

Quo Vadis? – innowacyjne i alternatywne źródła finansowania

Anna Motylska-Kuźma*

Streszczenie: *Cel* – Celem niniejszego artykułu była próba identyfikacji kierunków rozwoju źródeł finansowania, biorąc pod uwagę zarówno ich innowacyjność, jak i alternatywne podejście do finansowania.

Metodologia badania – Artykuł został oparty na analizie literatury i wyników dostępnych badań w zakresie źródeł finansowania działalności, podejmowanych przez różnego rodzaju jednostki organizacyjne, w tym głównie przez przedsiębiorstwa. Na podstawie przeprowadzonej analizy porównawczej dokonano oceny kierunków innowacyjności źródeł finansowania działalności.

Wynik – Przegląd literatury ukazuje wiele nadużyć w wymiennym stosowaniu innowacyjności źródła finansowania z finansowaniem alternatywnym oraz chaos w stosowaniu powyższej terminologii. Na podstawie przeprowadzonych analiz można zauważyć, że w wielu przypadkach (choć nie wszystkich) źródła finansowania, które można nazwać innowacyjnymi, stanowią również alternatywę dla tradycyjnego systemu finansowego i główny nurt rozwoju źródeł finansowania. Najbardziej wyrazistymi cechami nowoczesnych, innowacyjnych sposobów finansowania działalności jest powszechne wykorzystanie technologii internetowych, oparcie o społeczność i ucieczka od nadmiernych regulacji prawnych.

Oryginalność/wartość – Wyniki rozważań należy traktować jako podstawę do głębszej dyskusji na temat klasyfikacji źródeł finansowania oraz wyznaczenia dalszych kierunków badań nad ich innowacyjnością, możliwymi ograniczeniami oraz warunkami sprzyjającymi ich powstawaniu, a także nad związanym z nimi ryzykiem.

Słowa kluczowe: źródła finansowania, innowacyjność, decyzje finansowe

Wprowadzenie

Po wybuchu kryzysu gospodarczego w roku 2007, dla wielu teoretyków i praktyków gospodarczych stało się jasne, że dotychczasowy system finansowy ma wady wynikające z nadmiernej liberalizacji przepisów, a co za tym idzie, zbyt małej ochrony indywidualnych, mniejszościowych inwestorów i deponentów. Rozpoczęto zatem wprowadzanie na szeroką skalę działań mających ograniczyć ryzyko i chronić inwestorów przed nadużyciami ze stron instytucji finansowych. Przełożyło się to na zwiększenie ostrożności przy udzielaniu kredytów, a tym samym na dostępność i ilość możliwych do pozyskania środków przez podmioty gospodarcze. W efekcie tych działań, w każdej grupie przedsiębiorców pojawiły się mniejsze lub większe problemy z dostępnością do kapitałów, a wraz z nimi – nowe

* dr inż. Anna Motylska-Kuźma, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, e-mail: anna.motylska-kuzma@wsb.wroclaw.pl.

rozwiązania, próbujące „łatać” istniejące luki. Czy można je jednak nazwać innowacjami? Czy raczej pojawiające się możliwości wynikają z potrzeby finansowania samej innowacji, a więc są jej elementem i stanowią bardziej alternatywę dla istniejących instrumentów i usług finansowych? Dokąd zmiierzają poszukiwania nowych źródeł finansowania?

Celem niniejszego artykułu jest próba identyfikacji kierunków rozwoju innowacji w obszarze źródeł finansowania wraz z uwzględnieniem ich alternatywnego podejścia do pozyskiwania środków przez przedsiębiorstwa. Artykuł składa się z trzech rozdziałów, wstępu i podsumowania. W pierwszej części przybliżono definicję innowacji oraz literaturowe próby jej klasyfikacji, a także pojęcie alternatywy w kontekście finansów i rynków finansowych. W rozdziale drugim zawarto opis najnowszych rozwiązań w obszarze źródeł finansowania działalności oraz ich analizę z punktu widzenia innowacyjności oraz alternatywnego podejścia do pozyskiwania środków finansowych. Wyniki przeprowadzonych analiz, wraz z wnioskami, zawarto i omówiono w rozdziale trzecim, dotyczącym kierunków rozwoju źródeł finansowania. Całość zamyka podsumowanie zawierające najważniejsze konkluzje i ewentualne przyszłe kierunki badań.

1. Innowacja a alternatywa. Istota i podstawowe pojęcia

Innowacje postrzegane są jako uniwersalne remedium na wiele problemów, w tym również na problemy z dostępem do kapitału. Jednak samo pojęcie innowacji nierozzerwalnie związane jest z osobą J. Schumpetera, który wprowadził je do teorii ekonomii w 1911 roku (Schumpeter, 1960). W swojej definicji innowacji koncentruje się on na nowych kombinacjach czynników wytwórczych: wprowadzanie nowego lub udoskonalonego produktu, zastosowanie nowej metody wytwarzania, otwarcie nowego rynku sprzedaży, zdobycie nowych źródeł zaopatrzenia w surowce i półfabrykaty, jak również wprowadzenie nowej formy organizacji produkcji. Jednak rozważania literaturowe na temat innowacji nie są spójne w przyjmowanych definicjach i stosowanych podejściach. Innowacja może więc być rozumiana w bardzo wąskim ujęciu, jako pierwsze zastosowanie danego rozwiązania w skali światowej. Takie podejście właściwe było m.in. dla Freemana, Munsfielda czy Cartera i Williamsa (Freeman, 1994; Munsfield, 1968; Carter, Williams, 1958). Z drugiej strony, innowacja może być również rozumiana bardzo szeroko – jako coś, co uważane jest za *novum*, niezależnie od obiektywnego poziomu oryginalności danej idei lub rzeczy. Takie podejście jest charakterystyczne m.in. dla P. Druckera czy Ph. Kotlera (Drucker, 1992; Kotler, 2013).

W dobie rozwiniętej technologii dużego znaczenia nabierają innowacje spoza kręgu innowacji technicznych, a dokładnie innowacje społeczne. Rozumiane są one jako skłonność jednostek danej zbiorowości społecznej do odchodzenia od ogólnie obowiązujących zwyczajów, stylów percepcji i kategorii celów (Griffin, 2004). Takie ujęcie innowacji zdaje się mieć największe znaczenie z punktu widzenia poszukiwania nowych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa, które wyraża się m.in. w modelach crowdfundingu czy wykorzystaniu technologii *blockchain*.

Innowacja finansowa, podobnie jak ogólne pojęcie innowacji, nie znajduje w literaturze jednoznacznej definicji. Najczęściej rozumiana jest ona w wąskim ujęciu (Stachera-Włodarczyk, 2015), czyli jako pojawienie się nowych instrumentów lub usług finansowych. W ujęciu szerokim innowacja finansowa dotyczy nowych rozwiązań związanych z którymkolwiek elementem systemu finansowego. Zgodnie z tymi podejściami, innowacja finansowa pozwala zarówno sfinansować innowacyjne projekty i przedsięwzięcia, jak i sama w sobie stanowić może rozwiązanie innowacyjne, dostosowujące się do potrzeb rynku i jego uczestników.

Alternatywa to, zgodnie ze *Słownikiem Języka Polskiego* (www.sjp.pl), inna możliwość czy rozwiązanie. Tak więc, z punktu widzenia finansów, alternatywą jest wszystko to, co stoi w opozycji do tradycyjnego systemu bankowego i finansowego. Według literatury (np. Ziegler i in., 2017a) rynek alternatywny w finansach obejmuje zarówno instrumenty finansowe tożsame z tymi oferowanym tradycyjnymi kanałami dystrybucji i przez tradycyjne instytucje, np. banki czy ubezpieczycieli, jak i usługi, których świadczenie ograniczone jest różnego rodzaju normami prawnymi i regulacjami. Przy takim ujęciu alternatywy w finansach niekoniecznie można mówić o innowacji, szczególnie w wąskim ujęciu, a co więcej, nie każda innowacja finansowa będzie automatycznie również należeć do rynku alternatywnego. Stąd wymienne stosowanie tych pojęć jest zdecydowanie nadużyciem.

2. Źródła finansowania działalności podmiotów gospodarczych

Źródła pozyskiwania kapitału na prowadzone lub planowane działania są przedmiotem wielu badań i dyskusji zarówno wśród teoretyków, jak i praktyków. Nie ma bowiem możliwości realizacji celów lub zamierzeń bez zaangażowania odpowiednich środków finansowych, a te z kolei muszą skądś pochodzić.

Jednym z najbardziej naturalnych źródeł finansowania działalności są środki własne (np. właściciele czyli udziałowców) lub zatrzymane zyski. Ich ilość jest jednak ograniczona i w większości przypadków niewystarczająca. Stąd konieczność sięgania po źródła zewnętrzne, takie jak kredyty, pożyczki itp. Instytucje finansowe, zobowiązane odpowiednimi przepisami do przestrzegania pewnych norm, nie zawsze są w stanie sprostać wymaganiom przedsiębiorców. Dlatego rynek, balansując między narzuconymi limitami a rzeczywistą oceną perspektyw kryjących się za danym przedmiotem lub podmiotem potrzebującym finansowania, poszukuje alternatyw (Moenninghoff, Wieandt, 2013).

Najwięcej alternatyw dedykowanych jest sektorowi nowopowstających przedsiębiorstw (tzw. start-upów), choć na etapie załazkowym (*seed*) ciężko mówić o finansowaniu przedsiębiorstwa *explicite*. Jest to raczej inwestycja w pomysł obudowany elementami przedsiębiorczości. Niemniej, w literaturze coraz częściej można spotkać pojęcie alternatywnych finansów (*Alternative Financial Market* – AFM) czy alternatywnych źródeł finansowania. Terminem tym określane są mechanizmy i metody dystrybucji instrumentów lub produktów finansowych poza tzw. tradycyjnymi kanałami, jak banki, agencje ubezpieczeniowe, regulowani pośrednicy finansowi czy domy/biura maklerskie. Wszystkie te nowe podejścia

do finansowania, jak zauważa Bruton (Bruton, Khavul, Siegel, Wright, 2015), mają kilka charakterystycznych, wspólnych cech. Po pierwsze, pojawiają się w jednej części świata i bardzo szybko są adoptowane i rozprzestrzeniane na cały glob, jak np. mikropożyczki (*microfinance*). Po drugie, nowe rozwiązania w finansach powszechnie wykorzystują technologie IT oraz platformy on-line w celu agregowania dużej liczby małych transakcji, jak np. w crowdfundingu. I, wreszcie, nowe rozwiązania w finansach korzystają z sieci społecznych, zarówno przedsiębiorców, jak i inwestorów, w celu poprawy efektywności i skuteczności gromadzenia, transferu i wykorzystywania środków finansowych. Najbardziej istotny jest jednak fakt, że operacje te odbywają się z pominięciem systemu finansowego i tradycyjnych instytucji finansowych.

W tabeli 1 zebrano najczęściej wymieniane w literaturze alternatywne rozwiązania w dziedzinie finansowania.

Tabela 1

Taksonomia modeli alternatywnego finansowania

Model	Definicja	
pożyczki konsumenckie P2P	biorcą kapitału jest osoba fizyczna (konsument), dawcą kapitału może być indywidualny inwestor lub instytucja finansowa (<i>marketplace P2P consumer lending</i>), ale również sama platforma, tzn. zarządca lub właściciel (<i>balance sweet P2P consumer lending</i>)	
pożyczki biznesowe P2P	biorcą kapitału jest podmiot gospodarczy (przedsiębiorstwo), dawcą kapitału może być indywidualny inwestor lub instytucja finansowa (<i>marketplace P2P business lending</i>), ale również sama platforma, tzn. zarządca lub właściciel (<i>balance sweet P2P business lending</i>)	
Modele inwestycyjne	kredytowanie nieruchomości P2P	biorcą kapitału jest osoba fizyczna (konsument), dawcą kapitału może być indywidualny inwestor lub instytucja finansowa; występuje zabezpieczenie na nieruchomości (ang. <i>marketplace P2P property lending</i>)
	real estate crowdfunding	inwestorzy indywidualni lub instytucje finansowe dostarczają środków finansowych w postaci kapitału własnego lub długu podporządkowanego w celu sfinansowania nieruchomości
	equity based crowdfunding	inwestorzy indywidualni lub instytucje finansowe otrzymują w zamian za finansowanie udziały w kapitale własnym przedsiębiorstwa
	udział w przychodach/ udział w zyskach	inwestorzy indywidualni lub instytucje nabywają papiery wartościowe od spółki, takie jak akcje lub obligacje, dające im prawo do udziału w zyskach lub należnościach/przychodach przedsiębiorstwa
	papiery dłużne	inwestorzy indywidualni lub instytucje nabywają papiery dłużne, zwykle obligacje o stałej lub zmiennej stopie procentowej; brane są tu pod uwagę niezabezpieczone obligacje detaliczne, w formie miniobligacji
handel fakturami	inwestorzy indywidualni lub instytucje nabywają faktury handlowe z dyskontem; jest to odpowiednik tradycyjnego faktoringu, ale realizowany przy pomocy technologii internetowych	
Modele nie-inwestycyjne	reward based crowdfunding	wplacający wspierają osoby fizyczne, projekty lub przedsięwzięcia czy przedsiębiorstwa w zamian za niefinansowe nagrody lub produkty
	donation based crowdfunding	wplacający wspierają osoby fizyczne, projekty lub przedsięwzięcia czy przedsiębiorstwa w oparciu o filantropię lub wewnętrzną, osobistą motywację, nie oczekując w zamian żadnych finansowych czy materialnych nagród

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ziegler i in. (2017a).

Z umieszczonych w tabeli 1 alternatywnych źródeł finansowania warto zwrócić szczególną uwagę na platformy pożyczkowe P2P oraz crowdfunding. Te dwa źródła stanowią bowiem największy udział w całym rynku alternatywnych finansów. Zgodnie z raportem dotyczącym wykorzystania AFM w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie i Ameryce Łacińskiej (Zieger i in., 2017), udział P2P i crowdfundingu wynosi łącznie 99,8%. Podobnie sytuacja wygląda w krajach europejskich (Ziegler i in., 2017b), gdzie te dwie formy alternatywnego finansowania osiągnęły łącznie 85,85% całego rynku AF.

Biznesowe i konsumenckie platformy pożyczkowe P2P umożliwiają dostęp do niewielkich kwot, oprocentowanych według stopy ustalonej w drodze licytacji. Efektem takiego działania jest przeważnie niższy, od tych oferowanych na kartach kredytowych lub w kredytach obrotowych, koszt takich pożyczek. Jednocześnie stopa procentowa jest wyższa od depozytów bankowych oferowanych na okres analogiczny do pożyczki. Stosowane są przez przedsiębiorstwa głównie w celu uzupełnienia luki w kapitale obrotowym.

Pierwsza platforma tego typu powstała w 2005 roku w Wielkiej Brytanii, ale szybko przeniosła się za ocean, do Stanów Zjednoczonych, a później do Azji i Europy oraz Afryki (Baeck, Collins, Zhang, 2014). Tak więc, z dzisiejszego punktu widzenia, choć pożyczki P2P stanowią znaczący udział transakcji na rynku alternatywnym, to w większości krajów nie są traktowane jako innowacja finansowa, a co więcej, nie są również stosowane do finansowania działań innowacyjnych.

Crowdfunding, wykorzystując odpowiednią platformę on-line, umożliwia zaangażowanie drobnych inwestorów oraz osób prywatnych we wspieraniu inicjatywy poprzez inwestowanie niewielkich ilości kapitału w ustalonym czasie – przeważnie kilka tygodni. Korzystając z efektu skali, nawet niewielkie donacje pochodzące od tysięcy osób przekładają się na wystarczający kapitał, by zrealizować zaplanowane działania. Ponadto, korzystając z platformy rozpoznawalnej na całym świecie (np. Kickstarter), kapitał ten jest niezależny od kraju czy regionu, w którym prowadzona jest podstawowa działalność (De Buysere, Gajda, Kleverlaan, Marom, 2012) oraz zapewnia odpowiednią dywersyfikację i ułatwia „otwieranie się” na rynki zagraniczne.

Ten sposób finansowania projektów różni się od innego rodzaju zbiorów publicznych pewnymi charakterystycznymi cechami. Po pierwsze, następuje tu przekazanie gotówki, przeważnie w zdematerializowanej formie. Po drugie, cały proces odbywa się przy użyciu technologii teleinformatycznych. Po trzecie, nie wymaga on zgody żadnego publicznego organu i może odbywać się zarówno między osobami fizycznymi, jak i podmiotami gospodarczymi, a cel projektu może być zarówno osobisty, jak i publiczny czy biznesowy (Motylska-Kuźma, 2015).

Analizując główne cechy crowdfundingu można zauważyć, że o ile bezsprzecznie zaliczany jest on do rynku alternatywnego, to również stanowi innowację, szczególnie w przypadku modeli bardziej zaawansowanych, jak np. model *equity* czy *real estate*. Poza tym, zdecydowana większość kampanii crowdfundingowych nastawiona jest na innowacje

zarówno w obszarach produktowych, usługowych, funkcyjnych czy technologicznych. Oferowane do sfinansowania projekty cechują się bardzo wysokim stopniem kreatywności.

Obok modeli finansowania alternatywnego, wymienionych powyżej, w literaturze można znaleźć również takie źródła finansowania, które próbują łączyć podejście alternatywne z tradycyjnym. Mowa tu m.in. o *venture capital* i wyrastająca na bazie tych samych instytucji *venture debt*, *private equity*, *business angels*, w tym również HNWI – *high net worth individuals*, *franchising*, *mezzazine*, czyli finansowanie hybrydowe.

Fundusze *venture capital* kojarzone są, co prawda, głównie z finansowaniem innowacyjnych pomysłów w ich początkowej fazie realizacji, stąd często mowa o start-upach. Jednak w rzeczywistości rozpatrywany jest przede wszystkim pomysł i jego innowacyjność.

Wraz z rozwojem rynku *venture capital* zaczął rozwijać się rynek pożyczek typu *venture debt*. Choć ten rodzaj finansowania towarzyszył *venture capital*, to w literaturze naukowej pojawiał się bardzo rzadko, a przyczółkiem wszelkich badań nad jego wykorzystaniem były Stany Zjednoczone (Rassenfosse, Fischer, 2016). *Venture debt* skierowane są głównie do nowo powstających podmiotów (start-upów), będących w fazie ujemnych przepływów pieniężnych i nieposiadających odpowiednich aktywów, mogących stanowić zabezpieczenie kredytu. Jest to połączenie *venture capital* z tradycyjnym kapitałem obcym. Finansowanie to ma swoje korzenie w tzw. *venture leasing* oraz pożyczkach zabezpieczanych na konkretnym elemencie aktywów (wyposażenia). Obecnie jednak jest to głównie kapitał wzrostu, niepowiązany z żadnym konkretnym aktywem. W zamian za kapitał, pożyczkodawcy otrzymują specyficzną kombinację długu i kapitału własnego start-upu. Przy czym dług traktowany jest tu jak rzeczywisty dług, a nie instrument zamienny. Jako zabezpieczenie długu stosowane są warranty na kapitale własnym. Stanowią one zwykle 5–15% wartości całej pożyczki. Pożyczki udzielane są najczęściej na okres 24–36 miesięcy i spłacane w regularnych miesięcznych ratach, obejmujących zarówno część kapitałową, jak i odsetkową. Ten rodzaj finansowania jest dość podobny do stosowanych często przez fundusze *venture capital* pożyczek podporządkowanych czy zamiennych (*convertible debt*), jednak rozwiązania te nie są tożsame. Dług zamienny, w kolejnej rundzie finansowania, przekształcany jest w kapitał własny start-upu, a jego właścicielem jest fundusz VC. Pożyczki typu *venture debt* muszą zostać spłacone, podobnie jak tradycyjne kredyty. Stąd VLs – *venture lenders* – są rzeczywistymi pożyczkodawcami, a nie inwestorami, jak VCs – *venture capitalists*. To powoduje, że wśród VLs można spotkać, oprócz specjalnych funduszy i instytucji finansowych, również tradycyjnych dostawców kapitału, czyli banki. Najbardziej znanym z takich działań jest Silicon Valey Bank, ale również Comerica i Bridge Bank. Szacuje się, że w Stanach Zjednoczonych w 2010 roku rynek *venture debt* osiągnął 1/7 wartości rynku *venture capital* (Rassenfosse, Fischer, 2016). Z takiego finansowania korzystały m.in. Facebook i YouTube. Pomimo ponad dziesięcioletniej historii funkcjonowania tego źródła finansowania, w Europie, w dalszym ciągu, jest on bardzo mało znany i w zasadzie niestosowany. Dlatego *venture debt* jest w dalszym ciągu traktowany jako innowacja.

ICO – Initial Coin Offering – to kolejna szybko rozwijająca się innowacja w źródłach finansowania, wykorzystująca technologię *block-chain* oraz kryptowaluty. ICO pozwala na pozyskiwanie środków poprzez emisję tzw. tokenów, które mogą być odsprzedane na rynku wtórnym lub wykorzystane w przyszłości do otrzymania produktów lub usług danego przedsiębiorstwa (Adhami, Guidici, Martinazzi, 2017). Przy czym tokeny mogą być rozumiane i wykorzystywane w różny sposób.

ICO wymaga od emitenta opracowania takich dokumentów, jak „white paper” lub „warunków sprzedaży tokenów” (*token sale term*), w których zawarte są najważniejsze informacje dotyczące stosowanych protokołów IT i publicznych łańcuchów (*blockchains*), sposobu dostawy i mechanizmów wyceny tokenów oraz dane dotyczące finansowanego projektu (najczęściej zawierające biznesplan).

Pierwsza emisja ICO miała miejsce w 2014 roku w Stanach Zjednoczonych i dotyczyła funduszu DAO i kryptowaluty Ethereum. W 2017 roku, w okresie od stycznia do sierpnia, odnotowano ponad 216 ofert w takich krajach, jak Stany Zjednoczone, Rosja, Wielka Brytania czy Kanada, choć przedsiębiorstwa często rejestrowane są w bardziej przyjaznych prawnie i podatkowo krajach, jak Singapur, Gibraltar, Kajmany, Wyspy Dziewicze, Delaware czy Estonia. Pojedyncze emisje opiewały na kwoty liczone w setkach milionów dolarów, jednak ich prawdziwą wartość ciężko oszacować ze względu na to, że dane te nie są jeszcze powszechnie dostępne i zweryfikowane (Adhami, Guidici, Martinazzi, 2017). Kwestią problematyczną pozostają regulacje prawne dotyczące tego sposobu pozyskiwania środków oraz ich legalności. Niezależnie od toczących się dyskusji o legalności i ewentualnych zakusach regulatorów, ICO wypełnia lukę w dostępie do kapitału w sposób wyjątkowo innowacyjny, zarówno pod względem technologicznym, produktowym, jak i procesowym. Co więcej, jest to innowacja strategiczna i radykalna, stąd, być może, spotyka się z tak dużym oporem po stronie dotychczasowego „porządku świata finansów”.

Mezzazine capital nazywane jest często finansowaniem hybrydowym i stosowane m.in. do przejęć spółek i lewarowania transakcji w sytuacji braku lub niewystarczającej zdolności kredytowej przedsiębiorstwa (Kuryłek, 2015). Na podstawie prognozowanych przepływów finansowych oraz potencjału rozwoju, przedsiębiorstwo otrzymuje środki w postaci pożyczki (podporządkowanej, od wspólników lub niezabezpieczonej) lub w postaci kapitału własnego w formie akcji uprzywilejowanych lub cichych udziałów w spółce. W przypadku kapitału obcego/pożyczki, spłata następuje dopiero na końcu podjętej inwestycji, a w okresie jej realizacji inwestor otrzymuje odsetki wyliczane na podstawie zmiennego oprocentowania. Po zakończeniu inwestycji sukcesem, inwestor dodatkowo otrzymuje udział w kapitale własnym na poziomie ok.10%, co nie stanowi zbyt dużego rozproszenia własności i utraty kontroli nad przedsiębiorstwem. W przypadku kapitału własnego, inwestor otrzymuje realny wpływ na rozwój przedsiębiorstwa oraz może korzystać z typowych praw przysługujących właścicielom, np. dywidendy czy korzyści wynikających ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Dość charakterystyczną cechą *mezzazine capital* jest spłata kapitału na koniec okresu finansowania i ustalone z góry warunki wyjścia z inwestycji. Inwestorzy oczekują stopy zwrotu na poziomie 15–30%, w zależności od aktualnej sytuacji rynkowej i gospodarczej (Kuryłek, 2015). Dostawcą kapitału w tym przypadku są tradycyjne instytucje finansowe, m.in. banki, fundusze *private equity*, towarzystwa ubezpieczeniowe, czy *business angels*.

Analizując podstawowe cechy tego źródła finansowania można zauważyć, że nie stanowi ono alternatywy w myśl przytoczanych powyżej definicji, czyli nie można mówić w tym przypadku o rynku alternatywnych finansów. Jednak, zdecydowanie, jest to finansowanie, które posiada znamiona innowacji produktowej, a mianowicie łączy w sobie cechy zarówno kapitału obcego, jak i własnego, a także proponuje nowy, odmienny sposób rozliczenia pożyczonego kapitału.

Wśród nowych źródeł finansowania nie sposób nie wspomnieć o tych, które tworzone są przez różnego rodzaju programy pomocowe, opracowywane przez rządy w krajach czy różnego rodzaju instytucje. Mowa tu m.in. o akceleratorach, inkubatorach, centrach weryfikacji koncepcji (*proof-of-concept centers*), akademickich funduszach załączkowych itp. Miejsca takie mają przede wszystkim wspomagać merytorycznie początkowych przedsiębiorców i włączać ich w sieci dostawców i odbiorców, ale również oferują szereg udogodnień finansowych w postaci np. zwolnień z opłat ZUS, ulg podatkowych, bezpłatnego dostępu do biura księgowego, prawnika czy doradcy podatkowego itp. Działalność takich „tworów” organizacyjnych jest mocno uzależniona od zaangażowanych osób, ich doświadczenia oraz umiejętności skupienia w jednym miejscu tych, którzy chcą podzielić się swoją wiedzą i kontaktami oraz tych, którzy potrafią wykorzystać taką możliwość w najbardziej efektywny sposób. Stąd, zgodnie z teorią, takie miejsca powinny doprowadzać do powstawania innowacji i same w sobie mogą stanowić innowację. Warunkiem koniecznym jest jednak odpowiednie środowisko osób zaangażowanych.

3. Kierunki rozwoju źródeł finansowania

Przyglądając się opisanym powyżej nowym koncepcjom źródeł finansowania, można zauważyć kilka ciekawych faktów. Po pierwsze, coraz więcej innowacji finansowych związanych jest z „omijaniem” tradycyjnych instytucji finansowych oraz tradycyjnego systemu finansowego. Kryzys z 2007 roku i jego skutki zarówno w sferze prawnej, regulacyjnej, jak i gospodarczej, zdecydowanie zniechęciły lub przynajmniej mocno ograniczyły zaufanie do ustalonego porządku. Z jednej strony wprowadzone ograniczenia i regulacje nadwyrężyły w znaczny sposób zdolność instytucji finansowych do dostarczania kapitału. Z drugiej natomiast, wiele przedsiębiorców i pomysłodawców zauważyło, że pozyskiwanie środków finansowych poza tradycyjnym systemem jest przede wszystkim tańsze, obciążone mniejszą kontrolą ze strony pożyczkodawców oraz nie wymaga takiej przejrzystości podejmowanych działań. Poza tym technologia i daleko posunięta globalizacja umożliwiają poszukiwanie takich rozwiązań poza dotychczasowymi kanałami.

Po drugie, innowacje finansowe starają się nie ograniczać tylko do celu, jakim jest pozyskanie środków. W wielu przypadkach, wraz z kapitałem, przedsiębiorstwo lub pomysłodawca może zweryfikować przydatność i zainteresowanie proponowanym rozwiązaniem potencjalnych klientów. Może również budować lojalność klientów oraz wiązać ich z danym projektem na dłużej. Pozyskanie funduszy z rynku alternatywnego bardzo często otwiera również drogę do tradycyjnych instytucji finansowych, uwiarygodniając pomysł i pomysłodawcę oraz przedsiębiorstwo. I w końcu, znacznie ułatwia zaistnienie na rynkach zagranicznych i ekspansję międzynarodową.

Jak twierdzi Bellavitis ze swoim zespołem (Bellavitis, Filatotchev, Kamuriwo, Vanacker, 2017) koncepcja cyklu finansowania przedsiębiorstwa powinna obecnie zostać ponownie przemyślana w kontekście dokonujących się zmian. Nowo powstające źródła finansowania, przy swoich wadach i zaletach, po pierwsze mogą być stosowane w różnych momentach cyklu rozwoju przedsiębiorstwa. To powoduje, że modele pozyskiwania finansowania nie są zarezerwowane tylko i wyłącznie np. dla start-upu czy dojrzałego przedsiębiorstwa. Po drugie, co ważniejsze, mogą być stosowane wymiennie. Oznacza to, że pozyskanie środków z jednego źródła nie ogranicza możliwości skorzystania z innych źródeł. Natomiast, które źródło zostanie wybrane, zależy tylko i wyłącznie od zaangażowania i decyzji samego pomysłodawcy czy przedsiębiorstwa. W końcu, po trzecie, wybór odpowiedniego źródła finansowania spośród wielu dostępnych alternatyw może w znaczny sposób wpłynąć na przebieg cyklu rozwoju (dokładnie finansowania) przedsiębiorstwa, który wyraźnie będzie inny od „tradycyjnego”. Na przykład, jeżeli przedsiębiorca zdecyduje się skorzystać z akceleratora czy inkubatora, może on w zauważalny sposób skrócić czas poszczególnych faz cyklu, a poza tym elastycznie dostosować swoje pozyskiwanie funduszy do celów strategicznych. Skorzystanie z kampanii crowdfundingowej może z kolei spowodować, że przedsiębiorstwo nie będzie musiało polegać na finansowaniu dłużnym w początkowej fazie rozwoju projektu. Zakończona sukcesem kampania może, co więcej, przyciągnąć do przedsiębiorstwa innych inwestorów, którzy będą w stanie finansować pomysł na dalszych etapach.

Kwestią dyskusyjną pozostaje ciągle problem ryzyka finansowego związanego z nowymi rozwiązaniami. Pojęcia takie, jak „dźwignia finansowa”, bezpieczeństwo transakcji po stronie kapitałobiorcy, ale przede wszystkim po stronie kapitałodawcy, przejrzystość podejmowanych działań itp. wciąż budzą obawy, a w odpowiedzi narażone są na zakusy krajowych organów nadzorczych do wdrażania kolejnych regulacji. Z jednej strony tradycyjne instytucje finansowe nie są przygotowane na nadchodzące zmiany i płynące z nich zagrożenia dla tradycyjnego systemu finansowego, bagatelizując często problem. Z drugiej strony, działania organów nadzorczych, choćby najbardziej przemyślane i wyważone, nie będą w stanie zatrzymać powyższych zmian.

Uwagi końcowe

Kapitał stanowi swoistego rodzaju „silnik” dla przedsiębiorstwa, który nie tylko napędza jego działania, ale również prowadzi do rozwoju. Im łatwiej go pozyskać, tym tempo wzrostu powinno być wyższe. Ostatni globalny kryzys finansowy spowodował głębokie problemy z dostępem do finansowania zewnętrznego, ale przede wszystkim utratę zaufania do tradycyjnych instytucji finansowych i całego systemu. Wyzwolił tym samym kreatywność przedsiębiorców w poszukiwaniu innych, nowych źródeł finansowania.

Na podstawie przeprowadzonych analiz można zauważyć, że w wielu przypadkach źródła finansowania, które można nazwać innowacyjnymi, stanowią również alternatywę dla tradycyjnego systemu finansowego i wpisują się w główny nurt rozwoju źródeł finansowania. Najbardziej wyrazistymi kierunkami rozwoju nowoczesnych, innowacyjnych sposobów finansowania działalności jest powszechne wykorzystanie technologii internetowych, oparcie o społeczności i ucieczka od nadmiernych regulacji prawnych oraz tradycyjnych instytucji finansowych. Cenione są rozwiązania mniej formalne, które oprócz samego pozyskiwania kapitału, pozwalają również na realizację celów pobocznych, takich jak weryfikacja pomysłu, promocja itp., a czas potrzebny na pozyskanie środków ograniczają do niezbędnego minimum. Tak więc nowoczesne źródła finansowania starają się eliminować pośredników i kojarzyć bezpośrednio, za pomocą technologii, kapitałodawców z kapitałobiorcami, a pojawiające się rozwiązania są coraz bardziej wyrafinowane.

Dokąd więc zaprowadzą nas te wszystkie zmiany? Odpowiedź na to pytanie w dużym stopniu zależy od zachowania instytucji nadzorujących i regulujących rynki finansowe. Przekora ludzka bowiem powoduje, że im bardziej coś jest zabronione, tym bardziej staje się atrakcyjne. Dlatego przed decydentami stoi nie lada wyzwanie – albo rozpocząć walkę z nowymi rozwiązaniami, albo spróbować stworzyć wspólny ekosystem, w którym obok siebie będą funkcjonować różne modele finansowania doprowadzające do efektu ogólnej synergii korzyści.

Literatura

- Adhami, S., Guidici, G., Martinazzi, S. (2017). *Why Do Business Go Crypto? An Empirical Analysis of Initial Coin Offerings*. Pobrano z: <https://ssrn.com/abstract=3046209>.
- Baek, P., Collins, L., Zhang, B. (2014). *Understanding Alternative Finance The UK Alternative Finance Industry Report*. University of Cambridge.
- Bellavitis, C., Filatotehev, I., Kamuriwo, D.S., Vanacker, T. (2017). Entrepreneurial Finance: New Frontiers of Research and Practice. *Venture Capital*, 19, 1–16, DOI: 10.1080/13691066.2016.1259733.
- Bruton, G., Khavul, S., Siegel, D., Wright, M. (2015). New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 1 (39), 9–26.
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D. (2012). *A Framework for European Crowdfunding*. Pobrano z: <http://www.crowdfundingframework.eu> (1.07.2015).
- Carter, C.F., William, B.R. (1958). *Industry and Technological Process*. London: Oxford University Press.
- Drucker, P. (1992). *Innowacja i przedsiębiorczość. Praktyka i zasady*. Warszawa: PWE.
- Freeman, Ch. (1994). The Economics of Ttechnical Change. *Cambridge Journal of Economics*, 5 (18).
- Griffin, R.W. (2004). *Podstawy zarządzania organizacjami*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

- Kotler, Ph. (2013). *Innowacyjność – przepis na sukces. Model od A do F*. Warszawa: Dom Wydawniczy Rebis.
- Kuryłek, Z. (2015). *Mezzazine capital. Nowoczesne finansowanie przedsiębiorstw*. Warszawa: CeDeWu.
- Moeninghoff, S.C., Wieandt, A. (2013). The Future of Peer-to-Peer Finance. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 5 (65), 466–487.
- Motyłska-Kuźma, A. (2015). *Cost of Crowdfunding as a Source of Capital for the Small Company*. Proceedings of the 18th International Academic Conference. London, e-book, ISSN: 2336-5617.
- Munsfield, E. (1968). *Industrial Research and Technology Innovation*. New York: W.W. Norton & Company.
- Rassenfosse, G., Fischer, T. (2016). Venture Debt Financing: Determinants of the Lending Decision. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 10, 235–256.
- Schumpeter, J.A. (1960). *Teoria rozwoju gospodarczego*. Warszawa: PWN.
- Stachera-Włodarczyk, S. (2015). Rola innowacji finansowych w działalności banków komercyjnych. *Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej. Zarządzanie*, 19, 63–74.
- Ziegler, T., Reedy, E.J., Le, A., Zhang, B., Kroszner, R.S., Garvey, K. (2017a). *2017 The Americas Alternative Finance Industry Report. Hitting Stride*. Pobrano z: [alternative-finance/downloads/2017-05-americas-alternative-finance-industry-report.pdf](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3106911) (21.02.2018).
- Zieger, T., Shneor, R., Garvey, K., Wenzlaff, K., Yerolemu, N., Hao, R., Zhang, B. (2017b). *Expanding Horizon. The 3rd European Alternative Finance Industry Report*. Pobrano z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3106911 (21.02.2018).

QUO VADIS? – INNOVATIVE AND ALTERNATIVE SOURCES OF FINANCING

Abstract: *Objective* – The purpose of this article is to try to identify the directions of development of financing sources taking into account both their innovation and the alternative approach to financing.

Methodology – The article was based on the analysis of literature and the results of available research in the field of sources of financing activities undertaken by various types of organizational units, mainly by enterprises. On the basis of the comparative analysis, the directions of innovativeness of sources of financing were assessed.

Results – Literature review shows many abuses in the interchangeable use of innovativeness of source of financing and alternative financing and chaos in the use of the above terminology. Based on the conducted analyzes, it can be noticed that in many cases (though not all) sources of financing that can be called innovative are also an alternative to the traditional financial system and constitute the main stream of development of financing sources. The most expressive features of modern, innovative ways of financing activities is the widespread use of internet technologies, basing on the community and escape from excessive legal regulations.

Originality/value – The results of the considerations should be treated as a basis for a deeper discussion on the classification of funding sources and setting further directions of research on their innovation, possible constraints and conditions conducive to their formation, as well as on the associated risk.

Keywords: source of financing, innovations, financing decision

Cytowanie

Motyłska, Kuźma, A. (2018). Quo Vadis? – innowacyjne i alternatywne źródła finansowania. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 2 (92), 137–147. DOI: 10.18276/frfu.2018.92-12.