

Rozdział 3

Finansowanie działalności startupów w Polsce

Wawrzyniec Michalczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mail: wawrzyniec.michalczyk@ue.wroc.pl
ORCID: 0000-0002-8521-4088

Cytuj jako: Michalczyk, W. (2022). Finansowanie działalności startupów w Polsce. W: A. Kuźmińska-Haberla, S. Bobowski (red.), *Rola ekosystemu w rozwoju startupów. Przypadek Wrocławia* (s. 77-102) Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

Streszczenie: Celem rozdziału jest przegląd dostępnych dla polskich startupów metod finansowania oraz zakresu ich wykorzystania w praktyce gospodarczej. Tekst podejmuje próbę odpowiedzi na pytania, jakie czynniki są uwzględniane przy doborze źródeł i sposobów pozyskiwania funduszy, jak można sklasyfikować dostępne metody pozyskiwania kapitału oraz które źródła i sposoby finansowania są najbardziej rozpowszechnione wśród polskich startupów. Polskie startupy korzystają przede wszystkim z zasobów własnych, zgromadzonych przed ich powstaniem przez założycieli, choć istotne źródła kapitału na ich rozwój stanowią również PARP i NCBiR, a także formy w mniejszym stopniu tradycyjne, jak akceleratorzy, *venture capital* i aniołowie biznesu (w przeważającej mierze krajowe).

Słowa kluczowe: startupy, finansowanie, *venture capital*, aniołowie biznesu, crowdfunding.

3.1. Wprowadzenie

Menedżer startupu, jak każdy zarządzający przedsiębiorstwem, staje przed zadaniem o kluczowym charakterze, jakim jest zgromadzenie odpowiedniego zasobu środków finansowych na prowadzenie działalności. Jedną z najistotniejszych decyzji w tym zakresie jest dobór odpowiednich źródeł i sposobu ich pozyskania, tak by ukształtowana w ten sposób struktura kapitału – w tym szczególnie własnego i obcego – była optymalna i pozwalała na sfinansowanie aktywności gospodarczej, a w perspektywie na rozwój i rozrost przedsiębiorstwa oraz na długoterminowe utrzymanie się na rynku.

Celem niniejszego rozdziału jest przegląd dostępnych dla polskich startupów metod finansowania oraz zakresu ich wykorzystania w praktyce gospodarczej. Biorąc to pod uwagę, sformułowano następujące pytania badawcze:

1. Jakie czynniki są uwzględniane przy doborze źródeł i sposobu pozyskiwania funduszy przez menedżerów startupów?
2. W jaki sposób faza rozwojowa przedsiębiorstwa wpływa na finansowanie?
3. Jak można sklasyfikować metody pozyskiwania kapitału dostępne dla polskich startupów?
4. Które metody można określić mianem tradycyjnych i jaka jest ich specyfika?
5. Na czym polegają nowoczesne metody finansowania, adresowane przede wszystkim do startupów, takie jak akceleratory, inkubatory, *venture capital* czy aniołowie biznesu?
6. Jaka jest rola crowdfundingu i innych metod w pozyskiwaniu kapitału na przedsięwzięcia gospodarcze?
7. Które źródła i sposoby finansowania są najbardziej rozpowszechnione wśród polskich startupów, jaka jest ich skala i czym się charakteryzują?

3.2. Klasyfikacja metod finansowania startupów

Istota finansowania działalności gospodarczej sprowadza się w najprostszym ujęciu do procesu pozyskiwania kapitału, który zostanie w niej wykorzystany. Ujmując kwestię finansowania nieco bardziej szczegółowo, można stwierdzić, że jest to gromadzenie funduszy czy środków pieniężnych, które będą przeznaczone na wydatki nie tylko o charakterze inwestycyjnym (tj. kapitałowym), ale i bieżącym (Bednarz i Gostomski, 2018, s. 27). Zjawisko to ma charakter dwustronny, tj. ma zarówno odbiorcę, czyli przedsiębiorstwo pozyskujące środki na własną działalność, jak i dawcę, czyli podmiot dysponujący nadwyżką funduszy, dążący do jego korzystnego ulokowania. Finansowanie rodzi zmiany w pasywach przedsiębiorstwa i jest rejestrowane w jego bilansie jako korekty struktury i wartości źródeł pochodzenia majątku, czyli właśnie kapitału (Janasz, Kaczmarska i Wasilczuk, 2020, s. 158; Prystrom i Wierzbicka, 2015, s. 10).

Co więcej, należy odnotować, że właściwie każda decyzja podejmowana w przedsiębiorstwie, na każdym etapie jego działalności, podczas jego zakładania, rozwoju, rozkwitu czy bankructwa, ma wymiar pieniężny, a więc wiąże się z finansowaniem. Stąd też jest ono definiowane również bardzo szeroko, jako wszelkie decyzje menedżerów dokonywane w całym okresie funkcjonowania podmiotów gospodarczych (Bednarz i Gostomski, 2018, s. 27-29; Janasz i in., 2020, s. 158-159; Prystrom i Wierzbicka, 2015, s. 10).

Finansowanie jest zatem nieodłącznym elementem działalności gospodarczej i szczególnie istotnym obszarem decyzyjnym w przypadku przedsiębiorstw będących startupami. Kwestią fundamentalną na tym polu jest optymalny dobór me-

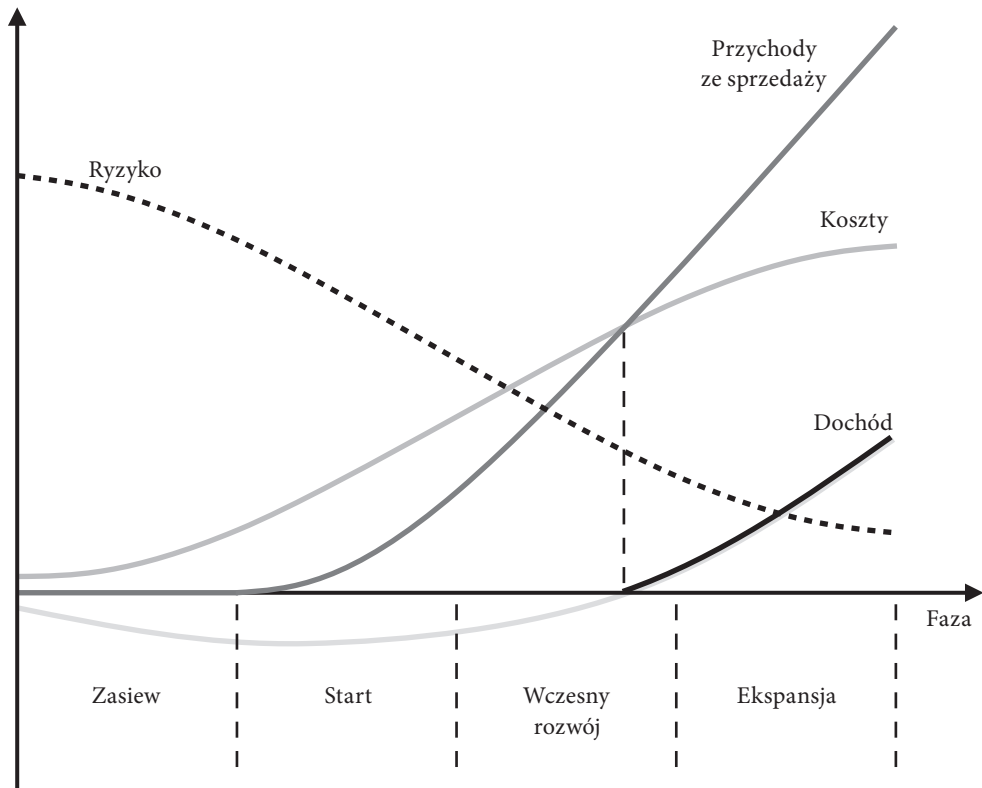
toż pozyskania kapitału, tj. po pierwsze, identyfikacja najkorzystniejszych kategorii dawców funduszy (źródeł finansowania), czyli ich struktura podmiotowa (skąd?), a po drugie – selekcja i wdrożenie konkretnych sposobów pozyskania od nich środków pieniężnych, czyli ich struktura przedmiotowa (jak?). W tym procesie uwzględnia się zazwyczaj następujące czynniki (Bednarz i Gostomski, 2018, s. 34-35; Janasz i in., 2020, s. 158):

- specyfikę przedmiotu działalności,
- rozmiary przedsiębiorstwa,
- stan zaawansowania technologicznego przedsięwzięcia,
- kompetencje kadry menedżerskiej,
- docelową lub faktyczną strukturę majątku,
- skalę ryzyka działalności, w tym finansowego i rynkowego, m.in. określającą rozmiary ryzyka inwestycyjnego dla kapitałodawców,
- własną kondycję finansową, m.in. wpływającą na możliwość samofinansowania,
- prognozy w zakresie tempa rozwoju przedsiębiorstwa i okresu zwrotu zainwestowanego kapitału,
- dostępność finansowania od poszczególnych podmiotów oraz z wykorzystaniem poszczególnych jego instrumentów czy form,
- koszt konkretnych sposobów pozyskania kapitału od różnych podmiotów,
- możliwe korzyści podatkowe danych form finansowania (np. leasingu),
- sezonowość zapotrzebowania na finansowanie, związana np. z fazą cyklu życia (rozwoju) przedsiębiorstwa.

W przypadku startupów i finansowania innowacji ostatni z wymienionych czynników nabiera szczególnego znaczenia. W pierwszym etapie rozwojowym przedsiębiorstwa, tj. w fazie tzw. zasiewu, zapotrzebowanie na kapitał może być niewielkie, gdyż działania obejmują czynności poprzedzające rozpoczęcie działalności, ukierunkowane na uprawdopodobnienie, że będzie ona przynosić zadowalający poziom dochodu. Badania rynkowe, w tym otoczenia przedsiębiorstwa, testowanie produktu, rekrutacja personelu zarządczego czy pozyskiwanie wymaganych dokumentów (atestów, certyfikatów, pozwoleń itp.) zazwyczaj wiążą się jeszcze z relatywnie niewielką potrzebą finansowania, jednak obciążoną wysokim ryzykiem – rynkowym, technologicznym czy dotyczącym personelu itd. (Prystrom i Wierzbicka, 2015, s. 10-11). Głównym źródłem funduszy w przypadku przedsięwzięć o charakterze innowacyjnym są przede wszystkim środki pochodzące od tzw. 3F – „founders, friends, family” – czyli od założycieli, przyjaciół i rodziny, stanowiące albo kapitał dłużny, albo udziałowy. Skrót 3F jest czasem również dosadnie rozwijany jako „friends, family, fools” – przyjaciele, rodzina i „naiwni”, czyli inwestorzy skłonni do akceptacji wysokiego ryzyka (Codogni, 2017, s. 242; Cegielska i Zawadzka, 2017, s. 55; Čalopa, Horvat i Lalić, 2014, s. 26; Kowal i Kowal, 2019, s. 32; Kulpaczyńska 2020, s. 45). Istotne na tym etapie są zarówno dotacje Unii Europejskiej, jak i inkubatory przedsiębiorczości, akceleratory, aniołowie biznesu, crowdfunding, Initial Coin

Offerings, fundusze pożyczkowe i poręczeniowe czy krótkoterminowe kredyty bankowe (Kordela, 2018, s. 184-185; Lubecki, 2020, s. 23).

Następny etap to wejście w fazę startu, w którym przedsiębiorstwo rozpoczyna działalność, tworzy podwaliny pod produkcję, kompletuje zespół pracowników, rozpoczyna testową sprzedaż i inicjuje działania marketingowe. Finansowanie obejmuje zakup sprzętu, działania rekrutacyjne, wytworzenie pierwszej partii produktów czy nakreślenie i rozpoczęcie wdrażania strategii promocji. Ryzyko się zmniejsza, koncentrując się głównie w obszarze rynkowym (Prystrom i Wierzbicka, 2015, s. 10-11). Na skutek pojawienia się pierwszych przychodów prędej czy później ograniczeniu ulega również skala ujemnych przepływów finansowych, jednak wciąż jeszcze mogą one razem z nadal relatywnie wysokim ryzykiem operacyjnym utrudniać dostęp do bardziej tradycyjnych źródeł i sposobów finansowania (Cegielska i Zawadzka, 2017, s. 55; Kordela, 2018, s. 186; Kulpaczyńska, 2020, s. 45-46).



Rysunek 3.1. Kształtowanie się przychodów, kosztów, dochodu i ryzyka w fazach rozwojowych startupu

Źródło: opracowanie własne.

Kolejna faza wczesnego rozwoju wiąże się zazwyczaj z istotnym wzrostem zapotrzebowania na kapitał, przy jednoczesnym dalszym spadku ryzyka spowodowanym częściowym już sprawdzeniem się innowacji w warunkach rynkowych i coraz większym prawdopodobieństwem jej zdolności do przynoszenia dochodu. Przedsiębiorstwo zwiększa produkcję, co wymaga nakładów finansowych na rozbudowę jej bazy, zwiększenie zatrudnienia czy rozwój dystrybucji. Coraz bardziej dostępne staje się wykorzystanie funduszy *venture capital* czy inwestorów strategicznych jako źródła finansowania i rozrostu działalności. W pewnym momencie przychody zrównują się z kosztami, przedsięwzięcie staje się krótkookresowo rentowne, a przepływy finansowe przestają być ujemne (rys. 3.1). Z kolei w ostatnim etapie, określanym mianem fazy ekspansji, firmy o ugruntowanej pozycji rynkowej i finansowej, a więc o niskim ryzyku inwestycyjnym, rozpoczynają wkraczanie na nowe rynki, wprowadzanie nowych produktów czy wdrażanie nowych technologii (Prystrom i Wierzbička, 2015, s. 11). Możliwe jest skupienie się na tradycyjnych instrumentach finansowania i mniej skłonnych do ryzyka kategoriach kapitałodawców, takich jak banki czy inwestorzy indywidualni (np. w drodze publicznej emisji akcji).

Klasyfikacji metod finansowania startupów można dokonać, uwzględniając zarówno ich strukturę podmiotową, jak i przedmiotową. Tę pierwszą można scharakteryzować, biorąc pod uwagę różne kryteria, tj. przy uwzględnieniu sektora, z którego pochodzi dawca funduszy (publiczny lub prywatny; należy też podkreślić rolę partnerstwa publiczno-prywatnego w tym zakresie), formy udostępnianego przez niego kapitału (wnoszony przez objęcie udziałów czy akcji przedsiębiorstwa lub przy wykorzystaniu instrumentów dłużnych) oraz miejsca jego siedziby (w kraju lub za granicą). Z kolei struktura przedmiotowa finansowania jest oparta na podziale na kapitał własny (czyli udziałowy) i kapitał obcy (czyli dłużny). Pozyskiwanie środków własnych obejmuje sposoby finansowania wewnętrznego (tzw. samofinansowania) oraz zewnętrznego, tj. od podmiotów spoza przedsiębiorstwa, w zamian za udziały lub akcje. Kapitał obcy należy zaś rozdzielić na dwie kategorie – obejmującą finansowanie długoterminowe (tj. powyżej roku) i krótkoterminowe (do roku). Zestawienie metod pozyskiwania funduszy w podziale według wskazanych kryteriów zawiera tabela 3.1.

Kapitał własny charakteryzuje się brakiem konieczności jego spłaty w określonym terminie, co sprawia, że przedsiębiorstwo może go wykorzystywać z większą swobodą niż fundusze obce, które dodatkowo są obciążone odsetkami. Wynagrodzeniem dla inwestora jest tutaj dywidenda, mająca dla firmy charakter nieobligatoryjny, a dodatkowo kapitałodawca ma (mniejszą lub większą) możliwość wpływania na podejmowane decyzje gospodarcze. Z punktu widzenia pierwotnych właścicieli przedsięwzięcia dokonanie selekcji rodzaju pozyskiwanych funduszy, i w konsekwencji sposobu rekompensaty dla kapitałodawcy, ma istotne znaczenie pod kątem zachowania możliwości kształtowania bieżącej działalności oraz autonomii nakreślenia jej ram strategicznych. W przypadku startupów swoboda założycieli w de-

cydowaniu o kierunku rozwoju przedsiębiorstwa, mającego zazwyczaj wysoki potencjał innowacyjny o trudnej do prognozowania ścieżce ekspansji, jest szczególnie istotna w kontekście odpowiedniego reagowania na zmieniające się parametry otoczenia wewnętrznego i zewnętrznego. Niemniej jednak, ze względu na częstokroć znaczące zapotrzebowanie na kapitał i co najmniej początkową trudność w dostępie do tradycyjnych metod finansowania, przekazanie części uprawnień właścicielskich w zamian za wniesione przez inwestorów fundusze może okazać się konieczna.

Tabela 3.1. Metody finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw w Polsce

Struktura podmiotowa		
Sektor	publiczny	<ul style="list-style-type: none"> - władze krajowe: programy krajowe, programy sektorowe, programy ministerialne, NCBiR - UE: program Horyzont 2020, programy operacyjne, programy regionalne, inne fundusze unijne, - fundacje, - inne, np. Europejski Fundusz Inwestycyjny, fundusze norweskie, fundusze EOG.
	prywatny	<ul style="list-style-type: none"> - środki własne założycieli, - inwestorzy indywidualni, - fundusze inwestycyjne, - instytucje finansowe, - konsorcja naukowo-przemysłowe, - parki technologiczne, - akceleratory, - inkubatory przedsiębiorczości.
Forma kapitału	udziałowy	<ul style="list-style-type: none"> - fundusze <i>private equity</i>, - fundusze <i>venture capital</i>, - fundusze <i>seed capital</i>, - aniołowie biznesu, - inwestorzy strategiczni, - nabywcy akcji na rynkach zorganizowanych (inwestorzy giełdowi), - crowdfunding, <i>social funding</i>, Initial Coin Offerings.
	dłużny	<ul style="list-style-type: none"> - fundusze pożyczkowe i poręczeniowe, - fundusze kapitału zalążkowego, - PARP, - banki, - franczyzodawcy, - leasingodawcy, - faktorzy i forfajterzy, - nabywcy obligacji na rynkach zorganizowanych (inwestorzy giełdowi).
Pochodzenie kapitału	krajowe	
	zagraniczne	

Struktura przedmiotowa		
Kapitał własny (udziałowy)	finansowanie wewnętrzne (samofinansowanie)	<ul style="list-style-type: none"> - zysk niepodzielony, - amortyzacja, - sprzedaż aktywów, - uwolnienie rezerw, - przyspieszenie obrotu kapitału.
	finansowanie zewnętrzne	<ul style="list-style-type: none"> - dopłaty udziałowców/akcjonariuszy, - pozyskanie nowych udziałowców/akcjonariuszy, - emisja udziałów/akcji na rynku, - instrumenty hybrydowe (<i>mezzanine</i>).
Kapitał obcy (dłużny)	finansowanie długoterminowe	<ul style="list-style-type: none"> - kredyty długoterminowe (w tym technologiczne), - poręczenia długoterminowe, - leasing, - obligacje (w tym wysokiego ryzyka), - dotacje, - długoterminowe pożyczki wewnątrz korporacyjne, - inne pożyczki długoterminowe, - instrumenty hybrydowe (np. obligacje zamienne).
	finansowanie krótkoterminowe	<ul style="list-style-type: none"> - kredyty krótkoterminowe, - kredyty kupieckie, - kredyty walutowe, - zaliczki, - faktoring i forfaiting, - krótkoterminowe instrumenty dłużne (np. bony komercyjne lub weksle), - krótkoterminowe pożyczki wewnątrz korporacyjne, - inne pożyczki krótkoterminowe, - inne zobowiązania (np. względem dostawców lub pracowników).

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Bednarz i Gostomski, 2018; Janasz i in., 2020; Prystrom i Wierzbicka, 2015).

Uwzględniając wskazane przesłanki oraz praktykę (Arwaj i in., 2020, s. 47-48; Dziewit, 2021, s. 45; Kogut, 2017; Kowal i Kowal, 2019; Nieć, 2019, s. 24; Smus, 2014), można wyodrębnić najszerzej wykorzystywane metody finansowania startupów w Polsce. Należą do nich:

- źródła najbardziej tradycyjne, czyli środki własne założycieli, inwestorzy strategiczni, kredyty bankowe,
- dotacje i pożyczki publiczne, w tym w szczególności fundusze Unii Europejskiej, PARY, NCBiR, środki samorządowe,
- akceleratory i inkubatory przedsiębiorczości,
- fundusze *venture capital*,
- aniołowie biznesu,
- crowdfunding,
- pozostałe formy, np. faktoring, leasing, franchising.

Omówieniu tych metod poświęcona jest dalsza część rozdziału.

3.3. Tradycyjne metody finansowania startupów

Podstawowym źródłem funduszy dla startupów w początkowych etapach ich rozwoju są środki własne założycieli. Przesłanką takiego stanu rzeczy jest występujące w przypadku nowo powstałych przedsiębiorstw zjawisko tzw. luki kapitałowej (ang. *equity gap*, *financing gap*, *growth capital gap*), polegające na ograniczonym dostępie do kapitału w związku ze wskazywanym wysokim poziomem ryzyka, z niską zdolnością do generowania przychodów i z rosnącym zapotrzebowaniem na finansowanie w efekcie wzrostu kosztów działalności. Przyczyną istnienia tej luki jest również często występująca asymetria informacji, istniejąca między założycielami startupu a inwestorami zewnętrznymi (Fedorowski, 2013, s. 77; OECD, 2015, s. 11; Prystrom i Wierzbička, 2015, s. 23-24; Smus, 2014, s. 220-221;), czy trudności w obciążonym znacznym błędem prognozowaniu przyszłej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa znajdującego się we wczesnej fazie rozwoju. Dodatkowo po doświadczeniach globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego banki zaostriżyły politykę udzielania kredytów, w tym na działalność obciążoną wysokim ryzykiem, co ogranicza ich rolę jako źródła finansowania przedsiębiorstw o jeszcze nieugruntowanej pozycji rynkowej (Goldberg 2012, s. 3; Kordela, 2018, s. 185-186; OECD, 2015, s. 11). Luka kapitałowa jest również określana mianem „doliny śmierci” (ang. *death valley*), którego przekroczenie następuje w momencie, gdy startup zaczyna przynosić dochody i dzięki temu uzyskuje dostęp do tradycyjnych metod finansowania – o niższym oprocentowaniu i przy mniejszych wymaganych zabezpieczeniach (Lubecki, 2020, s. 22-23; Mikołajczyk i Krawczyk, 2007, s. 26-27).

Fundusze założycieli startupu są zazwyczaj reprezentowane przez udziały lub akcje zakładanego przedsiębiorstwa, mają więc charakter kapitału własnego. Jego odpowiednikiem jest również kapitał przeznaczony na działalność gospodarczą w przypadku prowadzenia jej w formie jednoosobowej, czyli najbardziej powszechnej – nie ma on wówczas jednak formalnych ograniczeń co do uzupełniania bądź wycofywania. Jeżeli założyciel (założyciele) startupu finansuje go w początkowej fazie wyłącznie z własnych środków – tzw. finansowanie zaradne (*bootstrapping*) – to ma z jednej strony pełną kontrolę nad przedsiębiorstwem, z drugiej zaś może jednak odczuwać brak wsparcia ze strony bardziej doświadczonych partnerów biznesowych (Ćalopa i in., 2014, s. 25-26). Takie podejście może być zasadne, gdy przedsięwzięcie nie wymaga początkowo wysokich nakładów, a jego twórca ma wcześniejsze źródło dochodu, oszczędności, majątek mogący być zabezpieczeniem kredytu lub możliwość zdobycia środków od osób blisko z nim związanych, nieoczekujących szybkiego, wysokiego czy formalnego wynagrodzenia, takich jak rodzina, znajomi czy pasjonaci wierzący w sukces firmy. Dla tego rodzaju osób bardziej istotne od wysokości stopy zwrotu z kapitału lub możliwości wycofania się z inwestycji jest wsparcie założyciela bądź projektu i przyczynienie się do osiągnięcia przez niego sukcesu (Kulpaczyńska, 2020, s. 45). Finansowanie jedynie z własnych funduszy i środków

zgromadzonych wśród najbliższych nie jest jednak zazwyczaj możliwe w dłuższym okresie, gdy w miarę rozwoju przedsiębiorstwa rośnie zapotrzebowanie na kapitał i konieczne staje się jego pozyskanie ze źródeł zewnętrznych.

Finansowanie zaradne nie sprowadza się jednak tylko do samowystarczalności w zakresie zgromadzenia kapitału na działalność, ale obejmuje również wiele metod, które pozwalają już podczas funkcjonowania przedsiębiorstwa na polepszenie salda przepływów pieniężnych. Jedne z nich ukierunkowane są na powiększenie wpływów pieniężnych, inne – na ograniczenie wydatków. W pierwszej grupie znajdują się takie sposoby, jak wykorzystanie prywatnych kart kredytowych, pożyczka hipoteczna, równoległa praca zawodowa założycieli, do drugiej natomiast należą: zakup używanych urządzeń lub ich współużytkowanie, twarde negocjacje z dostawcami, wstrzymanie wypłat wynagrodzenia twórcy startupu czy opóźnianie płatności (Cegielska i Zawadzka, 2017, s. 55; Fedorowski, 2013, s. 77-78).

Innym sposobem na pozyskanie kapitału dla startupu – zwłaszcza jeśli rozmiary zapotrzebowania na kapitał znacznie przekraczają możliwości finansowe założycieli przedsięwzięcia – jest nawiązanie współpracy z inwestorem strategicznym. Odbywa się to wówczas najczęściej przez emisję udziałów lub akcji, które obejmuje zewnętrzny podmiot rynku kapitałowego – regulowanego bądź nie. Inwestor taki może należeć do tej samej branży, co skutkuje możliwością dodatkowego wsparcia przez transfer wiedzy i doświadczenia. Dąży on jednak zazwyczaj do przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem, a to z punktu widzenia jego właścicieli (inicjatorów projektu) może stanowić istotny mankament, zwłaszcza że może on mieć odmienne cele inwestycyjne, np. wysoką dywidendę zamiast wzrostu wartości firmy. Co więcej, inwestorzy strategiczni zazwyczaj mają relatywnie małą skłonność do ryzyka; powoduje to zasadniczo większą dostępność tej formy pozyskania kapitału dopiero w późniejszych fazach rozwoju przedsiębiorstwa. Niemniej jednak, gdy przedsięwzięcie ma już ugruntowaną pozycję rynkową, taka forma pozyskania kapitału – długoterminowego i znacznych rozmiarów – może stać się warta rozważenia.

Do najbardziej tradycyjnych sposobów finansowania działalności startupów należą również kredyty bankowe, czyli przekazanie przedsiębiorstwu środków pieniężnych na określony czas i na wskazany cel w zamian za odsetki i prowizję. Do dyspozycji startupów jest szeroki wybór różnego rodzaju kredytów: obrotowych (w rachunku bieżącym i kredytowym, złotowe, walutowe, dyskontowe, akceptacyjne, lombardowe, komercyjne, preferencyjne) i inwestycyjnych (na finansowanie projektów, budowlano-mieszkaniowe, samochodowe, na zakup papierów wartościowych, sezonowe, eksportowe), krótko-, średnio- i długoterminowe, o stałym i zmiennym oprocentowaniu itd. (NBP, 2015, s. 22). Z punktu widzenia przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju kluczowa przy wykorzystaniu tej formy pozyskania kapitału może być kwestia oceny zdolności kredytowej, wiarygodności kredytobiorcy i skali ryzyka projektu oraz konieczności odpowiedniego zabezpieczenia. Brak odpowied-

nio długiej historii działalności, niskie zyski, ujemne przepływy finansowe, wysokie ryzyko czy niewielki majątek trwały, a także stosunkowo wysokie koszty mogą wykluczyć kredyt bankowy jako sposób finansowania przedsięwzięcia. Doraźnym rozwiązaniem jest wsparcie się przez założycieli startupów majątkiem osobistym czy dochodami z pracy zawodowej (*vide: bootstrapping*); jednak przy większym zapotrzebowaniu na kapitał może to być niewystarczające.

Warto wreszcie zwrócić uwagę na aktywność różnego rodzaju podmiotów publicznych, kierujących kapitał do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, szczególnie do rozpoczynających działalność o charakterze innowacyjnym. Do najbardziej liczących się w Polsce na tym polu podmiotów i kanałów finansowania – również o charakterze pośrednim, nie tylko takich, których bezpośrednimi beneficjentami są startupy – należą (NCBiR, 2021; PARP, 2021b; Prystrom i Wierzbicka, 2015; Zem-bura, 2016):

a) Unia Europejska i jej fundusze:

- programy Horyzont 2020 i Horyzont Europa, w tym np. InnovFin, MSCA – Działania Marii Skłodowskiej-Curie, „Przyszłe i powstające technologie” (Future and Emerging Technologies), granty Europejskiej Rady ds. Badań Naukowych i Europejskiej Rady ds. Innowacji, a także działania ukierunkowane ściśle na małe i średnie przedsiębiorstwa, np. EIC Accelerator, EIC Transition, EIC Pathfinder, Eurostars 2, „Szybka ścieżka do innowacji” (Fast Track to Innovation), projekty badawcze i innowacyjne, instrumenty gwarancyjne, preferencyjne instrumenty finansowe, zamówienia publiczne, infrastruktury badawcze;
- programy operacyjne; w ramach perspektywy finansowej na lata 2014-2020 są to: Infrastruktura i Środowisko, Inteligentny Rozwój, Wiedza Edukacja Rozwój, Polska Cyfrowa, Polska Wschodnia, Pomoc Techniczna, Ryby 2014-2020;
- Program Rozwoju Obszarów Wiejskich;
- programy regionalne;
- COSME – Program ramowy na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw na lata 2014-2020;
- Euratom;
- programy współpracy transgranicznej;
- program „Unia Innowacji”;

b) Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości: fundusze poręczeniowe i pożyczkowe, dotacje na kapitał obrotowy, programy akceleracyjne, Platformy startowe, Bony na innowacje dla MŚP, Wsparcie prawne dla start-upów, Wsparcie MŚP w dostępie do rynku kapitałowego – 4Stock, Rozwój start-upów w Polsce Wschodniej, Tworzenie sieciowych produktów przez MŚP, Schemat małych grantów dla przedsiębiorczych kobiet, Granty na eurogranty, Granty dla Seal of Excellence, Scale Up, Poland Prize, Connect & Scale Up, Przemysł 4.0, inno_LAB;

- c) Narodowe Centrum Badań i Rozwoju: konkursy dotyczące finansowania projektów badawczo-rozwojowych oraz różnego rodzaju programów krajowych i sektorowych;
- d) programy sektorowe: Innolot, Innomed, BRIdge Classic, BRIdge Alfa, BRIdge Mentor, BroTech, CuBR, Inicjatywa technologiczna 1, Innotech, Innowacje Społeczne, KadTech, Kreator Innowacyjności, Lider, Patent Plus, Program Badań Stosowanych, Spin-Tech, Tango itd.;
- e) programy ministerialne: Akademickie Centrum Kreatywności, Brokerzy Innowacji, Diamentowy Grant, Generacja Przyszłości, Granty na granty, Inkubatory Innowacyjności, Top 500 Innovators itd.;
- f) środki samorządowe i programy lokalne;
- g) Europejski Fundusz Inwestycyjny (programy JEREMIE, JESSICA, JASPERS);
- h) Norweski Mechanizm Finansowy i Mechanizm Finansowy Europejskiego Obszaru Gospodarczego;
- i) Grupa Polskiego Funduszu Rozwoju;
- j) fundacje: Fundacja na rzecz Nauki Polskiej, Fundacja Współpracy Polsko-Niemieckiej, Fundacja im. Stefana Batorego, Fundacja Kościuszkowska i wiele innych.

Wymagania dotyczące przystąpienia do publicznych programów pożyczkowych i dotacyjnych są bardzo różnicowane, zarówno pod względem formy działalności przedsiębiorstwa, jego rozmiarów, wieku czy liczby ewentualnych partnerów w projekcie, jak i branży lub lokalizacji. Co do zasady jednak ich różnicowanie i mnogość daje możliwość zaspokojenia w mniejszym lub większym stopniu, przynajmniej we wstępnym okresie, zapotrzebowania kapitałowego startupu. Te różnego rodzaju źródła środków pomocowych stanowić mogą z pewnością dobre uzupełnienie innych sposobów na pozyskanie środków, chociaż – jak się wydaje – nie wyłączną metodę finansowania. Należy odnotować, że wiele programów wymaga skorzystania ze specjalistycznej pomocy (przy przygotowaniu wniosku, kompletowaniu wymaganych dokumentów itd.) na etapie ich pozyskiwania, co może być kosztowne, jednak z pewnością zwiększa prawdopodobieństwo przyznania wsparcia.

3.4. Akceleratory, inkubatory, *venture capital* i aniołowie biznesu

Akceleratory i inkubatory to specyficzna forma wsparcia, adresowana do startupów i innych przedsiębiorstw we wczesnej fazie rozwoju, obejmująca kompleksową, a przez to trafniejszą, bardziej elastyczną i efektywną ofertę, zazwyczaj przy wykorzystaniu różnych publicznych instrumentów pomocowych (Kowal i Kowal, 2019, s. 36). W ich przypadku bardziej istotna niż narzędzia kapitałowe jest pomoc pozafinansowa, np. w zakresie doradztwa, consultingu, rozwoju sieci kontaktów, poszukiwania inwestorów czy choćby udostępnienia miejsca do prowadzenia działalności.

Pojęcie akceleratora obejmuje program biznesowy, trwający najczęściej do około pół roku, który polega na udziale grupy startupów, tzw. kohorty, w warsztatach, szkole-

niach, prezentacjach i innych formach transferu wiedzy, poświęconych przedsiębiorczości, zarządzaniu, mentoringowi, budowaniu organizacji, marketingowi itp. Mają one na celu przyspieszenie (akcelerację) rozwoju poszczególnych przedsiębiorstw. W ramach tych działań młode firmy w krótkim czasie przygotowują i dopracowują swoją ofertę czy projekt, aby następnie zaprezentować go inwestorom (Nielsen, 2018, s. 110-113) i w ten sposób poza wsparciem merytorycznym uzyskać również dostęp do kapitału na rozwój. Przedsięwzięcie jest weryfikowane przez doświadczonych ekspertów, zarówno od strony technologicznej czy możliwości wdrożenia, jak i finansowej, prawnej czy marketingowej, co pozwala ograniczyć ryzyko i zwiększyć prawdopodobieństwo sukcesu rynkowego. Częstość w zamian za świadczone na rzecz startupów usługi akceleratorów otrzymują pewne (zazwyczaj niewielkie) udziały/akcje przedsiębiorstw korzystających z tego rodzaju pomocy (Kogut, 2017, s. 33; Kowal i Kowal, 2019, s. 36).

Inkubowanie jest z kolei rozumiane jako wielopłaszczyznowa opieka nad firmą w pierwszych fazach jej rozwoju. Obejmuje ona zasadniczo dłuższy okres, np. kilka lat. Nacisk jest tu położony przede wszystkim na finansowanie, gdyż inkubatory często żądają okazałych pakietów udziałów/akcji, w zamian przekazując również odpowiednio większy kapitał. Dodatkowo na rzecz startupów są świadczone także usługi pozafinansowe o tym samym charakterze jak w przypadku akceleratorów – doradztwo, rozwój sieci kontaktów i inne (Kowal i Kowal, 2019, s. 36; Kogut, 2017, s. 33).

Inkubatory są starszym typem instytucji wspierania młodego biznesu niż akceleratorzy, które powstały w USA dopiero w połowie pierwszej dekady XXI wieku. Pomoc jest rozłożona na dłuższy okres, a przez to mniej intensywna i bardziej skierowana na stworzenie pełnoetatowego miejsca pracy dla założycieli startupów niż na silne pobudzenie do szybkiego rozwoju i usamodzielnienia (Nielsen, 2018, s. 92-93). Akceleratorzy z kolei są zorganizowane w sposób mniej formalny, panuje w nich mało oficjalna atmosfera, pozwalająca na łatwe nawiązywanie kontaktów z partnerami i mentorami. Udział w programach przez nich oferowanych jest również mniej obciążony formalnymi procedurami (Kogut, 2017, s. 33).

Wśród największych i najbardziej znanych inkubatorów i akceleratorów na świecie wyróżnić można m.in. (Panagiotakopoulos, 2021; Puri, 2020):

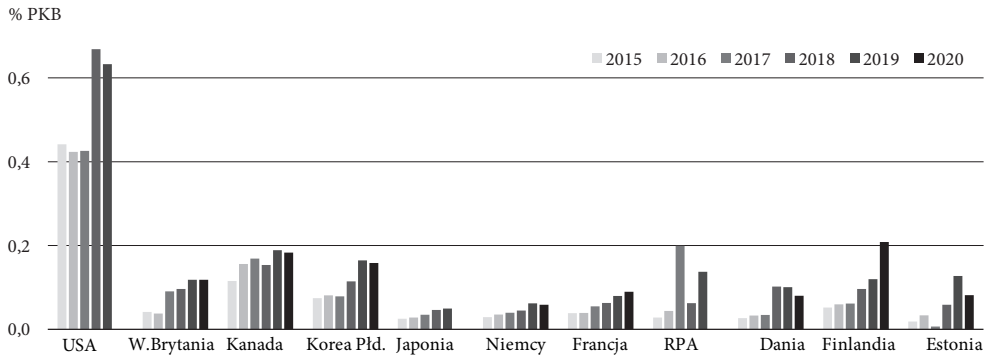
- Y Combinator – z siedzibą w USA, istniejący od 2005 roku, uważany za największą instytucję tego typu na świecie, w zamian za wkład finansowy (ok. 150 tys. USD) i pomoc merytoryczną startupy przekazują 7% swoich udziałów;
- Techstars – założony w USA w 2006 roku, obecny w 15 krajach na świecie, oczekuje 6% udziałów przedsiębiorstwa;
- 500 Startups – również pochodzący ze Stanów Zjednoczonych, rozpoczął działalność w roku 2010, za wsparcie kapitałowe (ok. 150 tys. USD) i doradcze startup jest zobowiązany oddać 6% swoich udziałów;

- inne, takie jak: Venture Catalysts (Indie, 2016 r.), StartupBootCamp (Dania, 2010 r.), Ignite (Wielka Brytania, 2011 r.), Melbourne Accelerator Program (Australia, 2012 r.), Startup Reykjavik (Islandia, 2012 r.), Metavallon (Grecja, 2011 r.), Axel Springer Plug and Play Accelerator (Niemcy, 2013 r.), Startup Wise Guys (Estonia 2012 r.), Buildit Accelerator (Łotwa, 2014 r.), StartupYard (Czechy, 2011 r.), Chinaccelerator (Chiny, 2011 r.) czy Highline Beta (Kanada, 2014 r.).

Wsparcie startupów przez fundusze *venture capital* ma już charakter w przeważającej mierze pieniężny, choć czasem uzupełniany także doradztwem. Jest to forma odpowiedzi systemu finansowego na potrzebę dokapitalizowania innowacyjnych i ryzykownych przedsięwzięć, adresowaną właśnie do nich i ukierunkowaną na rozwijanie nowatorskiego projektu w zamian za część udziałów/akcji. Tworzą alternatywę dla nieosiągalnego w przypadku takich podmiotów kredytu bankowego, który powinien mieć odpowiednie zabezpieczenie i być regularnie spłacany, co w przypadku młodych i obarczonych znaczną niepewnością projektów jest w praktyce niemożliwe do zapewnienia. Finansowanie ma charakter co najmniej średnioterminowy, dotyczy stosunkowo wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstwa, oferującego nowy produkt na dużym rynku i mającego istotny potencjał, który skutkuje wysokim prawdopodobieństwem szybkiego wzrostu. Inwestorzy tego typu to wyspecjalizowane instytucje powiązane z podmiotami sektora finansowego, a częstokroć i z władzami publicznymi, przejmujące zazwyczaj znaczną część własności startupu (nawet i powyżej 50%), a po osiągnięciu przez niego statusu stabilnego i rentownego podmiotu, średnio po 5-7 latach, odsprzedające go z odpowiednim zyskiem. Z tego wynika, że kapitałodawcy nie są tu nastawieni na pozyskanie dywidendy, a raczej na reinwestowanie ewentualnego zysku celem pobudzenia rozwoju firmy (Bednarz i Gostomski, 2018, s. 58-59; Lubecki, 2020, s. 17-19; Nielsen, 2018, s. 140-143; Prystrom i Wierzbička, 2015, s. 28-29).

Fundusze *venture capital* inwestują najczęściej w takich branżach, jak: oprogramowanie, sprzęt komputerowy i internet, usługi B2B, energia, dobra konsumpcyjne (elektronika) i rekreacja, ochrona zdrowia i biotechnologia czy media (Nielsen, 2018, s. 151; Prystrom i Wierzbička, 2015, s. 29). Są to zazwyczaj gałęzie gospodarki, które zapewniają wysoką wartość dodaną, ale także mające znaczny potencjał innowacyjny i rozwojowy. Przykładami globalnych firm, które wykorzystywały w swoim rozwoju ten rodzaj finansowania, są: Apple, Amazon, Yahoo, Microsoft, WhatsApp, Skype, Zalando, Skyscanner czy Trivago (Nielsen, 2018, s. 133). Kraje, w których fundusze *venture capital* lokują największe kwoty, to: USA, Wielka Brytania, Kanada, Korea Płd., Japonia, Niemcy i Francja (rys. 3.2).

Pojęcie aniołów biznesu (ang. *business angels*) obejmuje zazwyczaj osoby fizyczne, w średnim wieku produkcyjnym (40-60 lat), posiadające znaczny majątek i wysokie dochody, np. doświadczonych menedżerów, którzy zakończyli działalność zawodową. Takie osoby dysponują zgromadzonym wcześniej przez czas aktywności



mln USD	2015	2016	2017	2018	2019	2020
USA	80 534,2	79 367,0	83 255,4	137 856,9	135 648,7	b.d.
Wlk. Brytania	1 207,2	1 006,7	2 405,2	2 747,6	3 350,0	3 192,6
Kanada	1 794,7	2 383,0	2 782,1	2 638,5	3 286,9	3 008,6
Korea Płd.	1 087,6	1 211,7	1 276,5	1 976,5	2 708,4	2 581,9
Japonia	1 109,5	1 367,7	1 678,8	2 285,8	2 502,5	b.d.
Niemcy	969,8	1 212,8	1 459,8	1 772,3	2 379,7	2 218,8
Francja	942,6	960,6	1 423,6	1 751,7	2 164,9	2 326,9
RPA	88,2	129,6	695,6	230,0	481,7	b.d.
Dania	80,6	102,5	114,2	363,3	352,4	284,3
Finlandia	121,3	143,7	156,8	265,5	321,6	564,5
Estonia	4,2	8,0	1,8	17,9	40,1	25,2

Na wykresie i w tabeli ujęto kraje, w których w 2019 r. fundusze *venture capital* zainwestowały powyżej 2 mld USD lub więcej niż 0,1% PKB danej gospodarki.

Rysunek 3.2. Wartość inwestycji funduszy *venture capital* w wybranych krajach w latach 2015-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD (OECD, 2021).

wysokim kapitałem, siecią powiązań gospodarczych i szeroką wiedzą z zakresu zarządzania, rynków finansowych czy sytuacji w branży. Szukają możliwości zainwestowania posiadanych środków w przedsięwzięcia o charakterze innowacyjnym, zazwyczaj w gałęziach, w których wcześniej zdobyli doświadczenie. Istotne dla nich jest też częstokroć zachowanie anonimowości, a ich ewentualne wsparcie merytoryczne można porównać obrazowo do pełnienia roli „szarej eminencji”, „mistrza”, przewodnika czy mentora w startupie. W zamian za zasoby wnoszone do startupu otrzymują akcje lub udziały przedsiębiorstwa (mniejszościowe, np. 5-10%) i w konsekwencji część zysków, jednak również spotyka się przypadki działania pro bono. Mogą zostać powołani do rady nadzorczej lub otrzymać inne stanowisko w firmie, ale także pełnić swoją rolę nieformalnie (Janasz i in., 2020, s. 169; Mikołajczyk i Krawczyk, 2007, s. 50-51; Nielsen, 2018, s. 110-113; Prystrom i Wierzbicka, 2015, s. 32-22). Aniołowie biznesu często zrzeszają się w sieci czy syn-

dykaty, aby finansować większe przedsięwzięcia, zdywersyfikować ryzyko i portfel inwestycyjny, wymieniać doświadczenie, wiedzę i informacje, uzyskać lepszą pozycję negocjacyjną, ograniczać lukę informacyjną, zmniejszyć koszty poszukiwania inwestora i projektu wartego wsparcia itp. (Mikołajczyk i Krawczyk, 2007, s. 79-91).

W tym kontekście wyraźnie widać fundamentalne różnice między rolą funduszy *venture capital* i aniołów biznesu w finansowaniu i rozwoju startupów na etapie występowania wcześniej wskazywanej luki kapitałowej. Aniołowie biznesu w przeciwieństwie do funduszy *venture capital* inwestują własne środki, a nie kapitał zgromadzony od podmiotów trzecich, co wiąże się zazwyczaj z o wiele mniejszą jego kwotą, przez co jest on łatwiejszy do pozyskania dla projektów niewymagających znacznych nakładów. Przede wszystkim jednak aniołowie biznesu są znacznie bardziej zaangażowani w funkcjonowanie przedsiębiorstwa, wnosząc poza zasobami finansowymi również potencjał merytoryczny, kierując się często innymi przesłankami (pozafinansowymi) niż jedynie odpowiednio wysoka stopa zwrotu. Substytutem możliwości uzyskania wysokiego zarobku jest dla nich np. satysfakcja z udziału w osiągnięciu sukcesu rynkowego projektu, chęć wykorzystania swojej wiedzy i doświadczenia we wsparciu startupu i jego założycieli, realizowanie swojej pasji, zmiana charakteru pracy czy podtrzymanie aktywności zawodowej.

Analiza danych statystycznych pozwala odnotować, że udział aniołów biznesu we wczesnym finansowaniu przedsięwzięć rynkowych w Europie jest szacowany w roku 2019 na ok. 61%, a funduszy *venture capital* – na ok. 33%. Reszta, tj. ok. 6%, przypada przede wszystkim na crowdfunding, o którym będzie mowa dalej. Aniołowie biznesu inwestują w krajach europejskich rocznie ponad 8 bln EUR, w tym ok. 0,8 bln euro to lokaty „widoczne”, a 7,2 bln euro – „ukryte”. Dla porównania szacunki inwestycji podmiotów tego typu w USA mają prawie trzy razy większą wartość. Wśród krajów europejskich pierwsze miejsce pod względem aktywności aniołów biznesu zajmuje Wielka Brytania, gdzie liczba tego rodzaju podmiotów jest szacowana na ok. 9 tys., a ich inwestycje – na ok. 19% całości kapitału wniesionego w Europie w tej formie. Przewodzące pod tym względem inne państwa to Niemcy, Hiszpania, Finlandia, Szwecja i Francja. Inwestycje są kierowane przede wszystkim do takich sektorów, jak produkcja oprogramowania dla firm, finanse, marketing czy ochrona zdrowia. O wyborze natomiast konkretnego przedsięwzięcia przez aniołów biznesu decydują: jakość zespołu (90% inwestorów wskazuje na istotne znaczenie tego czynnika), potencjał wzrostu (51%), koncepcja (50%) i biznesplan (24%) (EBAN, 2020).

3.5. Crowdfunding i pozostałe formy finansowania startupów

Crowdfunding, określany również mianem finansowania społecznościowego, jest nowoczesną formą finansowania przedsięwzięć, która swoje narodziny i rozkwit zawdzięcza Internetowi i rozwojowi gospodarki cyfrowej. Pojęcie to, powstałe poprzez zrost słów „crowd” (tłum) i „funding” (finansowanie), definiowane jest w literaturze

na wiele sposobów, sprowadza się jednak zasadniczo do wykorzystania możliwości dotarcia poprzez współczesne środki komunikacji, w tym w szczególności przez media społecznościowe, do wielu osób zainteresowanych użyczeniem zazwyczaj drobnych kwot kapitału na rozruch i wejście na rynek określonego, innowacyjnego projektu (Pluszyńska, 2018). Mimo że środki przekazywane przez poszczególne osoby są niewielkie, to dzięki otwartemu charakterowi zbiórki oraz dużej liczbie kapitałodawców, pozyskana sumaryczna kwota może być wystarczająca dla startupu na pokrycie jego potrzeb, zwłaszcza w początkowych fazach rozwoju przedsięwzięcia.

Podstawą crowdfundingu jest przede wszystkim komunikacja marketingowa, dokonująca się pomiędzy założycielami a zainteresowanymi wsparciem projektu osobami, a umiejętnie zaprojektowanie kampanii informacyjnej, w tym odpowiednio uargumentowanego przekazu promocyjnego, jest silnie skorelowane z rozmiarami pozyskanych środków. Oprócz tego oczywiście istotną rolę odgrywa również meritum projektu, czyli sam pomysł na biznes, jak również osobowość i postrzeganie założycieli startupu przez odbiorców docelowego produktu.

Ten sposób finansowania startupów może odbywać się w oparciu o różne modele. Najprostszym modelem, ale jednocześnie najtrudniejszym do wdrożenia i wymagającym zazwyczaj uprzedniego zdobycia odpowiedniej reputacji, jest model donacyjny bez świadczenia zwrotnego, sprowadzający się do darowizn. W zamian za wsparcie projektu kapitałodawcy mogą również otrzymywać ekwiwalent w postaci gotowego produktu, gdy przedsięwzięcie zostanie zrealizowane. Funkcjonują również modele pożyczkowe czy inwestycyjne, w przypadku których osoby finansujące startup mogą liczyć na zwrot wniesionych środków z odpowiednim zyskiem, gdy projekt osiągnie sukces rynkowy (Nielsen, 2018, s. 190-216; Prystrom i Wierzbicka, 2015, s. 43-46; Szopa, 2018).

Specyficznym sposobem finansowania społecznościowego, będącym w pewnym sensie odmianą czy narzędziem crowdfundingu, wykorzystującym emisję kryptograficznych tokenów w oparciu o technologię *blockchain*, jest tzw. Initial Coin Offering (Bobowski, 2021). Inicjatorzy projektów tego rodzaju przeprowadzają zbiórkę środków na określone przedsięwzięcie rynkowe, przekazując w zamian za wniesiony kapitał osobom biorącym w niej udział utworzone specjalnie w tym celu wirtualne jednostki (tokeny, kryptowaluty), będące pod pewnymi względami podobne do środków pieniężnych. Ich wartość może istotnie wzrastać w miarę rozwoju startupu i wówczas ich zbycie zapewnia posiadaczom odpowiedni zysk. Podstawowe narzędzie komunikacji z inwestorami stanowi tzw. *white paper* – dokument opisujący podstawowe założenia projektu, prezentujący jego twórców, przedstawiający charakterystykę funkcji tokenów i możliwości obrotu nimi, omawiający sposób wykorzystania zgromadzonych środków itd. Wykorzystanie przy crowdfundingu innowacyjnego rozwiązania, jakim są kryptowaluty, z jednej strony pozwala dotrzeć do ich entuzjastów, a z drugiej – jest również częstokroć elementem o charakterze promocyjnym.

Do wiodących platform crowdfundingowych na świecie należy zaliczyć takie, jak np. Kickstarter, Indiegogo, MightyCause, Patreon, Crowd Supply, Fundly, GoGet-Funding, Crowdfunder, SeedInvest Technology czy GoFundMe. W 2020 roku rozmiary światowego rynku crowdfundingu szacowano na ok. 12,3 mld USD, przy prognozowanym jego podwojeniu do roku 2027 i rocznej stopie wzrostu na poziomie ok. 11% (Statista, 2021). Warto zwrócić uwagę, że do projektów finansowania społecznościowego o największym zgromadzonym kapitale należą przede wszystkim przedsięwzięcia oparte o kryptowaluty (w tym Initial Coin Offerings), takie jak np. EOS – który osiągnął wynik ok. 4,2 mld USD, co stanowi absolutny rekord pozyskanego w ten sposób finansowania – Telegram Open Network (1,7 mld USD), Bitfinex (1 mld USD), TaTaTu (575 mln USD), Dragon Coin (320 mln USD) (ICOBench, 2021). Istotny sukces odniosła także gra Star Citizen (ponad 370 mln USD). Na najbardziej znanej platformie Kickstarter do największych zbiórek należą: Smartwatch Pebble Time (20,3 mln USD), przenośna lodówka Coolest Cooler (13,3 mln USD) i gra planszowa Frosthaven (13,0 mln USD) (Kickstarter, 2021).

Na koniec warto jeszcze też wspomnieć o mających dłuższą historię, lecz nadal stosowanych współcześnie i odgrywających swoją rolę, sposobach finansowania startupów, tj.: faktoringu, leasingu i franchisingu. Faktoring polega na zakupie przez instytucję finansową (faktora) jeszcze niewymagalnych i bezspornych wierzytelności przedsiębiorstwa, nabytych w wyniku sprzedaży towarów lub usług. Tym, co odróżnia faktoring od zwykłej cesji wierzytelności jest świadczenie przez faktora dodatkowych usług – zgodnie z definicją konwencyjną muszą to być co najmniej dwie usługi spośród następujących: finansowanie przedsiębiorstwa (w tym przez pożyczki lub płatności zaliczkowe), prowadzenie księgowości, inkasowanie należności czy ochrona przed niewypłacalnością dłużników (UNIDROIT, 1988). W swej istocie jest to raczej krótkoterminowa metoda finansowania, w dodatku wiążąca się już z etapem wytwarzania swojego produktu przez przedsiębiorstwo, co sprawia, że możliwość jej wykorzystania przez startupy jest zasadniczo ograniczona. Niemniej jednak może ona stanowić w pewnych sytuacjach alternatywę dla kredytu bankowego, zwłaszcza gdy z uwagi na wciąż wysokie ryzyko rynkowe czy zbyt niskie przepływy pieniężne we wczesnych fazach rozwoju przedsięwzięcia jest on jeszcze niedostępny.

Leasing definiowany jest najczęściej jako zbliżona do dzierżawy umowa pomiędzy instytucją finansową (finansującym) a przedsiębiorstwem (korzystającym), na mocy której finansujący zobowiązuje się do zakupu, a następnie oddania do użytkowania – i ewentualnego pobierania korzyści z tego użytkowania – określonej rzeczy, a korzystający – do zapłacenia w ratach umówionego wynagrodzenia. Podobieństwo leasingu do dzierżawy jest widoczne w języku angielskim, w którym nie rozróżnia się tych dwóch słów, tak jak i tych dwóch pojęć w prawie anglosaskim. Zasadniczo jednak w transakcję leasingową są zazwyczaj zaangażowane trzy podmioty – oprócz stron umowy również dostawca będącej jej przedmiotem rzeczy. Najważniejszy podział rodzajów leasingu wyróżnia leasing operacyjny (bieżący), czyli krótkotermi-

nowy, o sumie opłat znacznie mniejszej niż wartość przedmiotu umowy, oraz finansowy (finansowany), w przypadku którego okres umowy jest co najmniej równy okresowi amortyzacji rzeczy, a wynagrodzenie – jej wartości.

Umowa leasingu stanowi zatem co do meritum formę kredytu rzeczowego, pozwalającego na korzystanie z potrzebnych do działalności gospodarczej maszyn, urządzeń, środków transportu, mimo niedostępności środków na sfinansowanie ich zakupu. Dla przedsiębiorstw będących na początku swojego rozwoju może to być szczególnie dogodne rozwiązanie, zwłaszcza wobec faktu zachowania przez finansującego własności rzeczy, co ogranicza ryzyko dla banku i sprawia, że ten sposób finansowania jest obwarowany mniejszymi wymogami co do zabezpieczenia czy standingu. Korzystanie z leasingu w tym kontekście również zwiększa możliwości pożyczkowe, gdyż umowy tego rodzaju mogą nie być brane pod uwagę przy ocenie zdolności kredytowej, a z pewnością jej nie obciążają w takim stopniu jak tradycyjne finansowanie bankowe. Do zalet leasingu jako sposobu finansowania działalności startupów należy włączyć również jego elastyczność, tj. ściśle dopasowanie do potrzeb przedsiębiorstwa, np. w zakresie specjalistycznych urządzeń koniecznych do wdrożenia innowacji, potencjalne korzyści podatkowe (zależne od rozwiązań przyjętych w danym kraju) oraz sfinansowanie inwestycji nawet w pełnej wysokości i uniknięcie początkowych wysokich nakładów, które mogą być niemożliwe do poniesienia.

Franchising to z kolei umowa łącząca w sobie z jednej strony licencję na korzystanie ze sprawdzonego programu marketingowego, obejmującego zazwyczaj oprócz marki (znaku towarowego) również całą, kompleksową strategię, sposób wytwarzania produktu czy świadczenia usług, a z drugiej – gwarancję rozbudowanej i całkowitej kontroli, obejmującej najczęściej każdy aspekt działalności przedsiębiorstwa. Mimo że z punktu widzenia prawnego i ekonomicznego podmioty są od siebie wciąż niezależne, to zobowiązania podejmowane w ramach umowy franchisingowej sprawiają, że biorca staje się w istocie wykonawcą założeń działalności precyzyjnie określonych przez dawcę.

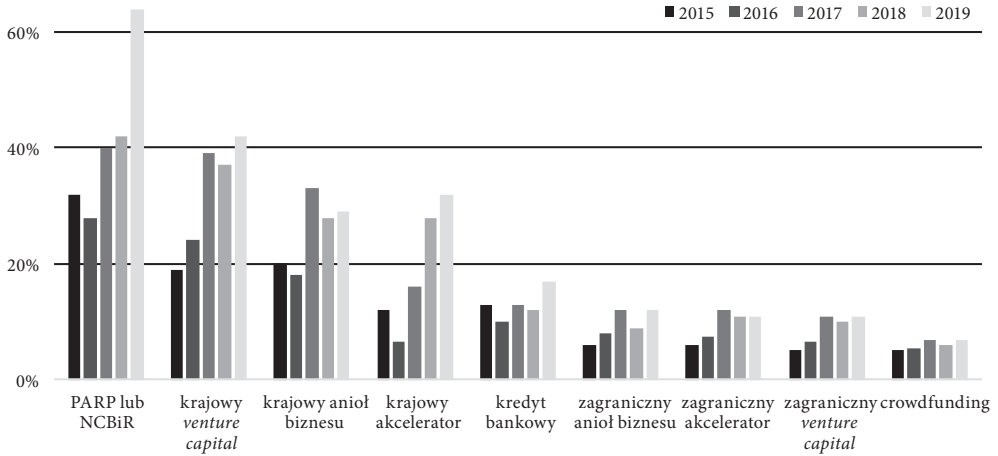
Biorąc pod uwagę finansowanie startupów, franchising może pełnić dwojaką rolę. Przedsiębiorstwo innowacyjne przez zawieranie tego rodzaju umów z innymi podmiotami może wprowadzić nowy produkt na rynek, unikając wysokich nakładów związanych z tworzeniem własnej sieci dystrybucji. Korzysta wówczas z zasobów należących do biorców, jednocześnie zapewniając sobie rozpowszechnienie marki, przychody z opłat franchisingowych, ścisłą kontrolę nad przedsięwzięciem czy możliwość szybkiej ekspansji oraz objęcia rozległych i odległych rynków. Przystępując jednak do już istniejącej sieci franchisingowej, startup otrzymuje dostęp do kompleksowego programu marketingowego, w ramach którego może również wdrożyć lub oferować swoją innowację oraz uzyskać dostęp do środków finansowych na rozwój niezbędnej infrastruktury czy doradztwa i wsparcia organizacyjnego (Janasz i in., 2020).

3.6. Wykorzystanie metod finansowania startupów w Polsce

Według danych GUS opublikowanych w 2015 roku w polskich przedsiębiorstwach niefinansowych, funkcjonujących od maksymalnie jednego roku, zasoby własne stanowiły prawie 81% środków finansowania działalności, pożyczka od rodziny i znajomych – 1,8%, kredyt bankowy – 2,2%, a pozostałe źródła – 15,5%. Jeśli podmioty te inwestowały we własną działalność (a było to ok. 28% firm), to w ok. 72% było to ze środków własnych, ok. 17% inwestycji pochodziło z kredytów bankowych, a ok. 11% – z subwencji i pożyczek pozabankowych. W przypadku przedsiębiorstw istniejących od maksymalnie pięciu lat, odsetki były trochę inne: ok. 23% podmiotów inwestowało, z czego 67% korzystało ze środków własnych, a ok. 25% z kredytów (GUS, 2015). W roku 2020 GUS opublikował wyniki kolejnego, podobnego badania, zmieniając jednak nieco zakres zgromadzonych danych. Przedsiębiorstwa działające od maksymalnie dwóch lat w 85% finansowały swoją działalność ze środków własnych, w 3,5% z kredytów i pożyczek krajowych, w 2,5% – z zagranicznych, a w 9% z pozostałych źródeł. Około 15% tych podmiotów inwestowało w rzeczowe aktywa trwałe, w prawie 80% czyniąc to ze środków własnych, w 11,1% z kredytów i pożyczek krajowych, a w 2,2% pozyskując kapitał ze źródeł zagranicznych. Wśród przedsiębiorstw prowadzących działalność od maksymalnie 5 lat tego rodzaju inwestycje podejmowało 21% podmiotów i prawie 88% kapitału pochodziło ze środków własnych, ok. 11% – z kredytów i pożyczek krajowych, a tylko 0,1% – ze źródeł zagranicznych (GUS, 2020).

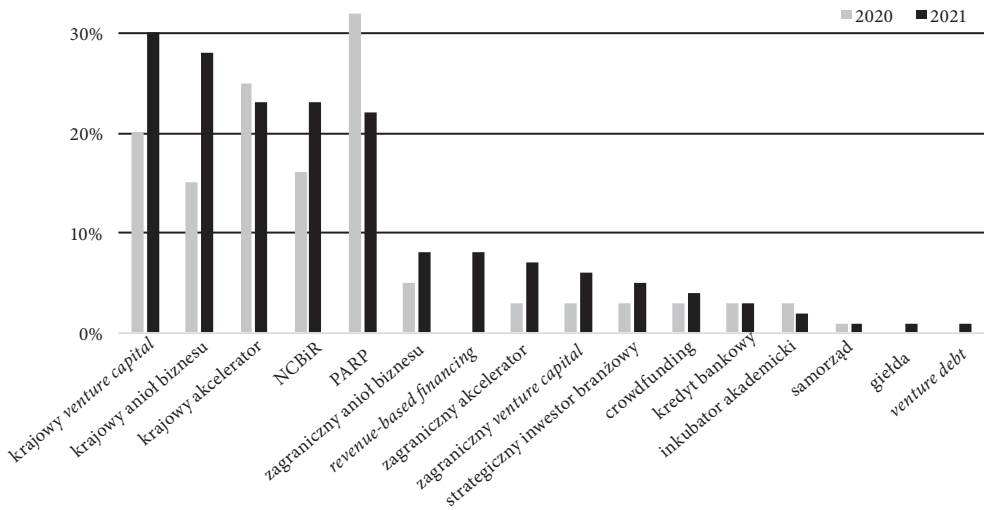
W publikacji PARP z roku 2019 wskazano, że spośród startupów środki własne, w tym od rodziny, wykorzystuje 92% firm (taki sam wskaźnik jest dla pozostałych nowo zakładanych przedsiębiorstw), kapitał pozyskany z instytucji finansowych – 31% (45% innych nowo powstałych podmiotów), a z programów publicznych, dotacji, grantów – 27% (20%). Znajomych jako źródło finansowania podaje 25% startupów, aniołów biznesu – 9%, inne firmy – 6%, crowdfunding – 3%, a akceleratory i *venture capital* – po 2% (Nieć, 2019, s. 24).

Z kolei fundacja Startup Poland w swoich raportach podała, że w ostatnim okresie od 50% (2016 r.) do 62% (2017 r.) polskich startupów wykorzystywało wyłącznie środki własne jako źródło finansowania (Krysztofiak-Szopa i Wisłowska, 2019, s. 72). Te, które pozyskały również kapitał zewnętrzny, najczęściej korzystały z funduszy oferowanych przez PARP lub NCBiR (ponad 60% w 2019 r.), ale także przez krajowe *venture capital*, aniołów biznesu i akceleratory (po 30-40%). Kredyty bankowe, źródła zagraniczne czy crowdfunding należały już do mniej popularnych sposobów finansowania (rys. 3.3).



Rysunek 3.3. Źródła finansowania zewnętrznego startupów w latach 2015-2019 (w % przedsiębiorstw niekorzystających wyłącznie ze środków własnych)

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Kryzstofiak-Szopa i Wisłowska, 2019, s. 73).



Rysunek 3.4. Źródła finansowania zewnętrznego startupów w latach 2020-2021 (w % ogółu przedsiębiorstw)

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Arwaj i in., 2020, s. 48; Dziewit, 2021, s. 45).

Dane opublikowane przez fundację za 2020 rok w odmiennym układzie niż za lata wcześniejsze wskazują, że spośród wszystkich startupów, środki własne wykorzystywało 80% firm, na drugim miejscu była PARP (32% wszystkich podmiotów), a na trzecim akceleratory krajowe (25%). Inne liczące się źródła finansowania to krajowe *venture capital* (20%), NCBiR (16%), rodzimi (15%) i zagraniczni (5%) aniołowie biznesu. Udziały startupów pozyskujących kapitał za pomocą pozostałych metod – takich jak międzynarodowe *venture capital*, strategiczni inwestorzy branżowi, kredyty bankowe, akceleratory poza granicami Polski, inkubatory akademickie, crowdfunding czy środki samorządowe – nie przekraczały 3% (Arwaj i in., 2020, s. 48).

W roku 2021 nastąpiły pewne zmiany w wykorzystaniu metod pozyskiwania funduszy przez polskie startupy (rys. 3.4). Badanie przeprowadzone przez fundację Startup Poland wskazuje, że zdaniem prawie jednej piątej przedstawicieli tych podmiotów dostęp do finansowania się pogorszył, a według jednej trzeciej z nich – polepszył. Środki własne były wykorzystywane przez 73% istniejących w Polsce startupów, na drugie miejsce pod względem tego odsetka awansowały krajowe *venture capital* (30%), a na trzecie – rodzimi aniołowie biznesu (28%). Relatywnie duża część podmiotów korzystała jeszcze ze zlokalizowanych w Polsce akceleratorów (23%) oraz ze środków NCBiR (23%) i PARP (22%). Udziały na poziomie 5-10% miały takie metody pozyskiwania kapitału, jak finansowanie oparte na przychodach (*revenue-based financing*) i strategiczni inwestorzy branżowi czy źródła zagraniczne: aniołowie biznesu, akceleratory i *venture capital*. Resztę sposobów – crowdfunding, kredyty bankowe, inkubatory akademickie itp. – wskazywało już poniżej 5% badanych podmiotów (Dziewit, 2021, s. 40, 45).

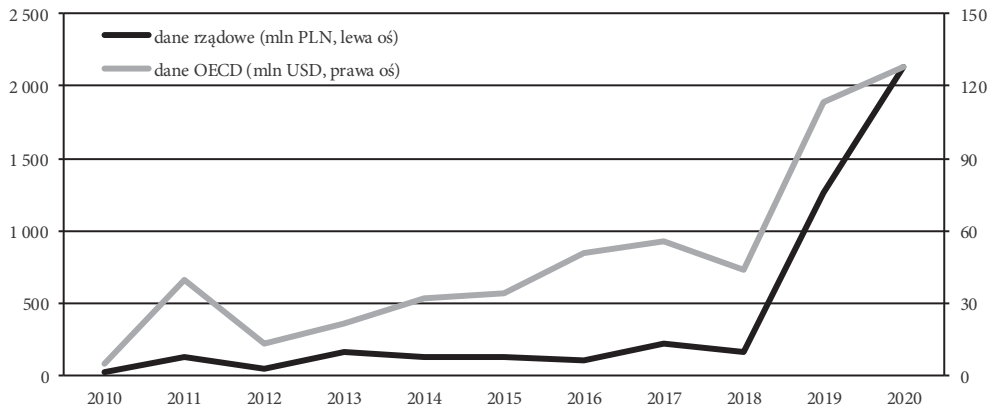
Jak można zatem odnotować, dobór metod wykorzystywanych przez polskie startupy do finansowania swojej działalności nie odbiega zasadniczo od tego, czego można się spodziewać na podstawie wcześniej przedstawionych przesłanek związanych z istnieniem luki kapitałowej. Głównie są to środki własne, choć obserwuje się również pewną dywersyfikację źródeł, przede wszystkim wykorzystanie strumieni oferowanych przez PARP, NCBiR i banki, ale także przez aniołów biznesu, *venture capital*, akceleratory i crowdfunding.

Dane organizacji EBAN, zrzeszającej europejskie sieci aniołów biznesu wskazują, że pod koniec 2019 roku w Polsce działało aktywnie 5 takich sieci i ok. 500 indywidualnych aniołów biznesu (EBAN, 2020). We wskazanym roku sfinansowano 70 projektów o łącznej wartości 16,5 mln euro (rok wcześniej – 16,8 mln euro, a w 2017 roku – 14,5 mln euro). Kwota ta dała naszemu krajowi 16 miejsce spośród 38 rozpatrywanych krajów w Europie. Na pierwszym miejscu, jak wspomniano, jest Wielka Brytania z kwotą 153 mln euro.

Pierwszą polską siecią aniołów biznesu jest założony w 2003 roku PolBAN Business Angels Club, będący również najstarszym polskim członkiem EBAN. Jego misją

jest „promowanie i organizowanie inwestycji zamożnych prywatnych osób w polskie firmy na wczesnych etapach wzrostu” (PolBAN, 2021). Ważnym graczem jest mająca równie długą historię sieć Lewiatan Business Angels. Oprócz tego należy również wspomnieć o takich istotnych organizacjach, jak: Wschodnia Sieć Aniołów Biznesu, Cobin Angels, Ainot Business Angels Network, Grupa Trinity, Black Swan Fund, Smart Business Angel, Hedgehog Fund, Satus Venture czy Ponadregionalna Sieć Aniołów Biznesu – Innowacja.

Wartość transakcji zawieranych przez fundusze *venture capital* na polskim rynku znacząco wzrosła w ostatnich latach. I choć wynika to m.in. z jednorazowych, dużych inwestycji (Barabaj i in., 2021), takich jak DocPlanner (344 mln zł w 2019 r.), ICEYE (331 mln zł w 2020 r.) czy Brainly (302 mln zł w 2020 r.), to i tak istotny rozwój tej metody finansowania polskich przedsiębiorstw jest niezaprzeczalny. Również jeśli, zamiast danych publikowanych przez władze polskie, przeanalizuje się dane opierające się na nieco innej metodzie pomiaru, podane przez OECD (rys. 3.5), wniosek jest podobny.



Rysunek 3.5. Wartość inwestycji *venture capital* w Polsce w latach 2010-2020

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Barabaj i in., 2021; OECD, 2021).

W opublikowanym w 2019 roku przez fundację Startup Poland raporcie pt. „The Golden Book of Venture Capital in Poland” wykazano, że wówczas w Polsce działało 130 funduszy *venture capital*, wobec 88 rok wcześniej i 72 w 2017 roku. Ich aktywa sięgały ok. 2,6 mld EUR, co oznaczało średnio ok. 20 mln euro w dyspozycji jednego funduszu. Największe zaangażowanie odnotowały takie firmy, jak: TDJ Pitango Ventures, Bitspiration Booster, Innovation Nest, Experior Venture Fund i Fidiasz EVC. Inne istotne fundusze – z uwagi na rozmiary inwestycji lub popularność wśród startupów – to np. Beesfund, bValue, InnoEnergy, Innogy Innovation Hub, Inovo Venture Partners, Market One Capital, MCI.TechVentures, Smok Ventures,

Knowledgehub, Kogito Ventures, Sunfish Partners czy Tar Heel Capital Pathfinder VC (Arwaj i in., 2020, s. 52; Krysztofiak-Szopa, Wisłowska i Kulbacki, 2019). Według danych za 2020 rok nastąpił dalszy wzrost liczby zaangażowanych w Polsce funduszy *venture capital* – do 158 (Dziewit, Jagieło i Król, 2021, s. 12), co dowodzi, że pandemia Covid-19 nie wpłynęła negatywnie na ten segment rynku finansowego.

Wśród akceleratorów dostępnych dla polskich startupów swój istotny udział mają te, które korzystają w tym zakresie z programów unijnych realizowanych przez PARP. W 2021 roku należały do nich: Space3ac, Polska Przedsiębiorcza, INDUSTRYLAB II, Startup Spark 2.0, MIT Enterprise Forum CEE, KPT, IMPACT_Poland (2.0), IDEA Global, AccelUP oraz Brinc. Uzyskane za ich pośrednictwem środki mogą być przeznaczane na eksperymentowanie, weryfikowanie hipotez, testowanie produktów i technologii, pilotaże, usługi doradcze, wynagrodzenie dla specjalistów, udział w szkoleniach, networking itp. (PARP, 2021a). Inne ważne krajowe podmioty, pełniące funkcje akceleratorów dla startupów, to np. Warszawski Akcelerator Technologiczny (WAW.ac), Krakowski Park Technologiczny (KPT ScaleUP), Orange Fab Polska, Akcelerator Technologiczny BTM, Gdańska Fundacja Przedsiębiorczości czy PKO BP – Let's Fintech (Kowal i Kowal, 2019, s. 37).

Z kolei programy o charakterze bardziej inkubacyjnym prowadzone są np. w ramach projektu PARP Platformy Startowe, którego celem jest rozwój startupów w Polsce Wschodniej. W jego ramach uruchomiono programy: Unicorn Hub, Wschodni Akcelerator Biznesu, Start in Podkarpackie, Hub of Talents 2, Startup Heroes i Idealist (PARP, 2021c). Należy zaznaczyć, że oferta inkubatorów przedsiębiorczości (w tym akademickich) jest w Polsce już dość bogata i zróżnicowana, szczególnie w największych miastach.

Polskie startupy, poza szeroko wykorzystywaną możliwością pozyskiwania funduszy na globalnych platformach crowdfundingowych, mają do dyspozycji tego rodzaju platformy o genezie krajowej. Wśród najbardziej znanych i rozpowszechnionych należy wymienić: polakpotrafi.pl, wspieram.to, beesfund.com, findfunds.pl, odpalprojekt.pl, navigatorcrowd.pl, siepomaga.pl, pomagam.pl, zrzutka.pl, kokos.pl, megatotal.pl, wspieramkulture.pl czy patronite.pl (Pancer-Cybulska i Dąbrowska, 2018, s. 20-21; Smus, 2014, s. 227; Szopa, 2018, s. 38-40). Mają one bardzo zróżnicowane profile, od zbiórek o charakterze charytatywnym czy dotyczących konkretnych branż (sportowej, muzycznej), przez modele pożyczkowe, a skończywszy na typowych działaniach inwestycyjnych ukierunkowanych na nowe przedsięwzięcia rynkowe.

Do najbardziej spektakularnych sukcesów zbiórek komercyjnych na polskich platformach crowdfundingowych można zaliczyć projekty na beesfund.com: „Wisła Kraków S.A.” (zebrano ponad 7 mln zł) i „Browar Jastrzębie S.A. (5,4 mln zł), „Atomic Jelly” (ponad 2,4 mln zł) na findfunds.pl czy „Zew Cthulhu RPG – gra fabularna” (prawie 1,1 mln zł) na wspieram.to. Według stanu deklarowanego przez platfor-

my na połowę roku 2021 np. siepomaga.pl zebrała do tej pory 1,5 mld zł, zrzutka.pl – 533 mln zł, beesfund.com – 72,8 mln zł, wspieram.to – 32,3 mln zł, a findfunds.pl – 25,5 mln zł.

3.7. Podsumowanie

Dobór metod finansowania startupów, czyli źródeł i sposobów pozyskiwania kapitału na rozwój przedsiębiorstwa, jest uwarunkowany fazą cyklu życia, w jakiej dane przedsięwzięcie się znajduje. Dodatkowo przy podejmowaniu decyzji w tym zakresie należy wziąć pod uwagę wiele innych czynników, co sprawia, że zadania tego nie można określić mianem łatwego. Niemniej jednak, założyciele i menedżerowie startupów mają możliwość wyboru spośród wielu metod zasilania w fundusze, z jednej strony o zróżnicowanych wadach i zaletach, z drugiej – o różnorodnym stopniu dostępności.

Polskie startupy korzystają przede wszystkim z zasobów własnych, zgromadzonych przed ich powstaniem przez założycieli, choć istotne źródła kapitału na ich rozwój stanowią tu również PARP i NCBiR, a także formy w mniejszym stopniu tradycyjne, jak akceleratory, *venture capital* i aniołowie biznesu (w przeważającej mierze krajowe). Kredyty bankowe, jak można się spodziewać ze względu na ograniczoną ich dostępność dla przedsięwzięć nowych i ryzykownych, są jedynie uzupełniającą metodą finansowania, podobnie jak korzystanie ze środków z zagranicy czy z crowdfundingu.

Wydaje się jednak, że w miarę pogłębiania stopnia digitalizacji polskiej gospodarki i zwiększania się stopnia jej innowacyjności, a co za tym idzie wraz ze wzrostem liczby i rozmiarów startupów, rozwijać się będzie – tak samo prężnie jak do tej pory – segment rynku finansowego na nie ukierunkowany. Nadzieje na to daje choćby gwałtowny wzrost inwestycji *venture capital* w ostatnich latach, a także coraz szersza oferta i rosnąca popularność crowdfundingu, w tym przy wykorzystaniu kryptowalut (ICO).

Literatura

- Arwaj, A., Dziewit, W., Jagieło, M., Jedliński, K., Król, P., Pawlak, M. i Snażyk, T. (2020). *Polskie startupy 2020. Covid edition*. Warszawa: Startup Poland.
- Barabaj, K., Daniluk, A., Lepka, T., Marszałek, P., Kajdas, Ł., Zambrzycki, K., Nikitiuk, Ł., i Soliński, Ł. (2021). *Transakcje na polskim rynku VC w 2020*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.gov.pl/web/ncbr/raport-transakcje-na-polskim-ryнку-vc-2020>
- Bednarz, J. i Gostomski, E. (2018). *Źródła i sposoby finansowania przedsiębiorstw*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Bobowski, S. (2021). The principles of initial coin offerings. W: W. Michalczyk (red.), *Cryptocurrencies in the global economic and financial system. Initial coin offering as an innovative tool of crowdfunding and promotion* (s. 103-145). Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

- Čalopa, M. K., Horvat, J. i Lalić, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 19, 19-44.
- Cegijska, E. i Zawadzka, D. (2017). Źródła finansowania startupów w Polsce. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia*, LI(6), 53-61. doi: 10.17951/h.2017.51.6.53.
- Codogni, M. (2017). Finansowanie start-upów przez fundusze wysokiego ryzyka. *Nowoczesne Systemy Zarządzania*, 2, 237-250.
- Dziewit, W. (2021). *Polskie startupy 2021*. Warszawa: Startup Poland.
- Dziewit, W., Jagieło, M. i Król, P. (2021). *Złota Księga VC 2021*. Warszawa: Startup Poland.
- EBAN. (2020). *EBAN statistics compendium. European early stage market statistics 2019*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2020/12/EBAN-Statistics-Compendium-2019.pdf>
- Fedorowski, P. A. (2013). Finansowanie zaradne młodych przedsiębiorstw. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 26(1), 75-83.
- Główny Urząd Statystyczny [GUS]. (2015). *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2009-2013*. Warszawa: Główny Urząd Statystyczny.
- Główny Urząd Statystyczny [GUS]. (2020). *Przedsiębiorstwa niefinansowe powstałe w latach 2015-2019*. Warszawa: Główny Urząd Statystyczny.
- Goldberg, R. T. (2012). *An introduction to startup financing and a new approach to attracting capital resources*. *StartupFactory*. Pobrane 15 grudnia 2021 z https://www.startupfactory.co/pdf/SUF_capital_fin.pdf.
- ICOBench. (2021). *Stats and facts*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://icobench.com/stats>.
- Janasz, K., Kaczmarek, B. i Wasilczuk, J. E. (2020). *Przedsiębiorczość i finansowanie innowacji*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Kickstarter. (2021). *Discover*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.kickstarter.com>
- Kogut, J. (2017). Finansowe oraz pozafinansowe formy wsparcia startupów w Polsce. *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość*, 5, 29-38. doi: 10.22630/ZFIR.2017.5.2.09.
- Kordela, D. (2018). Wykorzystanie crowdfundingu w finansowaniu wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstwa. W: A. Pluszyńska i A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce* (s. 179-194). Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- Kowal, D. i Kowal, B. (2019). Finansowanie przedsiębiorczości innowacyjnej w Polsce. W: N. Iwaszczuk (red.), *Innowacyjność w działalności gospodarczej* (s. 27-41). Kraków: Wydawnictwo IGSMiE PAN.
- Krysztofiak-Szopa, J. i Wisłowska, M. (2019). *Polskie startupy. Raport 2019*. Warszawa: Startup Poland.
- Krysztofiak-Szopa, J., Wisłowska, M. i Kulbacki, M. (2019). *The golden book of venture capital in Poland 2019*. Warszawa: Startup Poland.
- Kulpaczyńska, K. (2020). Źródła finansowania polskich start-upów. W: Z. Gródek-Szostak i W. Szymła (red.), *Wiedza – gospodarka – społeczeństwo. Od startupu do korporacji?* (s. 38-49). Kraków: Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Lubecki, P. (2020). *Venture capital*. Warszawa: CeDeWu.
- Mikołajczyk, B. i Krawczyk, M. (2007). *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*. Warszawa: Difin.
- Narodowy Bank Polski [NBP]. (2015). *Kredyt bankowy jako źródło finansowania działalności*. Rzeszów: Narodowy Bank Polski.
- NCBiR. (2021). *Horyzont Europa. Krajowy Punkt Kontaktowy programów badawczych UE*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.kpk.gov.pl/horyzont-europa>
- Nieć, M. (2019). *Startupy w Polsce. Raport 2019*. Warszawa: PARP.
- Nielsen, N. H. (2018). *Finansowanie startupów. Poradnik przedsiębiorcy*. Gliwice: Helion.
- OECD. (2015). *New approaches to SME and entrepreneurship financing: Broadening the range of instruments*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>
- OECD. (2021). *Venture capital investments*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://stats.oecd.org/>

- Panagiotakopoulos, F. (2021). *The 50 best startup accelerators in the world (sorted by country)*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.growthmentor.com/blog/best-startup-accelerators>
- Pancer-Cybulska, E. i Dąbrowska, M. (2018). Crowdfunding w działalności biznesowej. *Ekonomia XXI Wieku*, 3(19), 7-25.
- PARP. (2021a). *Akceleratorzy*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.parp.gov.pl/component/grants/grants/programy-akceleracyjne>
- PARP. (2021b). *Finansowanie*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.parp.gov.pl/component/grants/grantss>
- PARP. (2021c). *Platformy Startowe*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.parp.gov.pl/component/grants/grants/platformy-startowe>
- Pluszyńska, A. (2018). Crowdfunding – historia i definiowanie. W: A. Pluszyńska i A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce* (s. 13-32). Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- PolBAN. (2021). *O nas*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <http://polban.pl/kontakt-o-nas>
- Prystrom, J. i Wierzbicka, K. (2015). *Finansowanie działalności innowacyjnej*. Warszawa: Difin.
- Puri, P. (2020). *Top 15 startup incubators and accelerators worldwide*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.kolabtree.com/blog/top-15-startup-incubators-and-accelerators-worldwide>
- Smus, T. R. (2014). Finansowanie start-upów w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uczelni Vistula*, (35), 217-231.
- Statista. (2021). *Global no.1 business data platform*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.statista.com>
- Szopa, A. (2018). Charakterystyka modeli i platform crowdfundingowych w Polsce. W: A. Pluszyńska i A. Szopa (red.), *Crowdfunding w Polsce* (s. 33-45). Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.
- UNIDROIT. (1988). *Unidroit convention on international factoring (Ottawa, 28 May 1988)*. Pobrane 15 grudnia 2021 z <https://www.unidroit.org/english/conventions/1988factoring/convention-factoring1988.pdf>
- Zembura, W. (2016). Finansowanie innowacji. *Studia Ekonomiczne – Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, (305), 109-125.

Financing the activity of start-ups in Poland

Abstract: The aim of the chapter is to review the characteristics of the financing methods available to Polish start-ups and the scope of their use in economic practice. The text attempts to answer the questions of what factors are taken into account when selecting the sources and methods of raising funds, how the available methods of raising capital can be classified, and which sources and methods of financing are the most common among Polish start-ups. Polish start-ups use primarily their own resources, accumulated before their creation by their founders, although significant sources of capital for their development are also PARP and NCBiR, as well as less traditional forms, such as accelerators, venture capital and business angels (predominantly domestic ones).

Keywords: start-ups, financing, venture capital, business angels, crowdfunding.