniunkturalnych ulega zmianie, a negatywne zawirowania na rynkach finansowych wywołują wzrost ceny pieniądza, znacznie redukując, a w niektórych przypadkach nawet czasowo likwidując, aktywność kredytową banków. Efektem tego jest znaczne ograniczenie, powodujące wręcz likwidację produktów kredytowych.

W krajach rozwijających się coraz większą rolę zaczyna odgrywać kapitał podwyższonego ryzyka – *private equity/ venture capital*, do którego zalicza się również *seed capital* oraz *start-up capital* oraz inwestycje prywatnych inwestorów, określanymi mianem aniołów biznesu.

Celem opracowania jest wskazanie roli i znaczenia prywatnych inwestorów w finansowym i merytorycznym wsparciu przedsiębiorców znajdujących się w początkowych etapach swojej przedsiębiorczej drogi.

1. Etapy finansowania przedsiębiorstw – cykle życia przedsiębiorstwa

Funkcjonowanie i rozwój każdego przedsiębiorstwa odznacza 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 elementami, np. długością trwania, uwarunkowaną specyfiką przedsiębiorstwa, branży, strategią rozwoju i sposobem zarządzania przedsiębiorstwem. Ponadto nie każde przedsiębiorstwo musi przejść przez wszystkie etapy. Najogólniej fazy rozwoju przedsiębiorstwa można podzielić na dwie grupy, utożsamiane z etapami przeprowadzania inwestycji, mianowicie¹:

- Fazy początkowe (*early stage*) – finansowanie zasiewów (*seed financing*), finansowanie startu (*start up financing*), finansowanie fazy pierwszej (*first stage financing*),
- Fazy ekspansji (*expansion stage*) – finansowanie fazy drugiej (*second stage financing*), finansowanie fazy trzeciej (*third stage financing*), finansowanie fazy czwartej (*fourth stage financing*).

Zdaniem A. Dudliniec, analiza rozwoju przedsiębiorstwa obejmuje cztery fazy (faza powstawania i początkowego wzrostu, faza wzrostu, faza dojrzałości, faza schyłku dojrzałości), których długość różni się w poszczególnych podmiotach. Ponadto nie każde przedsiębiorstwo przechodzi przez wszystkie możliwe etapy. Niektóre kończą działalność zaraz po jej rozpoczęciu, natomiast inne trwają wiele lat. Niekiedy zdarza się również, że z fazy schyłkowej przedsiębiorstwo ponownie wchodzi w okres znacznego wzrostu aktywności².

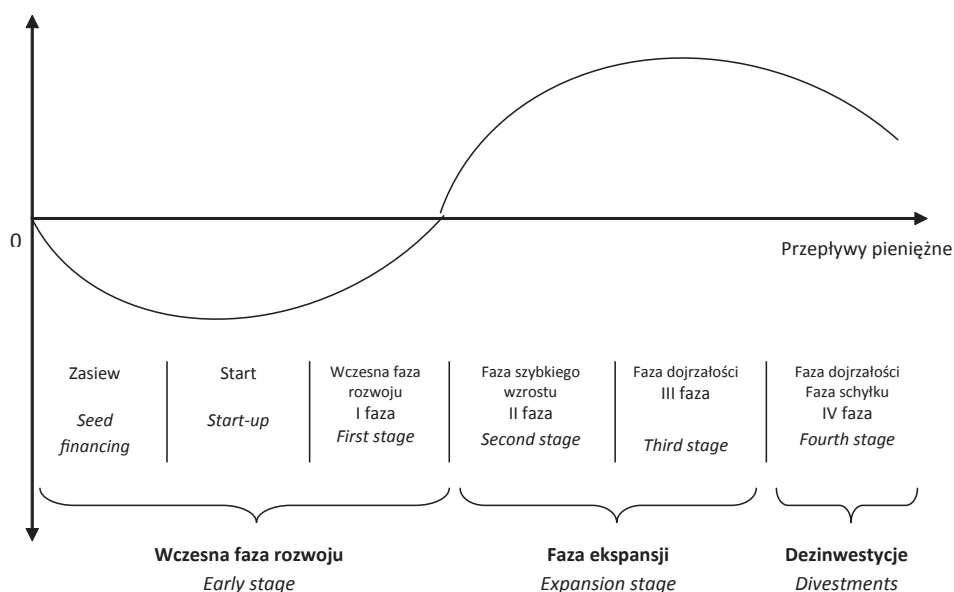
Zakładanie przedsiębiorstwa i jego wczesny rozwój to z pewnością bardzo trudny okres w cyklu życia każdego przedsiębiorstwa. W tych fazach działalność charakteryzuje się ujemnymi przepływami finansowymi (rys. 1), a także wynikiem finansowym oraz niepewnymi przychodami. Sprawia to, że taki podmiot wymaga 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.

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*),

¹ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 24.

² A. Dudliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 104.

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. Jednak zanim młode, perspektywiczne i innowacyjne pomysły przedsiębiorstwa pojawią się na rynku, rozwiną się, a następnie dojrzeją i przejdą w fazę wzrostu, istotne wydaje się pozyskanie niezbędnego kapitału. Poszczególnym etapom (fazom) rozwoju K. Brzozowska przypisała odpowiednie kategorie finansowania (tab. 1).



Rys. 1. Rozwój i finansowanie innowacyjnego projektu

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

Klasyfikację źródeł finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsięwzięcia prezentuje także Europejska Sieć Aniołów Biznesu (rys. 2), według której istotną rolę w finansowaniu młodych przedsiębiorstw odgrywają aniołowie biznesu (*business angels*) z uwagi na dostarczanie przez nich kapitału niedostępnego z innych źródeł. Aniołowie biznesu przyczyniają się do realizowania udanych projektów, wspierając przedsiębiorców nie tylko kapitałowo, ale także swoim doświadczeniem, kontaktami, stając się niejako współtwórcami przedsięwzięcia³.

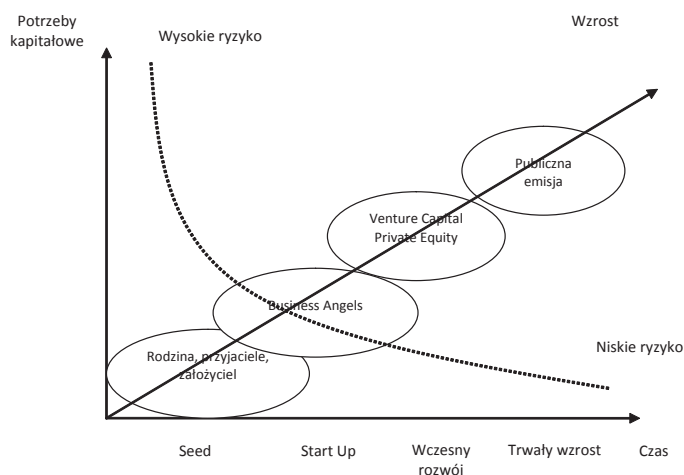
³ *Business Angels – Summary Brief on Private Informal Venture Capital Players, Information for Public Decision-makers, Entrepreneurs and Virgin Angels on the Role of Business Angels and their Networks*, EBAN – European Association of Business Angels Networks, August 2006, s. 4.

Tabela 1. 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 |
| II wczesny rozwój | Banki komercyjne | Kredyty krótko-, średnio- i długoterminowe zabezpieczone, ale rzadko we wczesnych fazach rozwoju, w niektórych przypadkach pełniące rolę finansowania pomostowego |
| | Dostawcy i odbiorcy | Finansowanie kapitału obrotowego w trakcie działalności bieżącej (tzw. kredyty dostawców, odbiorców, finansowanie 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: B. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*, s. 21.

Komisja Europejska za Europejskim Stowarzyszeniem *Venture Capital* (EVCA) poszczególnym stadiom rozwoju przedsiębiorstwa przypisuje odpowiednie źródła finansowania, które różnią się w zależności od stadium rozwoju oraz od kraju. Ponadto KE 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 przez zwiększanie dostępności poszczególnych źródeł w odpowiednim stadium rozwoju.

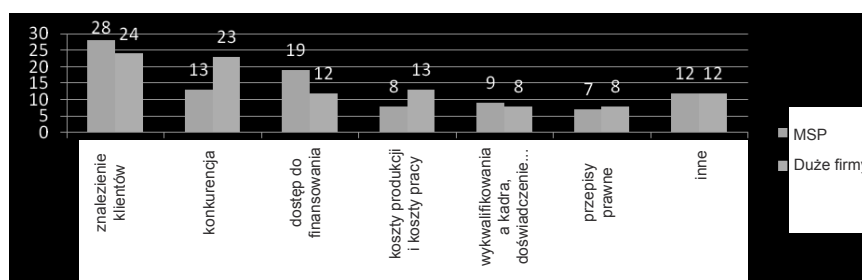


Rys. 2. Finansowanie przedsiębiorstw w różnych stadiach rozwoju

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

2. Dostępność źródeł finansowania

Na podstawie badania⁴ przeprowadzonego w 2009 roku w imieniu Europejskiego Banku Centralnego wśród przedsiębiorstw ze strefy euro dotyczącego dostępu do finansowania uwidacznia się różnica w najważniejszych czynnikach decydujących o rozwoju zarówno sektora MSP, jak i dużych przedsiębiorstw (rys. 3).



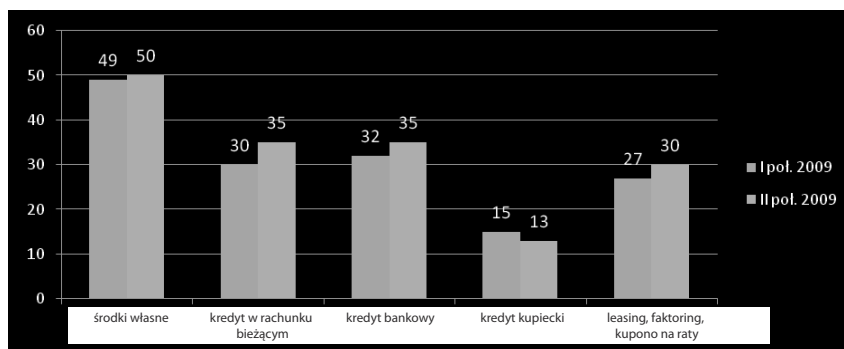
Rys. 3. Najważniejsze problemy przedsiębiorstw z sektora MSP oraz dużych firm ze strefy euro (w proc.)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Survey on the Access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area: second half of 2009*, European Central Bank, February 2010, s. 3–16.

⁴ Badanie zostało przeprowadzone w dniach od 19 listopada do 18 grudnia 2009 roku. Objęto nim 1546 mikroprzedsiębiorstw, 1621 małych, 1619 średnich oraz 534 dużych firm prowadzących działalność w strefie euro w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach.

Rys. 3 ukazuje różnice w najważniejszych problemach, z jakimi stykają się przedsiębiorstwa mikro, małe i średnie w porównaniu z problemami dużych firm. Dla firm z sektora MSP najważniejsze jest znalezienie klientów, dostęp do finansowania, natomiast dla dużych – również znalezienie klientów oraz konkurencja. Dostęp do finansowania nie jest tak istotnym problemem jak w przypadku mniejszych przedsiębiorstw.

Przeprowadzając analizę struktury finansowania sektora MSP w strefie euro, zauważamy, iż znaczna część finansuje działalność środkami własnymi (rys. 4). W drugiej kolejności jest to finansowanie bieżących potrzeb kredytami obrotowymi oraz kredytami bankowymi. Ukazuje to problem najmniejszych przedsiębiorstw w dostępności do zewnętrznych źródeł finansowania działalności, co wynika z ograniczenia dostępu do kredytów bankowych wśród tej grupy i konieczność poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania w celu wejścia na rynek i sprostania wyzwaniom.



Rys. 4. Struktura finansowania sektora MSP w strefie euro (w proc.).

Źródło: *Survey on the Access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area: second half of 2009*, European Central Bank, February 2010, s. 4.

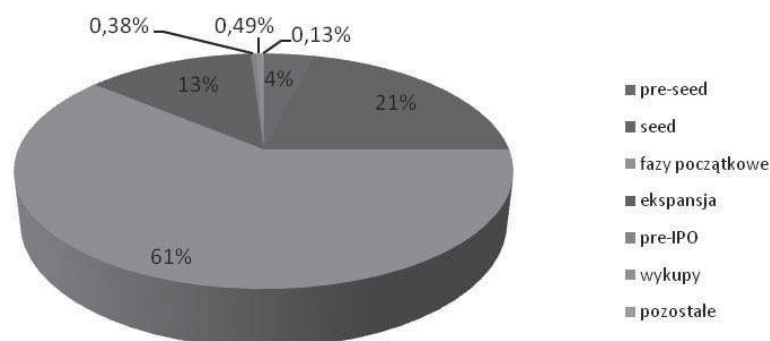
3. Działalność sieci aniołów biznesu w Europie

W 2009 roku European Business Angels Network (EBAN) zidentyfikował 396 grup (sieci) aniołów biznesu w Europie⁵, w których zrzeszonych było 14 785 inwestorów, w tym 6 111 aktywnych. Przeprowadzili oni 1 385 inwestycji, dzięki którym powstały 863 nowe przedsiębiorstwa. Łączna wartość zainwestowanych środków to ponad 275 mln euro, natomiast średnia wartość jednostkowej inwestycji wyniosła niespełna 200 tys. euro⁶. Zgodnie z wcześniejszymi informacjami

⁵ W zestawieniu ujęto również informacje z Rosji i Turcji.

⁶ *Statistics Compendium 2010*, The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and other Early Stage Market Players, EBAN, Bruksela 2010, s. 5.

dotyczącymi finansowania poszczególnych faz rozwoju przedsiębiorstwa zauważa się wzmożoną aktywność aniołów biznesu w inwestowaniu w początkowe etapy. Większość inwestycji została przeprowadzona w początkowej fazie rozwoju (*start up*, początkowy rozwój) oraz w fazie załazkowej (rys. 5). Późniejsze fazy, polegające na finansowaniu ekspansji firmy, łącznie z wykupami menedżerskimi 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.



Rys. 5. Inwestycje aniołów biznesu w poszczególne fazy rozwoju przedsiębiorstwa

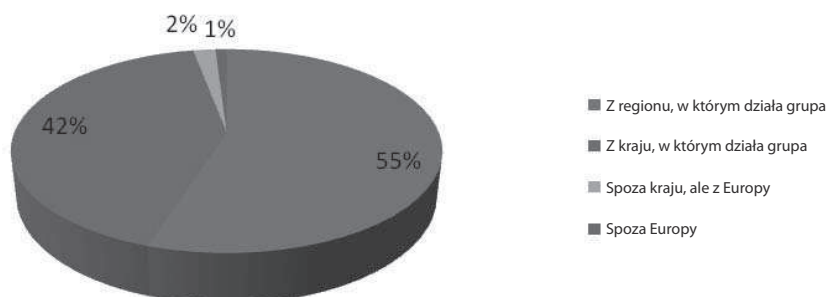
Źródło: *Statistics Compendium 2010*, The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and other Early Stage Market Players, EBAN, Bruksela 2010, s. 8.

Bardzo interesujące jest źródło pochodzenia kapitału wykorzystywanego przez aniołów w inwestycjach. 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 (rys. 6). 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.

4. Inwestycje w młode firmy w Wielkiej Brytanii

Podobnie jak w innych krajach europejskich również w Wielkiej Brytanii przedsiębiorcy doświadczają problemu luki kapitałowej. Problem ten dotyczy w szczególności przedsiębiorstw znajdujących się na początku przedsiębiorczej drogi. Poza szerokim wsparciem rządowym (pomoc przy zakładaniu firmy, jej rejestracji, szkolenia, do-

radztwo, dostęp do finansowania itp.) przedsiębiorcy mogą pozyskać również kapitał na rozwój z dość dobrze rozwiniętych na tym rynku sieci aniołów biznesu lub funduszy *venture capital* specjalizujących się w ryzykownych inwestycjach. Aniołowie biznesu w Wielkiej Brytanii uznawani są za bardzo istotne źródło finansowania funkcjonujące od prawie 20 lat⁷.



Rys. 6. Źródło pochodzenia kapitału wykorzystywanego do inwestycji

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

W szczególności wsparcie to przybiera postać pomocy przedsiębiorcom w znalezieniu chętnego inwestora, budowy systemów wspólnego inwestowania. Aniołowie biznesu mogą również liczyć na zachęty podatkowe w sytuacji, gdy zainwestują własne środki w młode przedsiębiorstwa potrzebujące kapitału. Większość spośród aktywnych *business angels* pozostaje niewidoczna, trudna do zidentyfikowania. Bardzo częstą praktyką jest także łączenie się pojedynczych aniołów w sieci w celu zwiększenia efektywności wsparcia⁸. W latach 2008–2009 inwestorzy zarejestrowani w Brytyjskim Stowarzyszeniu Aniołów Biznesu (British Business Angels Association – BBAA) zainwestowali 44,9 mln funtów w 233 przedsiębiorstwa, natomiast ci związani z LINC – 17,9 mln funtów w 74 biznesy.

Aniołowie biznesu (zarówno ci z BBAA, jak i LINC) w głównej mierze koncentrują się na inwestycjach w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, w szczególności skupiają się na fazie startu i wczesnego rozwoju (tab. 2). Godny uwagi jest fakt stosunkowo niewielkiego zainteresowania aniołów fazą zasiewów, inkubacji oraz późniejszymi. O ile fazy późniejsze są domeną funduszy *venture capital*, to małe zainteresowanie fazą *seed* niepokoi, zwłaszcza z punktu widzenia przedsiębiorców znajdujących na tym etapie. Przedsiębiorstwa, w które

⁷ C. M. Mason, R. T. Harrison, *Annual Report on The Business Angel Market in The United Kingdom: 2008/09*, June 2010, s. vii.

⁸ W opracowaniu zostanie przeanalizowana aktywność 20 z 24 sieci zrzeszonych w Brytyjskim Stowarzyszeniu Aniołów Biznesu (British Business Angels Association – BBAA) oraz inwestorów związanych z LINC Scotland.

inwestują BBAA zatrudniają w przeważającej części do 3 pracowników, podobnie jak w przypadku szkockich aniołów biznesu.

Tabela 2. Inwestycje kapitałowe w Wielkiej Brytanii na przykładzie BBAA Networks i LINC Scotland

| Fazy rozwoju | BBAA | | LINC | |
|------------------------|--------|---------|--------|---------|
| | liczba | w proc. | liczba | w proc. |
| Seed | 6 | 2,7 | 3 | 4,0 |
| Start-up | 58 | 26,8 | 15 | 20,3 |
| Wczesny rozwój | 96 | 43,1 | 51 | 68,9 |
| Rozwój | 30 | 13,4 | 4 | 5,4 |
| Późniejszy wzrost | 9 | 4,0 | 0 | 0 |
| Ustabilizowana pozycja | 7 | 3,1 | 0 | 0 |
| Uzdrowienie spółki | 11 | 4,9 | 0 | 0 |
| Wykup menedżerski | 2 | 0,9 | 1 | 1,3 |
| Inne | 4 | 1,8 | 0 | 0 |
| Suma | 223 | 100 | 74 | 100 |

Źródło: C.M. Mason, R.T. Harrison, *Annual Report on The Business Angel Market in The United Kingdom: 2008/09*, June 2010, s. 62.

5. Inwestycje kapitałowe w Europie i w Stanach Zjednoczonych – analiza porównawcza

Indywidualni inwestorzy w Stanach Zjednoczonych, którzy dysponują kapitałem i są gotowi zainwestować go w młode, innowacyjne i charakteryzujące się znacznym potencjałem wzrostu pomysły czy przedsiębiorstwa, podobnie jak w Europie zrzeszeni są w grupach ułatwiających proces inwestycyjny. Organizacją zrzeszającą jest Angel Capital Association (ASA)⁹.

Porównując amerykański rynek aniołów biznesu z inwestorami z Europy, widać większą wartość pojedynczej inwestycji przy podobnej liczbie istniejących grup zrzeszających, ale przy jednoczesnej znacznie mniejszej liczbie pojedynczych inwestorów (tab. 3).

⁹ <http://www.angelcapitalassociation.org> (15.04.2011).

Tabela 3. Aniołowie biznesu w Europie i w Stanach Zjednoczonych

| | 2009 rok | |
|---|-----------------------|-------------------------|
| | Europa – EBAN | Stany Zjednoczone – ACA |
| Istniejące grupy/sieci | 391 | 340 |
| Indywidualni inwestorzy operujący w grupach | 14 785 | 6 500 |
| Szacowana liczba aniołów biznesu | 75 000 | 259 480 |
| Średnia wartość inwestycji | 199 193 euro | 218 131 USD |
| Szacowana ogólna wartość inwestycji | 3–5 mln euro | 17,7 mln euro |
| Całkowita wartość inwestycji VC w początkowe fazy | 4 mld euro (615 firm) | 1,7 mln euro (312 firm) |

Źródło: *Statistics Compendium 2010 ...*, s. 22.

Amerykański rynek *business angels* jest bardziej rozwinięty od europejskiego, o czym świadczy liczba inwestujących w perspektywiczne pomysły. Również ogólna wartość inwestycji, ponad trzykrotnie przekraczająca tę w Europie, jest tego potwierdzeniem.

Analizując inwestycje kapitałowe na rynku europejskim, zauważalna jest większa aktywność sieci aniołów biznesu niż kapitału *venture capital* w początkowe fazy rozwoju przedsiębiorstwa (tab. 4). Europejskie sieci aniołów biznesu przeprowadziły większą liczbę inwestycji pomimo mniejszej jej jednostkowej wartości. Charakterystyczne jest również zmniejszenie wartości kapitału przeznaczanego na inwestycje w młode, obiecujące przedsiębiorstwa w 2009 roku przez fundusze VC. Natomiast łączna wartość inwestycji aniołów biznesu charakteryzuje się w ciągu analizowanych lat systematycznym wzrostem (rys. 4). Wydaje się to potwierdzeniem tego, że przedsiębiorstwa znajdujące się w początkowych stadiach rozwoju w największym stopniu mogą liczyć na indywidualnych inwestorów gotowych zainwestować swój kapitał oraz podzielić się swoim doświadczeniem.

Tabela 4. Porównanie inwestycji aniołów biznesu i funduszy *venture capital* w Europie

| | Liczba inwestycji | | | Łączna zainwestowana kwota (w mln euro) | | | Średnia wartość inwestycji (w euro) | | |
|------|-------------------|------|------|---|--------|-------|-------------------------------------|---------|---------|
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2007 | 2008 | 2009 | 2007 | 2008 | 2009 |
| EBAN | 1111 | 1063 | 1385 | 184,2 | 218,7 | 275,9 | 165 694 | 205 735 | 199 193 |
| EVCA | 699 | 888 | 615 | 184,7 | 310,13 | 150,6 | 264 224 | 349 246 | 244 000 |

Źródło: *Statistics Compendium 2010 ...*, s. 23.

Zakończenie

Analizując sposoby i formy finansowania młodych firm w Europie i w Stanach Zjednoczonych, widać pewne zróżnicowanie – zarówno pod względem wartościowym, jak i ilościowym. Przedsiębiorcy znajdujący się na początkowym etapie działalności gospodarczej mogą pozyskać kapitał z kilku źródeł. Najbardziej popularnym źródłem są aniołowie biznesu, którzy angażując swój kapitał, specjalizują się w kapitałowym i merytorycznym wsparciu. W krajach rozwiniętych aniołowie biznesu stanowią bardzo istotne źródło kapitału, natomiast w krajach Europy Środkowej i Wschodniej ich działalność dopiero się rozwija.

Wydaje się, że w celu zwiększenia podaży źródeł finansowania początkowych etapów powinny zostać podjęte kroki w zakresie wielowątkowego wsparcia. Pomoc powinni oczywiście otrzymać przedsiębiorcy, ale również podmioty oferujące wsparcie. Zarówno aniołowie biznesu, jak i instytucje inwestujące w początkowe fazy rozwoju firmy, stając się integralnym elementem tego rynku, powinny otrzymać wielopoziomowe wsparcie. Jednym z etapów może być kapitałowe wzmocnienie funduszy wysokiego ryzyka, w szczególności zainteresowanych najmniejszymi firmami, co w znacznym stopniu zwiększy finansowe zaangażowanie tych instytucji oraz wzmocni kapitałowo wiele przedsiębiorstw, powodując wzrost ich wartości rynkowej oraz dynamizując ich rozwój. Konsekwencją tego wsparcia będzie pozyskanie kolejnych środków na rozwój dzięki publicznej emisji.

Business angels in financing young companies

In this paper the author describes the young companies financial support system. In order to enhance their competitiveness entrepreneurs have to expand and yet they cannot do it without access to appropriate financial resources. Financing of enterprises by *business angels* is one of the available options for companies in early stages. Capital from BA is very important in early stages, especially in financing financial gap. However numerous analyses indicate that later enterprise development phases and mature companies are most interesting for potential donors (private equity/venture capital).