

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**271**

# Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 1



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,  
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2012

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)**

**ISBN 978-83-7695-223-9 t. 1**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

Wstęp .....	11
<b>Abdul Nafea Al Zararee, Abdulrahman Al-Azzawi:</b> The impact of free cash flow on market value of firm.....	13
<b>Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski:</b> Financial leverage puzzle – preliminary conclusions from literature review .....	22
<b>Michał Buszko:</b> Zarządzanie ryzykiem konwersji kapitału nieruchomości ( <i>equity release</i> ) .....	40
<b>Magdalena Bywalec:</b> Jakość portfela kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2007-2011 .....	49
<b>Jolanta Ciak:</b> Model of public debt management institutions in Poland and the models functioning within the European Union .....	59
<b>Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak:</b> Syntetyczny miernik poziomu asymetrii informacji (SMAI) .....	68
<b>Anna Doś:</b> Low-carbon technologies investment decisions under uncertainty created by the carbon market.....	79
<b>Justyna Dyduch:</b> Ocena efektywności kosztowej inwestycji proekologicznych.....	88
<b>Ewa Dziawgo:</b> Analiza własności opcji <i>floored</i> .....	100
<b>Ryta Dziemianowicz:</b> Kryzys gospodarczy a polityka podatkowa w krajach UE.....	113
<b>Józefa Famielec:</b> Finansowanie zreformowanej gospodarki odpadami komunalnymi .....	123
<b>Anna Feruś:</b> The use of data envelopment analysis method for the estimation of companies' credit risk .....	133
<b>Joanna Fila:</b> Europejski instrument mikrofinansowy Progress wsparciem w obszarze mikrofinansów.....	144
<b>Sławomir Franek:</b> Ocena wiarygodności prognoz makroekonomicznych – doświadczenia paktu stabilności i wzrostu a wieloletnie planowanie budżetowe .....	152
<b>Paweł Galiński:</b> Produkty i usługi bankowe dla jednostek samorządu terytorialnego w Polsce.....	162
<b>Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska:</b> Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych .....	172
<b>Jerzy Grabowiecki:</b> Financial structure and organization of <i>keiretsu</i> – Japanese business groups.....	181

<b>Sylwia Grenda:</b> Ryzyko cen transferowych w działalności przedsiębiorstw powiązanych .....	191
<b>Maria Magdalena Grzelak:</b> Ocena związków pomiędzy nakładami na działalność innowacyjną a konkurencyjnością przedsiębiorstw przemysłu spożywczego w Polsce.....	202
<b>Agnieszka Jachowicz:</b> Finanse publiczne w Polsce w świetle paktu stabilności .....	214
<b>Agnieszka Janeta:</b> Rynkowe wskaźniki oceny stanu finansów publicznych na przykładzie wybranych krajów strefy euro .....	226
<b>Agnieszka Janeta:</b> Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego.....	236
<b>Bogna Janik:</b> Efficiency of investment strategy of Socially Responsible Funds Calvert.....	247
<b>Anna Jarzębska:</b> Obszary zarządzania płynnością finansową w publicznej szkole wyższej .....	256
<b>Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński:</b> Struktura kapitału i dywersyfikacja działalności spółek rodzinnych notowanych na GPW .....	265
<b>Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek:</b> Analiza wpływu wskaźników płynności i rentowności na kształtowanie się ekonomicznej wartości dodanej na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	279
<b>Arkadiusz Kijek:</b> Modelowanie ryzyka sektorowego przy zastosowaniu metody harmonicznej .....	289
<b>Anna Kobialka:</b> Analiza dochodów gmin województwa lubelskiego w latach 2004-2009.....	302
<b>Anna Korombel:</b> Zarządzanie ryzykiem w praktyce polskich przedsiębiorstw .....	313
<b>Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek:</b> Znaczenie instytucji otoczenia biznesu we wdrażaniu innowacji MŚP.....	322
<b>Magdalena Kowalczyk:</b> Wykorzystanie narzędzi rachunkowości zarządczej w sektorze finansów publicznych.....	334
<b>Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska:</b> Zarządzanie kosztami za pomocą zarządzania przez cele na przykładzie zakładu przetwórstwa mięsnego X .....	343
<b>Paweł Kowalik, Błażej Prus:</b> Analiza wyznaczania kwoty na wyrównanie dochodów w krajowych niemieckich systemach wyrównania finansowego na przykładzie 2011 roku.....	353
<b>Sylwester Kozak, Olga Teplova:</b> Covered bonds and RMBS as secured funding instruments for the real estate market in the EU.....	367
<b>Małgorzata Kożuch:</b> Preferencje podatkowe jako narzędzia subsydiowania przedsięwzięć ochrony środowiska .....	378
<b>Marzena Krawczyk:</b> Gotowość inwestycyjna determinantą pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu .....	388

<b>Marzena Krawczyk:</b> Teoria hierarchii źródeł finansowania w praktyce innowacyjnych MŚP w Polsce .....	397
<b>Jarosław Kubiak:</b> Planowanie należności na podstawie cyklu ich rotacji określonego według zasady lifo oraz według wartości średniej .....	407
<b>Iwa Kuchciak:</b> <i>Crowdsourcing</i> w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.....	418
<b>Marcin Kuzel:</b> Chińskie inwestycje bezpośrednie na świecie – skala, kierunki i motywy ekspansji zagranicznej .....	427
<b>Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak:</b> Progresja podatkowa a redystrybucja dochodów .....	439
<b>Katarzyna Lisińska:</b> Struktura kapitałowa przedsiębiorstw produkcyjnych w Polsce, Niemczech i Portugalii .....	449
<b>Joanna Lizińska:</b> Problem doboru portfela porównawczego w długookresowej ewaluacji efektów kolejnych emisji akcji .....	459
<b>Bogdan Ludwiczak:</b> Wykorzystanie metody VaR w procesie pomiaru ryzyka.....	468
<b>Justyna Łukomska-Szarek:</b> Ocena zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 2004-2010.....	480
<b>Agnieszka Majewska:</b> Wykorzystanie opcji quanto w zarządzaniu ryzykiem pogodowym w przedsiębiorstwach sektora energetycznego.....	490
<b>Monika Marcinkowska:</b> Rachunkowość społeczna – czyli o pomiarze wyników przedsiębiorstw w kontekście oczekiwań interesariuszy .....	502

## Summaries

<b>Abdul Nafea Al Zararee:</b> Wpływ wolnych przepływów pieniężnych na wartość rynkową firmy .....	21
<b>Tomasz Berent, Sebastian Jasinowski:</b> Dźwignia finansowa – wstępne wnioski z przeglądu literatury.....	39
<b>Michał Buszko:</b> Risk management of real estate equity release .....	48
<b>Magdalena Bywalec:</b> The quality of the portfolio of housing loans in Poland in 2007-2011 .....	58
<b>Jolanta Ciak:</b> Model instytucji zarządzania długiem publicznym w Polsce na tle modeli funkcjonujących w Unii Europejskiej .....	67
<b>Leszek Czapiewski, Jarosław Kubiak:</b> Synthetic measure of the degree of information asymmetry .....	78
<b>Anna Doś:</b> Decyzje o inwestycjach w technologii obniżające emisję CO <sub>2</sub> w warunkach niepewności stwarzanej przez europejski system handlu emisjami.....	87
<b>Justyna Dyduch:</b> Assessment of cost effectiveness of proecological investments .....	99
<b>Ewa Dziawgo:</b> The analysis of the properties of floored options .....	112

<b>Ryta Dziemianowicz:</b> Economic crisis and tax policy in the EU countries ...	123
<b>Józefa Famielec:</b> Financing of reformed economy of municipal waste .....	132
<b>Anna Feruś:</b> Wykorzystanie metody granicznej analizy danych do oceny ryzyka kredytowego przedsiębiorstw .....	143
<b>Joanna Fila:</b> The European Progress Microfinance Facility as an example of the support in microfinance .....	151
<b>Sławomir Franek:</b> Credibility of macroeconomic forecasts – experiences of stability and growth pact and multi-year budgeting planning .....	161
<b>Paweł Galiński:</b> Banking products and services for local governments in Poland .....	171
<b>Alina Gorczyńska, Izabela Jonek-Kowalska:</b> Depositary receipts as a source of businesses entities financing in the conditions of globalization of financial markets .....	180
<b>Jerzy Grabowiecki:</b> Struktura finansowa i organizacja japońskich grup kapitałowych <i>keiretsu</i> .....	190
<b>Sylwia Grenda:</b> Transfer pricing risk in the activity of related companies ....	201
<b>Maria Magdalena Grzelak:</b> Assessment of relationship between outlays on innovation and competitiveness of food industry enterprises in Poland....	213
<b>Agnieszka Jachowicz:</b> Public finance in Poland in the perspective of the Stability and Growth Pact .....	225
<b>Agnieszka Janeta:</b> Market indicators assessing the state of public finances: the case of selected euro zone countries.....	235
<b>Agnieszka Janeta:</b> Municipal bonds as a financing instrument for local and regional development.....	246
<b>Bogna Janik:</b> Efektywność strategii inwestycyjnych funduszy społecznie odpowiedzialnych Calvert .....	255
<b>Anna Jarzębska:</b> Areas of liquidity management in public university .....	264
<b>Tomasz Jewartowski, Michał Kaldoński:</b> Capital structure and diversification of family firms listed on the Warsaw Stock Exchange .....	278
<b>Marta Kacprzyk, Rafał Wolski, Monika Bolek:</b> Liquidity and profitability ratios influence on economic value added basing on companies listed on the Warsaw Stock Exchange.....	288
<b>Arkadiusz Kijek:</b> Sector risk modelling by harmonic method .....	301
<b>Anna Kobiałka:</b> Analysis of revenue of Lublin Voivodeship communes in 2004-2009 .....	312
<b>Anna Korombel:</b> Risk management in practice of Polish companies.....	321
<b>Anna Korzeniowska, Wojciech Misterek:</b> The role of business environment institutions in implementing SMEs' innovations .....	333
<b>Magdalena Kowalczyk:</b> Using tools of managerial accounting in public finance sector .....	342

<b>Mirosław Kowalewski, Dominika Siemianowska:</b> Cost management conducted with the utilization of Management by Objectives on an example of meat processing plant.....	352
<b>Paweł Kowalik, Błażej Prus:</b> The analysis of determining the amount of the financial equalization in German's national financial equalization systems on the example of 2011 .....	366
<b>Sylwester Kozak, Olga Teplova:</b> Listy zastawne i RMBS jako bezpieczne instrumenty finansujące rynek nieruchomości w UE .....	377
<b>Małgorzata Kożuch:</b> Tax preferences as the instrument of subsidizing of ecological investments.....	387
<b>Marzena Krawczyk:</b> Investment readiness as a determinant for raising capital from business angels .....	396
<b>Marzena Krawczyk:</b> Theory of financing hierarchy in the practice of innovative SMEs in Poland.....	406
<b>Jarosław Kubiak:</b> The receivables level planning on the basis of cycle of rotation determined by the LIFO principles and by average value .....	417
<b>Iwa Kuchciak:</b> Crowdsourcing in the creation of bank company value .....	426
<b>Marcin Kuzel:</b> Chinese foreign direct investment in the world – scale, directions and determinants of international expansion .....	438
<b>Katarzyna Lewkowicz-Grzegorzczak:</b> Tax progression vs. income redistribution.....	448
<b>Katarzyna Lisińska:</b> Capital structure of manufacturing companies in Poland, Germany and Portugal.....	458
<b>Joanna Lizińska:</b> The long-run abnormal stock returns after seasoned equity offerings and the choice of the reference portfolio .....	467
<b>Bogdan Ludwiczak:</b> The VAR approach in the risk measurement .....	479
<b>Justyna Łukomska-Szarek:</b> Assessment of debt of local self-government units in Poland in the years 2004-2010.....	489
<b>Agnieszka Majewska:</b> Weather risk management by using quanto options in enterprises of the energy sector.....	501
<b>Monika Marcinkowska:</b> “Social accounting” – or how to measure companies’ performance in the context of stakeholders’ expectations .....	525

**Marzena Krawczyk**

Uniwersytet Łódzki

---

## GOTOWOŚĆ INWESTYCYJNA DETERMINANTĄ POZYSKIWANIA KAPITAŁU OD ANIOŁÓW BIZNESU\*

---

**Streszczenie:** Gotowość inwestycyjną w skrócie można określić jako zespół czynników świadczących o stopniu przygotowania przedsiębiorcy do procesu ubiegania się o dofinansowanie konkretnego projektu. Wśród nich należy wyróżnić: zrozumienie i znajomość podmiotu wnioskującego o finansowanie własnych potrzeb kapitałowych, posiadanie wiedzy na temat dostępnych form i źródeł finansowania, rozeznanie co do preferencji inwestora oraz umiejętne zaprezentowanie mu projektu, tzn. stanowiące odpowiedź na oczekiwania informacyjne inwestora. W przypadku aniołów biznesu kryteria inwestycyjne potencjalnych kapitałodawców są niezwykle istotne. Celem pracy uczyniono zaakcentowanie, że gotowość inwestycyjna może znacząco wpływać na pozyskiwanie finansowania od *business angels*.

**Słowa kluczowe:** gotowość inwestycyjna, anioł biznesu, finansowanie.

### 1. Wstęp

Przedsiębiorstwa z sektora MŚP są uznawane za istotne ogniwo w procesie przywracania stabilności i pobudzania wzrostu gospodarczego państw, które odczuły negatywne skutki ostatniego kryzysu i spowolnienia gospodarczego. Wiele firm jednak w ogóle nie powstaje, a warte wdrożenia przedsięwzięcia nie są realizowane [Turin Round... 2009, s. 5]. Przez wiele lat uważało się niedokapitalizowanie przedsiębiorstw za główną przyczynę powyższego stanu rzeczy. Ostatnimi laty dowodzi się, że to nie luka kapitałowa stanowi największą barierę rynku. Istotnym problemem staje się m.in. brak wiedzy przedsiębiorcy o możliwościach finansowania, słabe przygotowanie projektów i kierowanie wniosku o ich dofinansowanie do każdego potencjalnego kapitałodawcy – nie zważając na jego preferencje inwestycyjne. Powyższe jest wynikiem braku lub niskiego poziomu gotowości inwestycyjnej [Tamo-wicz 2011, s. 25-26]. Problem ten niesie za sobą dalsze konsekwencje, a mianowicie poszerzanie się zjawiska określanego mianem paradoksu finansowania kapitałowego, w wyniku którego [Saublens 2007, s. 15]:

---

\* Projekt został sfinansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2011/01/B/HS4/00570.



1) inwestor, pomimo wyrażenia woli zaangażowania kapitału w przedsięwzięcia, nie znajduje takich projektów do finansowania, które spełniałyby jego kryteria/preferencje inwestycyjne,

2) przedsiębiorcy, pomimo posiadania pomysłów i innowacyjnych przedsięwzięć, które w swojej istocie są dobre i charakteryzują się potencjałem, napotyka trudności w pozyskaniu kapitału na finansowanie tychże projektów.

Celem pracy uczyniono zaakcentowanie, że gotowość inwestycyjna może znacząco wpływać na pozyskiwanie kapitału od aniołów biznesu, stanowiąc istotną determinantę rozwoju innowacyjnych pomysłów i firm z sektora MŚP. Przedsiębiorcy charakteryzującemu się gotowością inwestycyjną łatwiej jest wybrać dostosowane do własnych potrzeb źródło finansowania i dotrzeć do inwestora, dla którego przedsięwzięcie będzie spełniać jego kryteria inwestycyjne. Jest to szczególnie istotne w przypadku *business angels*, ze względu na ich anonimowość, nieformalny charakter działania oraz heterogeniczność, odzwierciedlającą się zindywidualizowanym podejściem każdego „anioła” do przedmiotu inwestycji.

## 2. Gotowość inwestycyjna popytową determinantą finansowania MŚP

Analiza procesu finansowania działalności mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw przed długi czas opierała się na badaniu strony podażowej zjawiska. Strona popytowa, choć równie istotna, była znacznie słabiej penetrowana, co obecnie ulega zmianie [COM (2006) 502, s. 3-4]. Gotowość inwestycyjna jest przykładem popytowej determinanty pozyskiwania finansowania zewnętrznego [Mason, Kwok 2010, s. 3 i nast.].

Komisja Europejska wskazuje, że gotowość inwestycyjna to zdolność przedsiębiorcy/firmy z sektora MŚP, poszukującego finansowania zewnętrznego (w szczególności kapitału typu *equity*), do zrozumienia specyficznych potrzeb inwestora, do którego kierowana jest oferta, umiejętnego zareagowania na te wymagania poprzez dostarczenie istotnych informacji, bycie wiarygodnym i wzbudzanie zaufania [*Investment Readiness...* 2006, s. 3].

Gotowość inwestycyjną przedsiębiorcy uznaje się zatem za czynnik mogący istotnie wpływać na pozyskanie przez MŚP dofinansowania. Racjonalnie działający przedsiębiorca w procesie ubiegania się o finansowanie powinien podejmować decyzje świadome, oparte na wiedzy o możliwościach pozyskiwania kapitału zewnętrznego, poprzedzone analizą korzyści i ryzyk płynących z korzystania z konkretnego źródła finansowania. Sam wybór powinien też być adekwatny do potrzeb przedsięwzięcia [Griffiths i in. 2011, s. 16]. Z powyższego wynika, że przedsiębiorca powinien posiadać rozeznanie co do dostępności form i źródeł kapitału zewnętrznego, informacje o wadach i zaletach korzystania z niego oraz dysponować wiedzą, która

pozwole mu umiejętnie dopasować zidentyfikowane źródło finansowania do potrzeb konkretnego przedsięwzięcia. Bez gotowości inwestycyjnej jest to utrudnione.

C. Mason i J. Kwok dowodzą, że gotowość inwestycyjna, a raczej jej brak, wynika z [Mason, Kwok 2010, s. 4]:

- niechęci przedsiębiorców do kapitału *equity*, co jest konsekwencją awersji do dzielenia się własnością i dopuszczenia udziału inwestorów w procesie decyzyjnym,
- braku zdolności przedsiębiorcy do przyciągnięcia kapitałodawcy wynikającego z niedopasowania oferty przedsiębiorcy do potrzeb inwestora,
- nieumiejętnego przedstawienia projektów potencjalnym dawcom kapitału.

Niechęć do wnioskowania przedsiębiorców o finansowanie projektów lub nieotrzymanie wsparcia finansowego, pomimo ubiegania się o kapitał, może być również konsekwencją: braku wiedzy o zasadach działania inwestorów czy przebiegu procesu inwestycyjnego, o elementach, strukturze i sposobie prezentacji biznesplanu; niezrozumienia kwestii własności intelektualnej oraz przekazania własności; braku zdolności interpersonalnych i negocjacyjnych [Griffiths i in. 2011, s. 22-23].

Powyższe dowodzi, że gotowość inwestycyjna to nie tylko wiedza, ale i posiadane przez przedsiębiorcę cechy osobowościowe, które ułatwiają pozyskiwanie kapitału zewnętrznego lub przeszkadzają przedsiębiorcy w powyższym. A bez finansowania niemożliwe jest wdrożenie pomysłu, nawet jeśli jest on innowacyjny i ma potencjał.

### 3. Wpływ gotowości inwestycyjnej na pozyskiwanie kapitału

Przedsiębiorstwa innowacyjne i będące we wczesnych fazach rozwoju (*seed, start-up*) charakteryzują się wysokim ryzykiem i niepewnością sukcesu pomysłu. Często wymagają bardzo wysokich kwot wsparcia, przy jednoczesnym braku zabezpieczeń. Dlatego formy i źródła finansowania ich działalności są ograniczone do wybranych instrumentów, w szczególności do *business angels, venture capital* czy *private equity*.

Przedsiębiorca posiadający innowacyjny pomysł nie zawsze jednak wykazuje gotowość inwestycyjną. Czasem rezygnuje z projektu, gdyż brakuje mu pomysłu, skąd pozyskać kapitał na jego realizację. Zdarza się również, że przedsiębiorca nie decyduje się na oferowane finansowanie, gdyż nie chce w zamian za otrzymane środki przekazać części udziałów w firmie.

Dlatego przed uruchomieniem procesu poszukiwania wsparcia finansowego przedsiębiorca powinien spróbować określić swoją wiedzę na temat inwestorów, upewnić się, że rozumie wady i zalety wybranego źródła finansowania, poznać preferencje inwestycyjne potencjalnych kapitałodawców i odpowiedzieć na pytanie, czy otrzymane wsparcie spełni jego potrzeby. Niewiedza skutkuje z jednej strony unikaniem starania się o finansowanie z omawianego źródła, a z drugiej – brakiem akceptacji ze strony inwestora. Gdy przedsiębiorca nie posiada wystarczającej wiedzy, np. na temat aniołów biznesu, nie rozumie zasad ich działania i z tego powodu

ma obawy przed skorzystaniem z ich pomocy, konieczne staje się podniesienie gotowości inwestycyjnej.

Przedsiębiorca, zanim uruchomi proces wnioskowania o kapitał, powinien zrozumieć, że występują duże różnice między poszczególnymi kapitałodawcami, w szczególności działającymi na rynku ryzyka. Inwestorzy różnią się między sobą preferencjami inwestycyjnymi, np. co do branży, oczekiwanej stopy zwrotu, etapu rozwoju przedsiębiorstwa czy też okresu trwania w inwestycji. A to dalej zawęża liczbę potencjalnych kapitałodawców. Badania dowodzą, że w ocenie opłacalności zaangażowania się w projekt inwestorzy zwracają szczególną uwagę na [Griffiths i in. 2011, s. 18]:

- 1) zespół/kadrę zamierzający realizować przedsięwzięcie, który ma być nastawiony na realizację celów, komplementarny co do kompetencji i kwalifikacji,
  - 2) produkt/pomysł, który ma być innowacyjny i unikatowy, posiadający potencjał,
  - 3) model biznesowy,
  - 4) skalę przedsięwzięcia,
  - 5) kwotę kapitału wymaganego do realizacji przedsięwzięcia,
  - 6) świadomość pomysłodawcy dotyczącą faktu przekazania części udziałów.
- Gotowy inwestycyjnie przedsiębiorca ma świadomość powyższego.

#### **4. Gotowość inwestycyjna i jej wpływ na współpracę przedsiębiorcy z aniołem biznesu**

Aniołowie biznesu pełnią ważną funkcję w rozwoju przedsiębiorczości i realizacji innowacyjnych pomysłów. Dzięki swojej działalności zapełniają lukę kapitałową pomiędzy możliwością pozyskania funduszy od przyjaciół/rodziny i od formalnych inwestorów *venture capital* [Krawczyk 2006, s. 53-54]. Problemem jest jednak znalezienie anioła biznesu. Prywatni inwestorzy, jak również przedsiębiorcy i innowatorzy poszukujący kapitału napotykać określone problemy we wzajemnym dotarciu do siebie. Cechą charakterystyczną aniołów biznesu jest bowiem anonimowość i nieformalny charakter działania, co utrudnia możliwość kontaktu innowatora czy też pomysłodawcy z inwestorem. W rezultacie podejmowane przez przedsiębiorców próby znalezienia omawianego źródła finansowania często kończą się niepowodzeniem. Brak wiedzy o specyfice omawianego źródła finansowania, która odzwierciedla się anonimowością i koniecznością znalezienia „anioła”, głównie w drodze zgłoszenia pomysłu do sieci aniołów biznesu, jest oznaką niskiej gotowości inwestycyjnej.

Z drugiej strony przedsiębiorcy, czyli potencjalni biorcy kapitału podwyższonego ryzyka, także wykazują dużą ostrożność w ujawnianiu informacji o swojej działalności i potrzebach kapitałowych. Wynika to głównie z braku zaufania przed skorzystaniem z pomocy inwestora – nie tylko anioła biznesu, ale również z nie-

wiedzy na temat sposobu przebiegu procesu inwestycyjnego i obaw związanych z konsekwencjami skorzystania z pomocy nieformalnego inwestora. Wspomniane brak zaufania i obawy są najczęściej wynikiem niewiedzy i niezrozumienia sposobu działania zarówno *business angels*, jak i innych inwestorów wysokiego ryzyka. Nieznajomość metod wyceny, konieczność podziału udziałów pomiędzy pomysłodawcą a inwestorem, a także niezrozumienie zasad transakcji, czyli brak gotowości inwestycyjnej, mogą powodować u przedsiębiorcy subiektywne wrażenie, że zostanie on oszukany. A to zniechęca go do podpisania umowy o finansowanie i do rozpoczęcia współpracy z *business angels*.

Dla anioła biznesu kwestia zaufania ma równie istotne znaczenie, i to zarówno przed realizacją, jak i w trakcie realizacji procesu inwestycyjnego. *Business angels* cenią sobie osobisty kontakt, dobre stosunki, obustronne zrozumienie i zaufanie między przedsiębiorcą a inwestorem i czynią powyższe determinantami realizacji przedsięwzięcia. To tłumaczy fakt, że dużo czasu poświęcają ocenie i selekcji przedsięwzięć, w które zainwestują [Krawczyk 2007, s. 60-61]. Obawy przedsiębiorców przed skorzystaniem ze wsparcia aniołów biznesu mogą skutkować przekazywaniem niepełnej informacji i nieodwzajemnieniem zaufania. A to zniechęci z kolei „anioła” do zaangażowania się w przedsięwzięcie. Dlatego gotowy inwestycyjnie przedsiębiorca, z definicji, ma być wiarygodny i wzbudzać zaufanie [*Investment Readiness...* 2006, s. 3].

Zaangażowanie *business angel* w działalność przedsiębiorstwa, które finansuje, przybiera różną postać, w zależności od predyspozycji i zainteresowania samego „anioła”. Może mieć ono formę doradzania założycielom MŚP czy pomysłodawcom w operacyjnym zarządzaniu przedsiębiorstwem, wejścia w skład zarządu lub rady nadzorczej w firmie, w którą inwestuje, stania się etatowym pracownikiem przedsiębiorstwa, zajmującym stanowisko kierownicze [Krawczyk, Mikołajczyk 2007, s. 55-56]. Istotne jest, aby przedsiębiorca ubiegający się o finansowanie był świadomy powyższego i zrozumiał, że anioł biznesu będzie obecny w życiu firmy i poza własną osobą wnieśnie do przedsięwzięcia [Krawczyk, Mikołajczyk 2007, s. 55]:

- wiedzę menedżerską,
- doświadczenie zawodowe,
- umiejętności,
- rozeznanie co do sposobu działania rynku, branży,
- kontakty biznesowe,
- *know-how*.

Gotowy inwestycyjnie przedsiębiorca nie powinien zatem bać się zaangażowania anioła biznesu, a traktować wymienione powyżej niefinansowe składowe procesu inwestycyjnego jako wartość dodaną wniesioną przez nieformalnego dawcę kapitału. Innowator powinien tym samym pożądać wsparcia merytorycznego *business angels* i traktować jego aktywny udział w zarządzaniu jako szansę na zdobycie niezbędnej wiedzy menedżerskiej i podniesienie własnych kwalifikacji w pełnieniu funkcji właściciela firmy.

Gotowy inwestycyjnie przedsiębiorca powinien wiedzieć, że każdy anioł biznesu ma ściśle określone preferencje inwestycyjne. Z reguły ich zaangażowanie kapitałowe dokonywane jest w branży, w których „aniołowie” zdobyli już doświadczenie, kontakty biznesowe i które są im znane. Chętnie inwestują kapitał w projekty o charakterze innowacyjnym, w branżach przeszłościowych, a więc w przedsięwzięcia unikatowe, o wysokim stopniu ryzyka i stopie zwrotu [Krawczyk, Mikołajczyk 2007, s. 59-60]. Mając powyższe na uwadze, przedsiębiorca powinien szukać takiego „anioła”, który będzie chętny zainwestować w przedstawiany mu projekt. Zrobi to wówczas, gdy przedsięwzięcie wpisze się w jego preferencje. Duża część przedstawianych „aniołom” projektów nie spełnia stawianych przez nich kryteriów dotyczących rozmiarów, ryzyka, fazy rozwoju czy branży. Autorzy tych przedsięwzięć, często nie znając preferencji inwestycyjnych, kierują pomysły do każdego potencjalnego *business angel*. Tacy pomysłodawcy charakteryzują się niską gotowością inwestycyjną, a ich postępowanie skutkuje występowaniem paradoksu finansowania kapitałowego właśnie po stronie innowatora. Odzwierciedla się on tym, że przedsiębiorcy, pomimo posiadania pomysłów i przedsięwzięć innowacyjnych, które charakteryzują się potencjałem, napotykają trudności w pozyskaniu kapitału na finansowanie tychże projektów [Saublens 2007, s. 15].

Z punktu widzenia aniołów biznesu, czyli inwestorów, paradoks finansowania kapitałowego jest równie widoczny. Duża ilość czasu potrzebna na znalezienie przedsiębiorcy oraz weryfikację przedsięwzięcia pod kątem wpisania się w preferencje anioła biznesu powodują, że przykładają oni ogromną wagę do rekomendacji przyjaciół i stowarzyszeń biznesowych (przede wszystkim sieci). To przypadek w znacznym stopniu decyduje o liczbie i jakości potencjalnych przedsięwzięć przedstawianych aniołom biznesu do rozważenia. Przypadkowość i niska liczba prezentowanych *business angels* projektów powoduje, że inwestor pomimo chęci udostępniania kapitału nie znajduje takich projektów do finansowania, które spełniałyby jego kryteria/preferencje inwestycyjne. Pomocne w rozwiązaniu paradoksu okazują się sieci aniołów biznesu, które udostępniają informacje o innowacyjnych przedsięwzięciach oraz potencjalnych inwestorach, a także łączą inwestora z przedsiębiorcą [Krawczyk, Mikołajczyk 2007, s. 61-62].

Mając powyższe na uwadze, trzeba stwierdzić, że gotowość inwestycyjna należy do uwarunkowań pozyskiwania kapitału przez MŚP ze źródła, jakim są aniołowie biznesu. Stanowi ona determinantę wewnętrzną, gdyż zależy od wewnętrznych zasobów przedsiębiorstwa, a mianowicie od [Sosnowska i in. 2003, s. 18-19]:

- 1) osobowości przedsiębiorcy,
- 2) posiadanej wiedzy i doświadczenia przedsiębiorcy,
- 3) personelu firmy,
- 4) lokalizacji firmy,
- 5) przeszłych i bieżących wyników działalności firmy.

Wymienione powyżej zasoby wewnętrzne przedsiębiorstwa stanowią jednocześnie istotne kryteria brane pod uwagę przez aniołów biznesu w procesie rozważania

przedsięwzięcia do inwestycji. *Business angels* szczególną uwagę zwracają na cechy osobowościowe, wiedzę i doświadczenie zarówno samego przedsiębiorcy, jak i jego pracowników, branżę, w której działa przedsiębiorstwo, jego lokalizację i prognozowane wyniki działalności.

Przedsiębiorca charakteryzujący się wysokim stopniem gotowości inwestycyjnej szybciej pozyska od anioła biznesu kapitał niezbędny do rozwoju biznesu. Posiadana wiedza na temat specyfiki działania omawianego źródła finansowania pozwoli mu poradzić sobie z anonimowością aniołów i ułatwi zrozumienie szans i zagrożeń, jakie niesie ze sobą współpraca z *business angels*.

W podnoszeniu gotowości inwestycyjnej pomocne mogą być liczne programy. Ich realizacja w Polsce jest wynikiem umieszczenia celu, jakim jest kształtowanie gotowości inwestycyjnej przedsiębiorców poszukujących źródeł finansowania własnych innowacyjnych przedsięwzięć w Programie Operacyjnym Innowacyjna Gospodarka (Priorytet III. Kapitał dla innowacji). Przykładem działań służących podnoszeniu gotowości inwestycyjnej są organizowane przez sieci aniołów biznesu seminaria. Dla przykładu Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan prowadzi, współfinansowany ze środków EFRR oraz z budżetu państwa, projekt: *Aktywizacja i podnoszenie kompetencji podmiotów rynku aniołów biznesu w Polsce*, którego beneficjentami uczyniono zarówno aniołów biznesu, jak i przedsiębiorców. W jego ramach innowatorzy i pomysłodawcy mogą podnieść swoją gotowość inwestycyjną przez udział w szkoleniach i seminariach (szczegóły zob. na stronie: [<http://www.lba.pl/projekt/o-projekcie>]):

- przygotowujących do transakcji kapitałowych,
- na temat możliwości pozyskiwania zewnętrznego finansowania,
- na temat sposobów komercyjnego wykorzystania nowoczesnych technologii,
- pokazujących, jak uzyskać wsparcie aniołów biznesu,
- pokazujących, jak założyć własną działalność gospodarczą przez osoby niepełnosprawne.

Wiele seminariów służących podnoszeniu gotowości inwestycyjnej organizuje również Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości czy też Komisja Europejska.

## 5. Podsumowanie

Gotowość inwestycyjna stanowi istotną determinantę pozyskiwania kapitału od aniołów biznesu. Jej niski poziom, a więc słabe rozeznanie co do własnych potrzeb finansowych, przebiegu procesu inwestycyjnego i preferencji inwestycyjnych *business angels* oraz nierozwinięte umiejętności personalne itp., skutkuje brakiem zainteresowania pomysłem potencjalnego dawcy kapitału, a w konsekwencji odmową finansowania projektu.

Przed rozpoczęciem procesu starania się o finansowanie istotne jest uświadomienie sobie przez przedsiębiorcę/właściciela przedsiębiorstwa, jak kształtuje się poziom jego gotowości inwestycyjnej. Pozwoli to zaoszczędzić posiadane zasoby

i uchronić jednostkę przed odmową finansowania innowacyjnego przedsięwzięcia, w momencie gdy wnioski o wsparcie finansowe zostałyby skierowane do niewłaściwego inwestora lub byłyby przygotowane nieprofesjonalnie.

Jest to szczególnie istotne w procesie ubiegania się o finansowanie od aniołów biznesu, w którym kluczowe dla otrzymania środków są kryteria inwestycyjne potencjalnych kapitałodawców, a cały proces jest utrudniony ze względu na anonimowość i nieformalny charakter *business angels*. Gotowy inwestycyjnie przedsiębiorca będzie świadom specyfiki działania aniołów. Dysponowanie wiedzą na temat metod znalezienia nieformalnych inwestorów *venture capital* oraz świadomość korzyści i ryzyk płynących z korzystania ze wspomnianego źródła finansowania pomogą mu w pozyskaniu potrzebnego wsparcia finansowego. Taki przedsiębiorca będzie rozumiał, że w zamian za udziały anioła biznesu wniosie do przedsięwzięcia nie tylko kapitał, ale i wartość dodaną w postaci *know-how*, własnego doświadczenia i kontaktów biznesowych. Będzie umiał przy tym zachęcić inwestora do pomysłu przez przedstawienie w trakcie prezentacji tych informacji, które anioł biznesu uważa za istotne.

Gotowy inwestycyjnie przedsiębiorca zrozumie, że aby pomysł został wdrożony, konieczny jest nie tylko kapitał, ale i dobre relacje pomiędzy nim a aniołem biznesu. Pozwoli mu to odrzucić wszelkie obawy i z sukcesem pozyskać anioła biznesu.

W przypadku przedsiębiorcy charakteryzującego się brakiem gotowości inwestycyjnej konieczne staje się podjęcie działań służących jej budowaniu, np. przez wzięcie czynnego udziału w projektach podnoszenia gotowości inwestycyjnej.

## Literatura

- COM (2006) 502 from 13.09.2006, Communication from The Commission to the Council, The European Parliament, The European Economic and Social Committee and The Committee Of The Regions, *Putting knowledge into practice: A broad-based innovation strategy for the EU*, Commission of The European Communities, Brussels, September 2006.
- Griffiths J., Książek E., Przygocki W., Wiśniewski T., *Budowanie gotowości inwestycyjnej innowacyjnych pomysłów biznesowych*, Coventry – Wrocław – Poznań 2011.
- <http://www.lba.pl>
- Investment Readiness Summary Report of the Workshop*, European Commission, 2006.
- Krawczyk M., Mikołajczyk B., *Aniołowie biznesu w sektorze MŚP*, Difin, Warszawa 2007.
- Krawczyk M., Mikołajczyk B., *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 3.
- Mason C., Kwok J., *Facilitating Access to Finance. Discussion Paper on Investment Readiness Programmes*, OECD, 2010.
- Saublens Ch., *All Money is not the Same! SME Access to Finance. Guidebook for Public Decision-Makers and Intermediaries*, European Association of Development Agencies, EURADA 2007.
- Sosnowska A., Poznańska K., Łobejko S., Brdulak J., Chinowska K., *Systemy wspierania innowacji i transferu technologii w krajach Unii Europejskiej i w Polsce. Poradnik przedsiębiorcy*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2003.

Tamowicz P., *Gotowość inwestycyjna*, [w:] *Kapitał na start. Finansowanie start-upów 2011*, Lewiatan Business Angels, 2011.

*Turin Round Table on the Impact of the Global Crisis on SME & Entrepreneurship Financing and Policy Responses. Issues Paper*, Intesa Sanpaulo, Palazzo Turinetti Turin, Italy 26-27 March 2009.

## **INVESTMENT READINESS AS A DETERMINANT FOR RAISING CAPITAL FROM BUSINESS ANGELS**

**Summary:** Investment readiness can be briefly defined as a set of factors proving the level of entrepreneur's readiness to apply for funding of a particular project. Among them the following should be mentioned: applying entity's understanding and knowledge of their own financial needs, possessing the knowledge about the accessible financial forms and resources, insight into investor's preferences and competent presentation of a project, that is the ability to answer to informational expectations of an investor. In case of business angels, investment criteria of a potential venture capital investor are extremely important. The aim of this paper is to emphasise the fact that investment readiness may have a significant impact on raising funds from business angels.

**Keywords:** investment readiness, business angels, financing.