

Nowoczesne Systemy Zarządzania
Zeszyt 12 (2017), nr 2 (kwiecień-czerwiec)
ISSN 1896-9380, s. 237-250



Instytut Organizacji i Zarządzania
Wydział Cybernetyki
Wojskowa Akademia Techniczna
w Warszawie

Modern Management Systems
Volume 12 (2017), No. 2 (April-June)
ISSN 1896-9380, pp. 237-250

Institute of Organization and Management
Faculty of Cybernetics
Military University of Technology

Finansowanie start-upów przez fundusze wysokiego ryzyka¹

Venture capital financing for start-ups

Mateusz Codogni

Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie, Wydział Zarządzania
mcodogni@zarz.agh.edu.pl

Abstrakt: Celem artykułu jest analiza specyfiki finansowania przedsięwzięć gospodarczych typu start-up. Punktem wyjścia analizy jest określenie jej zakresu poprzez zdefiniowanie przedsięwzięcia typu start-up. Następnie podjęto próbę określenia specyfiki inwestowania w przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju z punktu widzenia kształtowania się ryzyka i potrzeb inwestycyjnych w czasie. Artykuł zawiera również przegląd współczesnych trendów w finansowaniu typu venture capital w Polsce, Europie i USA. Artykuł zamyka podsumowanie zawierające wnioski końcowe i określające kierunki dalszych badań.

Słowa kluczowe: start-up, venture capital, finansowanie.

Abstract: The aim of the paper is the analysis of unique features of start-up financing. The starting point is the definition of start-up, hence the definition of scope of the analysis. It is followed by an attempt of description of unique features of investment in early-stage ventures, from the point of view of risk level and the financial needs of the projects, which evolve in time. The paper then presents an overview of data illustrating contemporary trends in venture capital financing in Poland, Europe and United States of America. The paper ends with final conclusions and future research plan.

Keywords: venture capital, start-up, financing.

¹ Badania sfinansowane przez Wydział Zarządzania Akademii Górniczo-Hutniczej w Krakowie (projekt nr 11/11.200.272 „Zarządzanie przedsiębiorstwami w warunkach gospodarki globalnej” finansowany przez MNiSW).

Wstęp

Tematyka *start-upów* cieszy się w ostatnich latach rosnącym zainteresowaniem zarówno ze strony opinii publicznej, przedsiębiorców, jak i badaczy. Również władze państwowe promują innowacyjność gospodarki, w tym rozwój *start-upów*, czego wyrazem są choćby takie programy, jak „Start in Poland”, „Inteligentny Rozwój” czy „BRIDGE”. Jednocześnie pojęcie *start-up* używane jest w różnych znaczeniach, a jego zakres znaczeniowy bywa bardzo często poszerzany lub zawężany. Stąd aktualna staje się tematyka badawcza obejmująca ten typ przedsięwzięć gospodarczych, a w szczególności ich finansowanie.

1. Zakres analizy – czyli nie każde małe przedsiębiorstwo jest *start-upem*, nie każdy *start-up* jest małym przedsiębiorstwem

W kontekście rozważań nad finansowaniem *start-upów* istotna staje się kwestia definicji *start-upu* i jej ewentualnej tożsamości z definicją MSP. Zarówno w środowisku naukowym, jak i wśród przedsiębiorców spotkać można bardzo szerokie rozumienie słowa *start-up*, do tego stopnia, że właściwie traci ono swoją moc dyskryminacyjną i staje się synonimem małego przedsiębiorstwa. W środowisku przedsiębiorców, zwłaszcza młodych, rozpowszechnienie słowa *start-up* można prawdopodobnie tłumaczyć modą – stało się ono, podobnie jak „społecznościowy”, „innowacyjny”, czy – kilka lat temu – „multimedialny”, jednym ze słów, których używa się, aby podkreślić swoją przynależność do awangardy współczesnych trendów gospodarczych i technicznych. Abstrahując jednak od mody, pojęcie *start-upu* przysparza rzeczywistych kłopotów definicyjnych.

Po pierwsze współcześnie kryterium wielkościowe często bywa zawodne. Dla przykładu – w roku 2013 firma Clinkle pozyskała od aniołów biznesu i funduszy *venture capital* kapitały w wysokości 25 mln USD. Zatrudniała wówczas 50 osób. W momencie pozyskania inwestorów przedsiębiorstwo nie miało jeszcze gotowego produktu ani żadnych klientów (Shontell, 2013). Produkt firmy zadebiutował na rynku dopiero w połowie 2014 roku (Constine, 2014). Gdyby więc przyjąć europejską definicję MSP (Komisja Europejska, 2016), to omawiane przedsiębiorstwo już co najmniej na rok przed swoim rynkowym debiutem przestało być małym przedsiębiorstwem, a stało się średnim. Jednocześnie znajdowało się w fazie załóżkowej, a zatem niewątpliwie ciągle było *start-upem*. A więc definiowanie *start-upu* poprzez ilościowe kryteria opisujące wielkość organizacji może nie być rozstrzygające.

Nie tylko nie każdy *start-up* jest mały, ale również nie każde małe przedsiębiorstwo jest *start-upem*. Pojęcie to definiowane jest raczej w kategoriach jakościowych niż ilościowych. S. Blank i B. Dorf podkreślają, iż *start-up* to „tymczasowa organizacja zajmująca się poszukiwaniem skalowalnego, powtarzalnego i rentownego modelu

biznesowego” (Blank, Dorf, 2013, s. 19). Podejście to jest zgodne z twierdzeniem profesora C. Christensena, iż wysoce innowacyjne przedsiębiorstwa w początkowych fazach rozwoju nie powinny być nastawione na sprawną realizację ustalonych z góry planów, lecz raczej na jak najszybsze gromadzenie wiedzy i ciągłe aktualizowanie planów, a czasem na ich daleko idące modyfikowanie (Christensen, 2010, s. 296). Wynika to z faktu, iż wprowadzając nowy produkt na nieukształtowany jeszcze rynek, nie dysponują żadnymi danymi historycznymi, żadnym materiałem porównawczym, stąd ich działanie opiera się raczej na hipotezach niż na rzetelnych danych. A zatem powinny dążyć do jak najwcześniejszego wprowadzenia produktu na rynek (nawet w uproszczonej wersji i dla węższego kręgu odbiorców), aby jak najwcześniej móc zacząć weryfikować swoje hipotezy i przypuszczenia dotyczące klientów, ich preferencji i potrzeb (Christensen, 2010, s. 314; Blank, Dorf, 2013, s. 33-96).

Jeśli przyjąć, iż jedną z konstytutywnych cech *start-upu* jest innowacyjność, to również ona nie stanowi rzeczywistego kryterium dyskryminacyjnego. Powszechnie przyjmowana definicja pochodząca z „Podręcznika Oslo” kreśli trzy poziomy innowacji: dla przedsiębiorstwa, dla rynku i w skali światowej (Podręcznik Oslo, 2008, s. 60). Jeśli więc *start-up* charakteryzuje się innowacyjnością – bez żadnych przymiotników, dookreśleń ani zawężeń co do poziomu – to przedsiębiorstwo rozpoczynające działalność, dla którego każde działanie jest w oczywisty sposób innowacją na poziomie przedsiębiorstwa, jest automatycznie przedsiębiorstwem innowacyjnym, a co za tym idzie *start-upem*.

Szeroko cytowana definicja P. Grahama, współzałożyciela Y-Combinator (jednego z najbardziej znanych w świecie funduszy załączkowych), określa *start-up* jako przedsięwzięcie gospodarcze podejmowane z zamiarem i planem szybkiego zwiększania skali działalności. Plan oczywiście może się nie powieść i możemy mieć do czynienia z nieudanym *start-upem*, natomiast zamiar szybkiego skalowania jest kluczowy. A zatem nowo powstała pralnia, restauracja czy wypożyczalnia rowerów nie musi być i najczęściej nie jest *start-upem*, niezależnie od tego, jak bardzo nowatorskie pomysły realizuje, natomiast może być *start-upem*, jeśli jej plan rozwoju zakłada na przykład stworzenie w ciągu kilku lat międzynarodowej sieci pralni, restauracji czy wypożyczalni rowerów. Cechy kojarzone ze *start-upami*, jak działanie w branżach wysokich technologii, innowacyjność, sposób finansowania, jedynie wspierają plan szybkiego wzrostu i z niego wynikają (Graham, 2012).

Wreszcie słowo *start-up* bywa rozumiane jako wyraźnie ograniczona, krótka faza rozwoju następująca między fazą załączkową a fazą wczesnego rozwoju (np. Portal Innowacji, 2016). Według tego rozumienia *start-up* to okres następujący w okolicach momentu rozpoczęcia działalności operacyjnej przedsiębiorstwa i wprowadzenia na rynek pierwszych partii wyrobu. Następuje po fazie koncepcyjno-badawczo-rozwojowej (faza załączkowa), a przed fazą wczesnego rozwoju, kiedy to rynek zaakceptował wyrób, a przedsiębiorstwo stara się budować swoją pozycję rynkową.

W powyższym kontekście zrozumiałym jest fakt, iż w badaniu „Polskie start-upy 2016” na próbie składającej się z podmiotów gospodarczych, które były przez autorów badania pieczołowicie dobierane pod kątem spełnienia założonych przez nich kryteriów bycia *start-upem* i pomimo tego, iż ankiety wypełniane były niemal wyłącznie przez prezesów lub wspólników, dwudziestu dwóch respondentów stwierdziło, iż nie wie, czy ich przedsiębiorstwa są *start-upami* czy też nie (Skala, Kruczkowska, 2016, s. 13).

A zatem z badawczego punktu widzenia problem ze *start-upami* zasadza się w dużej części na tym, że są definiowane przez czynniki subiektywne. A więc w odróżnieniu od na przykład MSP, które są definiowane według jasnych wskaźników ilościowych raportowanych do Głównego Urzędu Statystycznego, badanie *start-upów* musi z konieczności zawierać dosyć obszerną część służącą do sprawdzenia, czy dane przedsiębiorstwo w istocie jest *start-upem*. A właściwie możliwe jest tylko ustalenie, czy respondent, na przykład jego właściciel, uważa subiektywnie, że posiada ono cechy *start-upu*. Z tych samych względów ustalenie liczebności badanej populacji nie jest możliwe, co jest utrudnieniem dla wnioskowania statystycznego.

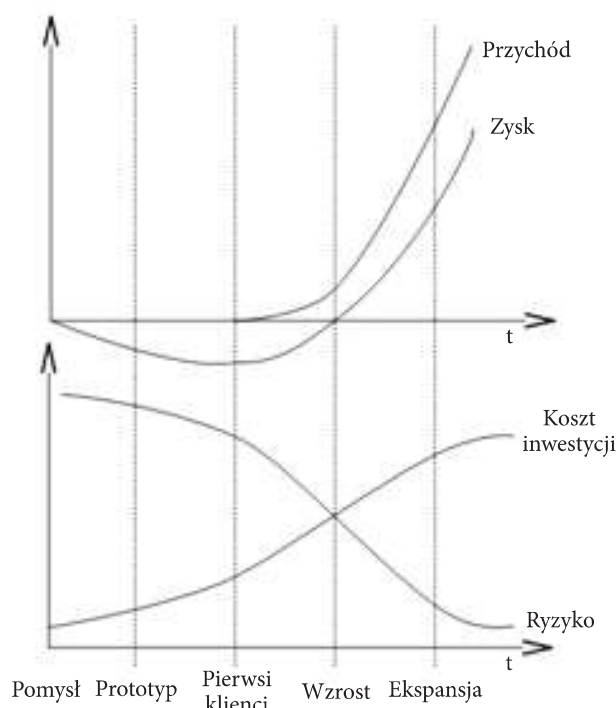
Jednak podejmowane są inicjatywy zmierzające do formalizacji definicji *start-upu*. Na przykład w roku 2016 Minister Handlu i Przemysłu Indii wydał rozporządzenie definiujące *start-up* na potrzeby programu „Start-up India” zmierzającego do wspierania rozwoju indyjskich *start-upów*. Przyjęto następujące kryteria definicyjne:

- przedsiębiorstwo nie starsze niż pięć lat od momentu rejestracji,
- obrót za ostatnie pięć lat nie przekraczający 250 mln rupii (ok. 3,7 mln USD),
- działanie w celu innowacji, rozwijania, wprowadzania na rynek i komercjalizacji nowych produktów, procesów lub usług opartych na technologii lub własności intelektualnej,
- *start-up* nie może być jednoosobową działalnością gospodarczą.

Oprócz kryteriów ilościowych przytoczona definicja obejmuje również kryterium jakościowe. Rodzi to problemy związane z określaniem stopnia innowacyjności. Rząd indyjski przyjął rozwiązanie polegające na konieczności uzyskania przez podmiot ubiegający się o status *start-upu* listu rekomendacyjnego od państwowego lub uczelnianego inkubatora przedsiębiorczości, listu intencyjnego od podmiotu *private equity* zawierającego zobowiązanie zakupu nie mniej niż 20% udziałów lub przedstawienia patentu na rozwiązanie techniczne związane z działalnością przedsiębiorstwa. Przedstawione dokumenty rekomendacyjne podlegają ocenie przez odpowiednie władze (Dwivedi, 2016). Według stanu na 9 listopada 2016 status *start-upu* uzyskało oficjalnie 428 indyjskich przedsiębiorstw (Start-up India, 2016).

2. Cykl rozwoju organizacji a potrzeby i możliwości pozyskania kapitału

Specyfika działalności gospodarczej *start-upów* pociąga za sobą specyfikę ich źródeł finansowania. Brak historii kredytowej i zabezpieczeń stawia je w równie złym położeniu, jak inne młode podmioty gospodarcze w ubieganiu się o kredyty inwestycyjne. Jednak planowany szybki wzrost czyni je przedmiotem zainteresowania inwestorów wysokiego ryzyka.



Rys. 1. Wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa – wybrane wskaźniki finansowe a ryzyko i koszty inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie Startupyard, 2015

Rysunek 1 przedstawia szkic powiązania faz rozwoju przedsiębiorstwa ze wskaźnikami finansowymi (przychodem i zyskiem) oraz z poziomem ryzyka i wyceną przedsięwzięcia, wpływającą na koszt zakupu udziałów przez inwestorów. Ułatwia on prześledzenie możliwości finansowania przedsięwzięcia z kapitałów własnych. W najwcześniejszej, koncepcyjnej fazie rozwoju, kiedy ryzyko projektu jest najwyższe, potrzeby finansowe przedsiębiorstwa są stosunkowo małe, co umożliwia jego finansowanie ze środków własnych założycieli. Firmy dojrzałe mają możliwość finansowania rozwoju z emisji akcji. Pomiędzy tymi obszarami pojawia się luka kapitałowa (Mikołajczyk, Krawczyk, 2007, s. 26-27). Sposoby jej wypełniania są głównym przedmiotem zainteresowania niniejszego artykułu. W momencie, kiedy potrzeby inwestycyjne projektu zaczynają przekraczać możliwości finansowe

założyciela, często kolejnymi inwestorami są przyjaciele i rodzina (*friends and family round*, często określana również jako *friends, family and fools*). W miarę jak potrzeby rosną, a niepewność maleje, przedsięwzięcie staje się przedmiotem zainteresowania aniołów biznesu, a następnie wyspecjalizowanych funduszy załączkowych. Inną możliwością jest od niedawna poszukiwanie inwestorów w formie *crowdfunding* opartego na udziałach (*equity-based crowdfunding*) (szersze rozważania na temat *crowdfunding* zawarto w: Codogni, 2015). W kolejnej fazie, po dalszej redukcji niepewności, a co za tym idzie również dalszym wzroście wartości przedsiębiorstwa, przedsiębiorstwem mogą zainteresować się fundusze *venture capital*, które najczęściej doprowadzają przedsiębiorstwo do fazy, kiedy może podjąć finansowanie emisjami akcji i w tym miejscu wycofują się ze współpracy. Możliwość finansowania rozwoju z zysku zatrzymanego pojawia się w fazie wzrostu, a więc w fazie, w której przedsiębiorstwo finansowane jest przez fundusze załączkowe lub *venture capital*.

Często można spotkać się z twierdzeniem, iż przedsiębiorstwa powinny próbować pozyskiwać „sprytne pieniądze” (tzw. *smart money*), a więc inwestorów, którzy oprócz pieniędzy wnoszą również doświadczenie biznesowe, kontakty, wiedzę. Z tego powodu za potencjalnie lepsze rozwiązania można uznać aniołów biznesu oraz fundusze załączkowe i *venture*, podczas gdy inwestycje przyjaciół i rodziny oraz środki pozyskane przez *crowdfunding* nie przynoszą przedsiębiorstwu dodatkowych pożytków poza samymi pieniędzmi. Kwoty możliwe do pozyskania w ten sposób są zwykle stosunkowo niewielkie. Wreszcie ryzyka związane z pozyskiwaniem środków od przyjaciół i rodziny rozciągają się poza sferę biznesową, mogąc potencjalnie niszczyć kontakty osobiste. *Equity-based crowdfunding* jest również źródłem mało rozpowszechnionym – sumę transakcji w roku 2015 szacuje się na około 2,5 mld USD w skali świata (Crowdexpert, 2015). A zatem o ile małe, innowacyjne przedsiębiorstwa dysponują szerszą paletą możliwych źródeł finansowania, o tyle dla *start-upów sensu stricto* (a więc przedsiębiorstw dążących do bardzo dynamicznego wzrostu), właściwym rozwiązaniem wydają się, przynajmniej w fazie ekspansji, fundusze *venture capital*.

3. Inwestycje funduszy *venture capital* w *start-upy* w świetle danych

Poniższa ilościowa analiza inwestycji funduszy *venture capital* w *start-upy* oparta jest na danych PwC Money Tree oraz Eurostatu. Przytoczone dane Pricewaterhouse-Coopers Money Tree opisujące amerykański rynek *venture capital* opracowywane są na podstawie danych Thomson Reuters. Obejmują inwestycje pieniężne *venture capital* czynione przez profesjonalne podmioty (banki i fundusze inwestycyjne) zajmujące się inwestowaniem w nowe podmioty gospodarcze. Nie obejmują natomiast inwestycji czynionych przez aniołów biznesu, inkubatory czy korporacje

(chyba że są to inwestycje wspólne z profesjonalnymi inwestorami *venture capital* lub następujące po wcześniejszych inwestycjach profesjonalnych przedsiębiorstw *venture capital*). Z analizy wyłączono również inwestycje w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstwa, takie jak wykup, emisje publiczne, inwestycje w podmioty wcześniej notowane (więcej o metodyce badania: PwC Money Tree, 2016). Jeśli chodzi o fazę rozwoju, metodyka PwC dzieli młode podmioty na cztery grupy:

- załóżkową (firma rozwija koncepcję i produkt, jeszcze nie prowadząc pełnej działalności gospodarczej; istnieje zwykle poniżej 18 miesięcy);
- wczesną (produkt znajduje się w fazie testów lub produkcji pilotażowej, może być już dostępny na rynku (zatem mogły, lecz nie musiały, pojawić się już pierwsze przychody); przedsiębiorstwo istnieje zwykle poniżej trzech lat);
- ekspansji (produkt już w seryjnej produkcji i dostępny na rynku; następuje znaczący wzrost sprzedaży, zyski mogły już się pojawić, ale nie musiały; przedsiębiorstwo istnieje zwykle powyżej trzech lat);
- późniejszą (produkt szeroko dostępny; przedsiębiorstwo generuje stałe przychody i zwykle również pozytywne przepływy pieniężne, zwykle jest zyskowne; kategoria obejmuje również *spin-offy* istniejących uprzednio przedsiębiorstw).

Rynek europejski opisują dane z Eurostatu (pochodzące z badań prowadzonych przez Invest Europe, dawniej European Private Equity & Venture Capital Association). Dane obejmują inwestycje *venture capital* dokonywane przez przedsiębiorstwa. Fazy rozwoju przedsiębiorca – biorcy definiowane są jako:

- załóżkowa – badanie, ocena i rozwijanie podstawowej koncepcji działalności,
- *start-up* – inwestycje w rozwój produktu, rozpoczęcie produkcji, marketingu i sprzedaży; produkt jeszcze nie jest dostępny na rynku,
- późniejsza – finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa, które jest już obecne na rynku, ale niekoniecznie wypracowuje już zyski.

Dane dotyczące inwestycji w jeszcze późniejszych fazach rozwoju (wykupy, zakup udziałów od innych funduszy *venture capital*, inwestycje w dojrzałe organizacje itp.) nie zostały włączone do poniżej prezentowanej analizy (więcej o metodyce badania: Eurostat, 2016).

Amerykański rynek *venture capital* jest obecnie wart około 60 mld USD rocznie i dokonuje się na nim około 4,5 tys. transakcji rocznie. W ujęciu dynamicznym łatwo zaobserwować bańkę *dot-comową* z przełomu wieków (wartość rynku osiągnęła wówczas 105 mld USD rocznie) i późniejszą ostrożność funduszy w inwestowaniu, która jednak obecnie zaczyna ustępować miejsca większemu optymizmowi. Z punktu widzenia kompozycji portfela inwestycyjnego finansowanie środkami *venture capital* zajmuje w układzie faz rozwoju przedsiębiorstwa miejsce pomiędzy fazą załóżkową a późniejszą – jak widać, główną część portfela stanowią inwestycje w przedsiębiorstwa w fazie wczesnej i fazie ekspansji. Co prawda bezpośrednio po szoku związanym z pęknięciem bańki *dot-comowej* fundusze zainteresowały się

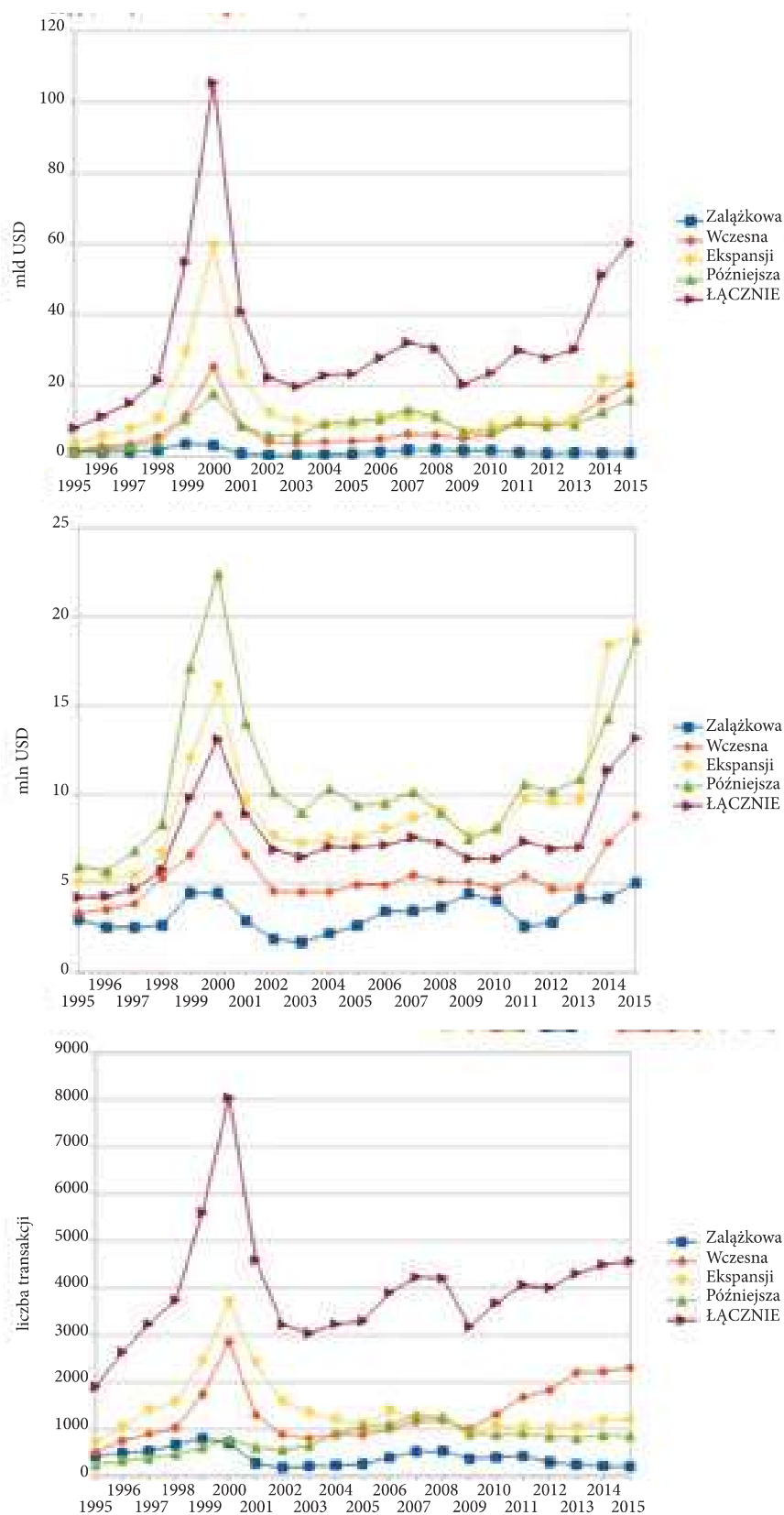
w większym stopniu bezpieczniejszymi inwestycjami w przedsiębiorstwa bardziej dojrzałe, jednak obecnie zdaje się, że wracają na swoje tradycyjne miejsce w czasowym układzie źródeł finansowania.

Podobne reakcje ostrożnościowe można zaobserwować, śledząc średnią wartość transakcji. W szczycie boomu *dot-comowego* sięgała ona 13 mln USD, w kolejnych latach spadła niemal o połowę, a obecnie znowu wzrosła, osiągając poziom podobny do tego z roku 2000. Zrozumiałe są zatem obawy i intensywnie toczone, na przykład na łamach czasopism branżowych, dyskusje na temat tego, czy obecne wysokie finansowanie *venture capital* rzeczywiście wynika z tego, że współczesne młode przedsiębiorstwa działają na solidnych podstawach ekonomicznych czy też raczej należy spodziewać się kolejnej fali upadłości przewartościowanych przedsiębiorstw wysokotechnologicznych. Trendy na amerykańskim rynku *venture capital* prezentuje rysunek 2.

Roczna wartość europejskiego rynku *venture capital* wynosi obecnie około 4 mld EUR i dokonuje się na nim prawie 4 tys. transakcji rocznie. A zatem liczba transakcji nie odbiega zasadniczo od amerykańskiego rynku *venture capital*, natomiast ich wartość jest niższa o rząd wielkości. Jeśli chodzi o dynamikę wskaźników, europejski rynek, podobnie jak amerykański, zanotował zniżkę po kryzysie finansowym roku 2008, natomiast w odróżnieniu od amerykańskiego, jeszcze się po niej nie podniósł. Średnia wartość transakcji pozostaje stosunkowo niska w porównaniu z rynkiem amerykańskim. Oczywiście po części wynika to z faktu, że rynek europejski obejmuje zarówno bogate kraje „starej Unii”, jak i biedniejsze kraje postkomunistyczne. Jednak nawet w najbogatszych krajach europejskich średnie wartości transakcji są kilkakrotnie mniejsze niż w Stanach Zjednoczonych. Dane dotyczące europejskiego rynku *venture capital* przedstawia rysunek 3.

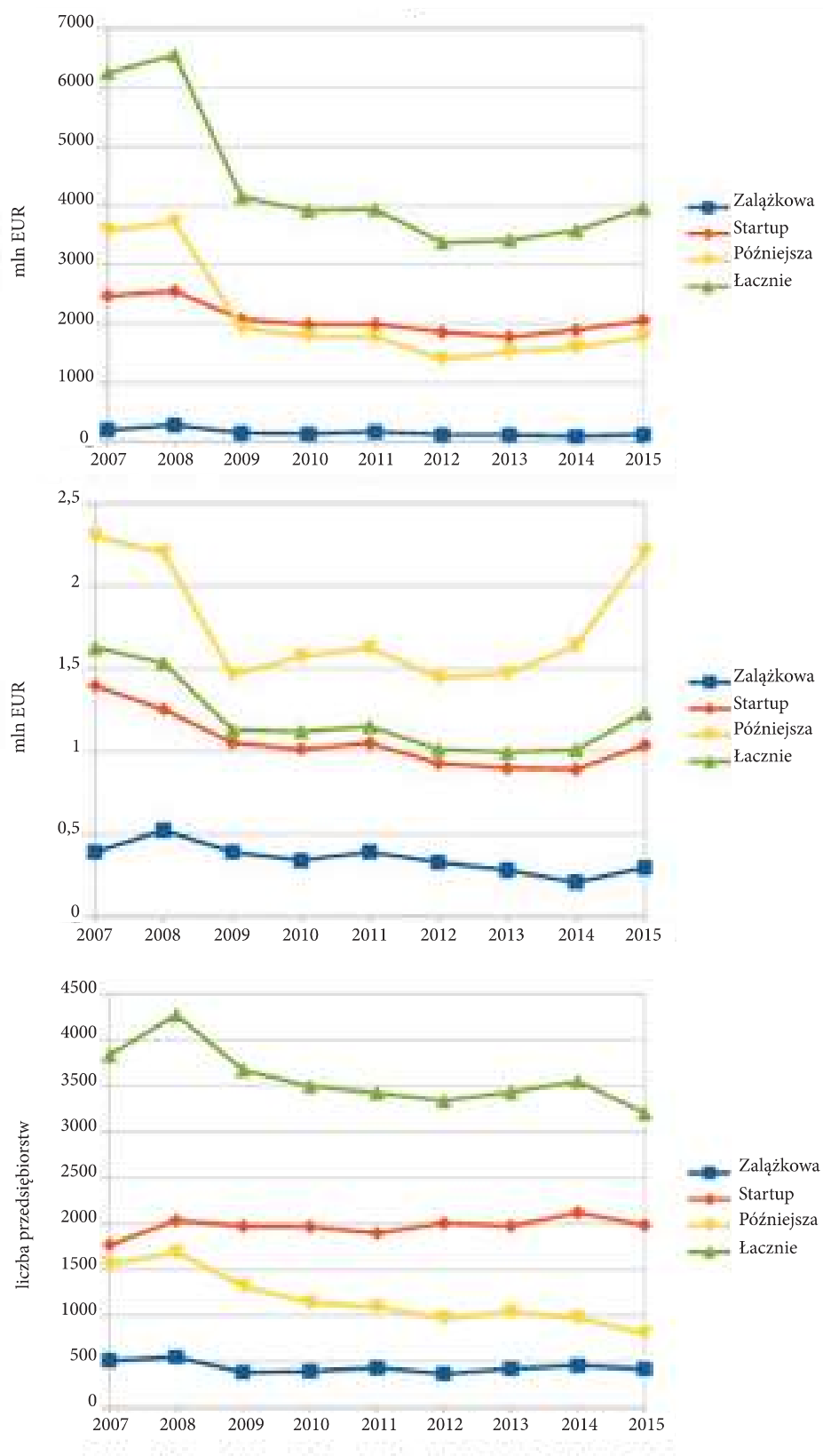
Powyższe dane ilustrują również, iż inwestycje funduszy *venture capital* to w dużej części inwestycje w stosunkowo wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Najnowsze dane z USA wskazują, że inwestycje funduszy *venture capital* w przedsiębiorstwa w fazie załączkowej stanowią ok. 4% portfela inwestycyjnego w ujęciu wartościowym, w fazie wczesnej – około 32%, w fazie ekspansji – około 41%, a w fazie późniejszej – 9% (PwC Money Tree, 2016). Podobnie w Europie, inwestycje *venture capital* w przedsiębiorstwa w fazie załączkowej stanowią około 3% portfela inwestycyjnego, w fazie *start-up* – około 52%, a w fazie późniejszej – około 45% (Eurostat, 2016). A zatem czasami spotykane w literaturze przedmiotu twierdzenie, iż fundusze *venture capital* inwestują wyłącznie lub w znakomitej większości w przedsiębiorstwa w późnej fazie rozwoju nie znajdują potwierdzenia w danych.

Polski rynek *venture capital* jest stosunkowo mały na tle rynków „starej Unii”, zarówno pod względem liczby transakcji, ich przeciętnej wartości, jak i udziału *venture capital* w PKB. Jednak w regionie Europy Środkowo-Wschodniej jest rynkiem bardzo znaczącym. Poza tym w ostatnich latach charakteryzuje się tendencją wzrostową. Dane dotyczące polskiego rynku *venture capital* przedstawia rysunek 4.



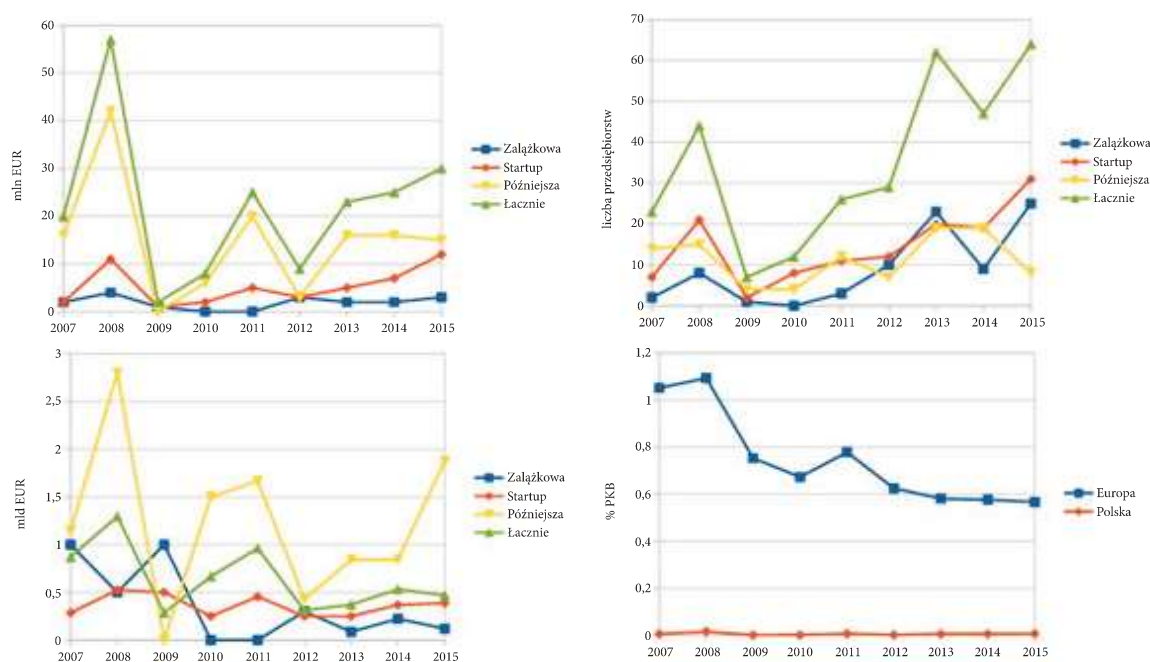
Rys. 2. Amerykański rynek *venture capital* – sumaryczna wartość transakcji, sumaryczna liczba transakcji oraz średnia wartość transakcji

Źródło: na podstawie: PwC Money Tree, 2016



Rys. 3. Europejski rynek *venture capital* – sumaryczna wartość transakcji, sumaryczna liczba transakcji oraz średnia wartość transakcji

Źródło: na podstawie: Eurostat, 2016



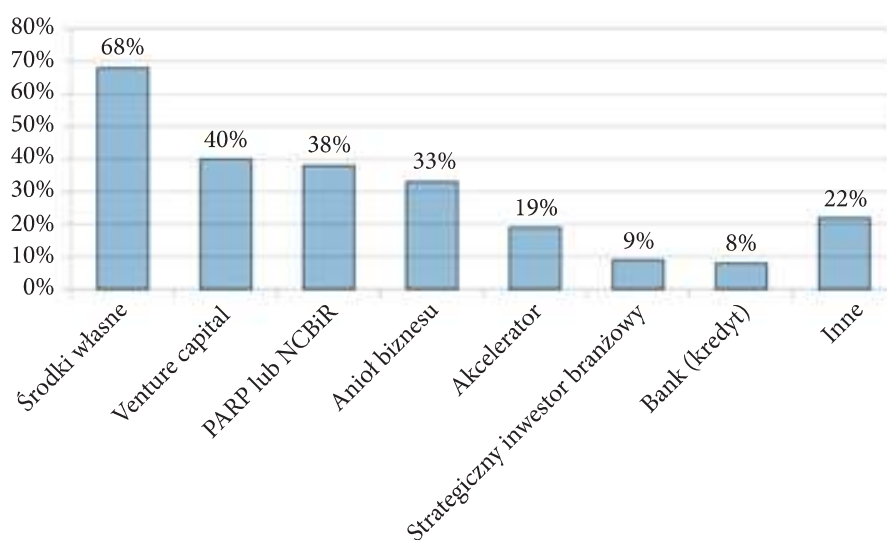
Rys. 4. Polski rynek *venture capital* – sumaryczna wartość transakcji, sumaryczna liczba transakcji, średnia wartość transakcji oraz *venture capital* jako procent PKB

Źródło: na podstawie: Eurostat, 2016

W badaniu „Polskie start-upy 2017” przeprowadzonym wśród start-upów działających w branży informatycznej, wśród zasobów, których przedsiębiorstwa potrzebują najbardziej, 65% respondentów wskazało pieniądze (pozostałe wskazywane braki w pytaniu wielokrotnego wyboru to: pracownicy 43%, kontakty biznesowe 41%, specjalistyczna wiedza 14%). W związku z tym badane *start-upy* planują pozyskiwanie kapitałów zewnętrznych. Jednak w chwili badania 62% badanych podmiotów finansowało swój rozwój wyłącznie ze środków własnych (Beauchamp i in., 2017, s. 7). W poprzedniej edycji badania grupa podmiotów całkowicie polegających na samofinansowaniu liczyła 50%. Ta grupa *start-upów* wyróżniała się na tle całej próby małymi rozmiarami – nie zatrudniały pracowników lub zatrudniały bardzo małą ich liczbę (1-3 osoby) (Skala, Kruczkowska, 2016, s. 38). Rozkład źródeł kapitału w badanych przedsiębiorstwach przedstawia rysunek 5.

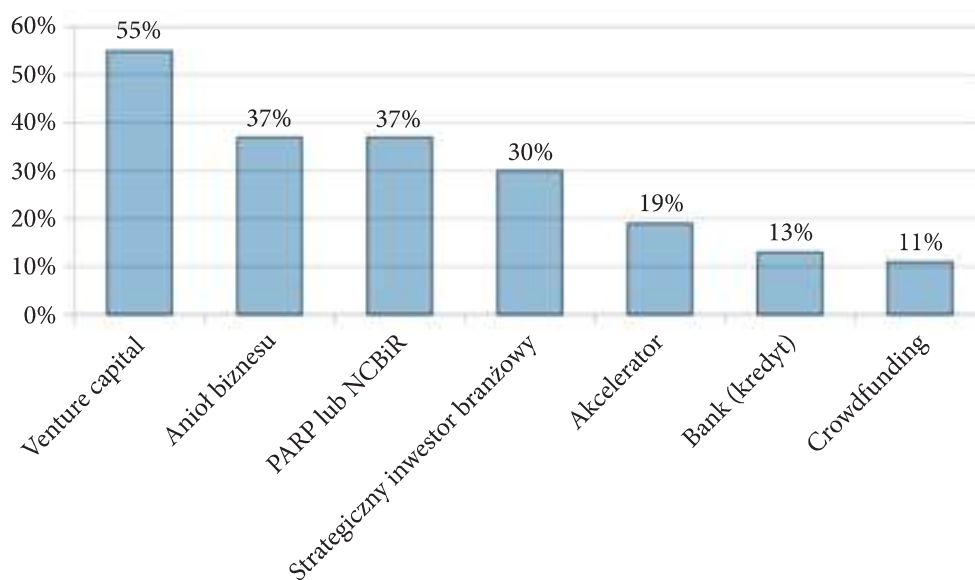
Krajowe i zagraniczne fundusze *venture capital* wykorzystywane były przez 40% badanych przedsiębiorstw, lokując je na drugim miejscu wśród najczęściej wykorzystywanych przez polskie *start-upy* źródeł finansowania. Niemal równie popularnym źródłem zewnętrznego finansowania są środki publiczne pochodzące ze źródeł unijnych, przyznawane przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości oraz Narodowe Centrum Badań i Rozwoju. Wśród ważnych źródeł zewnętrznych są również krajowi i zagraniczni aniołowie biznesu. Kategoria „inne” obejmuje między innymi takie źródła, jak *crowdfunding*, granty, konkursy *start-upowe* i giełda. Warto zauważyć, iż w porównaniu z zeszłorocznym badaniem wszystkie zewnętrzne źródła finansowania zyskują na znaczeniu, a największą dynamiką wzrostu charakteryzują

się akceleratory, aniołowie biznesu i *venture capital*. Również rozpatrując zamierzenia inwestycyjne analizowanych przedsiębiorstw, najczęściej brane pod uwagę są *venture capital* i aniołowie biznesu. Rysunek 6 przedstawia zewnętrzne źródła finansowania, których pozyskanie planują analizowane przedsiębiorstwa w ciągu najbliższych sześciu miesięcy.



Rys. 5. Źródła kapitału w polskich *start-upach* (pytanie wielokrotnego wyboru)

Źródło: Beauchamp i in., 2017, s. 26



Rys. 6. Źródła, z których polskie *start-upy* planują pozyskać kapitał zewnętrzny w ciągu najbliższych sześciu miesięcy (pytanie wielokrotnego wyboru)

Źródło: Beauchamp i in., 2017, s. 28

Z kolei środki unijne, choć nadal zajmujące wysokie trzecie miejsce w planach finansowych przedsiębiorców, są źródłem finansowania, które w porównaniu z poprzednią edycją raportu wykazuje największą dynamikę spadkową.

Podsumowanie

Powyższe rozważania wskazują, iż dla przedsięwzięć typu *start-up* w wąskim znaczeniu (a więc młodych przedsięwzięć gospodarczych planujących szybki rozwój) fundusze *venture capital* stanowią właściwe źródło finansowania z punktu widzenia poziomu ryzyka, jaki są w stanie tolerować, wielkości środków inwestycyjnych, które mogą wnieść do przedsięwzięcia oraz swojej wiedzy biznesowej i często również branżowej, która czyni je pożądanymi inwestorami typu *smart money*. Analiza danych dotyczących inwestycji *venture capital* wskazuje, iż w USA fundusze przejawiają większy optymizm po kryzysach z roku 2000 i 2008. W Polsce wartość rynku nie powróciła jeszcze do poziomu z roku 2008, ale zaobserwować można w ostatnich latach znaczący wzrost liczby transakcji. Polski rynek *venture capital* stanowi, w porównaniu ze średnią europejską, bardzo mały ułamek PKB (0,007%, w porównaniu ze średnią europejską na poziomie 0,6% PKB). A zatem jeśli przyjąć założenie o konwergencji gospodarki polskiej z gospodarką Unii Europejskiej, można spodziewać się w przyszłości znaczącego wzrostu działalności *venture capital* w naszym kraju.

Przyszłe kierunki badań powinny objąć kwestię skonstruowania poprawnej, zrozumiałej i w jak najmniejszym stopniu opartej na subiektywnej ocenie, definicji *start-upu*. Wydaje się to istotne zwłaszcza w obliczu deklarowanego przez przedstawicieli polskiego rządu i obecnie wprowadzanego w życie szerokiego wsparcia innowacyjnych przedsiębiorstw. Drugim wyłaniającym się kierunkiem badań jest konstrukcja i doskonalenie narzędzi wyceny *start-upów*. Obiecujące wydaje się oparcie ich na odpowiednio rozwiniętym i uszczegółowionym modelu fazowym rozwoju przedsiębiorstwa.

BIBLIOGRAFIA

- [1] BLANK S., DORF B., 2013, *Podręcznik start-upu. Budowa wielkiej firmy krok po kroku*, Helion, Gliwice.
- [2] CHRISTENSEN C., 2010, *Przełomowe innowacje. Możliwości rozwoju czy zagrożenie dla przedsiębiorstwa*, Wydawnictwa Profesjonalne PWN, Warszawa.
- [3] CODOGNI M., 2015, *Crowdfunding jako sposób finansowania rozwoju start-upów*, [w:] M. Czyż, J. Dyduch (red.), *Zarządzanie w procesie rozwoju gospodarczego – kwestie ekonomiczne, finansowe i środowiskowe*, Wydawnictwa AGH, Kraków.
- [4] MIKOŁAJCZYK B., KRAWCZYK M., 2007, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa.
- [5] *Podręcznik Oslo. Zasady gromadzenia i interpretacji danych dotyczących innowacji*, 2008, Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego, Warszawa.

NETOGRAFIA

- [1] BEAUCHAMP M., KOWALCZYK A., SKALA A., 2017, *Polskie start-upy. Raport 2017*, Fundacja Start-up Poland, Warszawa, http://start-uppoland.org/wp-content/uploads/2017/09/SP_raport2017_single_fix.pdf (29.10.2017).

-
- [2] CONSTINE J., 2014, *Mobile Wallet Laughingstock Clinkle Finally Launches To Let You Pay Friends And Earn „Treats”*, Techcrunch, <https://techcrunch.com/2014/09/23/clinkle/> (15.11.2016).
- [3] CROWDEXPERT, 2015, *Crowdfunding Industry Statistics 2015/2016*, <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/> (27.11.2016).
- [4] DWIVEDI A.B., 2016, *The government has finally defined the word ‘start-up’*, Your Story, <https://yourstory.com/2016/02/government-definition-start-up/> (16.11.2016).
- [5] EUROSTAT, 2016, http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=htec_vci_stage2&lang=en (20.11.2016).
- [6] GRAHAM P., 2012, *Start-up = Growth*, <http://www.paulgraham.com/growth.html> (20.11.2016).
- [7] KOMISJA EUROPEJSKA, 2016, *What is an SME?*, http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly-environment/sme-definition_en (15.11.2016).
- [8] PORTAL INNOWACJI, 2016, www.pi.gov.pl (20.11.2016).
- [9] PwC MONEY TREE, 2016, <https://www.pwcmoneytree.com/HistoricTrends/CustomQueryHistoricTrend> (15.11.2016).
- [10] SHONTELL A., 2013, *21-Years-Old Raises Largest Seed Round in Silicon Valey History – \$25 Million – For Mysterious Payment App*, Business Insider, <http://www.businessinsider.com/lucas-duplan-raises-25-million-seed-round-for-clinkle-2013-6?IR=T> (15.11.2016).
- [11] SKALA A., KRUCZKOWSKA E., 2016, *Raport polskie start-upy 2016*, Fundacja Start-up Poland, Warszawa, <http://start-uppoland.org/wp-content/uploads/2016/09/Start-up-Poland-Raport-2016-16.pdf> (29.10.2017).
- [12] START-UPINDIA, 2016, http://start-upindia.gov.in/start-up_registration.php (16.11.2016).
- [13] START-UPYARD, 2015, *The Start-up Investment Cycle*, [www.http://start-upyard.com/guest-post-vc-andrej-kiska-the-start-up-investment-cycle/](http://start-upyard.com/guest-post-vc-andrej-kiska-the-start-up-investment-cycle/) (14.11.2016).