

Katarzyna Prędkiewicz

Katedra Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Granice luki kapitałowej w Polsce

1. Wprowadzenie

Ograniczony dostęp sektora małych i średnich przedsiębiorstw do kapitału stanowi jedną z istotnych barier utrudniających rozwój przedsiębiorczości w Polsce i na świecie. Dlatego też w literaturze dotyczącej funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw poświęca się sporo uwagi zjawisku tzw. luki finansowej znajdującej swoje wyjaśnienie między innymi w teorii asymetrii informacji [Ang 1991, 1992], teorii reglamentowania kredytów (*credit rationing*) [Storey 2004] oraz teorii dyskryminacji kredytowej wysuniętej przez J. Stiglitz i A. Weissa [1981].

Problem luki kapitałowej został zdiagnozowany już w latach 30. XX w. przez H. Macmillana. Zauważył on, że wszystkie przedsiębiorstwa w Wielkiej Brytanii mają trudności z uzyskaniem kapitału na finansowanie działalności w granicach od 5 tys. do 200 tys. funtów brytyjskich. Kwoty mniejsze można było zdobyć np. w lokalnych bankach, natomiast większe – z emisji papierów wartościowych [Macmillan 1931, s. 95]. Również prowadzone w ostatnim czasie w Wielkiej Brytanii badania empiryczne potwierdzają nadal występującą tam lukę finansową. Obecnie mieści się ona w zakresie od 250 tys. do 1 mln funtów (w odniesieniu do niektórych rodzajów działalności górna granica może sięgać kwoty 2 mln funtów lub też więcej) [*The Supply...* 2009, s. 8].

W odpowiedzi na pojawiającą się lukę w dostępie do kapitału niezbędnego do finansowania inwestycji i działalności operacyjnej przedsiębiorstw tworzone są coraz nowsze narzędzia, których celem jest zmniejszanie rozmiarów luki. Są to między innymi dotacje, poręczenia i gwarancje rządowe oraz inne instrumenty inżynierii finansowej [*Mechanizmy inżynierii...* 2010; Prędkiewicz 2010, s. 395–405]. Co roku na niemal wszystkich kontynentach na te cele wydaje się

ogromne kwoty z budżetu państwa. Podstawą decyzji w zakresie kształtowania wspomnianych instrumentów jest uznanie sektora MŚP za motor wzrostu gospodarczego i przekonanie, że poprawa dostępności kapitału dla małych przedsiębiorstw bezpośrednio przełoży się na zwiększenie liczby miejsc pracy i przyrost PKB. Najczęściej przed skierowaniem funduszy publicznych do sektora MŚP agencje rządowe, samorządowe lub niezależni eksperci podejmują próbę zidentyfikowania obszarów i rozmiarów występującej luki finansowej [The Supply... 2009, Tamowicz 2007, 2008]. Ekspertyzy te często nie mają jasno ustalonej metodyki określania rozmiarów luki finansowej oraz nie zawsze jest jasne, co autor ekspertyzy rozumie pod pojęciem luki finansowej czy luki kapitałowej.

W artykule podjęta została próba zidentyfikowania granic luki finansowej w odniesieniu do kapitału *equity* w Polsce. Postawiono tezę, że przedsiębiorstwa działające w Polsce mają trudności z finansowaniem projektów na rynku *equity* rozumianym jako rynek funduszy *venture capital* oraz aniołów biznesu w granicach pomiędzy 1 mln PLN a 15 mln PLN (są to tzw. granice luki finansowej). Celem niniejszego artykułu jest także uporządkowanie definicji związanych z luką finansową, analiza rynku VC w Polsce, szczególnie pod kątem limitów inwestycyjnych oraz etapu finansowania działalności, jak również analiza rynku aniołów biznesu w Polsce.

2. Definicje luki finansowej i kapitałowej

W literaturze przedmiotu można się spotkać z różnymi określeniami luki w dostępie do kapitału. Używa się takich pojęć jak luka kapitału (*equity gap*) i luka finansowa (*funding gap, financing gap*). Pod pojęciem luki kapitału rozumie się najczęściej ograniczone możliwości pozyskania dodatkowego kapitału własnego (*equity*), niezbędnego na pewnym etapie rozwoju przedsiębiorstwa do finansowania działalności bieżącej i inwestycyjnej. Najczęściej chodzi o słabą podaż kapitału ze strony funduszy *venture capital* oraz aniołów biznesu. Natomiast termin „luka finansowa” oznacza problem z dostępem do finansowania zewnętrznego, zarówno własnego, jak i obcego, głównie pod postacią kredytów bankowych.

Jednoznaczna i spójna definicja luki finansowej oraz kapitałowej w zasadzie nie istnieje. Poniżej przytoczono najważniejsze definicje, przy czym należy zwrócić uwagę, że niektóre mają charakter ogólny, tzn. dotyczą dostępu do ogólnie pojętego kapitału, inne natomiast skupiają się wyłącznie na jednym rodzaju kapitału – własnym bądź obcym.

R. Cressey wyróżnia dwie definicje – pozytywną i normatywną. Luka finansowa zgodne z pierwszą z nich oznacza, że wolumen kredytów oferowany na

rynku jest niższy, niż mógłby być na w pełni konkurencyjnym rynku kapitałowym charakteryzującym się brakiem kosztów oraz prywatnych informacji i racjonalnymi oczekiwaniami uczestników rynku. Z kolei zgodnie z definicją normatywną luka finansowa to nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku, którą należy usunąć, poprzez odpowiednią politykę, w wyniku której zwiększy się wolumen kredytów [Cressey 2002, s. F2].

Według OECD luka finansowa oznacza, że spora grupa małych i średnich przedsiębiorstw o istotnym ekonomicznym znaczeniu nie może otrzymać dofinansowania z banków, rynku kapitałowego lub też innych dostawców kapitału [The SME... 2006, s. 22]. Ponadto wielu przedsiębiorców lub małych i średnich podmiotów, którzy nie mają dostępu do kapitału, byłoby w stanie użyć go produktywnie, gdyby go pozyskali, ale ze względu na cechy strukturalne formalny rynek finansowy nie dostarcza kapitału na finansowanie takich jednostek.

Funkcjonujący w Polsce Krajowy Funduszy Kapitałowy (KFK) pod pojęciem *equity gap* rozumie trwałą nieciągłość po stronie podażowej rynku wyrażającą się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości i (lub) pochodzących od określonej grupy przedsiębiorców (sektorowe ograniczenie w dostępie do *equity*). Ze względu na fakt, że koszty przygotowania i monitorowania małego projektu inwestycyjnego (np. 1 mln euro) są porównywalne z kosztami ponoszonymi przy dużych inwestycjach, rentowność małych projektów jest niższa. W rezultacie zarządzający funduszami *private equity/venture capital* unikają inwestowania w mniejsze przedsięwzięcia. Jednocześnie małe projekty inwestycyjne cechują się podwyższonym ryzykiem, ale w wielu przypadkach pozwalają na wygenerowanie wysokich stóp zwrotu.

Według Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) [Mechanizmy inżynierii... 2010, s. 37] luka kapitałowa to w ogólnym ujęciu brak możliwości finansowania zewnętrznego projektów inwestycyjnych przedsiębiorstw znajdujących się w początkowych fazach rozwoju. Lukę kapitałową można zdefiniować jako różnicę między podażą kapitału a popytem na kapitał w określonym przedziale wielkości środków.

Obie definicje luki finansowej autorstwa R. Cresseya dotyczą wyłącznie finansowania dłużnego. Według definicji stosowanej przez OECD problem dostępności kapitału dotyczy finansowania dłużnego i właścicielskiego. KFK skupia się tylko na dostępności kapitału typu *equity*, podczas gdy IBnGR, pomimo stosowania w definicji pojęcia *equity gap*, zwraca uwagę na brak możliwości finansowania zewnętrznego, przy czym może to być finansowanie zarówno kapitałem własnym, jak i obcym. Jak wynika z analizy przytoczonych definicji luki finansowej, może mieć ona wąskie znaczenie, kiedy dotyczy wyłącznie kapitału własnego (*equity*) lub dłużnego (kredytów bankowych). W szerokim znaczeniu luka finansowa

dotyczy dostępności zewnętrznych źródeł finansowania działalności, zarówno obcego, jak i własnego.

Dodatkowo z przytoczonych definicji, a także przeglądu różnych raportów dotyczących luki finansowej [*SME Access to Finance...* 2008, Tamowicz 2007, 2008] wynika, że pojęcie luki finansowej wiąże się z:

- określeniem, jakiej wielkości projekty mogą mieć problemy z pozyskaniem finansowania, czyli ustaleniem granic lub też zakresu luki w finansowaniu projektów (np. wyraźna luka w możliwościach pozyskania kapitału może występować w zakresie od 2 do 10 mln PLN);
- różnicą (luką) pomiędzy podażą określonego rodzaju kapitału a zapotrzebowaniem na ten kapitał (np. szacuje się, że podaż kapitału na rynku *venture* w Polsce wynosi 73,6 mln euro, podczas gdy zapotrzebowanie sięga np. 258 mln euro);
- identyfikacją etapu rozwoju przedsiębiorstwa, na którym najtrudniej pozyskać kapitał (najczęściej wymieniana jest faza *seed* oraz *start-up*);
- identyfikacją rodzajów działalności, na które najtrudniej pozyskać kapitał.

3. Metodyka badania luki finansowej

Raporty oraz opracowania w zakresie identyfikacji i pomiaru luki finansowej¹ skupiają się po pierwsze na określeniu obszarów słabej podaży kapitału typu *equity* dostarczanego przez fundusze *venture capital* i aniołów biznesu, a także ze strony innych instytucji kredytowych i pożyczkowych (określeniu granic luki), a po drugie na określeniu podaży danego rodzaju kapitału oraz ustaleniu popytu na ten kapitał. Badania takie mogą mieć zarówno wąski charakter, jeśli analizie poddaje się wyłącznie dostęp przedsiębiorstw do kapitału typu *equity*, jak i szeroki zakres, kiedy analizuje się różnego rodzaju instrumenty dłużne oraz środki z programów publicznych (dotacje, poręczenia itd.). Jako że dotacje, gwarantowane pożyczki i inne instrumenty finansowane powinny *de facto* zmniejszać lukę finansową, analiza może być prowadzona pod kątem tego, czy rzeczywiście środki publiczne przyczyniają się do jej zmniejszenia i poprawiają dostępność kapitału dla małych i średnich przedsiębiorców.

Metodyka badania *equity gap* sprowadza się do analizy strony podażowej rynku instytucji dostarczających kapitał o charakterze właścicielskim dla MŚP (np. rynku funduszy VC, PE, BA) polegającej na określeniu aktualnej oferty inwestycyjnej, wielkości dostępnego kapitału, obowiązujących limitów inwestycyjnych i preferencji sektorowych inwestorów [Tamowicz 2007, s. 14; *Mechanizmy inżynierii...* 2010, s. 37]. Drugim etapem (lub alternatywnym rozwiązaniem) jest

¹ Przykłady raportów: [*The Supply...* 2009, *Dostęp MŚP...* 2008, Tamowicz 2007, 2008].

badanie przedsiębiorców poszukujących finansowania (strony popytowej), czyli określenie, ile firm nie było w stanie pozyskać środków w ogóle, a ile nie uzyskało finansowania dlatego, że oferowane warunki były nie do zaakceptowania. Analiza strony popytowej nie jest łatwym zadaniem, gdyż dotarcie do potencjalnych przedsiębiorców, którzy nie utworzyli firmy z braku finansowania, jest bardzo trudne lub wręcz niemożliwe. Jeśli nawet udałoby się do nich dotrzeć, wiarygodność badania wymagałaby zmierzenia się z problemem ograniczenia selekcyjnego (tzw. *selection bias*), czyli odseparowania tych, którzy nie uzyskali finansowania ze względu na *equity gap*, od tych, których projekty były nieatrakcyjne.

W niniejszym artykule podjęta została próba zidentyfikowania granic luki kapitałowej w Polsce, tj. określenia wielkości projektów, na które trudno pozyskać zewnętrzny kapitał typu *equity* ze strony funduszy VC i aniołów biznesu (badania mają zatem wąski charakter). Zaprezentowana analiza luki finansowej ma charakter wycinkowy, gdyż jej celem jest wyłącznie odpowiedź na pytanie o granice luki kapitałowej na rynku *equity*, z pominięciem kapitału obcego, a nie na pytanie, jaka jest różnica pomiędzy podażą i popytem na określony rodzaj kapitału. Odpowiedź na to ostatnie pytanie, jak już zostało wspomniane, jest stosunkowo trudna, co wynika przede wszystkim z problemów z oszacowaniem zapotrzebowania przedsiębiorstw na kapitał zewnętrzny. Ponadto zjawisko luki kapitału związane jest z kosztem pozyskania kapitału. To, że do finansowania powinny być przyjmowane projekty, których rentowność jest wyższa od kosztu kapitału, powoduje, że część projektów nie może być zrealizowana. W przypadku projektów o wysokim ryzyku, które są charakterystyczne dla przedsiębiorstw w fazie *seed* czy *start-up*, jest to dosyć często spotykana sytuacja.

4. Analiza limitów inwestycyjnych

4.1. Rynek VC/PE

Ogólna charakterystyka rynku VC/PE w Polsce

W Polsce działa około 80 funduszy VC/PE mających siedzibę w Polsce oraz 18 funduszy z siedzibą poza jej granicami². Całkowita wartość inwestycji funduszy VC/PE w Polsce wyniosła w 2009 r. 267 mln euro, natomiast w 2010 r. wzrosła do 657 mln euro, co oznacza powrót do poziomu sprzed kryzysu (2008 r. – 633 mln euro) [EVCA Central... 2011, s. 11]. W 2010 r. fundusze zostały zasilone kapitałem o wartości 650 mln euro (wzrost o 60% w stosunku do roku 2009), z czego ponad połowę (376 mln euro) stanowiło dofinansowanie ze strony agencji

² www.psik.org.pl (dostęp: 7 listopada 2011 r.).

rządowych wspierających rozwój przedsiębiorczości, m.in. ze środków Europejskiego Banku Inwestycyjnego i Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego.

Fundusze VC działające w Polsce najczęściej unikają finansowania małych projektów i skupiają się na finansowaniu fazy ekspansji i rozwoju średnich i dużych przedsiębiorstw. W 2010 r. 82,3% środków fundusze przeznaczyły na refinansowanie lub wykup spółek dojrzałych od poprzednich właścicieli (dla porównania w 2003 r. było to 68%), a 17,4% na inwestycje w przedsiębiorstwa na etapie ekspansji (w 2003 r. – 30%). Zaledwie 0,4% (2% w 2003 r.) zainwestowano w przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju (*start-up* i późniejszy okres *venture*). W 2010 r., podobnie jak we wcześniejszych latach, nie odnotowano żadnych inwestycji w firmy w fazie *seed* (kapitał załączkowy) [EVCA Yearbook 2011, s. 273].

Tabela 1. Podział inwestycji funduszy VC/PE w Polsce ze względu na etap rozwoju spółki (2009, 2010 r.)

Wyszczególnienie	Kwota inwestycji (w tys. euro)	%	Liczba spółek	%
2009 r.				
Zasiew	0,0	0,0	0	0,0
<i>Start-up</i>	0,0	0,0	1	3,8
<i>Venture</i> – późniejszy etap	634,0	0,2	5	19,2
<i>Venture</i> ogółem	634,0	0,2	6	23,1
Finansowanie wzrostu	61 559,0	23,1	8	30,8
Restrukturyzacja	6100,0	2,3	1	3,8
Refinansowanie	99,0	0,0	1	3,8
Wykupy	198 602,0	74,4	10	38,5
Razem	266 994,0	100,0	25	100,0
2010 r.				
Zasiew	0,0	0,0	0	0,0
<i>Start-up</i>	1293,0	0,2	6	13,0
<i>Venture</i> – późniejszy etap	1272,0	0,2	3	6,5
<i>Venture</i> ogółem	2565,0	0,4	9	19,6
Finansowanie wzrostu	114 454,0	17,4	15	32,6
Restrukturyzacja	3073,0	0,5	1	2,2
Refinansowanie	16 145,0	2,5	3	6,5
Wykupy	520 417,0	79,3	18	39,1
Razem	656 754,0	100,0	44	100,0

Źródło: [EVCA Yearbook 2011, s. 273].

Działające na rynku fundusze typu VC stale rozwijają się, a konsekwencją tego są wyższe pojedyncze inwestycje. W 2000 r. przeciętna inwestycja miała wartość ok. 2 mln dolarów, natomiast w 2007 r. było to już 14 mln dolarów [Klonowski 2009, s. 18]. W latach 2007–2009 wartość przeciętnej inwestycji wzrosła do 19 mln euro (ok. 26 mln dolarów) [Drewniak 2011]. W efekcie klasyczne inwestycje w nowo utworzone firmy (faza zasiewu) oraz te w fazie *start-up* wzbudzają coraz mniejsze zainteresowanie funduszy.

Preferencje funduszy VC/PE w zakresie limitów inwestycyjnych

Określenie dostępności kapitału własnego na rynku VC/PE sprowadza się do dokonania analizy warunków, jakie fundusze stawiają przedsiębiorstwom, w które chcą zainwestować – przede wszystkim chodzi tu o limity inwestycyjne (wielkość inwestycji). Obserwacja limitów inwestycyjnych daje odpowiedź na pytanie, czy ulegają one zmianie – czy się obniżają, co oznaczałoby zmniejszenie luki finansowej, czy też ulegają podwyższeniu, co z kolei ogranicza dostęp do kapitału mniejszym firmom (projektom). Analizie poddaje się również dane dotyczące inwestowania przez fundusze w poszczególne fazy cyklu życia przedsiębiorstwa, szczególnie w fazę załączkową i *start-up*, oraz preferencje funduszy dotyczące finansowania określonych sektorów.

W celu określenia granic omawianej luki w Polsce dokonano analizy limitów inwestycyjnych oraz preferowanych faz cyklu życia inwestycji 36 funduszy. Informacje o funduszach zostały zaczerpnięte ze strony internetowej Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych³, z portalu bankier.pl oraz stron internetowych analizowanych funduszy.

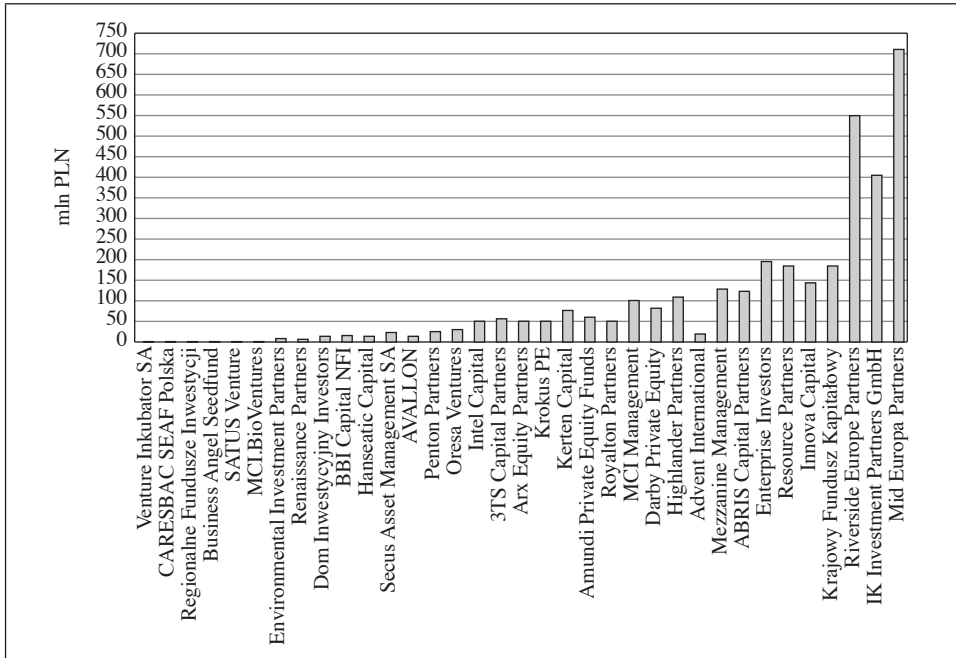
Na rys. 1 przedstawiono limity inwestycyjne wszystkich analizowanych funduszy, niezależnie od preferencji co do fazy finansowania działalności.

Część funduszy ma charakter uniwersalny, większość z nich preferuje jednak określone rodzaje branż (tabela 2). Dominujące od lat branże to biotechnologia, IT, telekomunikacja, medycyna. Zdecydowana większość funduszy działa w skali kraju. Wybrane fundusze (np. RFI Łódź) działają lokalnie i preferują regionalne inwestycje.

Jak wynika z wykresu przedstawionego na rys. 1, spora część funduszy VC zainteresowana jest finansowaniem inwestycji rzędu setek milionów złotych⁴. Z przedstawionych danych wynika nie tylko słabość segmentu bardzo małych inwestycji w początkowej fazie (*seed*), ale także małych inwestycji (*venture*) oraz znaczna siła kapitałowa, a także nasilenie konkurencji pomiędzy funduszami w segmencie *private equity*.

³ www.psik.org.pl.

⁴ Limity inwestycyjne w euro zostały przeliczone na PLN według średniego kursu NBP z 26 lipca 2011 r. 1 EUR = 4,065 PLN.



Rys. 1. Górne limity inwestycyjne funduszy VC w Polsce w 2011 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.bankier.pl oraz psik.org.pl (dostęp: 25 lipca 2011 r.).

Dokładniejszych informacji na temat wielkości preferowanych inwestycji dostarcza zestawienie w formie wykresu limitów inwestycyjnych tych funduszy, które oferowały finansowanie fazy zasiewów oraz rozruchu (rys. 2). Z grupy analizowanych funduszy tylko 6 deklarowało finansowanie fazy *seed*, natomiast 11 fazy *start-up* (tabela 2).

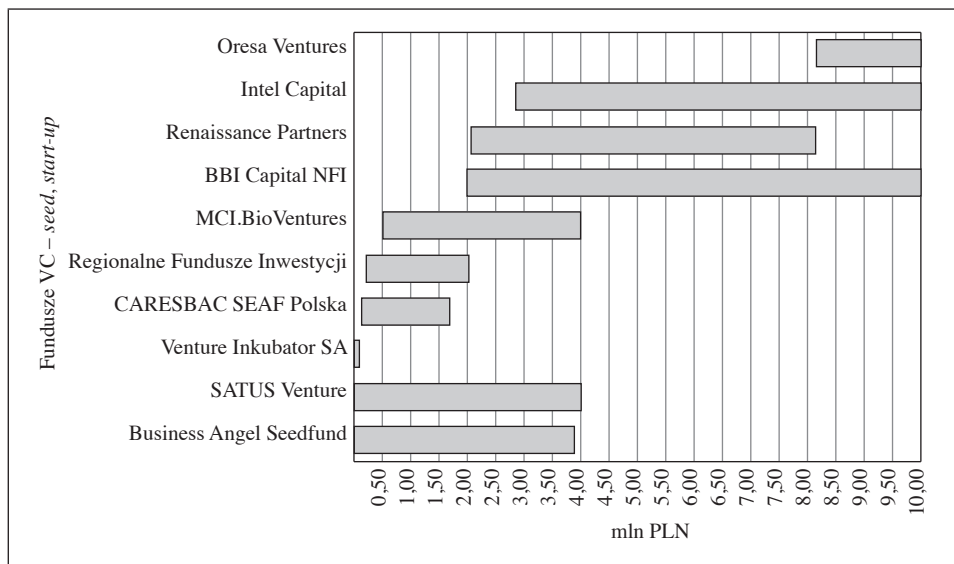
Tabela 2. Fundusze inwestycyjne VC deklarujące finansowanie fazy *start-up* oraz *seed*

Nazwa funduszu	Dolny limit (mln PLN)	Górny limit (mln PLN)	Rodzaj inwestycji
Business Angel Seedfund	0	3,90	rozruch, zasiew
SATUS Venture	0	4,00	rozruch, zasiew
Venture Inkubator SA	0,05	0,10	rozruch, zasiew
CARESBAC SEAF Polska	0,14	1,71	ekspansja i rozwój, mezzanine, rozruch
Regionalne Fundusze Inwestycji	0,20	2,03	ekspansja i rozwój, rozruch, zasiew
MCI.BioVentures	0,50	4,00	<i>seed</i> , <i>start-up</i> , <i>roll-up</i>

cd. tabeli 1

Nazwa funduszu	Dolny limit (mln PLN)	Górny limit (mln PLN)	Rodzaj inwestycji
BBI Capital NFI	2,00	20,00	ekspansja i rozwój, zasiew
Renaissance Partners	2,03	8,13	ekspansja i rozwój, mezzanine, rozruch
Intel Capital	2,84	56,85	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, prywatyzacja, refinansowanie, restrukturyzacja, rozruch
Oresa Ventures	8,13	40,65	ekspansja i rozwój, rozruch, wykupy

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.bankier.pl oraz psik.org.pl (dostęp: 25 lipca 2011 r.).



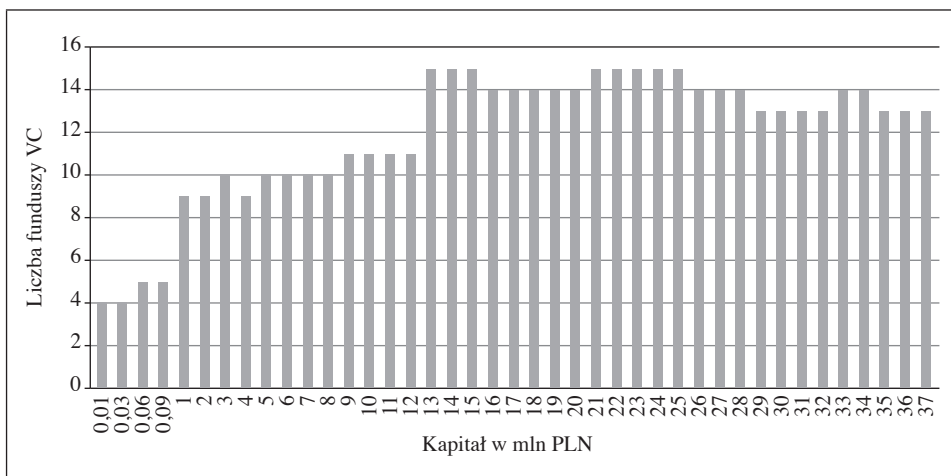
Rys. 2. Limity inwestycyjne w funduszach VC deklarujących finansowanie fazy *start-up* oraz *seed*

Uwaga: trzy z funduszy finansujących wczesne etapy rozwoju zaznaczonych na wykresie (Intel Capital, Oresa Ventures oraz BBI Capital NFI) deklarują górne limity inwestycyjne znacznie powyżej 10 mln PLN (tabela 1), jednak ze względu na cel wykresu skala została ograniczona do tej kwoty.

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę niewielką liczbę funduszy VC finansującą fazę *start-up* i *seed*, można zauważyć, iż teza, że najtrudniej zdobyć przedsiębiorcom finansowanie

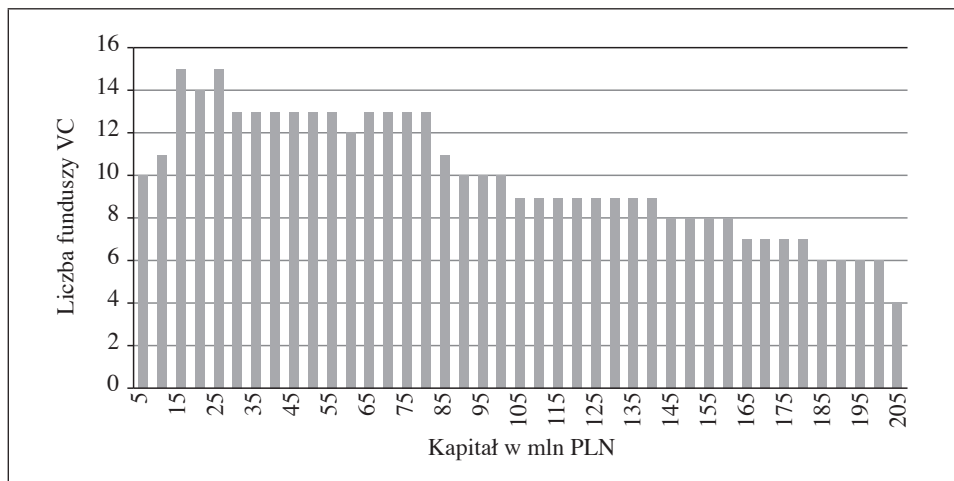
wanie na niewielkie projekty, jest uzasadniona. Kolejny wykres prezentujący liczbę funduszy VC w zależności od deklarowanego limitu inwestycyjnego potwierdza, że stosunkowo trudno pozyskać kapitał do kwoty 1 mln PLN (rys. 3). Powyżej granicy 1 mln zł zdecydowanie zwiększa się liczba działających funduszy. Kolejnym progiem kapitału, dla którego skokowo zwiększa się liczba działających funduszy, jest wartość 14 mln PLN. Z analizy limitów inwestycyjnych do wartości 200 mln PLN (rys. 4) wynika, że fundusze VC skupiają się na inwestycjach o wartości 15–30 mln PLN, a następnie stopniowo zmniejsza się liczba funduszy akceptujących większe projekty. Inwestycję wartości 205 mln PLN skłonne byłyby sfinansować tylko 4 fundusze.



Rys. 3. Liczba funduszy w zależności od oferowanego limitu inwestycyjnego (do 37 mln PLN)

Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowane wnioski z analizy obecnie działających na polskim rynku funduszy VC są częściowo zbieżne z analizą limitów inwestycyjnych przeprowadzoną przez P. Tamowicza [2007, s. 39]. Według niego obszar niedostatecznej podaży funduszy VC/PE przed 2007 r. dotyczył wartości między 0,1–2 mln PLN a 8–10 mln PLN, natomiast po tym okresie, ze względu na dofinansowanie funduszy VC oraz załączkowych z programów unijnych (poddziałanie 1.2.3 SPO WKP, 3.2 PO IG, Krajowy Fundusz Kapitałowy) luka kapitału zmniejszyła się do zakresu od 1,5 do 4 mln euro (tj. 5,7 do 15 mln PLN). Z kolei w opracowaniu Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową przyjęto, że granice luki mieszczą się w przedziale od 0,1 mln zł do 10 mln zł [*Mechanizmy inżynierii...* 2010, s. 41].



Rys. 4. Liczba funduszy w zależności od oferowanego limitu inwestycyjnego (do 200 mln PLN)

Źródło: opracowanie własne.

Natomiast według EBAN (European Business Angels Network) formalne fundusze VC inwestują od kwoty 2,5 mln euro (ok. 10 mln PLN)⁵.

4.2. Aniołowie biznesu

Charakterystyka rynku aniołów biznesu w Polsce

Oprócz sformalizowanych funduszy VC działają także nieformalni inwestorzy – aniołowie biznesu. Z perspektywy ograniczania rozmiarów luki kapitałowej rozwój ich rynku ma bardzo duże znaczenie. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych jest on znacznie większy od sformalizowanego rynku funduszy VC. Inwestorzy BA inwestują 13-krotnie więcej kapitału niż fundusze VC i dokonują 40-krotnie więcej inwestycji [*Mechanizmy inżynierii...* 2010, s. 47].

Ze względu na nieformalny charakter inwestycji aniołów biznesu jakiegokolwiek dane statystyczne są trudno dostępne, również w Polsce. Rzadko publikuje się nazwiska prywatnych inwestorów i podaje nazwy spółek, w które zainwestowali. Pewne jest jedynie, że aniołowie biznesu wypełniają lukę pomiędzy finansowaniem pozyskanym od rodziny i przyjaciół a funduszami VC.

⁵ <http://www.eban.org> (dostęp: 1 sierpnia 2011 r.).

Według danych EBAN⁶, organizacji skupiającej sieci aniołów biznesu i fundusze załączkowe, w 2010 r. w Polsce działało około dziesięciu sieci skupiających aniołów biznesu, których liczbę można szacować na około 500 osób (w Europie – 75 tys.) [Błaszczak 2011]. W roku 2007 natomiast określono liczbę aktywnych i potencjalnych aniołów biznesu na poziomie 100–150, z czego około 15–20 to inwestorzy zaawansowani (tacy, którzy posiadają w swoim portfelu inwestycyjnym 3–4 inwestycje) [Tamowicz 2007, s. 21]. Na tej podstawie można stwierdzić, że w ciągu kilku lat nastąpił dynamiczny wzrost liczby prywatnych inwestorów.

Preferencje aniołów biznesu w zakresie limitów inwestycyjnych w Polsce

Przeciętny europejski anioł biznesu inwestuje kwotę pomiędzy 20 tys. a 250 tys. euro (ok. 80 tys. PLN–1 mln PLN), a średnia zainwestowana kwota przypadająca na jednego anioła biznesu wynosi od ok. 80 tys. euro do 250 tys. euro, w zależności od rodzaju finansowanej działalności oraz regionu⁷. Rozmiary średnich inwestycji ulegają zwiększeniu w sytuacji, gdy anioł biznesu dokonuje wspólnej inwestycji z innymi inwestorami lub funduszami.

Kryteria inwestycyjne stosowane przez polskie sieci aniołów biznesu (m.in. Wschodnią Sieć Aniołów Biznesu, Ponadregionalną Sieć Aniołów Biznesu, Lewiatan Business Angels) są zbliżone i wskazują, że generalnie inwestują one środki w innowacyjne przedsięwzięcia w przedziale od 50 tys. PLN do 2 mln PLN⁸, w formie udziałowej (*equity*), we wczesnych fazach rozwoju (nowe bądź młode przedsiębiorstwo). Niektórzy inwestorzy prywatni mogą inwestować w kilka spółek, a ich portfel inwestycyjny mieści się w przedziale 100 tys. do 5 mln zł, co stanowi od 3 do 10% majątku⁹. Natomiast z danych charakteryzujących populację aniołów biznesu skupionych w Lewiatan Business Angels wynika, że limity inwestycyjne nieformalnych inwestorów zawierają się w przedziale od 0,2 do 1 mln PLN (mediana) lub od 0,4 do 4,5 mln PLN (średnia arytmetyczna) [Tamowicz 2007, s. 21]. Po odrzuceniu 10 nietypowych obserwacji (pułap inwestycyjny wskazywany powyżej poziomu 10 mln PLN) wartość górnego limitu dla średniej arytmetycznej obniża się do poziomu 1,7 mln PLN. Różnice w wysokości deklarowanych limitów inwestycyjnych zależały także od strategii działania

⁶ The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and Other Early Stager Market Players.

⁷ www.eban.org (dostęp: 3 sierpnia 2011 r.).

⁸ Wartość inwestycji dokonywanych przez anioła biznesu mieści się w granicach od 50 tys. PLN nawet do 2 mln PLN, za: Wschodnia Sieć Aniołów Biznesu, www.wsab.org.pl; kapitał wymagany od prywatnego inwestora to minimum 50 tys. PLN, za: Ponadregionalna Sieć Aniołów Biznesu Innowacja, <http://www.psab.pl/pl/index.html> (dostęp: 4 sierpnia 2011 r.).

⁹ Typowy anioł biznesu w portfelu inwestycyjnym dysponuje kwotą 100 tys.–5 mln PLN (3–10% majątku), za: Lewiatan Business Angels, <http://www.lba.pl/kim-jest-anioł> (dostęp: 4 sierpnia 2011 r.).

aniołów biznesu w zakresie finansowania stadium *start-up*. Dla aniołów biznesu, którzy akceptowali finansowanie bardzo wczesnej fazy rozwoju przedsiębiorstwa, limit inwestycyjny kształtował się na poziomie 0,2 do 1,6 mln PLN, natomiast dla wykluczających inwestycje w *start-up* deklarowany limit był wyższy i mieścił się w granicach od 0,7 do 7,3 mln PLN [Tamowicz 2007, s. 22].

Aniołowie biznesu mogą ograniczać swoje inwestycje regionalnie ze względu na potrzebę odgrywania roli doradcy w firmie, w którą inwestują. Z tego względu prawdopodobne jest, że będą poszukiwać inwestycji oddalonych od miejsca zamieszkania do 160 km (2–3 godziny jazdy samochodem) [Mikołajczyk i Krawczyk 2007, s. 60]. Nie jest to jednak regułą i w szczególności w przypadku inwestycji *high-tech* zaobserwowano zmianę podejścia w odniesieniu do położenia geograficznego inwestycji. Może to mieć przyczynę w małej liczbie projektów inwestycyjnych typu *high-tech* w danym regionie.

5. Podsumowanie

W artykule podjęto próbę określenia granic luki finansowej w odniesieniu do kapitału *equity* w Polsce. We wstępie postawiono tezę, że przedsiębiorstwa działające w Polsce mają trudności z finansowaniem projektów na rynku *equity* rozumianym jako rynek funduszy *venture capital* oraz aniołów biznesu w granicach pomiędzy 1 mln PLN a 15 mln PLN (są to tzw. granice luki finansowej).

Tabela. 3. Podaż kapitału w zależności od limitów inwestycyjnych – rynek *equity*

Rynek <i>equity</i>	Limity inwestycyjne			
	50 tys. zł – 1/2 mln PLN	1–14 mln PLN	14–30 mln PLN	Powyżej 30 mln PLN
Fundusze VC	fundusze zależ- kowe – słaba podaż (niewielka liczba funduszy)	słaba podaż kapitału	stosunkowo bogata oferta inwestycyjna	słaba podaż
Aniołowie biznesu	obszar aktyw- ności aniołów biznesu	pojedynczy inwe- storzy – słaba podaż	pojedynczy inwe- storzy – słaba podaż	pojedynczy inwe- storzy – słaba podaż

Źródło: opracowanie własne.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że aniołowie biznesu inwestują w pojedyncze projekty od kwoty ok. 50 tys. zł do 2 mln PLN, natomiast zdecydowana większość funduszy VC od kwoty 1 mln PLN wzwyż, przy czym w granicach od 1 mln do 14 mln zł podaż kapitału jest stosunkowo słaba. Dosyć dobrą ofertę mogą napotkać przedsiębiorstwa potrzebujące dofinansowania ze strony

funduszu VC rzędu 14–30 mln zł. Wraz ze wzrostem potrzebnej kwoty stopniowo liczba funduszy VC maleje. Analiza wykazała również bardzo niską podaż kapitału finansującego fazę załączkową. Wyniki przeprowadzonej analizy ujęto w tabeli 3.

Przedstawione limity inwestycyjne można odnieść do wszystkich przedsiębiorców działających w Polsce, gdyż znikomym odsetkiem funduszy VC oraz aniołów biznesu ogranicza swoje działania regionalnie.

Literatura

- Ang J.S. [1991], *Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management*, „The Journal of Small Business Finance” 1(1).
- Ang J.S. [1992], *On the Theory of Finance for Privately Held Firms*, „The Journal of Small Business Finance” 1(3).
- Błaszczak A. [2011], *Anioły biznesu stawiają na technologie*, „Rzeczpospolita”, 10 maja.
- Cressey R. [2002], *Funding Gaps: a Symposium*, „The Economic Journal”, vol. 112, nr 477, Oxford.
- Dostęp MŚP do finansowania w regionie Wielkopolski. Ewaluacja okresowa* [2008], Poznań.
- Drewniak Z. [2011], *Inwestycje Private Equity/Venture Capital w Polsce w roku 2010*, www.polban.pl (dostęp: 1 sierpnia 2011 r.).
- EVCA Central and Eastern Europe Statistics* [2011], European Private Equity and Venture Capital Association, www.evca.eu.
- EVCA Yearbook* [2011], European Private Equity and Venture Capital Association, www.evca.eu.
- Klonowski D. [2009], *Innowacyjność sektora MSP w Polsce. Rządowe programy wsparcia a luka finansowa*, Ernst & Young, Warszawa.
- Macmillan H. [1931], *Report of Committee on Finance and Industry*.
- Mechanizmy inżynierii finansowej w podnoszeniu efektywności absorpcji środków UE i ich znaczenie w polityce spójności po 2013 roku* [2010], Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M. [2007], *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa.
- Prędkiewicz K. [2010], *Nowe instrumenty finansowania odnawialnego dla sektora MŚP w ramach inicjatywy JEREMIE* [w:] *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 144, Wrocław.
- SME Access to Finance in Dolnośląskie Region. Interim Evaluation Study* [2008], Wrocław.
- The SME Financing Gap*, Vol. 1, *Theory and Evidence* [2006], OECD Publishing.
- Stiglitz J., Weiss A. [1981], *Credit Rationing in Markets with Incomplete Information*, „American Economic Review”, vol. 71, nr 3.
- Storey D.J. [2004], *Racial and Gender Discrimination in the Micro Firms Credit Market? Evidence from Trinidad and Tobago*, „Small Business Economics” 23(5).
- The Supply of Equity Finance of SMEs: Revisiting the “Equity Gap”* [2009], Department for Business, Innovation and Skills, URN 09/1573.

- Tamowicz P. [2007], *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*, Raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk.
- Tamowicz P. [2008], *Analiza luki finansowej w województwie pomorskim w zakresie dostępu przedsiębiorców do zwrotnych instrumentów finansowych w kontekście realizacji Działania 1.3. Pozadotacyjne instrumenty wsparcia MŚP w ramach regionalnego programu operacyjnego dla województwa pomorskiego na lata 2007–2013 w drodze inicjatywy JEREMIE*, Gdańsk.

The Boundaries of the Capital Gap in Poland

The paper seeks to identify the limits of the funding gap in relation to equity capital in Poland. The following thesis was proposed: companies operating in Poland have difficulty obtaining equity capital from VC funds and business angel investors in the 1 million PLN to 15 million PLN range. An analysis is done on 36 VC funds and business angel preferences in Poland, confirming that the thesis is true.

Further aims of the article are to: 1) put definitions related to the financial gap in order, 2) analyse the VC market in Poland, particularly in terms of investment limits and stage business financing, 3) analyse the business angel market in Poland.

Keywords: funding gap, equity gap, business angels, venture capitals.