

Paweł Głodek
Magdalena Wiśniewska

Rozdział 19

Zewnętrzne źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw

Luka finansowa

Kredyt bankowy

Leasing

Fundusze pożyczkowe

Fundusze poręczeń kredytowych

Fundusze *venture capital*

Dotacje

Rynek giełdowy – NewConnect

Wprowadzenie	623
19.1. Luka finansowa	624
19.2. Kredyt bankowy	625
19.2.1. Pozyskanie kredytu	626
19.2.2. Udzielanie kredytu	627
19.2.3. Czynniki wpływające na powodzenie wniosku kredytowego – perspektywa kredytowa	630
19.3. Leasing	632
19.4. Fundusze pożyczkowe	636
19.5. Fundusze poręczeń kredytowych	639
19.6. Fundusze <i>venture capital</i>	641
19.6.1. Rodzaje inwestorów na rynku <i>venture capital</i>	642
19.6.2. Proces inwestowania <i>venture capital</i>	645
19.7. Dotacje	649
19.8. Rynek giełdowy – NewConnect	650
Ćwiczenia	651
Bibliografia	652

Wprowadzenie

Przedsiębiorstwo w swej działalności wykorzystuje środki finansowe pochodzące z różnych źródeł. Źródła te można podzielić na podstawie kryterium ich pochodzenia oraz ich własności. Relacje między poszczególnymi podziałami przedstawia rys. 19.1.

Finansowanie wewnętrzne	Finansowanie zewnętrzne	
F. wewnętrzne własne	F. zewnętrzne własne	F. zewnętrzne obce
Finansowanie własne		Finansowanie obce

Rysunek 19.1. Podstawowe układy klasyfikacyjne źródeł finansowania małych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie Wypych (red.) [1995], s. 51–53; Łuczka [1997], s. 46–50.

Najbardziej rozpowszechniony podział finansowania opiera się na własności kapitału. Na tej podstawie wyróżnia się finansowanie własne i finansowanie obce (kapitałem obcym). Poprzez finansowanie własne rozumie się zasilenie kapitału własnego przedsiębiorstwa, zaś poprzez finansowanie obce – zasilenie przedsiębiorstwa kapitałem obcym, należącym do jego wierzycieli.

W przypadku finansowania małych przedsiębiorstw mamy do czynienia ze znacznymi ograniczeniami w dostępie do źródeł finansowania. Wynikają one głównie z niewielkiej skali działalności i tego konsekwencji. Znacząca część instrumentów finansowania dostępna jest przeważnie dla podmiotów dużych i bardzo dużych. Z drugiej strony małe firmy mają dostęp do instrumentów im dedykowanych. Część z nich posiada charakter interwencji publicznej, co po części wynika z doświadczeń o ograniczaniu luki finansowej.

Wśród najbardziej efektywnych źródeł finansowania małych firm, zaliczanych do finansowania obcego, można wymienić:

- kredyt bankowy,
- leasing,
- pożyczkę z funduszu pożyczkowego.

Finansowanie własne – zasilenie kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Finansowanie obce – zasilenie przedsiębiorstwa kapitałem obcym.

Natomiast do źródeł drugiej grupy zalicza się:

- *venture capital*,
- dotacje z instytucji publicznych.

W dalszej części rozdziału wymienione źródła finansowania zostaną szerzej scharakteryzowane.

19.1. Luka finansowa

Przez lukę finansową rozumie się sytuację, w której mechanizmy rynkowe na rynku finansowym nie zapewniają finansowania dobrych, wartościowych projektów po żadnej cenie. Jeden z segmentów rynku, który postrzegany jest jako miejsce występowania luki finansowej to segment środków finansowych dla małych przedsiębiorstw.

Sytuacja luki finansowej odnosi się zarówno do finansowania kapitałem własnym, jak i obcym. W przypadku finansowania kredytem bankowym zagadnienie jej występowania łącznie jest z występującą na nim niedoskonałością rynkową (*market failure*). Koncepcja ta została opracowana przez J. Stiglitz, laureata nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii w 2001 r. Zdaniem tego autora luka na rynku kredytu bankowego jest jego cechą inherentną, gdyż cena kredytu nie jest w stanie spełniać roli regulatora popytu i podaży, dzieje się to m.in. ze względu na występowanie na rynku asymetrii informacji pomiędzy podmiotem ubiegającym się o kredyt i bankiem. Jej efektem jest koncentrowanie się na projektach bezpiecznych oraz unikanie projektów o podwyższonym ryzyku, niezależnie od ich potencjału ekonomicznego [Stiglitz, Weiss 1981].

Luka finansowa występuje również na rynku finansowania własnego. W tym przypadku można używać pojęcia **luki kapitałowej** (*equity gap*). Jej znaczenie i rozmiar są relatywnie małe na rynkach, na których występuje wysoka aktywność poszczególnych rodzajów inwestorów typu *venture capital*, przy czym szczególną rolę w tym zakresie przypisuje się aniołom biznesu [Głodek 2005]. W zakresie finansowania przedsięwzięć postrzeganych jako szczególnie wartościowe ze względów gospodarczych (m.in. innowacje, komercjalizacja technologii) czy społecznych (m.in. integracja społeczna, bezrobocie), wiele państw wspiera funkcjonowanie funduszy *seed* [Głodek 2011].

Luka finansowa – sytuacja, w której mechanizmy rynkowe na rynku finansowym nie zapewniają finansowania dobrych, wartościowych projektów po żadnej cenie.

19.2. Kredyt bankowy

Kredyt bankowy jest najczęściej wykorzystywanym źródłem finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw. Jedną z przyczyn tej sytuacji jest fakt, że występuje wiele rodzajów kredytów, a dzięki temu można dopasować go do potrzeb konkretnej firmy.

Zgodnie z prawem bankowym, w Polsce kredytów mogą udzielać wyłącznie banki¹. Innym podmiotom gospodarczym, podejmującym się próby oferowania czynności zarezerwowanych dla banków (tj. gromadzenia środków pieniężnych należących do innych podmiotów w celu udzielania kredytów), grozi grzywna do 5 mln zł lub kara pozbawienia wolności do lat trzech².

Kredyty mogą różnić się celem wydatkowania środków pieniężnych, długością okresu kredytowania, sposobem spłaty itp. W tab. 19.1 przedstawiono bardziej szczegółowy podział kredytów, biorąc pod uwagę różne kryteria podziału.

Kredyt jest relacją pomiędzy kredytodawcą a kredytobiorcą. Kredytodawca zobowiązuje się udostępnić do dyspozycji kredytobiorcy określoną kwotę środków pieniężnych na określony cel.

Tabela 19.1. Rodzaje kredytów według różnych kryteriów klasyfikacji

Kryterium	Rodzaj kredytu
Podmiot umowy	osoby prawne
	osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą
Czas kredytowania	krótkoterminowe – do 1 roku
	średnioterminowe – od 1 roku do 3 lat
	długoterminowe powyżej 3 lat
Metoda udzielania kredytu	w rachunku kredytowym
	w rachunku bieżącym
Cel gospodarczy	obrotowe
	inwestycyjne
	inne (eksportowe, wielocalowe, dyskonta weksli itp.)
Forma spłaty	raty stałe
	raty malejące
	kredyt z ratą balonową

Źródło: Pietras, Głodek [2011], s. 21–22.

1 Wyjątkiem są spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz inne jednostki organizacyjne uprawnione do tego na podstawie ustawy.

2 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Prawo bankowe*, t.j. Dz. U. 2015 r., poz. 128.

19.2.1. Pozyskanie kredytu

Z punktu widzenia procedur pozyskania kredytu można wskazać dwie najważniejsze grupy kredytów bankowych, przeznaczonych dla podmiotów gospodarczych. Są to: 1) kredyt obrotowy i 2) kredyt inwestycyjny.

Kredyt obrotowy – to kredyt bankowy przeznaczony na finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstwa. Do typowych celów zaciągania tego typu kredytu należą m.in.: zakup materiałów do produkcji, pokrycie części kosztów zatrudnienia personelu, zakup drobnego wyposażenia. Tak więc poprzez wykorzystanie kredytu obrotowego przedsiębiorstwo może zarządzać swoją płynnością finansową. W szczególności chodzi o możliwość regulowania swoich bieżących zobowiązań w sytuacji, gdy środki finansowe firmy np. są już zaangażowane w realizację zleceń od klientów.

Kredyt obrotowy jest zwykle udzielany na okres krótszy niż rok, tak więc zalicza się go do kategorii kredytów krótkoterminowych. W pewnych przypadkach udziela się także kredytów obrotowych finansujących działalność przedsiębiorstwa w okresie dłuższym, np. kredyty na zapasy sezonowe.

Kredyty obrotowe mogą przybierać dwie formy: kredytu w rachunku bieżącym oraz kredytu w rachunku kredytowym. Pierwszy z nich jest udzielany jako kredyt odnawialny na okres nie dłuższy niż 1 rok. Wykorzystanie takiego kredytu następuje w drodze realizacji płatności w ciężar rachunku bieżącego przedsiębiorcy, zaś jego spłata pochodzi z najbliższych wpływów na tenże rachunek bieżący. Natomiast kredyt w rachunku kredytowym może być udzielony na sfinansowanie określonej transakcji lub jako linia kredytowa odnawialna bądź nieodnawialna. Każda spłata części lub całości wykorzystanego kredytu powoduje odpowiednie podwyższenie wolnego salda kredytu o spłaconą kwotę. Daje to przedsiębiorcy możliwość wielokrotnego wykorzystywania środków do wysokości wolnego salda kredytu w całym okresie.

Kredyt inwestycyjny – to kredyt bankowy przeznaczany na finansowanie przedsięwzięć. Jego celem może być odtworzenie, modernizacja lub powiększenie wartości majątku trwałego przedsiębiorstwa, jak również zakup wartości niematerialnych i prawnych bądź nabycie udziałów w przedsiębiorstwach czy długoterminowych papierów wartościowych [Iwanicz-Drozdowska *et al.* 2013, s. 163].

Kredyt inwestycyjny jest udzielany z reguły na okres 3 lat i więcej. Wynika to m.in. z wysokości zaciąganych zobowiązań w relacji do potencjału finansowego firmy. Rozłożenie spłaty na dłuższy okres

Kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania ze środków pieniężnych na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu.

zmniejsza zagrożenia związane z koniecznością zachowania płynności firmy na odpowiednim poziomie.

Warunkiem uzyskania kredytu inwestycyjnego jest pozytywny wynik prowadzonej przez bank analizy ekonomiczno-finansowej kredytowanego przedsięwzięcia inwestycyjnego. Udzielając kredytów inwestycyjnych, bank zwykle wymaga udziału własnego przedsiębiorstwa, co oznacza, że przynajmniej część przedsięwzięcia musi być sfinansowana przez przedsiębiorstwo ze środków własnych. Przez to działanie bank redukuje ryzyko kredytowe.

19.2.2. Udzielanie kredytu

Zróznicowanie rodzajów kredytu powoduje, że procedury jego przyznawania różnią się stopniem złożoności. Zawsze wiążą się one z oceną zdolności kredytowej przedsiębiorstwa, przy czym kredyty postrzegane przez bank jako obciążone niewielkim ryzykiem bazują na relatywnie uproszczonych ocenach. Kredyty opiewające na większe kwoty, o dłuższym okresie spłaty, związane są ze szczegółową oceną przedsiębiorstwa. Odnoszą się one przede wszystkim do przyznawania kredytów inwestycyjnych, stąd też procedura przyznania takiego kredytu zostanie opisana poniżej.

Procedura przyznania kredytu zaczyna się od deklaracji potencjalnego kredytodawcy dotyczącej chęci zaciągnięcia kredytu. W przypadku kredytu inwestycyjnego wiąże się to z koniecznością przygotowania **wniosku kredytowego**. Złożenie go w banku uruchamia procedurę przyznania kredytu. Składa się ona z kilku etapów:

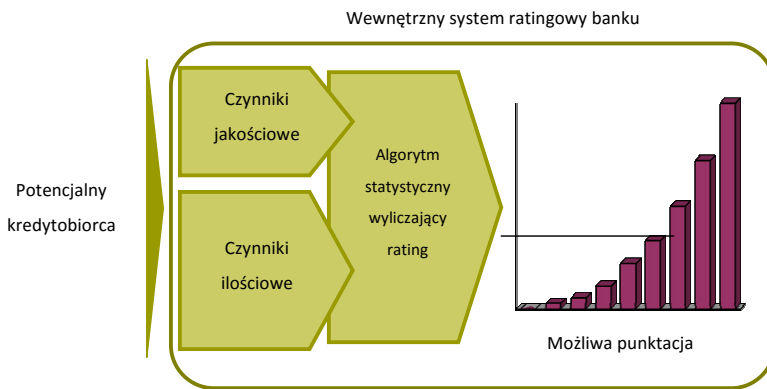
- 1) ocena wiarygodności przedsiębiorcy.
- 2) ocena planowanego przedsięwzięcia.
- 3) ocena ryzyka kredytowego i zabezpieczeń.
- 4) koszt kredytu i forma spłaty – negocjacje.
- 5) wypłata środków pieniężnych.

Poszczególne etapy przebiegają następująco:

Ocena wiarygodności przedsiębiorcy – na tym etapie analitycy banku posługują się dostarczonymi przez przedsiębiorstwo danymi, głównie zestawieniami finansowymi. Sprawdzają oni historyczne dane finansowe, starając się ocenić sytuację ekonomiczno-finansową wnioskodawcy. Obecnie niemal wszystkie banki wykorzystują systemy informatyczne wspomagające ten proces, zwane systemami ratingowymi. Ocena dokonywana jest według algorytmu uwzględniającego wartości

Etapy procedury przyznania kredytu inwestycyjnego

od kilku do kilkudziesięciu wskaźników finansowych (w tym m.in. poziom zadłużenia, płynność finansową, rentowność itp.). Akceptowalne wartości poszczególnych wskaźników są uzależnione od polityki danego banku. Na rys. 19.2 analiza finansowa jest pokazana jako „czynniki ilościowe”. W przypadku kredytów inwestycyjnych jest ona zwykle uzupełniana o elementy jakościowe, odnoszące się zarówno do sektora, jak i m.in. do oceny dotychczasowej współpracy z bankiem. Efektem dokonanej analizy jest ocena sumaryczna, która przyjmuje na końcu wartość 0 lub 1. Oznacza to decyzję „albo-albo”, tzn. że dany klient albo jest wiarygodny, czyli **posiadający zdolność kredytową**, albo że klient nie posiada zdolności kredytowej. To drugie stwierdzenie oznacza, że nie ma możliwości zaciągnięcia kredytu (niezależnie od innych czynników).



Rysunek 19.2. Schemat procesu oceny zdolności kredytowej w banku

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Basel II survey.

Ocena planowanego przedsięwzięcia – w tym celu przedsiębiorca z reguły zobowiązany jest do przedstawienia biznesplanu przedsięwzięcia. W zależności od banku wymagania co do zawartości i szczegółowości dokumentu mogą się znacząco różnić. W części z nich nie trzeba nawet posiadania oddzielnego dokumentu o tej nazwie. Niekiedy wystarczy opis działań i prognoza ich efektów, zamieszczona na standardowych formularzach banku. Na podstawie opisu oraz załączonych dokumentów przedsięwzięcie poddawane jest ocenie pod względem przydatności rynkowej i jego wpływu na przyszły stan ekonomiczno-finansowy przedsiębiorcy. Decyzja banku zależy głównie od wiarygodności danych, jakie przedstawił przedsiębiorca oraz racjonalności poczynionych założeń i prognoz.

Ocena ryzyka kredytowego i zabezpieczeń to działania, w ramach których przedsiębiorca i planowane przedsięwzięcie są oceniane przez wyspecjalizowane komórki w bankach zajmujące się oceną ryzyka. Celem tych działań ze strony banku jest budowa bezpieczeństwa udzielenia kredytu, na które składa się: a) ocena możliwości spłaty zobowiązań oraz b) stopień zabezpieczenia transakcji kredytowej. Z tego względu ważnym czynnikiem jest tzw. udział własny przedsiębiorcy. Z reguły minimalna wartość tego udziału wynosi 20%, chociaż przy inwestycjach wysokiego ryzyka bank może wymagać jego zwiększenia, a w niektórych przypadkach (np. wysokiej koniunktury gospodarczej w danym sektorze i w wyniku konkurencji na rynku bankowym) – zmniejszenia. Najczęściej i najchętniej wykorzystywaną przez banki formą zabezpieczenia kredytów długoterminowych (inwestycyjnych) jest hipoteka ustanowiona na nieruchomości. Oczywiście dostępne są inne formy zabezpieczeń, w tym m.in. cesja praw z umów, zabezpieczenia na ruchomościach, zabezpieczenia na papierach wartościowych, zabezpieczenia na majątku prywatnym właścicieli, a także zabezpieczenia ustanowione na lokatach bankowych.

Po opisanych wyżej ocenach wniosku kredytowego możliwe są **negocjacje kosztów kredytu i formy spłaty kredytu**. Na koszt kredytu składają się: prowizja i oprocentowanie. Prowizja od udzielenia kredytu to standardowa forma opłaty za usługi bankowe. Jej wartość wyjściowa jest zwykle podawana w tzw. tabeli opłat i prowizji danego banku, natomiast z reguły w przypadku dużych kredytów banki podatne są na negocjowanie jej wysokości. Oprocentowanie kredytu to z kolei forma zapłaty za „obrot” środkami pieniężnymi, będącymi w dyspozycji przedsiębiorcy. Jego wysokość jest określana jako wartość procentowa aktualnego zadłużenia przedsiębiorcy w skali okresu spłaty kredytu (najczęściej miesięcznie). Na wysokość oprocentowania mają wpływ dwa czynniki: wysokość oprocentowania środków na tzw. rynku międzybankowym (WIBOR) i wysokość marży banku. Marża jest wyliczana przez analityków banku (również analityków ryzyka), którzy biorą pod uwagę przy jej określaniu atrakcyjność rynku, na którym działa i/lub będzie działał przedsiębiorca oraz rodzaj i wartość zabezpieczeń. Jej wysokość również może być przedmiotem negocjacji.

Jeśli wcześniejsze etapy zakończą się dla przedsiębiorcy sukcesem, następuje ostatni etap procesu kredytowego – **wypłata środków pieniężnych**. Może ona następować w różnych trybach. Zwykle przybiera formę wypłaty w rozłożonych w czasie transzach powiązanych ze stopniem zaawansowania finansowanego projektu. Może

ona następować poprzez przelew na wydzielony rachunek kredytowy przedsiębiorcy bądź z jego pominięciem – bezpośrednio na rachunek wykonawcy danego projektu. Drugim trybem wypłaty kredytu jest postawienie środków kredytu do dyspozycji przedsiębiorcy na wyodrębnionym rachunku kredytowym, z którego dokonywane są płatności związane z realizacją przedsięwzięcia. Trzeci tryb to refinansowanie, tzn. przekazanie przedsiębiorcy na wyodrębniony rachunek kredytowy wartości kredytu równej udziałowi banku w finansowaniu zakończonej inwestycji. Ten ostatni tryb jest wykorzystywany relatywnie rzadko, w szczególnych przypadkach, np. gdy przedsiębiorca ukończył już inwestycję, a środki finansowe chce przeznaczyć na jej rozwój.

19.2.3. Czynniki wpływające na powodzenie wniosku kredytowego – perspektywa kredytowa

Przedsiębiorca, przygotowując się do uruchomienia procedury kredytowej, powinien zwrócić uwagę na kilka czynników, które mogą wpłynąć na postrzeganie wniosku kredytowego przez bank. Jednym z nich jest zagadnienie odnoszące się do organizacji banków – większość banków wydziela pionry zajmujące się obsługą różnego typu klientów, w tym: klientów indywidualnych, małych i średnich przedsiębiorstw oraz klientów korporacyjnych. Różnica pomiędzy tymi dwoma ostatnimi polega na wartości rocznych obrotów. Ich graniczną wartość każdy z banków ustala samodzielnie i są to zwykle kwoty od ok. 2 do 10 milionów złotych rocznego obrotu. Kompetencje tych pionów są rozdzielne, tzn. inne warunki współpracy są przewidziane dla przedsiębiorców z jednej i drugiej grupy, inne osoby ich obsługują itp.

Ważne jest, by planując współpracę kredytową z bankiem, zadbac o wynik pomiaru wskaźników finansowych na długo wcześniej, niż termin aplikowania o kredyt. Banki oceniają zdolność kredytową klienta, biorąc pod uwagę jego dane historyczne, stąd nie ma możliwości „naprawienia” ich w ostatniej chwili. Jeśli chodzi o same wskaźniki, to często spotykanym w tym zakresie błędem jest zbyt wysoka wartość zobowiązań wobec dostawców, znacząco przewyższająca wartość aktywów obrotowych (w konsekwencji – niska wartość wskaźnika płynności) oraz wysoka wartość wskaźnika zadłużenia (w konsekwencji – zbyt mały udział własnych środków w majątku firmy). Pomimo

że z praktycznego punktu widzenia wartości wskaźników nie oddają rzeczywistości³, to jednak ocena wskaźnikowa jest „bezduszna” i nawet bardzo dobre projekty, bez potwierdzenia zdolności kredytowej firmy, mogą nie zostać poddane ocenie przez analityków.

Istotny czynnik stanowi poprawna prezentacja projektu, która zwykle następuje w formie biznesplanu. Przedsiębiorcy dość często mylnie utożsamiają biznesplan z analizą finansową projektu. W tym przypadku jednak należy przestrzegać zasady, że w załączonym biznesplanie powinien być przedstawiony cały kontekst projektu, sam projekt oraz jego rynkowe i finansowe rezultaty. Ponadto zakresem analizy musi być objęty okres po realizacji inwestycji i na ten moment konieczne jest wykazanie środków finansowych na wdrożenie projektu w życie. Często przedsiębiorcy wykazują duże wartości wkładu własnego do samego projektu inwestycyjnego, nie biorąc pod uwagę, że ten własny kapitał niezbędny jest również do rozwoju jego efektów. Innymi słowy, zabezpieczane są środki na realizację samej inwestycji, np. na budowę hotelu i jego wyposażenie, natomiast umniejszana jest kwestia zapotrzebowania na środki finansowe konieczne do uruchomienia działalności operacyjnej.

Wielu przedsiębiorców uważa, że należy się finansować jedynie ze środków własnych, a finansowanie projektów ze środków bankowych to ostateczność, gdyż kredyt jest drogi, współpraca z bankiem uciążliwa, a wartość zabezpieczeń wielokrotnie przewyższa wysokość kredytu. Należy jednak zwrócić uwagę, że kredyt to relatywnie najszybsza metoda pozyskania środków finansowych. Nadzór ze strony banku nie jest wcale tak uciążliwy i dotyczy głównie wydatkowania środków przeznaczonych na inwestycję, a nie codziennej działalności firmy. Koszt kredytu jest oczywiście znaczący, jednak po przeprowadzeniu analizy licznych ukrytych kosztów związanych z wykorzystaniem innych źródeł finansowania (w tym środków własnych) nie wydaje się już nie do zaakceptowania. Poza tym, szczególnie w obszarze działań przedsiębiorczych, zaniechanie realizacji rozwojowych może być znacznie droższe (koszt utraconych korzyści, utrata rynków zbytu itp.) niż oddanie części przyszłych zysków bankowi.

Podsumowując – kredyty bankowe są relatywnie prostą i efektywną formą pozyskania finansowania na rozwój przedsiębiorstwa i jego bieżącą działalność. Konieczne jest jednak poważne potraktowanie

3 Przykładowo, przedsiębiorstwo może posiadać odbiorców płacących w bardzo krótkich terminach oraz dostawców, którzy standardowo oferują długie terminy płatności i nie jest to niczym nagannym.

wymagań banku. Współpraca z nim wymaga przejrzystości i przewidywalności zachowań przedsiębiorstwa, zwłaszcza w zakresie dokumentacji finansowej oraz prowadzenia zapisów księgowych.

19.3. Leasing

Leasing to jedno z dość szeroko stosowanych źródeł finansowania przedsięwzięć oraz wzrostu majątku przedsiębiorstwa. Jest on formą uzyskiwania różnego rodzaju dóbr inwestycyjnych na podstawie długoterminowej umowy, w której dawca zobowiązuje się oddać do dyspozycji biorcy określone dobra w zamian za rozłożone w czasie, ustalone opłaty [Pietras, Głodek 2011]. Leasing pozwala pozyskać dla przedsiębiorstwa nowe aktywa bez angażowania w ten proces znaczącego kapitału. W konsekwencji firma może korzystać z nowego wyposażenia, maszyn, środków transportu, komputerów itp. Leasingobiorca w ramach takiej umowy zobowiązany jest do płatności rat leasingowych. Na wielkość raty składają się dwa elementy: rata wartości urządzenia oraz oprocentowanie tej wartości.

Rozwój przedsiębiorstwa można zatem przyspieszyć, nie angażując w ten proces natychmiast znacznego kapitału, jeśli można pożyczyc potrzebne maszyny, urządzenia, środki transportu, komputery itp. W przedsiębiorstwie większe znaczenie ma bowiem możliwość wykorzystania danej rzeczy i osiągnięcia z niej pożytków gospodarczych, niż jej posiadanie na własność.

Na rynku istnieje wiele rodzajów i form transakcji leasingowych. Jedne z nich są częściej stosowane, zaś inne cieszą się mniejszą popularnością. Różnice pomiędzy nimi odnoszą się m.in. do celu finansowania, jego sposobu, charakteru umowy i okresu jej obowiązywania (tab. 19.2).

Dla praktyki działalności gospodarczej najważniejsze znacznie ma podział na następujące formy leasingu:

- leasing zwrotny,
- leasing operacyjny,
- leasing finansowy.

Leasing zwrotny polega na sprzedaży danego dobra inwestycyjnego spółce leasingowej, ale przy jednoczesnym zawarciu umowy leasingu na wykorzystywanie tego dobra (przez sprzedawcę). Powstaje więc sytuacja, w ramach której przedsiębiorstwo sprzedające prawo własności

Leasing jest formą uzyskiwania różnego rodzaju dóbr inwestycyjnych na podstawie długoterminowej umowy, w której dawca zobowiązuje się oddać do dyspozycji biorcy określone dobra w zamian za rozłożone w czasie, ustalone opłaty.

Rodzaje i formy transakcji leasingowych

Tabela 19.2. Rodzaje leasingu według różnych kryteriów klasyfikacji

Kryterium	Rodzaj leasingu
Liczba stron umowy	bezpośredni
	pośredni
Przedmiot umowy	dobra inwestycyjne
	dobra konsumpcyjne
	dobra unikatowe
Zamortyzowanie wydatków	pełny zwrot kosztów
	częściowy zwrot kosztów
Czas trwania umowy	krótkoterminowy
	średnioterminowy
	długoterminowy
Charakter prawny umowy	operacyjny
	finansowy
	zwrotny
Obciążenie kosztami przedmiotu leasingu	pełen
	czysty
Kierunek ruchu przedmiotu leasingu	czynny
	bierny

Źródło: Pietras, Głodek [2011], s. 28.

do danego składnika majątku jest zainteresowane jego dalszym wykorzystywaniem. Z tej konstrukcji korzystają głównie przedsiębiorstwa produkcyjne, np. odczuwające w danym momencie brak płynności finansowej – niemające środków finansowych na bieżące opłacenie procesu produkcyjnego (czy innej sfery działalności), niebędące w stanie również pozyskać środków finansowych z innych źródeł zewnętrznych, np. w formie kredytu bankowego. Tak więc dzięki sprzedaży środka produkcji czy nieruchomości firmie leasingowej uzyskują one szybki dopływ gotówki. A ponieważ mogą nadal użytkować dany przedmiot, sprawa własności nabiera mniejszego znaczenia.

Leasing operacyjny zwany jest również eksploatacyjnym lub bieżącym. Polega on na oddaniu określonego składnika majątku w użytkowanie na określony czas, zazwyczaj krótszy niż okres jego pełnej

amortyzacji. Z tego powodu istnieje możliwość wielokrotnego oddania składnika majątku w leasing. Leasingodawca zwykle ponosi koszty napraw, serwisu technicznego i ubezpieczenia przedmiotu leasingu. W tym przypadku raty leasingowe stanowią koszty uzyskania przychodu w firmie leasingobiorcy. Natomiast leasingodawca, jako właściciel przedmiotu leasingu, wykazuje go w bilansie i w związku z tym może dokonywać odpisów amortyzacyjnych.

Leasing finansowy, zwany również kapitałowym lub inwestycyjnym, zwykle obejmuje umowy długoterminowe. Okres finansowania zbliżony jest do okresu pełnej amortyzacji wartości przedmiotu leasingu. Najczęściej leasingiem finansowym obejmowane są dobra inwestycyjne o znacznej wartości (większej niż w przypadku umowy leasingu operacyjnego). W przeciwieństwie do leasingu operacyjnego, tu koszty eksploatacji danego składnika majątku ponosi sam leasingobiorca, a część kapitałowa raty leasingowej nie stanowi w tym przypadku jego kosztu uzyskania przychodu. W umowie może wystąpić opcja przejęcia własności danego dobra po okresie umowy przez leasingobiorcę, wobec tego to on wykazuje wartość przedmiotu leasingu w bilansie (i co za tym idzie, dokonuje odpisów amortyzacyjnych). W tab. 19.3 zamieszczono podsumowanie głównych różnic pomiędzy leasingiem operacyjnym a finansowym.

Tabela 19.3. Podstawowe różnice między leasingiem operacyjnym a finansowym

Leasing operacyjny	Leasing finansowy
Okres umowy jest krótszy od okresu eksploatacji przedmiotu leasingu.	Okres umowy jest zbliżony do okresu ekonomicznego zużycia przedmiotu leasingu.
Możliwe jest odstąpienie od umowy przed jej wygaśnięciem.	Wcześniejsze odstąpienie od umowy wymaga zapłaty odszkodowania dawcy przedmiotu leasingu.
Koszty amortyzacji, konserwacji i remontów przedmiotu leasingu ponosi leasingodawca.	Koszty amortyzacji, konserwacji i remontów przedmiotu leasingu ponosi leasingobiorca, a jeśli pokrywa je dawca, to za dodatkową opłatą.
Przedmiot leasingu nie jest składnikiem aktywów leasingobiorcy.	Przedmiot leasingu jest składnikiem aktywów leasingobiorcy.
Opłaty leasingowe, składające się z części kapitałowej i odsetkowej, w całości zaliczane są do kosztów operacyjnych biorcy.	Część kapitałowa opłaty leasingowej jest pokrywana z zysku netto leasingobiorcy, zaś część odsetkowa zaliczana jest w ciężar kosztów operacyjnych biorcy.
Opłaty leasingowe nie pokrywają pełnej wartości przedmiotu leasingu.	Opłaty leasingowe pokrywają pełną wartość przedmiotu leasingu.
Podatek VAT naliczany jest wraz z każdą opłatą leasingową.	Podatek VAT naliczany jest jednorazowo, od pełnej wartości przedmiotu leasingu.

Źródło: Pietras, Głodek [2011], s. 30.

Następny podział rozróżnia leasing bezpośredni i pośredni. **Leasing bezpośredni** ma miejsce wtedy, gdy dawcą przedmiotu leasingu jest jego producent lub właściciel. Tak więc w transakcji biorą udział jedynie dwie strony:

- 1) leasingobiorca, czyli docelowy użytkownik przedmiotu leasingu,
- 2) leasingodawca przedmiotu leasingu.

Leasing pośredni występuje natomiast w sytuacji, gdy właściciel przedmiotu leasingu nie jest jego posiadaczem, ale podmiotem finansującym zamówienie otrzymane od leasingobiorcy. Na zlecenie biorcy wyszukuje określonego dostawcę przedmiotu leasingu oraz dokonuje jego zakupu. Taka sytuacja oznacza, iż w transakcji bierze udział trzeci podmiot – wyspecjalizowany pośrednik, czyli firma leasingowa. To właśnie ona nabywa przedmiot leasingu od właściciela i dopiero wówczas przekazuje go w ramach umowy leasingowej leasingobiorcy. Podsumowując: w tym przypadku mamy więc trzy podmioty biorące udział w transakcji:

- 1) leasingobiorca, czyli docelowy użytkownik przedmiotu leasingu,
- 2) początkowy właściciel przedmiotu leasingu,
- 3) leasingodawca – wyspecjalizowany pośrednik.

Występuje również leasing krótko-, średnio- i długoterminowy. **Leasing krótkoterminowy** zawierany jest najczęściej na okres do 3 lat i w praktyce jest to umowa leasingu operacyjnego. **Leasing średnioterminowy** dotyczy okresów od 3 do 10 lat, a **leasing długoterminowy** obejmuje okresy powyżej 10 lat. W przypadku leasingu długoterminowego przedmiotem leasingu są najczęściej nieruchomości.

Ponadto wyróżnia się leasing z pełnym i częściowym pokryciem kosztów. **Leasing z pełnym pokryciem kosztów** występuje najczęściej w umowach leasingu finansowego. Istotne znaczenie mają w tym zakresie koszty nabycia przedmiotu leasingu, odsetki od kredytu (jeśli przedmiot leasingu był w oparciu o niego finansowany), koszty związane z utrzymaniem przedmiotu leasingu w stanie gotowości eksploatacyjnej oraz skumulowany zysk leasingodawcy. Leasing może również występować w formie **niepełnego zwrotu kosztów poniesionych przez stronę – leasingodawcę**. Taka sytuacja występuje najczęściej w umowach leasingu operacyjnego. W tym przypadku, aby leasingodawca pokrył własne wydatki inwestycyjne na zakup przedmiotu leasingu, konieczne jest czasem kilkakrotne zawarcie umowy leasingowej.

Istnieje też podział na leasing pełny oraz leasing czysty. **Leasing pełny** występuje w sytuacjach, gdy koszty utrzymania przedmiotu leasingu w stanie przydatności ekonomicznej, koszty jego remontów, ubezpieczenia i napraw ponosi leasingodawca. Natomiast, gdy ten

obowiązek spoczywa na leasingobiorcy, mamy do czynienia z **leasingiem czystym**, zwanym również leasingiem netto.

Umowa leasingu

Niezależnie od rodzaju leasingu, jego umowa jest zawsze formułowana z zachowaniem podstawowych obszarów. Należy do nich określenie przedmiotu leasingu, czasu trwania umowy, wysokości opłat leasingowych i warunków rozłożenia tych opłat w czasie. Wskazane jest ponadto ustalenie poszczególnych rodzajów kosztów obsługi, konserwacji, remontów i ubezpieczenia przedmiotu leasingu wraz z określeniem, która ze stron będzie je ponosić. Ważne jest wzięcie pod uwagę dalszych czynników, w tym:

- oszacowanie wartości przedmiotu z dnia umowy,
- ustalenie wysokości opłaty początkowej wnoszonej przez biorcę (najczęściej jest to 10–20%),
- ustalenie szacunkowej wartości przedmiotu leasingu na koniec umowy,
- ustalenie, czy raty leasingowe mają charakter stały czy zmienny,
- ustalenie, jakie odsetki karne należy płacić za nieterminowe dokonywanie płatności leasingowych,
- ustalenie, jakie są warunki wypowiedzenia umowy przez obie strony,
- ustalenie, jakie są warunki zakończenia umowy.

Z praktycznego punktu widzenia leasing jest najprostszą formą finansowania zakupów inwestycyjnych ze wszystkich tu przedstawionych. Konkurencja na rynku leasingodawców jest bardzo duża, w związku z czym otrzymanie finansowania nie jest ani zbyt skomplikowane, ani drogie.

19.4. Fundusze pożyczkowe

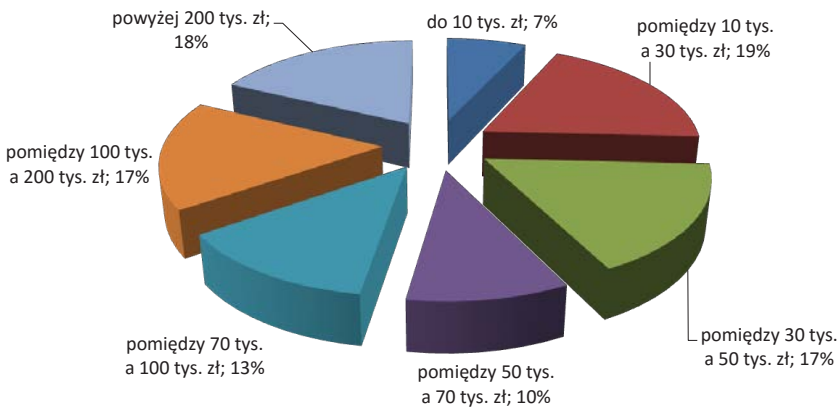
Zaciągnięcie kredytu bankowego przez mikro- i małe przedsiębiorstwa oraz podmioty dopiero rozpoczynające działalność jest utrudnione. Głównymi barierami w kontaktach z bankami są w tych przypadkach głównie: brak wystarczająco długiej historii kredytowej, szczegółowej dokumentacji księgowej oraz wymaganych przez bank zabezpieczeń. Mali przedsiębiorcy często wskazują na nieelastyczność ze strony banków, brak indywidualnego podejścia do klienta oraz słabo rozwinięte

usługi doradztwa z zakresu przygotowywania dokumentów do wniosku kredytowego. W takiej sytuacji dla wielu z firm interesujące rozwiązanie stanowi skorzystanie z oferty funduszu pożyczkowego.

Fundusze pożyczkowe to z punktu widzenia małych przedsiębiorstw uzupełnienie oferty systemu bankowego. Udzielają one pożyczek właśnie dla tej grupy podmiotów, w tym dla przedsiębiorstw dopiero rozpoczynających działalność. Poprzez pożyczkę można sfinansować zarówno kapitał obrotowy, jak i rozbudowę majątku trwałego firmy. W odróżnieniu od instytucji bankowych fundusze pożyczkowe mają mniejsze wymagania co do poziomu i rodzaju zabezpieczeń.

Pożyczki są dostępne dla mikro- i małych przedsiębiorców, zatem ograniczona jest wielkość dostępnego kapitału. Wiele funduszy pożyczkowych może udzielać pożyczek nieprzekraczających kwoty 120 tys. zł, a jedynie w pojedynczych przypadkach wartość pożyczki może osiągnąć 700 tys. zł. Jednocześnie należy podkreślić, że przeciętna wartość pożyczki oscyluje ok. 100 tys. zł. Maksymalny okres spłaty pożyczki wynosi zwykle od 3 do 5 lat.

Fundusz pożyczkowy – pozabankowa instytucja finansowa o charakterze *non profit*, której celem działania jest ułatwienie dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania dla firm nowo powstających oraz małych. Fundusz pożyczkowy przeznaczony na realizację celów statutowych.



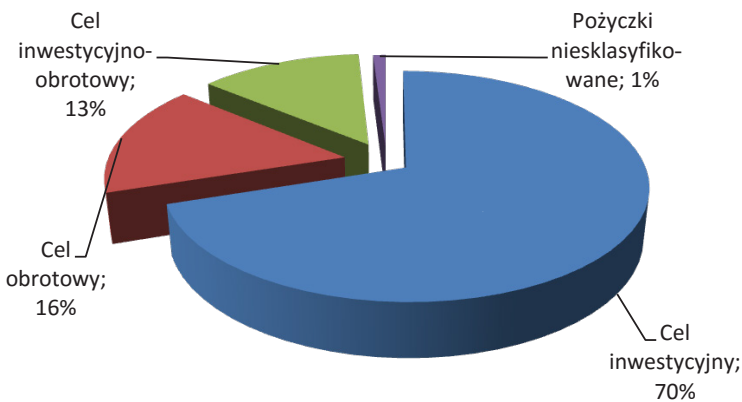
Rysunek 19.3. Struktura wartości pożyczek udzielonych przez fundusze pożyczkowe w 2013 r.

Źródło: Mażewska [2015].

Fundusze pożyczkowe zaczęły działać w Polsce w pierwszej połowie lat 90. XX w. Impulsem dla ich powstania był rozwój systemu inkubatorów przedsiębiorczości. Obecnie instytucje prowadzące fundusz pożyczkowy funkcjonują w różnych formach prawnych, w tym głównie

fundacji, stowarzyszeń i spółek. Nie ograniczają swojej działalności wyłącznie do udzielania pożyczek, lecz prowadzą wiele rodzajów działalności, np. szkoleniową, doradczą i informacyjną; zajmują się inkubatorami przedsiębiorczości oraz funduszami poręczeniowymi.

W 2014 r. w Polsce działało nieco ponad 70 instytucji prowadzących fundusze pożyczkowe, przy czym wraz z oddziałami zamiejscowymi wielkość sieci wynosi ponad 100 placówek. Do roku 2005 liczba funduszy sukcesywnie wzrastała, a od ok. 10 lat utrzymuje się na dość stabilnym poziomie. Najwięcej funduszy zlokalizowanych jest w województwie małopolskim (11), natomiast najmniej w opolskim (2) [Alińska (red.) 2015]. W roku 2014 łącznie udzieliły one niemal 8600 pożyczek na kwotę prawie 900 mln zł [Alińska (red.) 2015].



Rysunek 19.4. Struktura pożyczek udzielonych w 2014 r.

Źródło: Alińska (red.) [2015].

W latach 90. XX w. powstające fundusze pożyczkowe nastawione były na obsługę całości rynku małych przedsiębiorstw. W ostatnich latach widoczna jest tendencja nakierowania oferty poszczególnych funduszy na określone grupy odbiorców. Szczególnie rośnie zainteresowanie firmami innowacyjnymi oraz ustabilizowanymi podmiotami, tworzącymi miejsca pracy.

Szczególnie ważne z punktu widzenia interwencji publicznej na rynku finansowania zewnętrznego dla przedsiębiorstw jest przeznaczenie części środków na pożyczki dla podmiotów dopiero rozpoczynających działalność gospodarczą. Dla nich kredyty bankowe są zasadniczo niedostępne, niezależnie od jakości projektu biznesowego, który

mają zamiar realizować. Fundusze pożyczkowe stanowią dla tej grupy podmiotów relatywnie przyjazne źródło finansowania. Co istotne, ten rodzaj klienta jest intensywnie obsługiwany przez fundusze, w roku 2014 aż 33% pożyczek [Alińska (red.) 2015, s. 33] zostało udzielonych klientom funkcjonującym na rynku mniej niż 12 miesięcy. Nic więc dziwnego, że uwzględniając kryterium wielkości, klientami funduszy pożyczkowych są niemal wyłącznie mikrofirmy, zatrudniające do 9 pracowników. W 2014 r. zaciągnęły one 89% pożyczek, co stanowiło 75% wartości pożyczonych środków [Alińska (red.) 2015, s. 37].

Analizując oferty instytucji zarządzających funduszami pożyczkowymi, można zauważyć, że nie mają one uniwersalnego wykazu warunków, których spełnienie jest niezbędne, aby wnioskować o pożyczkę. Każdy z funduszy przyjmuje oczywiście założenie, że pożyczki nie są udzielane podmiotom, które nie posiadają zdolności do spłaty lub zmierzają do bankructwa, jednak pozostałe warunki mogą być dostosowane do potrzeb, możliwości i sytuacji, w jakich znajduje się przedsiębiorca. Jako cechy odróżniające ofertę funduszy pożyczkowych od innych źródeł finansowania najczęściej wymienia się: niską wysokość udostępnianych środków, niewielki stopień sformalizowania oraz indywidualny kontakt z ekspertami funduszy, co przy tej skali udostępnianych środków jest rzadko spotykane w bankach.

19.5. Fundusze poręczeń kredytowych

Fundusze poręczeń kredytowych są nienastawionymi na zysk jednostkami parabankowymi. Świadczą one usługi finansowe w formie poręczeń, głównie dla przedsiębiorstw mających problem ze skompletowaniem wymaganych w ramach procedury kredytowej zabezpieczeń. Tak więc fundusze nie dostarczają bezpośrednio środków finansowych przedsiębiorstwom. Ich zadaniem jest ułatwienie dostępu – przeważnie małym i średnim przedsiębiorstwom – do kredytów bankowych oraz (w mniejszym stopniu) pożyczek.

Oferta funduszy skierowana jest do przedsiębiorstw, które posiadają zdolność kredytową, jednak nie są w stanie dostarczyć odpowiednich zabezpieczeń, przez co nie mogą otrzymać kredytu bankowego, zarówno na cele inwestycyjne, jak i obrotowe.

Maksymalny poziom poręczenia udzielanego przez fundusz nie przewyższa 80% kwoty wnioskowanego kredytu. Oznacza to, że co najmniej

Fundusz poręczeń kredytowych – nienastawiona na zysk jednostka parabankowa, która świadczy usługi finansowe w formie poręczeń, głównie dla przedsiębiorstw mających problem ze skompletowaniem wymaganych w ramach procedury kredytowej zabezpieczeń.

20% całkowitej wartości zabezpieczeń musi zostać dostarczone przez przedsiębiorstwo. Poziom dopuszczalnego zaangażowania konkretnego funduszu zależy jednak od obowiązujących w nim wewnętrznych ustaleń, od rodzaju poręczanego przedsięwzięcia i firmy, która je realizuje. W konkretnym przypadku może być on mniejszy niż wartość maksymalna.

Usługi funduszy nie są darmowe i za udzielanie poręczeń pobierają one prowizję, która kształtuje się na średnim poziomie ok. 1,5% wartości kwoty poręczenia (nie zaś całego kredytu). Jest to jednak wielkość orientacyjna, ponieważ prowizje są zróżnicowane w poszczególnych funduszach. Zasadą w większości z nich jest też zwiększanie prowizji w zależności od okresu kredytowania. Najwyższe prowizje sięgają 6%. W przypadku kredytów o bardzo krótkim terminie spłaty, np. poniżej 3 miesięcy, niektóre fundusze stosują bardzo niskie prowizje, sięgające 0,15%.

Działalność funduszy poręczeniowych pełni funkcję wspierającą firmy w pozyskiwaniu kredytów i pożyczek. Kluczowym czynnikiem jest więc dla potencjalnego klienta funduszu poręczeniowego konieczność spełnienia warunków, które stawia przed nim bank lub fundusz pożyczkowy. Wymagania banków są w tym przypadku zdecydowanie bardziej wyśrubowane i trudniejsze do spełnienia dla przedsiębiorstwa. Jak wspomniano w podrozdziale dotyczącym kredytu bankowego, zdolność kredytowa sprawdzana jest przez banki zgodnie z rygorami prawa bankowego. Jej ocenie służy proces analizy kredytowej. Obecnie niemal we wszystkich bankach stosowane są tzw. metody scoringowe, wdrażane przez scentralizowane systemy informatyczne. Ocena w ich ramach jest realizowana poza konkretną placówką bankową, tak więc nie można wziąć pod uwagę indywidualnego przypadku i „przymknąć oko” na pewne niedoskonałości danej firmy.

Procedura skorzystania z usług funduszy poręczeniowych przez przedsiębiorstwo jest w większości przypadków relatywnie łatwa. Poszczególne fundusze mają podpisane umowy o współpracy z szeregiem banków komercyjnych. W takim przypadku rola kredytobiorcy ogranicza się do wypełnienia dodatkowego, krótkiego formularza przy okazji złożenia wniosku kredytowego. Przepływ dokumentów i decyzji pomiędzy bankiem oraz funduszem poręczeniowym odbywa się dalej bez pośrednictwa przedsiębiorstwa.

Pierwsze fundusze poręczeniowe powstały w Polsce w pierwszej połowie lat 90. i finansowane były ze środków Phare w ramach Programu Inicjatyw Lokalnych (PIL). Obecnie funkcjonuje około 50 funduszy, które działają we wszystkich regionach naszego kraju. W 2013 r. udzielono łącznie niemal 6200 poręczeń na kwotę niemal 880 mln zł.

Średnie poręczenie w przypadku kredytu bankowego wyniosło 162 tys. zł, a w przypadku pożyczki z funduszu pożyczkowego 83 tys. zł [Raport o stanie funduszy... 2014, s. 11].

19.6. Fundusze *venture capital*

Odmiernym od wcześniej omawianych źródłem finansowania działalności małego przedsiębiorstwa jest *venture capital*⁴, potocznie nazywany kapitałem wysokiego ryzyka. *Venture capital* stanowi istotne źródło finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw – głównie tych, które nie miałyby szans pozyskania kapitału z innych źródeł.

Inwestycja typu *venture capital* odbywa się poprzez zakup nowo wyemitowanych akcji (lub udziałów) przedsiębiorstwa. Dzięki tej operacji przedsiębiorstwo zwiększa swój kapitał własny, który zostaje w spółce na zawsze⁵. Z drugiej strony inwestor przejmuje pakiet akcji lub udziałów spółki – staje się jej akcjonariuszem lub inwestorem. Należy jednak podkreślić, że celem inwestora nie jest osiągnięcie kontroli nad firmą i związanie się z nią na stałe. Celem tym jest korzystna sprzedaż posiadanego pakietu akcji/udziałów. To dzięki niej inwestor zamierza odzyskać zainwestowany kapitał oraz uzyskać zadowalający zwrot z inwestycji.

Przedsiębiorca (lub też pomysłodawca dopiero zamierzający utworzyć nową firmę) poszukujący źródeł finansowania dla rozwoju firmy, decydując się na taką formę finansowania, musi zdawać sobie sprawę ze specyfiki tego instrumentu. Każdy inwestor typu *venture capital* ma zamiar uzyskania wysokiego poziomu zwrotu z zainwestowanego kapitału. Minimalny planowany poziom zwrotu jest obiektem indywidualnych decyzji każdego inwestora. Zależy on m.in. od wielkości danej inwestycji oraz związanego z nią ryzyka, można jednak szacować, że dla inwestycji w dojrzałe firmy poziom ten zwykle wynosi ok. 30–50% rocznie, zaś dla inwestycji w nowe przedsiębiorstwa może on wynosić nawet 100% i więcej.

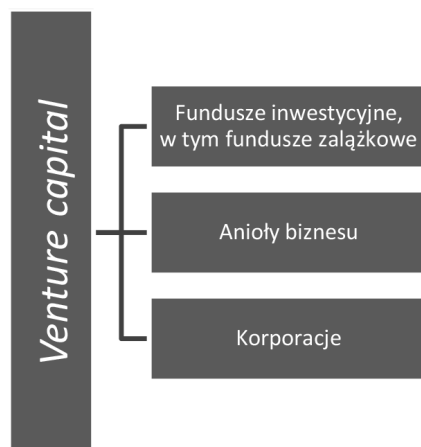
Inwestorzy *venture capital* starają się zabezpieczyć przed różnymi zagrożeniami, dotyczącymi m.in. możliwej nieuczciwości właścicieli

Venture capital – rodzaj finansowania o charakterze udziałowym, średnio- lub długoterminowym, przeznaczony głównie dla małych i średnich przedsiębiorstw niedopuszczonych do obrotu publicznego.

Akcje/udziały tych przedsiębiorstw nabywane są przez inwestora z zamiarem ich późniejszej odsprzedaży. Wygenerowane w ten sposób przychody są dla inwestora podstawowym źródłem odzyskania zainwestowanego kapitału oraz realizacji zysków.

4 *Venture capital* jest częścią grupy instrumentów finansowych kategorii *private equity*. Pozostałe instrumenty zaliczane do tej kategorii nie są zorientowane na finansowanie projektów stanowiących przedmiot opisu niniejszego rozdziału, zostały więc w nim pominięte.

5 Spółka nie musi go zwracać w żadnej formie inwestorowi – jest to kapitał własny spółki.



Rysunek 19.5. Rodzaje inwestorów na rynku *venture capital*

Źródło: opracowanie własne.

firmy czy też braku ich zaangażowania w osiągnięcie uzgodnionych celów firmy. Dlatego inwestorzy chcą mieć pewien wpływ na działalność przedsiębiorstwa, w które zainwestowali. W związku z tym wymagają od potencjalnego biorcy kapitału spełnienia szeregu warunków, choć należy dodać, że współpraca pomiędzy inwestorami a spółkami-biorcami kapitału opiera się mimo wszystko w pewnej mierze na dobrej woli i zaufaniu. Do typowych warunków współpracy można zaliczyć ulokowanie przedstawiciela funduszu w radzie nadzorczej przedsiębiorstwa oraz szczególnie nadzór funduszu m.in. nad zmianami statutu i regulaminów spółki, decyzjami związanymi z zaciąganiem kredytów, zobowiązaniami pozabilansowymi, realizacją strategii oraz rocznych budżetów operacyjnych.

19.6.1. Rodzaje inwestorów na rynku *venture capital*

Fundusze *venture capital* – to podmioty prowadzące profesjonalnie działalność *venture capital*. W praktyce używa się również nazwy fundusz *private equity/venture capital* dla określenia różnych rodzajów funduszy inwestycyjnych. Inwestor tego typu może mieć formę spółki kapitałowej, osobowej lub różnego rodzaju funduszu inwestycyjnego, stąd pojęcie „fundusz” ma charakter zwyczajowy i w niektórych przypadkach może być nieadekwatne do rzeczywistej formy

organizacyjno-prawnej. Na świecie fundusze *venture capital* pojawiły się po II wojnie światowej, natomiast w Polsce inwestorzy *venture capital* zaczęli funkcjonować w roku 1990. Pionierem w tym zakresie był Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości.

Fundusze *venture capital* gromadzą środki od inwestorów, aby je pomnażać poprzez inwestycje w małe firmy o wysokim potencjale rozwoju, stąd też inwestorzy ci są zwykle zainteresowani wysoką stopą zwrotu z inwestycji, lecz jednocześnie gotowi są ponosić podwyższone ryzyko. Inwestorami takimi są głównie instytucje finansowe, jednak są wśród nich również duże przedsiębiorstwa. Fundusze mogą działać samodzielnie, a także mogą być organizowane przez specjalistyczne firmy zajmujące się zarządzaniem tego typu funduszami (tzw. firmy zarządzające). Firmy takie są odpowiedzialne m.in. za wybór branży i rynku, na którym będą inwestowane pozyskane środki oraz podejmują wszelkiego rodzaju decyzje związane z potencjalnymi i obecnymi inwestycjami. W Polsce większe znaczenie mają firmy zarządzające funduszami niż indywidualne fundusze wysokiego ryzyka.

Anioły biznesu – określenie⁶ to odnosi się do osób fizycznych dostarczających kapitałów udziałowych (lub zbliżonych) bezpośrednio do nowych, innowacyjnych przedsiębiorstw o dużym potencjale wzrostu, z którymi to przedsiębiorstwami łączy ich tylko interes ekonomiczny. Są to więc inwestorzy realizujący inwestycje *venture capital*, wykorzystując w tym celu swoje osobiste środki finansowe [Głodek, Matusiak 2008].

Inwestorzy na
ryнку *venture
capital*

Inwestorami tego typu stają się m.in. przedsiębiorcy – obecni i ci, którzy odnieśli sukces w przeszłości. Dzięki temu posiadają odpowiedni kapitał, którego część mogą inwestować w nowe firmy. Inwestor tego typu przeznaczają na inwestycję zwykle od kilkuset tysięcy (jako minimalną opłacalną dla inwestora kwotę wskazuje się ok. 200 000 zł, ale w praktyce odnotowuje się inwestycje nawet ok. 50 tys. zł.) do kilku milionów złotych. W razie potrzeby zdarzają się czasem inwestycje kilku aniołów biznesu w jedną firmę.

Główna część inwestycji aniołów biznesu lokowana jest w przedsiębiorstwach dopiero rozpoczynających swoją działalność oraz w fazie ich wczesnego wzrostu. Wynika to m.in. z ograniczonej wielkości kwot, które inwestorzy przeznaczają na finansowanie firm. Ponadto sprzyja temu doświadczenie branżowe, które posiada część aniołów biznesu. Wielu inwestorów to osoby o znaczącym doświadczeniu biznesowym i kontaktach branżowych. Tego typu zasoby są cenne dla powstającego

6 Określenie „anioły biznesu” (*business angels*) posiada rodowód amerykański. W Polsce, oprócz tej nazwy, stosuje się czasem określenie „inwestorzy indywidualni”.

przedsięwzięcia, które dopiero musi zbudować swoje miejsce na rynku. Inwestor, który przekazuje swoje osobiste środki finansowe, jest zwykle zmotywowany do wspierania przedsięwzięcia nie tylko za pomocą kapitału, ale również wiedzy.

Inwestorzy zwykle nie są skłonni do nadmiernego afiszowania się tym, że posiadają znaczną kwotę pieniędzy, którą gotowi są zainwestować. Starają się przeważnie zachować anonimowość. Aby ułatwić kontakt inwestorów z przedsiębiorstwami i przedsiębiorcami, tworzone są tzw. **sieci aniołów biznesu**. W Polsce w końcu 2015 r. działało kilkanaście tego typu instytucji. Do największych należą m.in. Lewiatan Business Angels, PolBAN, Silban oraz Gildia Aniołów Biznesu.

Fundusze załączkowe – czyli kapitału załączkowego (*seed capital*), są rodzajem funduszy *venture capital*. Realizują one ten sam model inwestowania i zarabiania na inwestycjach w kapitał własny przedsiębiorstw posiadających potencjał dynamicznego rozwoju. Cecha charakterystyczna to wyspecjalizowanie się w inwestycjach w spółki pozostające we wczesnych etapach swojego rozwoju. Chodzi więc o inwestycje prowadzone na etapie rozpoczynania działalności firmy (faza startu) lub (rzadziej) jeszcze przed założeniem przedsiębiorstwa (faza zasiewu/faza *seed*/faza załączkowa).

Okres inwestowania funduszy załączkowych jest z reguły dłuższy niż w przypadku ogółu *venture capital*. Rozpoczęcie inwestycji na wczesnym etapie powoduje, że niektórzy inwestorzy zakładają wyjście z niej nawet po 7 latach. Część funduszy załączkowych stara się realizować krótsze inwestycje, poszukując innego funduszu *venture capital*, który przejmie i rozwinie inwestycję w danej firmie, gdy firma znajdzie swoją niszę rynkową i zademonstruje możliwość funkcjonowania na rynku.

W przypadku funduszy załączkowych przedsiębiorca może liczyć na inwestycję w wysokości od około 50 tys. zł do około 4 mln zł. W zamian fundusz obejmuje akcje/udziały nowej firmy – zwykle tym więcej, im wcześniejszy jest etap rozpoczęcia inwestycji.

Ze względu na fakt, że inwestowanie we wczesne fazy życia przedsiębiorstw jest znacznie bardziej ryzykowne niż inne rodzaje inwestycji *venture capital*, na rynku funkcjonuje relatywnie mało funduszy, które inwestują znaczące kwoty w tych fazach i działają w sposób czysto komercyjny. W Polsce fundusze załączkowe pojawiły się na większą skalę dopiero po 2007 r. dzięki zaangażowaniu pieniędzy publicznych. Znaczącą ich część funkcjonowała w oparciu o środki z Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka Działanie 3.1. Program ten działał w ramach perspektywy finansowania 2007–2013. Obecnie zaś funkcjonują

m.in. fundusze załączkowe uruchomione w ramach programu BRIDGE Alfa, kierowanego przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju.

Inwestorzy korporacyjni – działalność inwestycyjna w formie *venture capital* realizowana jest w szczególnych przypadkach przez duże przedsiębiorstwa. Wiąże się ona najczęściej z inwestowaniem w projekty/firmy technologiczne we wczesnych etapach rozwoju.

Szczególne cecha, która odróżnia korporacje od innych rodzajów inwestorów, polega na tym, że oprócz motywu zysku działalność inwestycyjna wykorzystywana jest do pozyskania informacji o nowych technologiach wdrażanych przez małe przedsiębiorstwa oraz do pozyskania nowych idei i koncepcji rynkowych. Z tego punktu widzenia działalność inwestycyjną przedsiębiorstw można traktować po części jako element monitoringu zmian technicznych i rynkowych.

W przypadku sukcesu rynkowego firmy, w którą zainwestowano, inwestor otrzymuje wyraźne potwierdzenie potencjału rynkowego nowej technologii, na której bazowała koncepcja biznesowa firmy. Tak więc następnym krokiem inwestora (dużej firmy) może być wdrożenie różnych form kooperacji (w zakresie produkcji, dystrybucji itp.) wspólnych przedsięwzięć lub, w pewnych przypadkach, wykupienie pakietu większościowego firmy. Zaangażowanie w proces inwestycyjny korporacji o dużym doświadczeniu technologicznym i rynkowym oznacza, że przedsiębiorstwo przemysłowe zdolne jest lepiej, niż inwestorzy finansowi, ocenić potencjał wzrostowy firmy, która opiera swoją działalność na pokrewnych technologiach. Zwiększa się zatem szansa na prawidłową ocenę wartości projektów pod względem technicznym.

Inwestycja *venture capital* realizowana przez korporację może nieść dodatkową wartość dla małej firmy realizującej przedsięwzięcie w branży zbliżonej do inwestora. Oprócz środków finansowych istnieje szansa na wykorzystanie wsparcia inwestora w zakresie technicznym i rynkowym. Nowe przedsiębiorstwo – poprzez inwestora korporacyjnego – może pozyskać dostęp do praktyki zarządzania i marketingu z konkretnego sektora oraz do technologii i kanałów dystrybucji.

19.6.2. Proces inwestowania *venture capital*

Proces inwestycyjny *venture capital* trwa kilka lat (zwykle od 3 do 7). W jego ramach inwestycja jest dokonywana, realizowana i kończona. Można wyróżnić w nim trzy główne fazy:

1) poszukiwanie projektów inwestycyjnych oraz ich ocena,

- 2) zarządzanie spółką portfelową,
- 3) wyjście z inwestycji.

Proces inwestycji zaczyna się od **poszukiwania potencjalnych projektów inwestycyjnych**. Innymi słowy, inwestor poszukuje przedsiębiorstw mających możliwości dynamicznego rozwoju rynkowego. Od potencjalnych kandydatów pozyskiwane są biznesplany inwestycji, które następnie służą do oceny projektów. Szczegółowym analizom dokumentów towarzyszą również negocjacje z przedsiębiorcami, więc cały proces może zarówno trwać dość krótko (3–5 miesięcy), jak i przeciągnąć się nawet do 2 lat. Dla przedsiębiorców poszukujących źródeł finansowania dla swoich innowacyjnych pomysłów ta faza ma zasadnicze znaczenie.

Fazy procesu inwestowania
venture capital

Na etapie **oceny projektu inwestycyjnego** przedstawiciele funduszu spotykają się z przedsiębiorcami, którzy tym samym mają okazję do zaprezentowania swoich firm bądź pomysłów. Ważne na tym etapie jest wzbudzenie zainteresowania. Jeśli to nastąpi, skutkuje to koniecznością – i jednocześnie możliwością – dostarczenia bardziej szczegółowych informacji dotyczących przedsięwzięcia, obecnej sytuacji przedsiębiorstwa oraz planu współpracy z funduszem. Informacje te zawarte są w biznesplanie. Należy przy tym pamiętać, że niejednokrotnie biznesplan jest pierwszym i jedynym dokumentem, z którego potencjalny inwestor będzie mógł pozyskać informacje na temat proponowanego do sfinansowania przedsięwzięcia. A zatem powinien on być przygotowany w sposób zrozumiały, przejrzysty i przede wszystkim pokazywać wszystkie strony przedsięwzięcia – nie tylko te pozytywne (szanse, możliwe zyski), lecz także ryzyka, które towarzyszą projektowi. Z pewnością analitycy po stronie funduszu *venture capital* sami mogą te ryzyka zidentyfikować i ocenić, ale o wiele bardziej wiarygodnie i profesjonalnie prezentuje się przedsiębiorca, który jest ich świadom, a mimo to decyduje się na realizację danego projektu.

Poza analizą dokumentów otrzymanych od potencjalnego biorcy kapitału fundusze samodzielnie poszukują informacji dotyczących danego projektu i firmy. Odbywa się to m.in. poprzez kontakty z klientami i dostawcami przedsiębiorstwa, bankiem, osobami, które miały w przeszłości styczność z firmą (np. byli pracownicy, klienci). Na tym etapie fundusz dokonuje również wstępnej analizy rynku, na której działa przedsiębiorstwo i analizy konkurencji. W zależności od woli ze strony przedsiębiorcy etap ten może trwać nawet kilkanaście miesięcy.

Strony transakcji z reguły podpisują dokument, w którym uzgadniane są wstępne warunki transakcji (tzw. *term sheet* lub *letter of intent*), który nie stanowi prawnego dokumentu, obligującego strony do

zawarcia transakcji kupna-sprzedaży udziałów, lecz jest biznesowym dokumentem potwierdzającym wstępnie ustalone warunki transakcji.

Kolejny krok po podpisaniu wstępnych warunków transakcji to organizacja technicznej pracy związanej z przeprowadzeniem analizy *due diligence*. Etap ten polega na zaangażowaniu profesjonalnych dostawców usług w rozmaitych dziedzinach, które mają zostać zbadane podczas *due diligence*. Analiza ta jest kluczowym elementem procesu decyzyjnego dotyczącego danej inwestycji, ponieważ w zależności od jej wyników fundusz ostatecznie decyduje o wejściu w inwestycję, rezygnacji lub renowacji ceny zakupu. Jeżeli wyniki *due diligence* są dla funduszu na tyle zadowalające, że postanawia wejść w inwestycję, przeprowadzane są finalne negocjacje co do ceny i pozostałych warunków transakcji oraz następuje przygotowanie do podpisania umowy inwestycyjnej.

Wycena spółki jest – obok analizy *due diligence* – jednym z elementów procesu, który przesądza o realizacji transakcji. Fundusz musi dokonać wstępnej wyceny spółki, w którą chce zainwestować, jeszcze przed rozpoczęciem *due diligence*. Z jednej strony wiąże się to z faktem, że przedsiębiorca chce znać cenę, którą oferuje fundusz, zanim rozpocznie się szczegółowe badanie sytuacji spółki. Z drugiej strony, na podstawie dokonanej wstępnej wyceny fundusz musi ocenić szansę powodzenia projektu oraz zasadność ceny, której oczekuje przedsiębiorca (lub w sytuacji, gdy nie potrafi on jasno określić swoich oczekiwań finansowych, wycena ma umożliwić zaproponowanie ceny rozsądnej zarówno z punktu widzenia funduszu, jak i przedsiębiorcy).

Fundusze *venture capital* osiągają zysk poprzez budowanie wartości spółki, w którą zainwestowały, a następnie odsprzedaż udziałów po wyższej cenie (jeżeli inwestycja zakończy się sukcesem). Zbyt wysoka cena na starcie w praktyce oznacza dla funduszu niższy zysk albo stratę (gdyby przewartościowanie było znaczne), a co za tym idzie, spadek wartości samego funduszu. Z perspektywy inwestora ocena wartości przedsiębiorstwa nie polega tylko i wyłącznie na określeniu aktywów posiadanych przez spółkę czy prognozowaniu przyszłych przepływów pieniędzy, lecz także na oszacowaniu aktywów spółki, których wartość trudno zmierzyć (np. zasoby ludzkie).

W zależności od kilku czynników, m.in. wyceny spółki oraz wyników *due diligence*, ustalane są **ostateczne szczegóły transakcji**. Podejmowana jest decyzja o cenie oraz warunkach transakcji, w tym wielkości inwestowanego kapitału oraz ilości udziałów (lub akcji w przypadku spółki notowanej), które fundusz otrzyma w zamian.

Wszystkie ustalenia są spisywane w formie umowy inwestycyjnej, będącej równocześnie potwierdzeniem zawarcia transakcji. Zazwyczaj

umowa inwestycyjna to bardzo obszerny dokument, który zawiera szczegółowy opis (wraz z załącznikami) zarówno stanu faktycznego, jak i postanowień dotyczących procesu inwestycji. Zadaniem umowy jest chronić interesy oraz określić prawa i obowiązki obu stron transakcji. Podpisanie właściwej umowy inwestycyjnej może być poprzedzone umową przedwstępną.

Podpisanie umowy inwestycyjnej i spełnienie ewentualnych warunków zawieszających pozwala rozpocząć wspólną pracę funduszu i spółki nad kreowaniem jej wartości oraz budowaniem silnej pozycji na rynku. Ten etap procesu inwestycji trwa kilka lat, w zależności od fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Poza kapitałem, fundusze wysokiego ryzyka wnoszą do spółki niezwykle cenne doświadczenie i wiedzę (z zakresu zarządzania spółką lub wiedzę ściśle powiązaną z branżą, w której spółka działa).

Kolejną, najdłuższą fazą procesu inwestycyjnego, jest okres **zarządzania spółką portfelową**. W tym okresie fundusz kreuje wartość dodaną spółki, która będzie w przyszłości źródłem jego zysku. Faza ta z reguły trwa od ok. 3 do 5 lat, aż do momentu, gdy fundusz podejmuje decyzję o wyjściu z inwestycji. Ponieważ fundusze zarabiają na budowaniu wartości spółki, dlatego w swoich działaniach koncentrują się głównie na tym. W praktyce może to oznaczać potrzebę wsparcia zarządu spółki w restrukturyzacji przedsiębiorstwa, opracowaniu nowej strategii, pomocy wprowadzeniu nowych inwestycji oraz w każdym wypadku – zapewnienie środków potrzebnych na przeprowadzenie powyższych działań.

Inwestorzy *venture capital* w różnym stopniu angażują się w zarządzanie spółką. Główne funkcje, które pełni fundusz w trakcie inwestycji można w skrócie przedstawić następująco:

- bieżący monitoring działalności spółki,
- udział w podejmowaniu strategicznych decyzji,
- zapewnienie doradztwa i wsparcia w zakresie rozwiązywania problemów dotyczących implementacji opracowanej strategii restrukturyzacji lub rozwoju.

Źródłem zysku funduszu jest wzrost wartości spółki portfelowej. Można by z tego wnioskować, że fundusz będzie dążył do maksymalizacji wyceny spółki i sprzeda ją w momencie, gdy udziały (bądź akcje) osiągną najwyższą wartość. Fundusze zwykle dbają jednak o to, aby spółki, które sprzedają, miały nadal potencjał wzrostu. To sprawia, że fundusze nie mają z reguły problemu z **wyjściem z inwestycji**. Odkupujący akcje od funduszu zdają sobie sprawę, że spółki, które

znajdowały się w portfolio, mają uporządkowaną strukturę zarządzania oraz wizję dalszego rozwoju.

Inwestorzy podejmują decyzję o sprzedaży posiadanego pakietu akcji/udziałów w momencie, gdy osiągną zamierzony cel, tzn. spółka po fazie szybkiego wzrostu czy dynamicznej reorganizacji przechodzi do fazy stałego wzrostu lub gdy nadarza się okazja na wyjście z inwestycji na korzystnych warunkach. Przygotowanie spółki do udanej dezinwestycji, zarówno w przypadku wejścia na giełdę, jak i innych metodach wyjścia, wymaga sporo wysiłku ze strony funduszy. Fundusze zawsze dążą do tego, aby zarządzane przez nich spółki były transparentne, miały jasno wytyczoną strategię, dawały dalsze szanse rozwoju (czyli przynosiły zyski kolejnym inwestorom), przestrzegały międzynarodowych standardów biznesowych, a co za tym idzie, były atrakcyjne zarówno dla krajowych, jak i zagranicznych inwestorów.

19.7. Dotacje

Dotacja to nieodpłatna i bezzwrotna pomoc finansowa. W przypadku małych przedsiębiorstw dotacje przyznawane są im przez różnego typu instytucje publiczne w celu podjęcia przez firmy działań postrzeganych jako istotne z punktu widzenia interesu publicznego. Tak więc dotacje przyznawane są na określony cel i przedsiębiorstwo korzystające z dotacji jest rozliczane z realizacji tego celu. Do celów, które w ostatnich latach były lub są związane z możliwością uzyskania dotacji przez małe firmy w Polsce można zaliczyć m.in.:

- uruchomienie nowego przedsiębiorstwa,
- zatrudnienie nowych pracowników,
- wprowadzenie innowacji,
- szkolenia i rozwój kompetencji pracowników,
- prowadzenie działalności B+R.

W perspektywie finansowania na lata 2007–2013 źródłem grantów było wiele działań realizowanych w ramach projektów operacyjnych, w tym w szczególności w ramach Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, będącego źródłem dotacji na szkolenia pracowników czy zakładanie nowych przedsiębiorstw. Ponadto znaczącym źródłem tego typu finansowania były Regionalne Programy Operacyjne.

W ramach perspektywy 2014–2020 kluczowymi z punktu widzenia małych i średnich przedsiębiorstw programami operacyjnymi są:

Dotacja
– nieodpłatna
i bezzwrotna
pomoc finan-
sowa.

- POWER – Program Operacyjny Wiedza Edukacja Rozwój, mający na celu wzrost poziomu zatrudnienia oraz spójności społecznej,
- POIR – Program Operacyjny Inteligentny Rozwój, który koncentruje się na wspieraniu przedsięwzięć powiązanych z budową gospodarki opartej na wiedzy, umożliwiającą inteligentny rozwój gospodarczy kraju,
- RPO – Regionalne Programy Operacyjne poszczególnych województw.

Należy zaznaczyć, że w ramach perspektywy 2014–2020 zakres wykorzystania dotacji dla małych firm zostanie ograniczony w porównaniu do poprzedniej perspektywy. W konsekwencji modyfikacji polityki UE zwiększony będzie udział różnego typu instrumentów zwrotnych.

Instrumentem finansowym dostępnym nieprzerwanie od kilkunastu lat jest – przeznaczona dla osób bezrobotnych chcących założyć nowe przedsiębiorstwo – dotacja z powiatowego urzędu pracy. Ma ona służyć na niewielkie inwestycje związane z nową działalnością. Jej wysokość może wynieść równowartość kwoty między cztero- a sześciokrotnością przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw. Oznacza to, że środki te z reguły przekraczają 20 tys. złotych.

19.8. Rynek giełdowy – NewConnect

NewConnect (NC) to platforma giełdowa przeznaczona dla młodych, dynamicznych spółek, które są zainteresowane debiutem giełdowym, jednak nie spełniają wyśrubowanych kryteriów wejścia na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych (GPW). Przedsiębiorstwa mają możliwość pozyskania kapitału pochodzącego z emisji nowych akcji oraz ich sprzedaży w ramach emisji przeznaczonej dla inwestorów zewnętrznych. Akcje te są następnie przedmiotem handlu w ramach transakcji prowadzonych na rynku NC.

Formalności i koszty debiutu na NewConnect są niższe w porównaniu z regulowanym rynkiem GPW. Mniejsze są także obowiązki informacyjne ciążące na emitentach. Z tego względu jest to rynek otwarty na firmy małe, które posiadają znaczący potencjał rozwoju. Ze względu na specyfikę rynku NC, do wejścia na niego nadają się szczególnie te projekty, które już zostały wdrożone, ale które potrzebują dużego zastrzyku kapitałowego. Według przedstawicieli GPW idealna spółka

NewConnect – platforma giełdowa przeznaczona dla młodych, dynamicznych spółek, które są zainteresowane debiutem giełdowym, jednak nie spełniają kryteriów wejścia na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych (GPW).

debiutująca na NewConnect powinna posiadać kilka charakterystycznych cech:

- reprezentuje jeden z nowoczesnych sektorów gospodarki: IT, Internet, telekomunikację, biotechnologie, ochronę środowiska, ekono-energię, usługi,
- posiada wysoką dynamikę wzrostu,
- działa nie dłużej niż 4 lata,
- ma przewidywaną kapitalizację w wysokości do ok. 20 mln zł,
- poszukuje nowego kapitału w wysokości od kilkuset tysięcy zł do kilkunastu milionów złotych.

Większe przedsiębiorstwa, o kapitalizacji znacząco przewyższającej 20 mln zł, powinny rozważyć wejście na rynek regulowany, jednak dla mniejszych wejście do obrotu na NC to interesująca ekonomicznie propozycja, głównie ze względu na prostotę i niskie koszty debiutu oraz niższe całościowe koszty funkcjonowania na rynku. W przypadku emisji akcji spółka ma do wyboru dwie drogi wejścia na rynek: na drodze oferty prywatnej lub oferty publicznej [*Przewodnik po rynku NewConnect* 2013, s. 3–4]. Debiut na NewConnect wymaga skorzystania z usług tzw. Autoryzowanego Doradcy. W założeniu jest to instytucja, która ma bezpiecznie przeprowadzić niedoświadczoną spółkę przez trudny debiut na rynku kapitałowym.

Rynek NewConnect został utworzony w połowie 2007 r. W połowie roku 2015 było na nim notowanych około 430 podmiotów.

Ćwiczenia

1. Omów, na czym polega zjawisko luki finansowej.
2. Wskaż i omów główne etapy procedury uzyskania kredytu inwestycyjnego.
3. Wskaż różnice występujące pomiędzy poszczególnymi typami inwestorów *venture capital*.
4. Omów różnice pomiędzy leasingiem operacyjnym a leasingiem finansowym.
5. Wskaż różnice pomiędzy kredytem bankowym a pożyczką z funduszu pożyczkowego.

Bibliografia

- Alińska A. (red.) [2015], *Rynek funduszy pożyczkowych w Polsce. Raport 2014*, Polski Związek Funduszy Pożyczkowych, Warszawa.
- Głodek P. [2005], *Powstanie i finansowanie małej firmy technologicznej*, [w:] P. Głodek, J. Kornecki, J. Ropęga, *Funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw we współczesnej gospodarce. Wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Głodek P. [2011], *Luka finansowa*, [w:] K. B. Matusiak (red.), *Innowacje i transfer technologii. Słownik pojęć*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.
- Głodek P., Matusiak K. B. [2008], *Anioły biznesu*, [w:] K. B. Matusiak (red.), *Innowacje i transfer technologii. Słownik pojęć*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.
- Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W. L., Szelańska A., Zawadzka Z. [2013], *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Poltext, Warszawa.
- Jaworski W. L., Zawadzka Z. (red.) [2002], *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Łuczka T. [1997], *Kapitał jako przedmiot gospodarki finansowej małego i średniego przedsiębiorstwa prywatnego*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań.
- Mażewska M. [2015], *Lokalne fundusze pożyczkowe*, [w:] A. Bąkowski, M. Mażewska, *Ośrodki innowacji i przedsiębiorczości w Polsce. Raport 2014*, Stowarzyszenie Organizatorów Ośrodków Innowacji i Przedsiębiorczości, Warszawa–Poznań.
- Pietras P., Głodek P. [2011], *Finansowanie przedsięwzięć innowacyjnych w MSP*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.
- Przewodnik po rynku NewConnect* [2013], Giełda Papierów Wartościowych S.A., Warszawa.
- Raport o stanie funduszy poręczeniowych w Polsce – stan na dzień 31.12.2013 r.* [2014], Krajowe Stowarzyszenie Funduszy Poręczeniowych, Warszawa.
- Stiglitz J., Weiss A. [1981], *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, "American Economic Review", vol. 71, s. 393–410.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Prawo bankowe*, t.j. Dz. U. 2015 r., poz. 128.
- Wypych A. (red.) [1995], *Finanse przedsiębiorstw*, Absolwent, Łódź.