Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
2013, t. 46, nr 1

Dariusz Głuszczuk
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Źródła finansowania innowacyjnej przedsiębiorczości – wariantowość rozwiązań w ujęciu teoretycznym

Streszczenie. *Implementację nowych lub istotnie ulepszonych rozwiązań (np. produktowych, procesowych) zawsze warunkują ich koszty. Zazwyczaj są one zbyt wysokie, by znaleźć pełne pokrycie w generowanych nadwyżkach finansowych przedsiębiorstw. Dysharmonie te są szczególnie widoczne w warunkach kryzysu gospodarczego, gdy maleją zyski firm i zawęża się dostęp do związanych z nimi usług finansujących (np. kredytowych). Wówczas istotna staje się znajomość wszystkich źródeł (środków, instrumentów) finansowania projektów innowacyjnych. Ich systematyka na tle kapitałów przedsiębiorstwa i faz jego rozwoju, wzbogacona rozważaniami na temat substytucyjności i komplementarności proinnowacyjnych funduszy, wypełnia treść niniejszego artykułu.*

Słowa kluczowe: *źródła finansowania innowacyjnej przedsiębiorczości*

1. Wprowadzenie

Koszty działalności innowacyjnej przedsiębiorstw mogą być pokrywane z różnych źródeł, a ich znajomość jest ważna w każdym czasie, choć nabiera szczególnego znaczenia w dobie kryzysu gospodarczego. Jego przejawem są m.in. malejące zyski przedsiębiorstw, które prowadzą do zubożenia środków i instrumentów finansujących nowe lub istotnie ulepszone rozwiązania (np. produktowe, procesowe). W tych warunkach rozpoznanie pełnej gamy proinnowacyjnych kapitałów (własnych wewnętrznych i zewnętrznych, obcych oraz hybrydowych), a także ich dostępności w różnych fazach rozwoju przedsięwzięcia innowacyjne-

go (zasiew, start, rozwój, ekspansja) ma fundamentalne znaczenie, gdyż wiedza ta jest niezbędna do poszukiwania alternatywnych bądź komplementarnych planów finansujących. Ich mozaikę zawsze wyznacza zbiór środków i instrumentów pokrywających koszty innowacji, a identyfikację jego komponentów przyjęto za cel niniejszego artykułu.

2. Źródła finansowania innowacyjnego przedsiębiorstwa na tle etapów jego rozwoju

Problem pokrywania kosztów działalności przedsiębiorstwa na tle etapów jego rozwoju bywa różnie opisywany w literaturze przedmiotu. Istnieją opracowania, w których dostępność świadczeń finansujących uzależnia się od wielkości jednostki produkcyjnej lub usługowej (koncepcja przedsięwzięcia, rozruch, mała i średnia firma[1]) bądź też lokalizuje się ją w fazach cyklu życia przedsiębiorstwa (powstania i początkowego rozwoju, wzrostu, dojrzałości oraz schyłku działalności[2]), bądź stadiach jego rozkwitu (zasiewu, startu, rozwoju i ekspansji[3]). Każda z przytoczonych sekwencji ma charakter konwencyjny i trudno jest jednoznacznie wskazać, która z nich tworzy najlepszą przestrzeń do alokowania zróżnicowanych źródeł finansowania przedsięwzięć innowacyjnych. Można przyjąć, że spektrum dostępnych środków własnych i obcych wzrasta wraz ze zwiększeniem rozmiarów przedsiębiorstwa lub kształtuje się adekwatnie do faz jego życia, ale innowacja zawsze prowadzi do dynamicznych zmian, a proces ten wydają się najlepiej opisywać następujące po sobie etapy zasiewu, startu, rozwoju i ekspansji. Ich właściwości odmiennie definiują sytuację rynkową firmy, jej cele i działania (zob. tab. 1).

Zarysowaną ścieżkę rozwoju przedsiębiorstwa innowacyjnego (zasiew, start, wczesny rozwój, ekspansja) wypełnia wiele podmiotów i instrumentów ukierunkowanych na finansowanie innowacji, ale ich liczba i rodzaj wyraźnie różnicuje się na odcinkach cechujących się odmienną zyskownością, a przede wszystkim skalą ryzyka bądź niepewności (zob. rys. 1).

---

[1] Zob. A. Kopczuk, *Problemy kształtowania struktury kapitału w małym przedsiębiorstwie*, w: *Kapitał w rozwoju przedsiębiorstw i regionu – instrumenty, instytucje, wykorzystanie*, red. A. Kopczuk, Wyd. WSFiZ w Białymstoku, Białystok 2003, s. 29.

[2] A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 107-113.

[3] W pewnym stopniu do tego podziału nawiązują stadia inwestowania venture capital. W ich strukturze wyodrębnia się etap początkowy i ekspansji, a następnie każdy z nich dzieli się na trzy podetapy, tj. kolejno: zasiewu, startu oraz finasowania fazy pierwszej, drugiej, trzeciej i czwartej. Zob. A. Wiatrak, *Venture capital jako forma wspierania przedsiębiorstw*, w: *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. J. Turyn, W. Szczęsny, Difin, Warszawa 2004, s. 252.

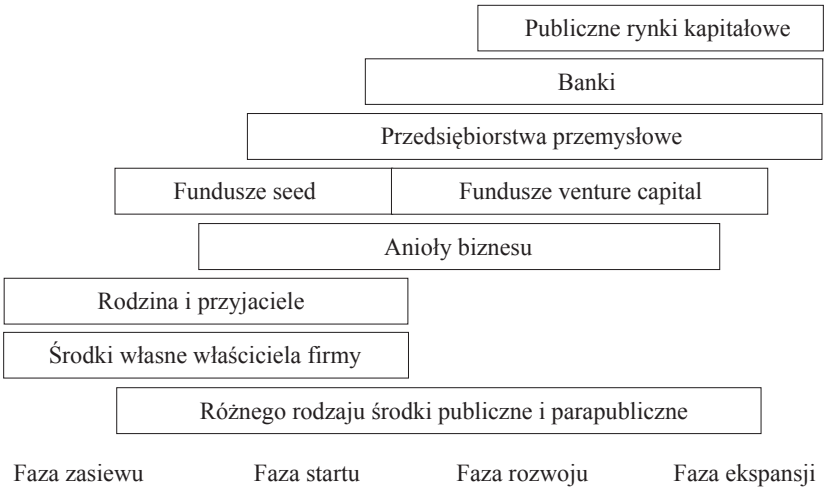
Tabela 1. Fazy rozwoju przedsiębiorstwa innowacyjnego i ich podstawowe cechy

Faza	Podstawowe właściwości
Zasiewu	– uściślenie koncepcji projektu (przedsiębiorstwa), w tym biznesplanu – diagnoza potencjału rynku – rozpoznanie uwarunkowań prawnych – ustalenie struktury konkurencji – działalność badawcza w fazie końcowej (testy technologii lub produktu, certyfikacja i dopuszczenie do obrotu) – kompletowanie kadry menedżerskiej przyszłej firmy
Startu	– konfrontacja oferty przedsiębiorstwa z potrzebami rynku (próbna partia towaru lub pilotażowe usługi) – rozpoczęcie produkcji seryjnej lub działalności usługowej – budowa bazy produkcyjnej bądź usługowej – pierwsze działania marketingowe – rekrutacja pracowników i ewentualnie zewnętrznej kadry menedżerskiej, konstrukcja przyszłej struktury organizacyjnej
Rozwoju	– maksymalizowanie udziału w rynku – rozwój zdolności produkcyjnej lub usługowej – rekrutacja dodatkowych pracowników, – rozbudowa sieci dystrybucji oraz konstrukcja stabilnego portfela klientów i/lub kontrahentów – weryfikacja kadry menedżerskiej i ewentualne wzmocnienie jej potencjału (rekrutacja nowych osób)
Ekspansji	– dywersyfikacja produktów lub usług – jakościowy rozwój produktów (usług) – wzrost produkcji lub świadczonych usług – wdrażanie innowacyjnych technologii – nowe rynki zbytu, w tym zagraniczne – znaczące nakłady na marketing i public relations – dystansowanie konkurencji połączone z dążeniem osiągnięcia pozycji lidera na rynku

Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity / venture capital*, Wyd. Key Text, Warszawa 2004, s. 203-204; P. Głodek, *Etapy finansowania firmy innowacyjnej*, w: *Innowacje i transfer technologii. Słownik pojęć*, red. K. Matusiak, PARP, Warszawa 2008, s. 76-77.

Koszty fazy zasiewu na jej wczesnym odcinku pokrywają niemalże wyłącznie środki własne właścicieli firm. Ich zazwyczaj skromne fundusze są często uzupełniane wkładem rodziny i przyjaciół. Sytuacja ta ulega istotnej zmianie w momencie krystalizacji zamierzeń gospodarczych, która otwiera możliwości, przynajmniej w wymiarze potencjalnym, zyskownego lokowania nadwyżek pieniężnych. Wówczas na horyzoncie pojawiają się inwestorzy komercyjni. Początkowo są to osoby fizyczne i/lub prawne akceptujące wysoki poziom ryzyka, rekompensowany ponadnormatywną, perspektywiczną dochodowością i wartością przedsiębiorstwa (fundusze kapitału zalążkowego, anioły biznesu). Ich intencje, poparte identyczną motywacją, zaczyna podzielać szerszy krąg inwestorów

w fazie startu projektu innowacyjnego. Wówczas w finansowanie tych koncepcji mogą włączyć się przedsiębiorstwa przemysłowe, a następnie fundusze kapitału ryzyka (*venture capital*). Stosunkowo późno ujawnią swoją obecność banki, ale trzeba pamiętać, że instytucje te są podmiotami zaufania publicznego, które transferują oszczędności w środki finansujące z zachowaniem zasady racjonalnego poziomu ryzyka, a innowacje, zwłaszcza we wczesnych stadiach rozwoju, zdają się przeczyć tej regule. Właściwości nowych lub znacząco udoskonalonych rozwiązań ograniczają również dostęp do publicznych rynków kapitałowych. Ich zasoby prawie zamykają wachlarz proinnowacyjnych podmiotów i instrumentów wsparcia finansowego, gdyż mogą być one zastępowane lub uzupełniane środkami publicznymi i parapublicznymi na każdym etapie rozwoju przedsiębiorstwa innowacyjnego.



Rysunek 1. Fazy rozwoju projektu innowacyjnego a główne źródła finansowania

Źródło: P. Głodek, M. Gołębiowski, *Vademecum innowacyjnego przedsiębiorcy. Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, DjaF, Warszawa 2006, s. 11.

Zaprezentowana systematyka potencjalnych źródeł pokrywania kosztów innowacji koncentruje się na zasadniczych możliwościach pozyskiwania środków finansowych (zob. rys. 1), co pozbawia ją atrybutu kompleksowości. Z pola jej widzenia znikają m.in. instrumenty własne o charakterze wewnętrznym (zysk zatrzymany, amortyzacja, strukturalne przekształcenia majątku), a także łączące cechy kapitału własnego i obcego (produkty hybrydowe). Innym mankamentem tej klasyfikacji jest niespójna nomenklatura, w której identyfikowane sposoby pokrywania kosztów faz zasiewu, startu, rozwoju i ekspansji nowa-

torskiej firmy odsłania się przez pryzmat podmiotów (np. banki, fundusze *venture capital*, rodzina i przyjaciele) lub instrumentów finansujących (np. środki własne właściciela firmy), choć nie ma przeszkód, by porządkować je jednolicie (ujęcie instytucjonalne, osobowe bądź alternatywnie przedmiotowe). Ponadto stosowane terminy nie wydają się prowadzić do jednoznacznych rozstrzygnięć. Na przykład pod pojęciem rodziny i przedsiębiorstw przemysłowych mogą kryć się pożyczki lub odpowiednio: darowizny oraz korporacyjny *venture capital*. Wady te wydają się wystarczającą przesłanką konstrukcji odmiennej systematyki.

3. Źródła finansowania innowacyjnego projektu na tle etapów jego rozwoju i klasyfikacji kapitałów przedsiębiorstwa – propozycja systematyki

Etapy rozwoju przedsiębiorstwa innowacyjnego są właściwym tłem dla identyfikacji źródeł finasowania nowych lub istotnie ulepszonych rozwiązań (np. produktowych, procesowych), ale powinny być one wsparte uporządkowaną prezentacją środków i instrumentów finansujących innowacje. W postulat ten wpisuje się zaproponowana systematyka (zob. tab. 2).

Zaproponowana klasyfikacja (zob. tab. 2), podobnie jak wszystkie podziały tego typu, jest pewnym umownym uproszczeniem i ma charakter poglądowy, ale jej porządek zdaje się uzasadniać kilka spostrzeżeń. Przybliżając ich treść, warto zaznaczyć, że:

− fazy zasiewu i startu przedsiębiorstwa są okresem, w którym firmy generują niewielkie zyski lub przynoszą stratę,

− fundusz amortyzacyjny zaczyna gromadzić środki z chwilą rozpoczęcia działalności gospodarczej, a jego zasoby rosną wraz ze wzrostem wartości rzeczowych aktywów trwałych oraz walorów niematerialnych i prawnych w tempie określonym przez możliwy oraz przyjęty sposób dokonywania odpisów amortyzacyjnych, co powinno skutkować zgromadzeniem ułamkowej części kapitałów na sfinansowanie etapów rozwoju i ekspansji, o ile środki te nie zostaną spożytkowane w inny sposób, np. na spłatę zaciągniętych kredytów inwestycyjnych,

− wdrażanie innowacyjnych technologii może wiązać się ze sprzedażą zbędnych aktywów (faza ekspansji),

− wpłata na kapitał własny i/lub aport rzeczowy (udział własny) z nielicznymi wyjątkami warunkuje realizację projektu,

− dochody właścicieli (zyski, wynagrodzenia, dywidendy – zależnie od przyjętej formy organizacyjno-prawnej i piastowanych funkcji) pojawiają się

Tabela 2. Środki i instrumenty finansujące innowacje na tle etapów rozwoju innowacyjnej firmy

Finansowanie	Środki/instrumenty finansujące	Faza			
		zasiewu	startu	rozwoju	ekspansji
Własne wewnętrzne	zysk zatrzymany	–	–	+	+
	amortyzacja	–	–	+	+
	przekształcenia strukturalne majątku (sprzedaż zbędnych aktywów)	–	–	–	+
Własne zewnętrzne	wpłaty na kapitał własny	–	+	+	+
	stabilne rozszerzenie struktury własności (nowi udziałowcy, akcjonariusze)	+	+	+	+
	agio (nadwyżka ceny sprzedaży udziału lub akcji spółki kapitałowej nad ich wartością nominalną)	–	–	+	+
	private equity	+	+	+	+
	venture capital	+	+	+	–
	corporate venturing	–	+	+	+
	business angels	+	+	–	–
	seed capital	+	+	–	–
Obce zewnętrzne	kredyty bankowe	–	+	+	+
	pożyczki osób fizycznych i/lub prawnych	+	+	+	+
	leasing	–	+	+	+
	obligacje kreujące zobowiązanie w postaci świadczenia pieniężnego	–	–	+	+
	franchising	–	+	+	+
	środki pomocowe	+	+	+	+
Hybrydowe	obligacje zamienne na akcje	–	–	+	+
	obligacje z prawem do udziału w przyszłych zyskach emitenta	–	–	+	+
	obligacje z prawem pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji	–	–	+	+
	warranty	–	–	+	+
	akcje uprzywilejowane (klauzula wykupu przez emitenta, wypłata dywidendy, podział majątku spółki w przypadku jej upadłości)	–	–	+	+

Źródło: opracowanie własne.

wraz z pierwszymi profitami przedsiębiorstwa (faza rozwoju i ekspansji) i nie ma przeszkód, by były one reinwestowane (wpłaty na rzecz kapitału własnego, obejmowanie przez aktualnych właścicieli dodatkowych udziałów/akcji, wzrost nominalnej wartości udziału/akcji), finansując w określonej części np. rozwój zdolności produkcyjnych lub usługowych, rozbudowę sieci dystrybucji (etap rozwoju) czy też dywersyfikację produktów i poprawę ich jakości (etap ekspansji),

− cenne projekty gospodarcze zawsze wywołują zainteresowanie potencjalnych inwestorów, co tworzy podstawę do stabilnych przekształceń w strukturze ich własności (sprzedaż udziałów lub akcji podmiotom spoza kręgu dotychczasowych właścicieli), ale sposób przeprowadzania tych zmian zależy od etapu rozwoju przedsiębiorstwa oraz jego bieżącej i perspektywicznej wartości, a także zyskowności (sprzedaż udziałów w każdej fazie, akcji w stadium startu, rozwoju i ekspansji),

− sprzedaż udziałów lub akcji w fazie startu (w chwili zawiązania spółki kapitałowej) odbywa się z reguły po cenie równej ich wartości nominalnej, ale w przypadku podwyższania kapitału zakładowego przez funkcjonującą już na rynku spółkę, zwłaszcza innowacyjną, cena tych walorów jest zazwyczaj wyższa od ich wartości nominalnej (tzw. *agio*)[4], gdyż wartość przedsiębiorstwa w przeliczeniu na jednostkowy tytuł własności przewyższa nominał udziału bądź akcji,

− pole zainteresowań inwestycyjnych *private equity* (prywatny kapitał) obejmuje wszystkie fazy rozwoju przedsiębiorstw, zaś *venture capital* (kapitału wysokiego ryzyka) tylko te, które są związane z zasiewem, startem i wczesnym rozwojem firmy,

− niewielki udział projektów o niewygórowanym zapotrzebowaniu na kapitał w portfelach inwestycyjnych *private equity* i *venture capital* zwykle prowadzi do powstania luki kapitałowej na rynku finansowania udziałowego, a jej zawężeniu najlepiej sprzyja rozwinięta sieć funduszy kapitału zalążkowego (*seed capital*) i aniołów biznesu (*business angels*), tj. podmiotów finansujących fazy zasiewu i startu niewielkich przedsiębiorstw,

− korporacyjny *venture capital* najlepiej spełni swoje zadanie monitorowania i kontroli nowych lub znacząco udoskonalonych rozwiązań, gdy skutecznie bę-

---

[4] Jednostkowe tytuły własności (udziały, akcje) do ułamkowej części spółki kapitałowej (z ograniczoną odpowiedzialnością lub akcyjnej) nie mogą być nabywane poniżej ich wartości nominalnej, a jeśli są obejmowane po cenie wyższej, to uzyskaną nadwyżkę (*agio*) przelewa się na poczet kapitału zapasowego, przy czym w spółce akcyjnej po potrąceniu kosztów emisji akcji; zob. art. 154 § 3 i art. 396 § 2 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz.U. nr 94, poz. 1037.

dzie eliminował konkurencję w fazie startu jej działalności (finansowanie udziałowe), co nie wyklucza późniejszego zaangażowania kapitałowego (etap rozwoju, ekspansji),

− kredyty bankowe nie finansują konceptualnego opracowania biznesu (fazy zasiewu), a dostępność do nich otwiera etap startu, przy czym szanse pozyskania tych środków zwiększają się w kolejnych stadiach rozwoju przedsiębiorstwa wraz z wydłużeniem jego historii gospodarczej i wzrostem posiadanego majątku (łatwiejsza i pewniejsza ocena zdolności kredytowej oraz szersze spektrum ewentualnych zabezpieczeń transakcji bankowej),

− pożyczki są dobrą alternatywą kredytów bankowych (m.in. mniej formalności, niższy koszt pozyskania kapitału) i mogą z powodzeniem finansować etap zasiewu i startu firmy, a w dalszych fazach jej rozwoju przynajmniej partycypować w pokrywaniu kosztów zaplanowanych przedsięwzięć (pożyczkodawcy, w tym fundusze pożyczkowe, z reguły dysponują niezbyt wysokim kapitałem),

− powodzenie emisji obligacji zależy od stopnia rynkowej rozpoznawalności emitenta i jego publicznej wiarygodności, a właściwości te kształtują się w wymiarze satysfakcjonującym obligatariuszy w fazie rozwoju bądź ekspansji przedsiębiorstwa,

− sposób zabezpieczania transakcji *leasingowych* (na ogół przedmiot umowy) określa krąg adresatów tej oferty, wśród których znajdują się zarówno jednostki rozpoczynające, jak i kontynuujące swoją działalność gospodarczą, ale warto pamiętać, że ta forma pozyskiwania określonych dóbr z reguły dotyczy łatwo zbywalnych rzeczy, co ogranicza jej zastosowanie do innowacji imitacyjnych (postrzeganych w kategoriach nowości przez podmioty je przyjmujące),

− *franchising* nie pokrywa kosztów uruchomienia działalności gospodarczej (zasiew, start), ale zapewnia franczyzobiorcy dostęp do innowacji dawcy franczyzy (od momentu przystąpienia do jego sieci), a także stwarza franczyzodawcy możliwość wejścia na nowe rynki zbytu, w tym zagraniczne (ekspansja), bez konieczności angażowania środków własnych,

− beneficjentami środków pomocowych są przedsiębiorstwa znajdujące się we wszystkich fazach rozwoju, które spełniają kryteria jednostki udzielającej wsparcia (np. podmiotowe – sektor małych i średnich przedsiębiorstw, przedmiotowe – innowacje i nowe miejsca pracy, przestrzenne – lokalizacja w regionach zacofanych cywilizacyjnie),

− wszystkie instrumenty hybrydowe bazują na akcjach, obligacjach lub warrantach, a tego typu papiery wartościowe emitują duże organizmy gospodarcze, które powstają w fazie rozwoju i/lub ekspansji.

4. Źródła finansowania innowacyjnego przedsiębiorstwa – komplementarność i substytucyjność

Alokując środki i instrumenty finansujące nowe lub znacząco udoskonalone rozwiązania na etapach rozwoju przedsiębiorstwa innowacyjnego trudno nie wspomnieć o ich komplementarności bądź substytucyjności. Pierwsza z wymienionych relacji prowadzi w prostej linii do tzw. montażu finansowego. Jego idea sprowadza się do identyfikacji potencjalnych, ale dostępnych dla inwestora, źródeł finansowania projektu wraz z określeniem ich udziału w pokryciu kosztów całego przedsięwzięcia. Algorytm tej operacji wiąże się ze starannym i miarodajnym ustaleniem wszystkich wydatków związanych z realizacją zaplanowanej koncepcji gospodarczej, oszacowaniem obecnych i perspektywicznych zasobów własnych (rzeczowych, finansowych) oraz ustaleniem szerokości luki finansowej, tj. różnicy między posiadanymi dzisiaj i w przyszłości walorami a wielkością niezbędnych wydatków. Ujemny wynik tego działania trzeba zrównoważyć, sięgając po środki zróżnicowanych dawców kapitału. Na przykład wpłaty na kapitał własny inwestora, wzbogacone planowanymi zyskami zatrzymanymi i odpisami amortyzacyjnymi można uzupełnić instrumentami finansowymi o charakterze dłużnym i pomocowym. Ich dobór musi być jednak odpowiedni i nie może abstrahować od kwestii ryzyka projektu i kosztu pozyskania kapitału. Problem ryzyka dotyczy zarówno przedsiębiorcy, jak i jego partnerów wsparcia finansowego. Biorąc pod uwagę interesy biorcy kapitału, warto zauważyć, że nie musi on przyjmować wyłącznie na siebie kosztów ewentualnej porażki (finansowanie udziałowe), zaś patrząc na dostarczycieli środków inwestycyjnych (dawców kapitału), trzeba postulować o optymalne rozłożenie ich udziałów w finansowaniu projektu (redukcja ryzyka). W praktyce łączy się to z zagadnieniem średnioważonego kosztu pozyskania kapitału, który jest pochodną proporcji i cen stosowanych środków oraz instrumentów finansujących. Występujące różnice w tym zakresie, wsparte niejednokrotnie alternatywnością rozwiązań (np. kredyt, pożyczka, *leasing* i ich udział w strukturze źródeł pokrycia wydatków projektu), przekładają się na obiektywną potrzebę montowania środków własnych i obcych w ujęciu wariantowym. Celem takich konstrukcji jest wykazanie pełnej zdolności finansowej inwestora do zrealizowania projektu, począwszy od fazy jego zasiewu, aż do chwili osiągnięcia wytyczonych dążeń, z uwzględnieniem koniecznych nakładów i spodziewanych efektów. W tym świetle odpowiednie przygotowanie montażu finansowego nie tylko zwiększa wiarygodność projektu i jego pomysłodawcy, ale też wpływa na wynik całego przedsięwzięcia i z pewnością jest jednym z newralgicznych punktów, który przesądza o sukcesie lub porażce innowatora.

Montaż finansowy wskazuje na komplementarność środków i instrumentów pokrywających koszty innowacji, ale relacje te nie zawsze harmonizują z preferencjami dawców i biorców kapitału. Ich antonimem jest substytucyjność deklarowana m. in. przez inwestorów *private equity* i *venture capital*, którzy wyrażają zainteresowanie udziałowym wsparciem przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych. Publiczna sprzedaż akcji zamyka zatem dostęp do kapitału prywatnego lub wysokiego ryzyka. Zastępowalność ta nie musi być tak ostra, gdyż często wynika ze zdrowego rozsądku. Decydując się na emisję obligacji raczej nie będziemy zabiegać o kredyty bankowe ani też myśleć o nowych udziałowcach bądź akcjonariuszach. Możliwości te wskazują, że koszt pozyskania kapitału nie jest jedyną przesłanką jego wyboru.

5. Podsumowanie

Zaproponowana dwukryterialna systematyka środków na pokrycie kosztów innowacji, wraz z uwzględnieniem ich komplementarności i substytucyjności, sprzyja właściwemu definiowaniu źródeł finansowania nowych lub istotnie ulepszonych rozwiązań (np. produktowych, procesowych) i powinna być znana każdemu przedsiębiorcy. Jej popularyzację mogłyby wesprzeć zmodyfikowane sprawozdania o innowacjach w przemyśle i sektorze usług (PNT-02, PNT-02u) w części identyfikującej wykorzystywane fundusze na procesy innowacyjne. Nowa szata tych formularzy rozszerzyłaby zakres zbieranych danych, a tym samym dałaby podstawy do usprawnienia działań podmiotów regionalnej polityki innowacyjnej. Ich rezultaty są szczególnie istotne w dobie kryzysu gospodarczego.

Literatura

Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.

Głodek P., *Etapy finansowania firmy innowacyjnej*, w: *Innowacje i transfer technologii. Słownik pojęć*, red. K. Matusiak, PARP, Warszawa 2008.

Głodek P., Gołębiowski M., *Vademecum innowacyjnego przedsiębiorcy. Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, DjaF, Warszawa 2006.

Kopczuk A., *Problemy kształtowania struktury kapitału w małym przedsiębiorstwie*, w: *Kapitał w rozwoju przedsiębiorstw i regionu – instrumenty, instytucje, wykorzystanie*, red. A. Kopczuk, Wyd. WSFiZ w Białymstoku, Białystok 2003.

Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Wyd. Key Text, Warszawa 2004.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz.U. nr 94, poz. 1037.

Wiatrak A., *Venture capital jako forma wspierania przedsiębiorstw*, w: *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. J. Turyn, W. Szczęsny, Difin, Warszawa 2004.

Sources of Funding Innovative Entrepreneurship – Variable Options with Solutions in Theory

Abstract. *Implementation of new or significantly improved solutions (e.g. product or process solutions) is always determined by their costs. They are usually too high to be fully covered by financial surpluses generated by companies. Such disharmonies are particularly evident in economic crisis, when corporate profits decline and access to associated financing services (e.g. credits) is limited. During that time, the knowledge of all financial sources (funds, instruments) for innovative projects becomes very important. The scheme against the backdrop of corporate capital and phases of its development, enriched by reflections on the substitutability and complementarity of pro-innovation funds, fills the contents of this article.*

Keywords: *financial sources for innovation activity*