



DOI: 10.18276/sip.2018.52/1-05

Aleksandra Kieres*

Uniwersytet Szczeciński

ROZWÓJ RYNKU ANIOŁÓW BIZNESU W POLSCE – WYBRANE ASPEKTY

Streszczenie

Pojawienie się nowych inwestorów na rynku zwiększa ilość kapitału i jest źródłem nowych inwestycji, a to wpływa pozytywnie na rozwój gospodarczy i rozwiązanie wielu problemów społecznych. Celem niniejszego artykułu o charakterze pogładowym jest naświetlenie realnego i praktycznego funkcjonowania rynku aniołów biznesu w Polsce i wskazanie ograniczeń i barier w ich aktywizacji i działalności. Dla realizacji wskazanego celu przeprowadzono przegląd obowiązujących regulacji prawnych, raportów i sprawozdań administracji publicznej oraz danych i informacji udostępnianych przez działające sieci. Wykonane na potrzeby niniejszej pracy badania potwierdziły konieczność szerszego przyjrzenia się podjętemu tematowi, a przeprowadzona analiza może stanowić przesłankę do badań empirycznych, jak również być podwaliną ewentualnych zmian legislacyjnych.

Słowa kluczowe: anioł biznesu, inwestor, finanse przedsiębiorstwa, rynek kapitałowy

Wprowadzenie

Zgodnie z tradycyjnym spojrzeniem ekonomicznym Polska powinna w szybkim tempie nadganiać zapóźnienia technologiczne wobec Zachodu. Wobec tego wyzwanie podnoszenia innowacyjności przedsiębiorstw prowadzące do wzrostu konkurencyjności całej gospodarki wydaje się być absolutnie kluczowe. Problematyka syste-

* Adres e-mail: aleksandrakieres@gmail.com.

mów finansowania innowacji, transferu i komercjalizacji wiedzy należy do głównych i zarazem jednych z najbardziej skomplikowanych zagadnień prawa gospodarczego. Nieefektywna polityka finansowa wspierania działalności innowacyjnej oraz brak istnienia skutecznych regulacji prawnych stanowią podstawowy hamulec przedsięwzięć innowacyjnych. Na potrzebę reformy polskiego prawa gospodarczego wskazuje ewolucja, która ma miejsce w prawie wspólnotowym oraz w państwach Unii Europejskiej.

W procesie interakcji wolnorynkowej oraz stałej potrzeby pozyskiwania nowych technologii coraz częściej i w szerszym zakresie nowe przedsięwzięcia innowacyjne finansowane są przez osoby prywatne – aniołów biznesu. Najczęściej *business angels* wchodzi w interes w fazie seed-up, start-up i first stage, czyli w chwili, gdy z powodu braku zdolności kredytowej oraz braku odpowiedniego zabezpieczenia finansowego stanowi on duże ryzyko biznesowe. Dzięki wykorzystaniu wiedzy i kapitału doświadczonych inwestorów młode firmy mają możliwość szybkiego rozwoju, co łączy się ze wzrostem wartości rynkowej. Osoby odpowiedzialne za profesjonalne fundusze kapitałowe wykazują znikome zainteresowanie przedsięwzięciami we wczesnej fazie rozwoju firmy, dlatego też inwestycje aniołów biznesu w ryzykowne projekty innowacyjne pozycjonuje ich rolę jako kluczowego kapitałodawcy, przyczyniającego się do eliminacji, ewentualnie systematycznego zmniejszania rozmiarów luki kapitałowej.

Istnieje wiele udokumentowanych przykładów inwestycji w odniesieniu do pionierskich koncepcji, które nie ujrzałyby światła dziennego bez „anielskiego” wsparcia. Przykładami wielkich korporacji, które powstały dzięki wsparciu aniołów biznesu, są Google, Cisco czy Apple. Obecnie odpowiadają one za kluczową część PKB krajów wysokorozwiniętych, co jednoznacznie wskazuje na ogromną rolę aktywności aniołów biznesu w rozwoju gospodarki. Wsparcie przez aniołów biznesu nie jest standardową usługą, dlatego dość wolno i ciężko rozwija się formalny i dobrze strukturalny ich rynek.

W Polsce rynek aniołów biznesu zaczyna dopiero przecierać drogę, istnieje więc potrzeba głębszego zbadania, w jakim zakresie polska polityka finansowa wpływa na sprawność zachodzących procesów innowacyjnych oraz w jakim stopniu pozyskanie dodatkowego kapitału od aniołów biznesu pozwoliłoby na szybszy postęp techniczno-technologiczny, wzrost gospodarczy, a co za tym idzie – rozwiązanie wielu problemów społecznych.

Celem artykułu jest przegląd najczęściej stosowanych narzędzi prawnych oraz bliższe przyjrzenie się faktycznym mechanizmom operacyjnym stosowanym przy inwestycjach kapitałowych rodzimych aniołów biznesu. Posiłkując się doświadcze-

niami wysoko rozwiniętych rynków zachodnioeuropejskich, wskazano kierunek zmian w strategii rozwoju gospodarczego polskiego rynku.

1. Charakterystyka rynku i działalności aniołów biznesu w Polsce

Sieci aniołów biznesu stwarzają ludzi sukcesu, którzy za pomocą prywatnego kapitału własnego zamierzają wesprzeć (sfinansować lub dokapitalizować) innowacyjne działania gospodarcze o dużym potencjale rozwoju. Każda z sieci ma szereg podstawowych zadań, a należą do nich między innymi (Dąbrowska, Matusiak, 2009):

- poszukiwanie inwestorów i przedsiębiorców,
- kojarzenie projektów z inwestorami,
- szkolenie aniołów biznesu i przedsiębiorców,
- ocena projektów inwestycyjnych,
- podnoszenie świadomości społecznej o tej formie finansowania,
- tworzenie konsorcjów na określone projekty.

Lata 2007–2010 to czas rozkwitu tego typu podmiotów, czemu sprzyjało uzyskane finansowanie ze środków Unii Europejskiej dostępnych w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka oraz rozwój sieci internetowych, służących jako platformy nawiązywania kontaktów między inwestorami i pomysłodawcami. Według raportu Global Wealth Report 2015 przygotowanego przez Credit Suisse w Polsce jest 43 tys. milionerów. Potencjalnie każdy z nich może być aniołem biznesu. Analogicznie jak na rynkach rozwiniętych polscy aniołowie biznesu przejawiają zainteresowanie działaniami zespołowymi. Z 12 działających sieci aniołów w 2015 roku aktywnych było zaledwie 5. Liczba aniołów biznesu to 411 przy średniej wartości inwestycji na jednego anioła 30 tys. euro. Sfinansowali oni zaledwie 32 projekty o wartości 12 mln euro przy średniej wartości 375 tys. euro na jeden start-up.

W przeważającej liczbie polscy aniołowie to aktywni przedsiębiorcy, nie zawsze bardzo bogaci, jednak zainteresowani perspektywnymi branżami, takimi jak: biotechnologia, informatyka, telekomunikacja, e-commerce i zaawansowane usługi. Poza sieciami istnieją również inne formy organizacyjne aniołów biznesu, jak na przykład kluby, fundusze i grupy. Teoretyczna kalkulacja w wykazaniu istotnej roli aniołów biznesu w finansowaniu start-upów jest oczywista, problemy natomiast pojawiają się w odwołaniu do praktyki życia gospodarczego. W związku z brakiem dokładnych i pełnych statystyk wszystkie dane mają charakter szacunkowy. Najczęściej głównymi źródłami informacji są narodowe i regionalne sieci *bussines angels*.

2. Przegląd i analiza wybranych aspektów prawnych działalności aniołów biznesu w Polsce

Obecność aniołów biznesu skutecznie wspiera innowacyjność MŚP. Jednak mimo systematycznego wzrostu liczby indywidualnych inwestorów z powodu niedojrzałości polskiego rynku kapitałowego rola aniołów biznesu w polskiej gospodarce jest jeszcze znikoma. Trudności legislacyjne i podatkowe związane z zakładaniem i prowadzeniem firm w Polsce znacznie przyczyniły się do ograniczeń popytowych rynku aniołów biznesu w naszym kraju. Polityka fiskalna państwa polskiego jest nieprzyjazna dla aniołów biznesu, nie podejmują oni wielu inwestycji w obawie przed zachwianiem własnej stabilności finansowej.

W zasadzie w Polsce nie funkcjonują jednolite ramy legislacyjne regulujące status i działalność anioła biznesu. Ustawodawca nie znormalizował jeszcze otoczenia prawnego, które dotyczyłoby kapitału wysokiego ryzyka. W tym zakresie prawo jest na etapie tworzenia, a aktywni aniołowie biznesu stosują akty i rozwiązania prawne wynikające z szeroko pojętego prawa gospodarczego. Znaczna większość aniołów działających w Polsce inwestuje swoje środki jako osoba fizyczna. Często jest również zaangażowanie w formie spółek kapitałowych, czyli spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i spółek akcyjnych. Jednak w każdej inwestycji i dezinvestycji kapitałodawcy posługują się innymi sposobami i strukturami transakcji, w związku z czym ich zastosowanie w prawie każdej inwestycji będzie się różnić w zależności od konkretnego przypadku. Szczegóły porozumienia doprecyzowane zostają w umowie inwestycyjnej na podstawie art. 3531 Kodeksu cywilnego. Nie ma również skonkretyzowanych przepisów dotyczących form zrzeszania się aniołów biznesu. Na tej płaszczyźnie panuje pełna dowolność. Brak jest uregulowanych form prawnych współpracy grup lub syndykatów aniołów biznesu.

Najważniejszymi formami prowadzenia działalności przez aniołów biznesu w Polsce są:

- spółka komandytowa,
- spółka komandytowo-akcyjna,
- fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych.

Najczęściej stosowaną formą jest spółka komandytowa, ewentualnie spółka komandytowo-akcyjna.

3. Formy finansowania inwestycji rozwojowych przez anioły biznesu

Kluczowym motywem warunkującym strukturę inwestycji anioła biznesu są dostępne instrumenty finansowe. Do najczęściej stosowanych przy inwestowaniu przez aniołów biznesu w Polsce należą:

1. Objęcie udziałów w spółce kapitałowej. Najczęstszą praktyką wśród aniołów biznesu są inwestycje w własny kapitał/fundusze, w tym objęcie udziałów w wyniku podwyższenia kapitału zakładowego spółki, sprzedaż części udziałów inwestorowi i udział jako współnik w spółce komandytowej albo komandytowo-akcyjnej. W przypadku gdy właściciel obawia się rozwodnienia kapitału zakładowego albo nie chce utracić pakietu większościowego w spółce lub gdy struktura i charakter transakcji zostały w taki sposób ustalone, inwestorzy mogą udzielić pożyczki lub objąć obligacje na starcie lub w dalszym etapie inwestycji.
2. Stworzenie spółki komandytowej albo komandytowo-akcyjnej. W przypadku działalności aniołów biznesu w modelu inwestycji opartej na konstrukcji prawnej spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej przedsiębiorca zazwyczaj występuje jako komplementariusz (jako osoba fizyczna albo spółka), a wnoszący wkład inwestor będzie miał status komandytariusza lub akcjonariusza w spółce komandytowo-akcyjnej.
3. Zawarcie umowy spółki cichej. Podstawą zawarcia umowy spółki cichej są zapisy art. 3531 Kodeksu cywilnego dotyczące swobody kontraktowej. Zawiązanie spółki cichej powstaje w wyniku umowy stron. Wspólnik cichy wnosi wkład (najczęściej finansowy) do przedsiębiorstwa, które druga strona umowy prowadzi na własny rachunek i we własnym imieniu. Wspólnik cichy w zamian za wniesiony wkład uzyskuje prawo do udziału w zysku firmy. Nie jest zobowiązany do działań operacyjnych w prowadzeniu przedsiębiorstwa, ale musi rozliczyć się z urzędem skarbowym i odprowadzić podatek od uzyskanego dochodu. Można stwierdzić, że spółka cicha – w typowej jej postaci – polega na z założenia niejawnym uczestniczeniu jednego podmiotu w zysku wypracowywanym przez przedsiębiorstwo prowadzone we własnym imieniu przez inny podmiot – przedsiębiorcę – w zamian za wniesienie wkładu. Oznacza to, że nie jest ona podmiotem prawa, to „wspólnik jawny” jest przedsiębiorcą i to on występuje na zewnątrz w obrocie, ponosząc wszelkie tego konsekwencje (Koronkiewicz, 2007).

4. Emisja obligacji. Zgodnie z ustawą z 15 stycznia 2015 roku o obligacjach (Dz.U. 2015, poz. 238) obligacje mogą emitować między innymi podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną, a także spółki komandytowo-akcyjne. Można je podzielić na kuponowe (oprocentowane) i zerokuponowe (bez oprocentowania). Obligacje mogą mieć formę dokumentu albo postać zdematerializowaną. Jednak ze względu na zbyt wysokie koszty przeprowadzenia emisji obligacji zdematerializowanych jak na warunki inwestycji anioła biznesu najczęściej mają one postać dokumentu.
5. Emisja obligacji zamiennych na akcje. Obligacje zamienne uprawniają do dwóch świadczeń: pieniężnego, którym są odsetki, oraz niepieniężnego, którym jest prawo do zamiany na akcje emitenta. Emisja obligacji zamiennych korzystna jest dla spółek w początkowej fazie rozwoju z dobrymi perspektywami rozwoju; jest zazwyczaj korzystna dla akcjonariuszy emitenta, gdyż ci utrzymują kontrolę nad spółką, mając zapewniony wpływ na realizację strategii rozwojowej. Jako zalety takiej formy inwestycji wskazuje się przykładowo: obniżenie kosztów związanych w inwestycją, przyspieszenie transakcji (na przykład dlatego, że nie są wymagane zmiany korporacyjne) czy też pozostawienie kontroli nad przedsiębiorstwem założycielowi (Clark, 2011). Papiery hybrydowe warto stosować do finansowania firmy wtedy, gdy jej aktywa netto będą miały szansę na silny wzrost wartości w założonym terminie wykupu obligacji (Grudziński, 2008).
6. Pożyczki i pożyczki podporządkowane. Kwestie związane z umową pożyczki regulują zapisy Kodeksu cywilnego, a w szczególności art. 720–724. Jeżeli wartość udzielonej pożyczki przekracza 500 zł, umowa powinna być zawarta w formie pisemnej lub w formie aktu notarialnego w przypadku gdy pożyczki udziela jedyny wspólnik spółki, będący jednocześnie jedynym jej członkiem zarządu. Ważnym aspektem jest norma prawna wskazująca na to, że wierzytelność wspólnika z tytułu udzielonej spółce z ograniczoną odpowiedzialnością pożyczki uważa się za jego wkład do spółki w przypadku ogłoszenia jej upadłości w ciągu dwóch lat od dnia zawarcia umowy pożyczki. Poza tym zgodnie z art. 189 Kodeksu spółek handlowych z majątku spółki potrzebnego do pełnego pokrycia kapitału zakładowego nie można dokonywać żadnych wypłat. W przypadku gdy spłata pożyczki na rzecz wspólnika mogłaby spowodować brak pełnego pokrycia kapitału zakładowego, spółka może odmówić zwrotu. Pożyczki

podporządkowane (ang. *subordinated loan*) spłacane są po zaspokojeniu pozostałych wierzycieli. Zasadniczą różnicą między pożyczką podporządkowaną (ang. *junior debt*) i pożyczką zwykłą (ang. *senior debt*) jest to, że należności z pierwszego tytułu są zaspokajane w ostatniej kolejności w razie likwidacji lub upadłości dłużnika. Ogólnie mówiąc, na mocy tychże umów pewni wierzyciele (tzw. wierzyciele podporządkowani) zgadzają się, że ich wierzycielności w stosunku do danego dłużnika nie zostaną zaspokojone do czasu zaspokojenia wierzycielności innych wierzycieli tego dłużnika (tzw. wierzycieli uprzywilejowanych) (Zdzieborski, 2003). Zaletą takiej umowy pożyczkowej jest natomiast prawo (warrant) do zakupu nowych udziałów/akcji oraz wyższe oprocentowanie. Na ten typ transakcji najczęściej decydują się znaczni akcjonariusze lub spółki dominujące.

7. Pożyczki typu *mezzanine*. To grupa instrumentów pożyczkowych wypełniająca lukę pomiędzy długiem a kapitałem, analogiczna do inwestycji kapitałowych. Finansowanie *mezzanine* nie jest regulowane w polskim prawodawstwie, ale jest umową zbliżoną do porozumienia zawartego w formie pożyczki lub obligacji. Jest to hybrydowa forma finansowania zawierająca w sobie elementy długu i kapitału udziałowego. Finansowanie *mezzanine* jest oprocentowane jak zwykła pożyczka, ale ze spłatą odsetek w pierwszej kolejności. Kapitał spłacany jest jednorazowo na koniec okresu finansowania lub w ratach rosnących (ang. *bullet payment* lub *balloon payment*). Zabezpieczeniem *mezzanine* (po zabezpieczeniach na rzecz banku) są aktywa spółki (pożyczkobiorcy). Czas inwestycji wynosi zwykle 5–7 lat (Stathopoulos, 2004; Przybylska-Kapuścińska, Mozalewski, 2011). Podstawowymi instrumentami finansowania *mezzanine* są obligacje zamienne i obligacje z warrantem. W zamian za niższe koszty obsługi bieżącej obligacji (niższa wartość kuponu/odsetek) emitent umożliwia udział w kapitale własnym, przy obligacjach zamiennych – zamianę obligacji na akcje, natomiast przy obligacjach z warrantem – zakup akcji po określonej cenie. Dla inwestorów taka zamiana na udział w kapitale własnym jest istotną zachętą przy wykupywaniu papierów z niższym oprocentowaniem (Panfil, 2008).

W aktywizacji i działalności prywatnych inwestorów ważnym aktem prawnym jest uchwalona 19 grudnia 2008 roku ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym. Reguluje ona współpracę pomiędzy jednostkami administracji publicznej lub samorządowej a podmiotami prywatnymi, których celem jest wspólna realizacja przedsię-

wzięcia oparta na podziale zadań i ryzyk pomiędzy stronami. Współpraca ta może dotyczyć takich projektów, jak budowa lub remont obiektu, świadczenie usług, wykonanie dzieła bądź też realizacja innego świadczenia. Ponadto ta forma współpracy znajduje zastosowanie we wszystkich dziedzinach i rodzajach świadczeń strony prywatnej powiązanych z utrzymywaniem bądź zarządzaniem składnikami majątkowymi wykorzystywanymi do realizacji przedsięwzięcia. W realizacji partnerstwa publiczno-prywatnego istnieje możliwość wykorzystania funduszy unijnych. Jest to rozwiązanie hybrydowe, pozwalające na połączenie kapitału UE, prywatnego oraz publicznego. Dofinansowanie z funduszy unijnych może sięgać nawet 85% wartości kosztów kwalifikowanych. Dodatkowo z tego źródła można pokryć również koszty wstępnych studiów projektu oraz zapewnić wsparcie instytucjonalne (Kałuża, 2014).

4. Bariery i czynniki ograniczające działalność aniołów biznesu w Polsce

Jak wynika z prowadzonych analiz, w Polsce wskutek niedojrzałości rynku kapitałowego, mimo funkcjonujących sieci zrzeszających aniołów biznesu, w dalszym ciągu rola aniołów jest jeszcze znikoma. Zgodnie ze statystykami tylko 3% projektów prezentowanych przez przedsiębiorców uzyskuje wsparcie kapitałowe od aniołów biznesu. Stan ten wskazuje, że powinno się podjąć odpowiednio przemyślane inicjatywy ustawodawcze poprzez stworzenie systemu zachęt, zwolnień podatkowych, ulg oraz gwarancji rządowych. Usuwanie wszelkich barier w transformacji rynku aniołów biznesu jest bardzo istotne z punktu widzenia stymulowania rozwoju sektora MŚP. W 2011 roku Ministerstwo Gospodarki przeprowadziło analizę barier rozwoju rynku aniołów biznesu w Polsce. Jednoznacznie wskazuje ona na skomplikowane rodzime prawo regulujące działalność biznesową i konieczność jego reorganizacji (Dąbrowska, Halbersztadt, 2011).

Główne czynniki ograniczające liczbę inwestycji wysokiego ryzyka to (Sivińska, 2012):

- a) brak wiedzy i praktyki w zakresie pozyskiwania środków przez młodych przedsiębiorców;
- b) ograniczony dostęp do szerokiego grona inwestorów;
- c) nieuzasadnione oczekiwania ze strony projektodawców;
- d) często zawyżone wyceny projektu;
- e) brak doświadczonej i zorientowanej biznesowo kadry menedżerskiej;

- f) brak znajomości procedur pozyskiwania prywatnego inwestora;
- g) problem mentalności wielu przedsiębiorców;
- h) niski poziom wiedzy w zakresie finansów i przedsiębiorczości wśród początkujących przedsiębiorców, naukowców i pozostałych przedstawicieli otoczenia biznesowego;
- i) ograniczony poziom inicjatyw w zakresie partnerstw publiczno-prywatnych na rynku kapitałowym w Polsce;
- j) skomplikowane prawo regulujące działalność biznesową;
- k) nieprecyzyjne prawo podatkowe;
- l) nadmierna biurokracja;
- m) brak zachęt fiskalnych do działalności inwestycyjnej;
- n) brak odpowiednich rozwiązań, umożliwiających szereg standardowych działań inwestycyjnych.

Istotną rolę odgrywa tu również charakterystyczna dla naszej kultury nieufność, obawa przed powierzeniem swoich pieniędzy obcemu człowiekowi i ryzykiem związanym z inwestycjami w młode firmy. Znaczna liczba inwestorów przystępuje do sieci, ale bardzo długo pozostaje nieaktywna – obserwuje i czeka na projekt, który pozbawi ich wątpliwości i obaw. Zdarza się, że trwa to nawet latami. Z tego względu liczba zarejestrowanych w Polsce aniołów biznesu nie przekłada się na liczbę realizowanych inwestycji (Dąbrowska, Halbersztadt, 2011).

Podsumowanie

Aby zaktywizować i zachęcić aniołów biznesu do zainwestowania kapitału w dofinansowania start-upów i nowych przedsięwzięć biznesowych, wiele państw uruchamia specjalne ulgi i zwolnienia podatkowe. Jest to najprostszy z możliwych mechanizm pozwalający na zwiększenie liczby początkujących biznesów uzyskujących dofinansowanie od aniołów biznesu. Różnicą między polskim a zagranicznym rynkiem aniołów biznesu jest brak wprowadzania jakichkolwiek udogodnień prawnych i podatkowych. Zasadne więc byłoby pójść za przykładem rozwiązań prawnych z krajów Europy Zachodniej w zakresie zastosowania niektórych narzędzi i zmierzanie do wprowadzenia jednolitych ram legislacyjnych, które ułatwiłyby działalność polskiego rynku aniołów biznesu. Pozwoliłoby to na przynajmniej częściowe zmniejszenie efektów rozdrobnienia rynku i zapewniłoby możliwości realizacji bardzo innowacyjnych, a zarazem bardzo kapitałochłonnych projektów.

Mimo że pozycja aniołów biznesu jest już ugruntowana na europejskim rynku kapitałowym, to w Polsce ich dokonania są jeszcze bardzo skromne. Bezsporne jest, że zaangażowanie państwa w formie wprowadzenia między innymi udogodnień podatkowo-prawnych pozytywnie wpływa na regulację rynku kapitału wysokiego ryzyka oraz wypełnienie luki kapitałowej uniemożliwiającej małym i średnim przedsiębiorstwom dostęp do kapitału. To sektor zazwyczaj dyskryminowany w dostępie do możliwości pozyskania finansowania zewnętrznego ze względu na rozmiar firm z tej grupy. W konsekwencji aktywność aniołów biznesu wpływa na tak zwany efekt dźwigni inwestycyjnej, stanowiąc tym samym dodatkowe finansowanie przedsiębiorstwa z innych źródeł.

Nie bez znaczenia jest również fakt, że uzyskane przez młodych przedsiębiorców wsparcie merytoryczne i kapitałowe od aniołów biznesu przyczynia się do rozwoju przedsiębiorczości lokalnej, co przekłada się na spadek bezrobocia i wzrost gospodarczy całego kraju. Dbłość o gospodarkę, jej stan i rozwój powinna być zatem priorytetową osią działań i zainteresowania państwa. Istotne jest więc, aby w strategiach rozwoju rodzimego rynku kapitałowego wspierać działalność inwestycyjną i operacyjną tej grupy przedsiębiorców. Krajowi ustawodawcy powinni podjąć reformy, aby zapobiec marginalizacji rodzimych systemów w stosunku do nowocześniejszych regulacji zagranicznych.

Literatura

- Clark, B. (2011). *Convertible Debt vs. Equity: Which Is Right for Your Startup?* Pobrane z: <https://www.yahoo.com/news/convertible-debt-vs-equity-startup-130224213.html> (20.08.2017).
- Dąbrowska, E., Halbersztadt, W. (2011). *Współpraca inwestorów wysokiego ryzyka z ośrodkami innowacji*. Warszawa: PARP.
- Dąbrowska, E., Matusiak, K.B. (2009). Sieci Aniołów Biznesu. W: K.B. Matusiak (red.), *Ośrodki Innowacji i Przedsiębiorczości w Polsce. Raport 2009* (s. 272). Łódź, Warszawa: PARP.
- Grudziński, M. (2008). *Kiedy emitować obligacje zamienne?* Pobrane z: <http://ceo.cxo.pl/artykuly/58461/Kiedy.emitowac.obligacje.zamienne.html> (20.08.2017).
- Kałuża, R. (2014). *Projekty hybrydowe szansą na rozwój partnerstwa publiczno-prywatnego*. Pobrane z: <https://www.ppp.gov.pl/> (9.08.2017).
- Koronkiewicz, A. (2007). O spółce cichej wcale nie tak cicho. *Edukacja Prawnicza*, 3, 33–35.
- Ministerstwo Finansów (2015). *Opodatkowanie przychodów (dochodów) z kapitałów pieniężnych*. Pobrane z: http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/3187737/ULOTKA-opodat_kapital_2015_07.pdf (14.09.2017).

- Ministerstwo Rozwoju (2016). Pobrane z: <http://www.mr.gov.pl/> (17.08.2017).
- Panfil, M. (2008). *Mezzanine jako źródło finansowania dla przedsiębiorstwa*. Pobrane z: <http://ceo.cxo.pl/news/324374/Mezzanine.jako.zrodlo.finansowania.dla.przedsiębiorstwa.html> (13.08.2017).
- Przybylska-Kapuścińska, W., Mozalewski, M. (2011). *Kapitał Wysokiego Ryzyka*. Warszawa: PWE.
- Siwińska, J. (2012). *Jedynie 3% przedsiębiorców uzyskuje finansowanie od aniołów biznesu*. Pobrane z: http://www.pi.gov.pl/PARP/chapter_86197.asp?soid=EFA9C3E53B684DA7B58AB49C86B3C713 (13.08.2017).
- Stathopoulos, N. (2004). *Financial Structure of a Private Equity Investment*. Zaventem: EVCA.
- Zasępa, P. (2010). *Venture Capital – sposoby dezinwestycji*, Warszawa: CeDeWu.
- Zdzieborski, R.R. (2003). Umowa o podporządkowaniu wierzytelności w polskiej praktyce kontraktowej. Zagadnienia wybrane. Cz. I. *Monitor Prawniczy*, 12. Pobrane z: <http://czasopisma.beck.pl/monitor-prawniczy/artukul/umowa-o-podporzadkowaniu-wierzynosci-w-polskiej-praktyce-kontraktowej-zagadnienia-wybrane-cz-ii/> (14.09.2017).

DEVELOPMENT OF THE MARKET OF BUSINESS ANGELS IN POLAND – SELECTED ASPECTS

Abstract

The emergence of new investors on the market increases the amount of capital and it is a source of new investments, which have a positive impact on economic development and solutions for many social problems. The purpose of this article, with illustrative character, is to expose real and practical functioning of the Business Angels market in Poland. Indication of restrictions and barriers in their elicitation and activity. For implementation of the indicated objective, a review of applicable legal regulations was carried out, reports and accounts of public administration as well as data and information made available by operating networks. Studies made for the needs of this work confirmed the validity of a wider look at the taken subject, and the performed analysis may be a premise for empirical research, as also be the foundation for possible legislative changes.

Translated by Aleksandra Kieres

Keywords: business angel, investor, corporate finance, capital market

JEL Codes: O16, O31, O38