

Dariusz Gluszczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ANIOŁKI POSTĘPOWYCH ZMIAN – KONCEPCJA TRANSFORMACJI DROBNYCH OSZCZĘDNOŚCI W REGIONALNE ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INNOWACJI

Streszczenie: Rosnące salda bankowych depozytów gospodarstw domowych wskazują, że inne formy lokowania nadwyżek finansowych (akcje spółek publicznych, obligacje i bony skarbowe, jednostki uczestnictwa lub certyfikaty funduszy inwestycyjnych) nie są wobec nich szczególnie atrakcyjną alternatywą. W ten sposób powstają zasoby, które można w ułamkowej części przeobrazić w środki finansujące innowacje generowane w regionie. Warunkiem tej metamorfozy jest wykreowanie platformy kontaktów między dotychczasowymi deponentami i proinnowacyjnymi przedsiębiorcami. Pomocne w tym względzie mogą okazać się zmodyfikowane syndykaty aniołów biznesu, przyjmujące postać sieciowego konsorcjum aniołów postępowych zmian. Utworzeniu tej instytucji powinien sprzyjać m.in. mariaż środków publicznych i prywatnych z uprzywilejowaną pozycją inwestorów indywidualnych.

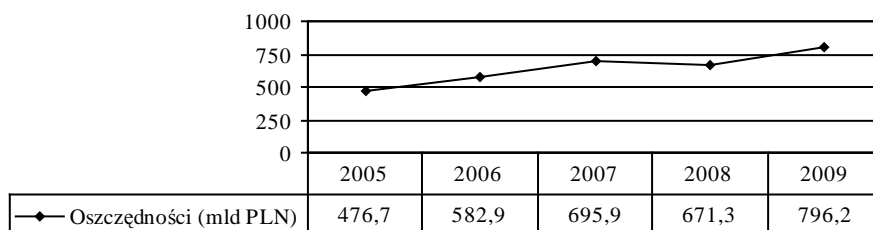
Słowa kluczowe: finansowanie innowacji, anioły biznesu, depozyty gospodarstw domowych.

1. Wstęp

Opracowanie i wdrożenie innowacji opiera się na licznych działaniach o charakterze naukowym, technicznym, organizacyjnym, finansowym i handlowym (komercyjnym) [Jasiński 2006, s. 13]. Ustalane w ich ramach źródła pokrycia kosztów zmian mogą opierać się na tradycyjnych rozwiązaniach, ale szersze podstawy finansowania nowości produkcyjnych, technicznych lub organizacyjnych wymagają nowatorskich pomysłów. Każdy z nich musi jednak, spełniając warunki realności, określać pochodzenie środków pieniężnych, które będzie absorbować, a także kształtować platformę kontaktów między potencjalnymi dawcami i biorcami kapitału. W przesłanki te wydaje się wpisywać zaproponowaną w artykule koncepcja utworzenia sieciowego konsorcjum aniołów postępowych zmian.

2. Potencjał inwestycyjny rodzimych gospodarstw domowych

Walory finansowe rodzimych gospodarstw domowych przyjmują przeróżną postać. W ich strukturze mieszczą się: depozyty złotowe, obligacje i bony skarbowe, środki gromadzone w otwartych funduszach emerytalnych, pieniądze zaangażowane w akcje spółek publicznych, fundusze inwestycyjne oraz ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, a także zasoby gotówki w obiegu. Ogół tych wartości przekłada się na dość pokaźny portfel krajowych oszczędności (rys. 1). Z końcem 2005 r. polskie gospodarstwa domowe dysponowały oszczędnościami rzędu 476,7 mld złotych, a ponieważ tendencja oszczędności rosła (lata 2006-2009), doszło do znaczącego powiększenia tej sumy (wskaźnik dynamiki $^{2009}/_{2005} = 167\%$).



Rys. 1. Oszczędności polskich gospodarstw domowych w latach 2005-2009¹

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Publicewicz 2010].

Zgromadzone oszczędności cechują się różnym stopniem rozporządzalności, tj. decyzyjności w sferze sposobności ich alternatywnego zagospodarowania. Najmniej atrakcyjne w tym względzie są otwarte fundusze emerytalne, które zbierają i pomnażają pieniądze na ściśle określony cel (świadczenia z II filaru systemu ubezpieczeń społecznych). Innych form oszczędzania problem ten nie dotyka, a współtworzący je kapitał może między nimi w miarę swobodnie przepływać. Przesłanki tych migracji mają różne podłoże. Przykładowo, niskie oprocentowanie depozytów bankowych zachęca do zakupu rosnących, choć ryzykownych walorów giełdowych (bezpośrednie inwestycje w akcje lub pośrednie z udziałem funduszy inwestycyjnych albo ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych), a spadki notowań akcji wywołują odpływ kapitałów z giełd papierów wartościowych na rzecz lokat bankowych lub dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa. Fluktuacje te dowodzą, że zmieniają się preferencje oszczędzających, a posiadane przez nich sumy pieniężne mogą być w różnorodny sposób zagospodarowywane, w tym przegna-

¹ Dane źródłowe częściowo opierają się na wartościach szacunkowych, które mogą odbiegać od wielkości rzeczywistych, ale ich ewentualne odchylenia nie wydają się wywierać wpływu na formułowane założenia, wnioski i propozycje.

czone na finansowanie regionalnych projektów innowacyjnych. Transformacji takiej najlepiej zdają się odpowiadać depozyty bankowe, gdyż:

- dominują w strukturze oszczędności i nawet ich ułamkowa część może wykreować zasobne źródło finansowania innowacji (zob. tab.1),
- odznaczają się względnie wysokim stopniem płynności (konta oszczędnościowe zezwalają na wycofanie pieniędzy w każdym czasie bez utraty odsetek, a wśród innych depozytów dominują lokaty krótkoterminowe),
- wykazują stały nominalny wzrost, co oznacza, że inne formy oszczędzania (akcje spółek publicznych, obligacje i bony skarbowe, jednostki uczestnictwa lub certyfikaty funduszy inwestycyjnych) nie są wobec nich szczególnie atrakcyjną alternatywą,
- ryzykowne aktywa, jak wykazuje praktyka, mogą być ich zamiennikiem.

Tabela 1. Depozyty gospodarstw domowych (w mld zł) i ich udział w oszczędnościach z wyłączeniem środków zgromadzonych w ramach OFE

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
Wyszczególnienie					
Depozyty gospodarstw domowych	219,9	238,8	262,4	330,8	379,7
Udział depozytów gospodarstw domowych w oszczędnościach ogółem bez OFE	56,3%	51,2%	47,2%	62,1%	brak danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Kotowicz 2010, s. 32; Publicewicz 2010].

Przeobrażeniu depozytów gospodarstw domowych w proinnowacyjne źródła finansowania innowacji raczej nie będą sprzyjać banki. Powszechnie znana luka finansowa na rynku kredytowym jest jego immanentną cechą, a w jej konsekwencji dobre, wartościowe (innowacyjne) projekty są zastępowane ich bezpieczniejszymi odpowiednikami (szerzej: [Głodek 2008, s. 198]). Rozwiązaniem tego problemu może być finansowanie udziałowe, konstruowane na wzór aniołów biznesu z pominięciem instytucji bankowych.

3. Idea aniołów biznesu a oszczędności gospodarstw domowych

Aniołami biznesu (ang. *business angels*, BA) są inwestorzy prywatni angażujący własne, wolne środki pieniężne w finansowanie udziałowe (lub zbliżone do udziałowego) przedsiębiorstw, które zazwyczaj znajdują się we wczesnych fazach rozwoju (zasiewu, startu), ale rosną znaczny wzrost swojej wartości rynkowej [Głodek, Gołębiowski 2006, s. 22; Gostomski 2008, s. 55; Staśkiel 2008, s. 83-84]. Potencjalni współwłaściciele tych firm (BA) [Głodek, Gołębiowski 2006, s. 22; Gostomski 2008, s. 55; Janasz 2007, s. 328; Staśkiel 2008, s. 83-85; Waniak-Michalak 2007, s. 94]:

- wywodzą się z przedsiębiorczych środowisk i dysponują znacznym majątkiem,

- podejmują działania z zachowaniem anonimowości,
- akceptują znaczne ryzyko projektu, ale rekompensowane wysoką oczekiwaną stopą zwrotu z inwestycji,
- preferują branże i przedsięwzięcia innowacyjne,
- inwestują na ogół niewygórowany kapitał w jedno przedsięwzięcie (kilkanaście, kilkadziesiąt tysięcy dolarów; w Polsce od 50 tys. zł do 5 mln zł),
- wspierają działalność finansowanych przedsiębiorstw (doświadczenie zawodowe, znajomość rynku, kontakty biznesowe),
- kierują się motywami ekonomicznymi (wysoka stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału, ulgi podatkowe), ale bywa, że przesłanki inspirujące ich działania mają charakter pozaekonomiczny (altruizm, uznanie społeczne),
- uczestniczą w projekcie przez kilka lat, a następnie przenoszą (zbywają) swój tytuł własności do określonej części przedsiębiorstwa na innych inwestorów branżowych lub fundusze *venture capital*.

Społeczność aniołów biznesu może być rozproszona, tj. oparta na indywidualnym kształtowaniu powiązań finansowych między dawcami i biorcami kapitału o charakterze udziałowym. Efektywniejszym rozwiązaniem są jednak tzw. sieci aniołów biznesu (ang. *business angels networks*). Są to jednostki organizacyjne ogniskujące oraz kojarzące BA i przedsiębiorców, często współpracujące z władzami samorządowymi w zakresie realizacji polityki rozwoju regionalnego [Waniak-Michalak 2007, s. 94]. Zorganizowana w tej formie sieć usprawnia nawiązywanie kontaktów biznesowych, ale kosztowne pomysły (projekty, innowacje) mogą przewyższać potencjał finansowy pojedynczych inwestorów. Problem ten znika wraz z inną organizacją BA, formułującą konsorcja (syndykaty) tych podmiotów. Syndykaty aniołów biznesu powstają w wyniku konsolidacji kapitałów kilku, kilkunastu lub kilkadziesiątu aniołów biznesu, co prowadzi do kreacji nieformalnych lub sformalizowanych funduszy. W ten sposób tworzy się większy kapitał inwestycyjny, a jego dysponenci ponoszą niższe ryzyko (koszty ewentualnej porażki są rozdzielone między członków grupy). Ponadto inwestorzy konsorcjum mają różne doświadczenia zawodowe, a więc i podstawy do branżowej dywersyfikacji portfela finansowanych projektów [Głodek, Matusiak 2008, s. 19; Staśkiel 2008, s. 86].

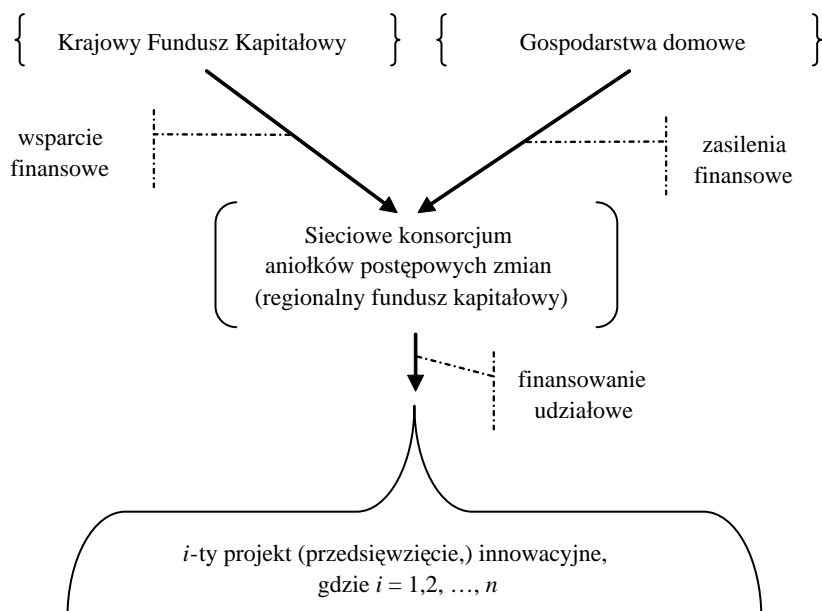
Zaprezentowane, rozproszone i zorganizowane (sieci, konsorcja) formy funkcjonowania aniołów biznesu nie przyciągną drobnych deponentów bankowych. Ich aktywności w tej sferze nie sprzyja:

- skromny stan oszczędności (kilka, kilkanaście, kilkadziesiąt tysięcy złotych),
- wątle doświadczenie w prowadzeniu działalności gospodarczej lub jego brak,
- luka w zakresie kontaktów biznesowych,
- nieznajomość rynku.

Cechy te ograniczają, ale nie wykluczają możliwości adaptacji konsorcjów BA do potrzeb transformacji drobnych oszczędności w regionalne środki finansowania innowacji.

4. Sieciowe konsorcjum aniołków postępowych zmian – projekt w zarysie

Koncepcja sieciowego konsorcjum aniołków postępowych zmian sprowadza się do idei powołania regionalnego funduszu kapitałowego (RFK), którego finansowe podstawy działalności będą tworzyć, z jednej strony, zasilenie gospodarstw domowych (transformacja części depozytów bankowych w proinnowacyjne środki pieniężne), z drugiej natomiast – zasoby Krajowego Funduszu Kapitałowego (zob. rys. 2).



Rys. 2. Sieciowe konsorcjum aniołków postępowych zmian – ujęcie schematyczne

Źródło: opracowanie własne.

Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK) jest funduszem funduszy kapitałowych². Jego aktywność sprowadza się przede wszystkim do finansowego wspomaganie inwestorów wysokiego ryzyka, czyli podmiotów angażujących swoje aktywa w przedsiębiorców innowacyjnych lub prowadzących działalność badawczo-rozwojową. Pieniądze przepływające przez KFK pochodzą z różnych źródeł (dotacje celowe z budżetu państwa, środki z budżetu UE, bezzwrotne środki ze źródeł zagranicznych, inne przychody, w tym przychody z działalności KFK [*Ustawa o Krajowym...*, art. 6]), a ich inwestowanie ma charakter pomocowy, choć może być źródłem pokaz-

²Legislacyjną genezę KFK jest *Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym*. Zgodnie z jej zapisami Bank Gospodarstwa Krajowego utworzył fundusz funduszy kapitałowych.

nego zysku ich dystrybutora. Wśród dozwolonych literą prawa form wsparcia finansowego funduszy kapitałowych (FK) wymienia się [*Ustawa o Krajowym...*, art. 11]:

- obejmowanie oraz nabywanie ich ułamkowej części w formie udziałów lub akcji,
- zakup jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych tych podmiotów,
- lokowanie środków pieniężnych w emitowane przez nie obligacje, w tym zamienne na akcje bądź z prawem pierwszeństwa, oraz warranty subskrypcyjne,
- bezzwrotne pokrywanie części kosztów przygotowywania i monitorowania portfela inwestycji FK.

Wybór formy wsparcia finansowego ma fundamentalne znaczenie dla inwestorów prywatnych. Ich pozycja będzie uprzywilejowana, gdy RFK nie sięgnie po instrumenty dłużne KFK. Wówczas strumień wypłacanych środków z zakończenia inwestycji (sprzedaży akcji/udziałów finansowanych udziałowo firm), kolejno w miarę swojej zasobności, pokryje: zwrot dokonanych wpłat przez inwestorów funduszu kapitałowego, spłatę udzielonego przez KFK wsparcia finansowego, oczekiwaną stopę zwrotu inwestorów funduszu kapitałowego, oczekiwaną stopę zwrotu KFK³. Środki, które pozostaną po tych rozliczeniach, rozdysponuje się między osoby lub podmiot zarządzający funduszem, inwestorów funduszu i KFK według poczynionych wcześniej ustaleń w umowie o udzielenie wsparcia finansowego⁴. Inną kwestią jest doprecyzowanie reguł podziału wpływów z zakończenia inwestycji wśród prywatnych inwestorów RFK. W tym przypadku sensowne wydaje się przyjęcie zasady proporcjonalności wypłat w stosunku do zaangażowania kapitałowego.

Rozliczenia w gronie sieciowego konsorcjum aniołków postępowych zmian wyraźnie wskazują, że kapitał tego funduszu będzie mozaiką pieniędzy publicznych i prywatnych. W ich strukturze może i powinna zapanować równowaga⁵, gdyż jej osiągnięcie warunkuje redukcję ryzyka niedoświadczonych inwestorów. Jego skalę ograniczą również zasady indywidualnych (prywatnych) zasileń finansowych RFK. W tym względzie proponuje się, by zaangażowanie prywatnych jednostek nie było niższe niż 5 tys. zł, ale też nie wyższe niż 25% oszczędności zgromadzonych w formie lokat bankowych.

Przyjęte normy bezpieczeństwa dopełnią niektóre zadania regionalnego funduszu kapitałowego oraz reguły finansowania udziałowego. Zbiór zadań RFK, zgodnie z założeniami projektu, obejmie:

- kojarzenie dawców i biorców proinnowacyjnego kapitału (utworzenie i prowadzenie banku regionalnych przedsięwzięć innowacyjnych oraz konsolidowanie kapitałów drobnych inwestorów – współwłaścicieli funduszu),

³ Oczekiwane stopy zwrotu określa się w umowie o udzielenie wsparcia finansowego.

⁴ Przytoczone zasady podziału środków z zakończonych inwestycji określa par. 7, ust. 1 i 2 *Rozporządzenia Ministra z dnia 15 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy*, DzU 2007, nr 115, poz. 796.

⁵ Wysokość wsparcia finansowego KFK „nie może być wyższa od łącznej kwoty wpłat do funduszu kapitałowego zrealizowanych przez podmioty dokonujące inwestycji w takim funduszu” (art. 11, ust. 2 *Ustawy z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym*, DzU 2005, nr 57, poz. 491).

- weryfikację napływających projektów innowacyjnych pod kątem ich ekonomicznej efektywności,
- rejestrację dobrych, wartościowych projektów w banku przedsięwzięć innowacyjnych,
- udziałowe finansowanie projektów innowacyjnych,
- monitorowanie i wspieranie rozwoju współposiadanych jednostek gospodarczych,
- sprzedaż posiadanych udziałów/akcji dojrzałych firm,
- rozliczanie zakończonych projektów⁶.

Zakreślony zakres działalności sieciowego konsorcjum aniołków postępowych zmian ogniskuje jego misja. Sensem istnienia tej jednostki jest implementacja regionalnych projektów innowacyjnych z wykorzystaniem finansowania udziałowego. Finansowanie to musi być jednak oparte na zdroworozsądkowych zasadach. Za takie należy przyjąć:

- gromadzenie środków na zakup udziałów lub akcji określonych przedsiębiorstw z zastosowaniem idei montażu finansowego (łączenie środków publicznych i prywatnych),
- dywersyfikację portfela inwestycji podmiotów prywatnych (zaangażowanie pojedynczego inwestora w określony projekt innowacyjny nie wyższe niż 20% jego zasobów pieniężnych ulokowanych w funduszu),
- autonomiczne decyzje o finansowaniu udziałowym (indywidualne wybory projektów z banku przedsięwzięć innowacyjnych wraz z deklaracją wysokości zaangażowania kapitałowego),
- regułę pierwszeństwa w konsolidowaniu kapitałów prywatnych inwestorów (konstruowanie budżetów inwestycyjnych zgodnie z kolejnością wpływu deklaracji o finansowej partycypacji w projekcie),
- odmienne zaangażowanie kapitałowe poszczególnych inwestorów w wybrane projekty,
- umiarkowany horyzont finansowania udziałowego (nie dłuższy niż 10 lat),
- niepełne finansowanie przedsięwzięć innowacyjnych (obejmowanie do 80% akcji/udziałów wspieranych przedsiębiorstw),
- zróżnicowanie inwestycji RFK (ograniczenie środków angażowanych w jednego przedsiębiorcę oraz podmioty z nim powiązane do 1,5 mln euro pod warunkiem, że nie przekroczą 20% łącznej wysokości zadeklarowanych wpłat do funduszu)⁷.

Wskazane zasady inwestowania wydają się zapewniać w miarę bezpieczne podstawy angażowania środków publicznych i prywatnych w regionalne projekty wy-

⁶ Realizacja niektórych zadań RFK powinna przybrać formę usług odpłatnych, co ukształtuje podstawy samofinansowania działalności tej jednostki.

⁷ Regulacja zawarta w par. 2 *Rozporządzenia Ministra Gospodarki z dnia 15 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy*, DzU 2007, nr 115, poz. 796.

sokiego ryzyka. Ich mariażowi zdaje się również sprzyjać uprzywilejowana pozycja inwestorów prywatnych, która tworzy osobliwe podłoże transformacji drobnych oszczędności (lokat bankowych) w proinnowacyjne środki finansowe.

5. Podsumowanie

Sieciowe konsorcjum aniołków postępowych zmian może wzbogacić paletę instytucji wspierających regionalne procesy innowacyjne. Za realnym wymiarem kreacji tej platformy kontaktów między dawcami (drobnymi inwestorami) a biorcami (innowatorami) kapitałów zdają się przemawiać m.in.: rosące stany oszczędności gospodarstw domowych w formie lokat bankowych (brak atrakcyjniejszej alternatywy), sprawdzone w praktyce syndykaty aniołów biznesu oraz zasady wspólnego inwestowania środków publicznych i prywatnych z uprzywilejowaną pozycją podmiotów indywidualnych. Sukces tego przedsięwzięcia nie będzie jednak możliwy bez popularyzacji idei finansowania udziałowego, zmieniającej świadomość i postawy proinnowacyjnych przedsiębiorców i deponentów bankowych.

Literatura

- Głodek P., *Luka finansowa*, [w:] K. Matusiak (red.), *Innowacje i transfer technologii. Słownik pojęć*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2008.
- Głodek P., Gołębiowski M., *Vademecum innowacyjnego przedsiębiorcy. Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, DjaF, Warszawa 2006.
- Głodek P., Matusiak K., *Anioły biznesu*, [w:] K. Matusiak (red.), *Innowacje i transfer technologii. Słownik pojęć*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2008.
- Gostomski E., *Finansowanie działalności gospodarczej kapitałem własnym*, [w:] J. Bednarz, E. Gostomski (red.), *Finansowanie działalności gospodarczej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008.
- Janasz K., *Finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych w przedsiębiorstwie*, [w:] K. Janasz, W. Janasz, J. Wiśniewska (red.), *Zarządzanie kapitałem w przedsiębiorstwie*, Difin, Warszawa 2007.
- Jasiński A.H., *Innowacje i transfer techniki w procesie transformacji*, Difin, Warszawa 2006.
- Kotowicz A. (przy współpracy Wydziału Analiz Sektora Bankowego w Departamencie Nadzoru Sektora Bankowego oraz Departamentu Inspekcji, Pion Nadzoru Bankowego), *Raport o sytuacji banków w 2009 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.
- Publicwicz T., *Struktura oszczędności gospodarstw domowych grudzień 2005-2008*, www.analizy.pl, 30.01.2006, 1.03.2007, 18.02.2008, 24.04.2009, data dostępu: 9.07.2010.
- Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 15 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy*, DzU 2007, nr 115, poz. 796.
- Staśkiel O., *Pozyskanie Anioła Biznesu*, [w:] M. Panfil (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa 2008.
- Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym*, DzU 2005, nr 57, poz. 491 (tekst ujednolicony).

Waniak-Michalak H., *Pozabankowe źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Fundusze pożyczkowe, fundusze poręczeniowe, rynek venture capital*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2007.

Zespół Analiz Online, *Oszczędności gospodarstw domowych (grudzień 2009)*, www.analizy.pl, 26.04.2010, data dostępu: 9.07.2010.

ANGELS OF PROGRESSIVE CHANGES – A CONCEPT OF TRANSFORMING MINOR SAVINGS INTO A REGIONAL SOURCE OF FINANCING FOR INNOVATION

Summary: Increasing household bank deposits balances indicate that other forms of allocation of financial surplus (shares of public companies, bonds and treasury securities, share units or investment fund certificates) are not a very attractive alternative to them. Thus, there are resources that can partially be transformed into means that could finance innovation generated in the region. This metamorphosis can only be possible if a platform for contacts among the existing deponents and pro-innovative entrepreneurs could be created. Modified business angels syndicates could prove very helpful in this respect and they would form a network consortium of angels of progressive changes. Combining public and private funds with the privileged position of individual investors could facilitate the development of such an institution.