

# Alicja Winnicka-Popczyk

---

## Nowe trendy i rozwiązania w zakresie finansowania przedsiębiorczości rodzinnej

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 93, 213-234

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ALICJA WINNICKA-POPCZYK

Uniwersytet Łódzki

## NOWE TRENDY I ROZWIĄZANIA W ZAKRESIE FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORCZOŚCI RODZINNEJ

### Wprowadzenie

„Powodzenie przedsiębiorstwa – jak zauważa A. Duliniec – jest w dużej mierze uzależnione od właściwego doboru źródeł finansowania prowadzonej działalności. Dysponowanie przez przedsiębiorstwo odpowiednimi – co do wielkości i struktury – źródłami finansowania umożliwia prowadzenie działalności operacyjnej i inwestycyjnej, a także zapewnia bezpieczeństwo finansowe, tj. utrzymanie płynności w krótkim i długim okresie”<sup>1</sup>.

Badania wskazują na istnienie znaczących różnic w kwestiach finansowych między przedsiębiorstwami rodzinnymi a nierodzinnymi. Nie dostarczają jednak pełnej wiedzy, dzięki której można by ostatecznie wyjaśnić przyczyny tych różnic. Dostępne dane wykazują, że – ogólnie rzecz biorąc – firmy rodzinne<sup>2</sup>: są starsze niż nierodzinne, mają niższą sprzedaż, zatrudniają mniejszą liczbę pracowników, zatrudniają mniej pełnoetatowych pracowników na bezterminowych kontraktach, posiadają niższy kapitał zakładowy, posiadają mniejszą liczbę udziałowców (akcjonariuszy), posiadają wyższy odsetek

---

<sup>1</sup> A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 9.

<sup>2</sup> M.A. Gallo, J. Tapies, K. Cappuyens, *Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences*, „Family Business Review” 2004, Vol. XVII, No. 4, s. 303.

członków zarządu (zwłaszcza rodzinnego) wśród udziałowców (akcjonariuszy), stosują mniej skomplikowane techniki zarządzania finansowego<sup>3</sup>.

W przedsiębiorstwach rodzinnych problem optymalizacji struktury źródeł finansowania należy do tzw. czterech głównych wewnętrznych czynników rozwoju, obok: sukcesji władzy i własności, profesjonalizacji zarządzania oraz umiejętności pokonywania negatywnego wpływu konfliktów rodzinnych na działalność firmy. Następuje ogromny wzrost zainteresowania problemami finansowania tych specyficznych i cechujących się najbardziej naturalnym rodowodem przedsiębiorstw (rodzina zaangażowana we wspólne prowadzenie działalności gospodarczej). Dzieje się tak zwłaszcza w naszym kraju, gdzie firmy rodzinne odczuwają permanentny brak kapitału oraz doświadczają poważnych dla prowadzonego przedsięwzięcia skutków wszelkiego rodzaju barier finansowania<sup>4</sup>.

## 1. Ogólne problemy finansowania przedsiębiorstwa

W warunkach gospodarki rynkowej przedsiębiorstwa są podmiotami gospodarczymi funkcjonującymi na zasadach samofinansowania, tzn. pokrywania wszystkich wydatków z przychodów uzyskiwanych ze sprzedaży produktów, usług, towarów lub przychodów finansowych. Prowadząc działalność gospodarczą, przedsiębiorstwo może stosować jeden z dwóch modeli finansowania swojej działalności, tj. model retrospektywny i model prospektywny<sup>5</sup>.

**Model finansowania retrospektywnego** – charakteryzuje się uprzednim zgromadzeniem niezbędnych środków finansowych, a następnie ich wydatkowaniem. Podmiot gospodarczy unika kredytów i pożyczek, nie uzależnia się od kapitału obcego – w ten sposób minimalizuje ryzyko finansowe. Firma rezygnuje z możliwości pomnażania zysku poprzez angażowanie do finansowania swojej działalności taniego kapitału obcego. Ten

---

<sup>3</sup> G. Filbeck, S. Lee, *Financial Management Techniques in Family Businesses*, „Family Business Review” 2000, No. 3.

<sup>4</sup> *Badanie firm rodzinnych. Raport końcowy*, znak sprawy: p/789/8/2008, projekt PARP współfinansowany przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego, Warszawa, grudzień 2009, s. 81–82, [www.firmyrodzinne.pl](http://www.firmyrodzinne.pl).

<sup>5</sup> W. Janik, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Politechnika Lubelska, Lublin 2006, s. 11–12.

model finansowania w warunkach współczesnej gospodarki rynkowej rzadko występuje. Stosują go przedsiębiorstwa indywidualne, prowadzące działalność gospodarczą na niewielką skalę. Firmy rodzinne często wykorzystują model retrospektywny w początkowym okresie działalności.

**Model finansowania prospektywnego**, jako przeciwny do retrospektywnego, charakteryzuje się zaangażowaniem kapitału obcego w formie kredytów i pożyczek<sup>6</sup>, jak również rozwiązań nietradycyjnych: *leasingu*, *factoringu* i *forfaitingu*, *franchisingu*, *private equity*, *venture capital*<sup>7</sup>, *Business Angels* czy kapitału typu *Mezzanine*. Wiele przedsiębiorstw podejmuje nawet ryzyko wejścia na publiczny rynek kapitałowy, zarówno w formie regulowanego rynku giełdowego, jak też alternatywnego systemu obrotu (w Polsce rynek NewConnect). Ten model finansowania współczesnych przedsiębiorstw jest powszechny, stwarza bowiem możliwości zdynamizowania procesów rozwojowych wielu firm. Finansowanie prospektywne wiąże się jednak ze znacznie wyższym ryzykiem finansowym. W modelu tym bardzo łatwo jest przekroczyć granicę tzw. bezpiecznego zadłużenia, tym bardziej że taką granicę trudno jest jednoznacznie określić<sup>8</sup>.

Firmy rodzinne korzystają bardzo ostrożnie tak z tradycyjnych, jak i z nowoczesnych obcych źródeł finansowania, mimo ich całej różnorodności i dużej dostępności na rynku. Rozważania w dalszej części niniejszego opracowania wyjaśnią, dlaczego tak się dzieje.

Intensywny rozwój gospodarki rynkowej w XX wieku, a przede wszystkim wzrost znaczenia rynku kapitałowego, wpłynął na wykształcenie się dwóch praktycznych modeli finansowania działalności przedsiębiorstwa: modelu anglosaskiego oraz modelu niemiecko-japońskiego.

**Model anglosaski** uniezależnia przedsiębiorstwo od kapitału z banków komercyjnych, tzn.:

- dodatkowe środki czerpane są z rynku kapitałowego,
- przedsiębiorstwo korzysta głównie z funkcji rozliczeniowej i płatni-

<sup>6</sup> J. Bilski, E. Stawasz, *Bariery w korzystaniu z usług bankowych w finansowaniu działalności małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2006, s. 210; H. Chynał, *Kredyty bankowe i inne formy finansowania*, Difin, Warszawa 2009, s. 29, 32–33, Z. Dobosiewicz, *Kredyty i gwarancje bankowe*, PWE, Warszawa 2007, s. 59.

<sup>7</sup> L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 1999, s. 85.

<sup>8</sup> W. Janik, *Zarządzanie finansami...*, s. 11–12.

czej banku,

- przedsiębiorstwo rzadko finansuje się za pomocą kredytów bankowych, jeśli już, to zobowiązania te zaciąga krótkoterminowo,
- pozyskanie kapitału odbywa się za pośrednictwem rynku kapitałowego, a więc poprzez emisję papierów wartościowych; akcje i obligacje odgrywają podstawową rolę,
- ważną rolę odgrywają tu niebankowe instytucje finansowe.

**W modelu niemiecko-japońskim** to właśnie banki komercyjne odgrywają podstawową rolę:

- przedsiębiorstwa powszechnie finansują się długo- i krótkoterminowymi kredytami,
- banki prowadzą nie tylko kredytowo-depozytową działalność przedsiębiorstwa, ale także tę inwestycyjną.

Istotną wadę tego modelu stanowi opóźnienie we wprowadzaniu innowacji z zakresu finansowania oraz ograniczony rozwój instrumentów finansowych. Dynamicznie rośnie znaczenie instytucji niebankowych, co sprawia, że system niemiecko-japoński jest wypierany na rzecz anglosaskiego. Przewaga modelu anglosaskiego wychodzi naprzeciw potrzebom i oczekiwaniom firm rodzinnych, które ze swej natury, zgodnie z indywidualną logiką finansowania, wyżej cenią pozyskiwanie kapitałów własnych jako podstawy stabilizacji ich sytuacji ekonomiczno-finansowej<sup>9</sup>.

## **2. Logika finansowania firm rodzinnych i jej konsekwencje dla wyboru źródeł kapitału<sup>10</sup>**

Małe i średnie przedsiębiorstwa rodzinne charakteryzuje odrębny typ gospodarki finansowej, stanowiący ich istotną jakościową cechę strukturalną. T. Łuczka stwierdza, że „faktem o szczególnym znaczeniu jest finansowa geneza przedsiębiorstwa tego typu, powstającego w drodze inwestowania odziedziczonych, zaoszczędzonych bądź uzyskanych w wyniku małżeństwa środków finansowych. Podczas gdy gromadzenie kapitału w fazie zakładania

<sup>9</sup> <http://mikro.univ.szczecin.pl/bp/pdf/13/21.pdf>.

<sup>10</sup> Więcej na ten temat w: A. Winnicka-Popczyk, *Specyficzne problemy zarządzania finansami w przedsiębiorstwach rodzinnych – wnioski ze studiów literaturowych oraz dotychczasowych badań*, „Przegląd Organizacji” 2008, nr 3, s. 39–43.

przedsiębiorstwa odbywa się poprzez finansowanie ze środków właściciela lub jego rodziny, w późniejszych fazach jest ono rezultatem tezauryzacji zysku przedsiębiorstwa przeznaczonego na inwestycje lub gromadzenia oszczędności<sup>11</sup>. Dalej autorka zauważa, że przyczyn dominacji tego źródła finansowania należy upatrywać w niechęci właściciela do kredytów i długów, mającej historyczne korzenie w zawodowym etosie rzemieślnika. Obawa przed kapitałem obcym charakteryzuje funkcjonowanie tego typu przedsiębiorstwa i jego gospodarkę finansową także w późniejszych fazach. Można tu nawet mówić o tzw. przedindustrialnej (przedkapitalistycznej) mentalności kredytowej właścicieli oraz centralnej pozycji kredytu krótkoterminowego w finansowaniu małego i średniego przedsiębiorstwa<sup>12</sup>. W takiej postawie właściciela tkwi jednak wyraźna sprzeczność: z jednej strony dążenie do zachowania niezależności od kapitału obcego się spełnia, z drugiej – może ono w skrajnych przypadkach prowadzić do finansowego upadku przedsiębiorstwa.

J. Prus zwraca uwagę na kilka szczególnych cech finansowania działalności przez firmy rodzinne. Zauważa, że „specyfiki finansowania przedsiębiorstw rodzinnych należy poszukiwać raczej w sposobie i skuteczności wykorzystywania ogólnie dostępnych możliwości finansowania, a nie w poszukiwaniu innych, przynależnych tylko tej grupie przedsiębiorstw”. Na dostępność tych źródeł wpływ mają: faza rozwoju przedsiębiorstwa (wielkość przedsiębiorstwa) oraz siła wpływu rodziny na własność i zarządzanie. Rodzinny charakter przedsiębiorstwa pozwala sięgać po niekonwencjonalne źródła finansowania, lecz równocześnie zamyka drogę do źródeł najpopularniejszych. Ponadto zaangażowanie rodziny, a także związanie załogi z przedsiębiorstwem i przedsiębiorcą stanowi „silny bufor ochronny przed kryzysem finansowym”<sup>13</sup>.

Wyniki dotychczasowych badań zagranicznych i krajowych nasuwają wniosek, że firmy rodzinne kierują się „szczególną logiką finansowania”. Zgodnie z ogólnie akceptowanymi zasadami zarządzania finansowego, ostateczny cel funkcji finansowej stanowi maksymalizacja kapitału zakładowego

<sup>11</sup> T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa-Poznań 2001, s. 16–17.

<sup>12</sup> Tamże, s. 51–62.

<sup>13</sup> Więcej na ten temat: J. Prus, *Finansowe uwarunkowania rozwoju przedsiębiorstwa rodzinnego na przykładzie spółki VITBIS*, w: *Determinanty rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*, red. Ł. Sułkowski, TNOiK, „Dom Organizatora”, Toruń 2005, s. 260, 277.

przedsiębiorstwa, na co, poza wieloma czynnikami natury wewnętrznej, zasadniczy wpływ ma sytuacja rynkowa. Podkreślić należy, że w firmach rodzinnych „wartość” kapitału jest nie tylko jego ceną, zawiera dodatkowo inne elementy, takie jak: kontynuowanie rodzinnej tradycji, oferowanie możliwości pracy członkom rodziny, funkcjonowanie przez długi czas.

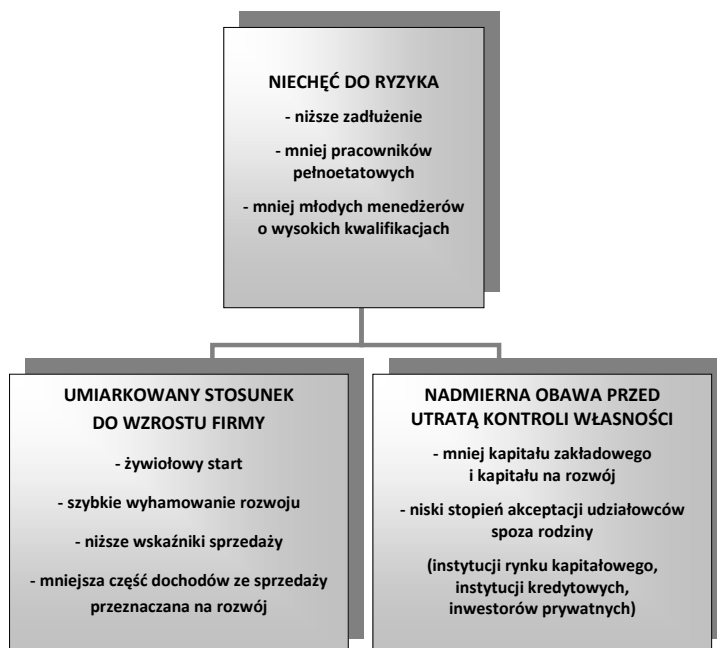
Jak zauważa M.A. Gallo, „szczegółność logiki finansowania” firm rodzinnych nie jest spowodowana brakiem wiedzy lub technicznych umiejętności, lecz osobistymi preferencjami dyrektorów finansowych będących jednocześnie członkami rodziny, najczęściej właścicieli-założycieli<sup>14</sup>. Wiele firm rodzinnych prowadzi zatem działalność w sposób podyktowany osobistymi cechami ich założycieli. Wpływ założycieli może być bezpośredni, jeśli są osobami żyjącymi, lub kontynuowany jest za pośrednictwem tradycji niesionej przez ich sukcesorów. Sytuacja taka kontrastuje często z ogólnie akceptowanymi i rekomendowanymi wzorami zachowania strategicznego i finansowego skierowanego na szybkie osiągnięcie adekwatnego stopnia rozwoju oraz przetrwanie na zmieniającym się rynku<sup>15</sup>. Osobiste preferencje CFO mogą dotyczyć stosunku do: tempa wzrostu firmy, stopnia ponoszonego ryzyka oraz kontroli własności przedsiębiorstwa i są siłami napędowymi „szczegółnej logiki finansowania” firm rodzinnych.

Jak powszechnie wiadomo, środki finansowe potrzebne do rozwoju biznesu pochodzą z trzech źródeł: samofinansowania (wkładów własnych i zysków), rynku kapitałowego oraz szeroko pojętego rynku kredytowego. Jeśli chodzi o problem wzrostu, firmy rodzinne przeciętnie są starsze niż nierodzinne, a jednak osiągają niższe wskaźniki sprzedaży. Wiele z nich „wzrasta” wolniej lub „nie chce” wzrastać tak dużo i szybko, jak byłoby to możliwe przy wykorzystaniu wszelkich dostępnych źródeł. Wydaje się zatem, że firmy rodzinne mogą poświęcać na własny rozwój mniejszą część dochodów ze sprzedaży. Nie ma wątpliwości co do ich przywiązania do tradycji, jakości i służby społecznej, które traktują jako obowiązek, nie cechuje ich jednak szczególne i wyróżniające zaangażowanie we wzrost i ewolucję. Po żywiołowym na ogół starcie, który uczynił je silnymi i umożliwił przetrwanie przez długi czas, firmy te wydają się stopniowo podupadać, co często

---

<sup>14</sup> M.A. Gallo, J. Tapies, K. Cappuyns, *Comparison of Family and Nonfamily Business...*, s. 314-315.

<sup>15</sup> Tamże.



Rysunek 1. Logika finansowania w firmie rodzinnej i jej konsekwencje

Źródło: opracowanie własne.

nastęrcza im poważnych trudności w okresie zmiany generacji. Przyczyną umiarkowanego stosunku do wzrostu przedsiębiorstwa i wyboru źródeł finansowania może być niechęć do ponoszenia nadmiernego ryzyka.

W odniesieniu do ryzyka firmy rodzinne wykazują wysoki stopień ostrożności<sup>16</sup>. Jest to widoczne w ich znacznie niższym poziomie zadłużenia w porównaniu z firmami nierodzinnymi, jak również w bardziej powściągliwym korzystaniu ze stałego pełnoetatowego personelu. Firmy rodzinne nie są zatem w dostatecznym stopniu zaangażowane w podejmowanie ryzyka rozwoju, który umożliwiłby im z sukcesem konkurowanie w średnio- i długoterminowej przyszłości, jak też pozwoliłby na utrzymywanie zespołu młodych menedżerów o wysokich kwalifikacjach.

W zakresie kontroli własności zbadano, że firmy rodzinne mają przeciętnie

<sup>16</sup> S.A. Zahra, *Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms*, „Family Business Review” 2005, Vol. XVIII, No. 1, s. 23.



niższy kapitał zakładowy niż nierodzinne, a mimo to nie są skłonne do akceptowania jako partnerów instytucji finansowych czy inwestorów rynku kapitałowego. Ponadto wiele firm rodzinnych nie wypłaca dywidendy i odnotowuje niższy zwrot z akcji, co obniża ich atrakcyjność dla osób trzecich a nawet członków rodziny, którzy nie pracują w firmie. Ta ostatnia grupa udziałowców generalnie powiększa się z każdym pokoleniem dziedziczącym. Poważnym mankamentem jest również brak czytelnych kryteriów polityki dywidend<sup>17</sup>.

### 3. Finansowanie kapitałowe jako innowacyjna forma zasilania firm rodzinnych

Źródła finansowania można opisywać na wiele sposobów i klasyfikować według różnych kryteriów, głównie jednak z uwzględnieniem: a) miejsca wygenerowania środków finansowych, b) podmiotu, do którego środki finansowe należą, c) kierunku rozdysponowania zasobów finansowych, d) czasu dysponowania odpowiednim kapitałem<sup>18</sup>. W przypadku firm rodzinnych, z uwagi na możliwość pojawienia się podwyższonego ryzyka finansowego, najbardziej istotne wydaje się kryterium własności gromadzonych kapitałów. Zgodnie z tym kryterium potencjalne źródła finansowania przedsiębiorczości rodzinnej można podzielić na trzy kategorie:

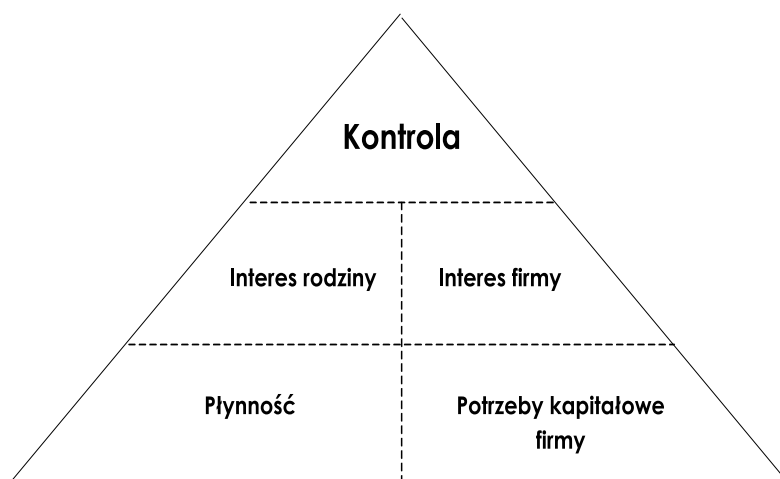
- kapitały własne – wkłady właścicieli i zyski reinwestowane w firmę;
- kapitały obce, które występują głównie jako zobowiązania wobec instytucji finansowych z tytułu zaciągniętych kredytów i pożyczek, jak również form alternatywnych (np. leasingu, factoringu, forfaitingu, franchisingu, funduszy europejskich);
- wkłady kapitałowe inwestorów wnoszone w formie udziałów lub wykupu emitowanych akcji (finansowanie kapitałowe).

Wciąż nowym, jak na firmy rodzinne, sposobem finansowania rozwoju jest finansowanie kapitałowe. Ten rodzaj kapitału można uzyskać od inwestorów, osób fizycznych lub prawnych, w zamian za określony udział we własności firmy, przez co stają się oni partnerem gospodarczym i nabywają prawo

<sup>17</sup> A. Vilaseca, *Finance in Family Business*, University of Navarra, Instituto de la Empresa Familiar, Barcelona 1995, s. 10–11.

<sup>18</sup> A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 8.

do kontroli i wpływu na zarządzanie firmą oraz dostęp do informacji wcześniej traktowanych jako poufne. Dla firm rodzinnych, które charakteryzują się dużym stopniem koncentracji własności, finansowanie kapitałowe, wiążące się z koniecznością dopuszczenia nowych udziałowców z zewnątrz, wydaje się być kontrowersyjne z punktu widzenia systemu rodziny, ale często jedyne, które gwarantuje pozyskanie kapitału na realizację strategii wzrostu i jednocześnie osiągnięcie płynności umożliwiającej bezproblemowe wycofanie się z przedsięwzięcia rodzinnego.



Rysunek 2. Konkurencja między udziałowcami rodzinnymi a firmą o płynność finansową i kapitał

Źródło: B. Dunn, M. Hughes, *Themes and Issues in the Recognition of Family Businesses in the UK*, Paper submitted for The 18<sup>th</sup> ISBA National Small Firms Conference, Glasgow Caledonian University, The Centre for Family Enterprise, 28.02.1997 (za D.R. Dreux).

Trójkąt (rysunek 2) przedstawia, jak udziałowcy rodzinni konkurują z firmą o kontrolę nad płynnością i kapitałem. Posiadanie kontroli jest związane z podejmowaniem decyzji, jak należy spożytkować płynne zasoby gotówkowe (*cash flow*). Można je potraktować jako środki płynne dla udziałowców, którzy mogą pragnąć zrealizować swoją część majątku rodzinnego w celach innych

niż te związane z firmą rodzinną lub jako kapitał, który trzeba zainwestować ponownie we wspólne przedsięwzięcie. W firmach wielopokoleniowych udziałowcy niezaangażowani w firmie mogą stanowić większość i dzięki temu posiadać większą kontrolę niż udziałowcy zatrudnieni w firmie, którzy stanowią mniejszość. Czas zgłaszania deklaracji sprzedaży swoich udziałów przez niektórych członków rodziny oraz dostępność w firmie gotówki niezbędnej na sfinansowanie tych transakcji mogą być ważnymi czynnikami dalszego funkcjonowania firmy. Jeśli firmy nie stać na wyłożenie gotówki w celu wykupu udziałów, jedynym rozwiązaniem kwestii roszczeniowych jest sprzedaż firmy lub umożliwienie nabycia tych udziałów inwestorom z zewnątrz.

Z punktu widzenia efektywności funkcjonowania firmy rodzinnej finansowanie kapitałowe posiada kilka istotnych zalet:

- nie obciąża wyniku finansowego firmy obowiązkiem spłat zobowiązań (w przeciwieństwie do pozyskiwania środków finansowych drogą zaciągnięcia kredytów i pożyczek);
- interesy właścicieli firm rodzinnych i inwestorów z zewnątrz są zbieżne. Inwestorom kapitałowym bardziej zależy na wzroście i ekspansji firmy niż instytucjom finansowym udzielającym kredytów, których zainteresowanie skupia się przede wszystkim na uzyskaniu odpowiednich zabezpieczeń;
- inwestor kapitałowy stanowi nie tylko źródło środków finansowych potrzebnych do osiągnięcia sukcesu, ale także cenne źródło informacji, świeżych pomysłów, koncepcji oraz nowych kontaktów korzystnych dla firmy. Dla firm rodzinnych, które najczęściej charakteryzują się silną, dość zamkniętą kulturą organizacyjną, może to okazać się dodatkowym czynnikiem wzrostu;
- rezygnacja z zaciągania zobowiązań kredytowych na korzyść finansowania kapitałowego zwiększa ogólną zdolność kredytową firmy i umożliwia szerszy dostęp do źródeł kredytowych w przyszłości.

Finansowanie kapitałowe z uwagi na rodzinny charakter firmy obarczone jest jednak określonymi, dość poważnymi wadami:

- inwestorzy kapitałowi są bardziej narażeni na ryzyko niż instytucje kredytowe z uwagi na to, że w przypadku niepowodzenia w pierwszej kolejności zaspokajane są roszczenia kredytodawców, a potem

- dopiero właścicieli. Oczekują w zamian większych korzyści finansowych, co może oznaczać wyższe koszty finansowania kapitałowego;
- finansowanie kapitałowe dla firm rodzinnych o zamkniętej strukturze własności jest skomplikowane. Aby zaistnieć na rynku kapitałowym, firma musi spełnić określone wymogi proceduralne lub uruchomić mechanizmy poszukiwania inwestorów;
  - ceną za możliwość pozyskania środków finansowych na rozwój najczęściej jest ograniczenie niezależności firmy rodzinnej na rzecz dawców kapitału.

Do najpopularniejszych form finansowania kapitałowego firm rodzinnych w rozwiniętej gospodarce rynkowej należą:

- wejście na rynek kapitałowy z ofertą publiczną (rynek regulowany, alternatywny system obrotu: w Polsce rynek NewConnect),
- prywatny obrót kapitałowy (fundusze *Private Equity/Venture Capital*, Aniołowie Biznesu, kapitał typu *Mezzanine*),
- kapitał spekulacyjny,
- partnerstwo strategiczne.

Zarówno udział kapitału spekulacyjnego, jak i partnerstwa strategiczne są zjawiskiem marginalnym w przypadku polskich firm rodzinnych. Zostaną one pominięte w niniejszym opracowaniu.

### 3.1. Emisja i sprzedaż nowych akcji na rynku kapitałowym (IPO)

Działania te muszą być poprzedzone spełnieniem szeregu formalnych wymogów dotyczących wielkości kapitału zakładowego, struktury własności oraz wyników finansowych firmy wykazujących tendencję wzrostową w przeciągu ostatnich kilku lat. Z tej formy finansowania mogą skorzystać firmy rodzinne średniej wielkości lub duże znane w swoim zewnętrznym środowisku i budzące zaufanie inwestorów szukających pewnych, bezpiecznych i dochodowych lokat. Oczekiwania takie spełniają firmy, które znajdują się na wyższym etapie procesu profesjonalizacji, a w związku z tym realizują strategię wzrostu *shareholder value* i pragną przejść na jeszcze wyższy etap związany z instytucjonalizacją własności.

Przypomnijmy, że publiczny rynek kapitałowy jest bardzo skomplikowaną strukturą i „dzieli się na wiele segmentów operacyjnych, z których najważniejszymi są: rynek pierwotny i rynek wtórny”<sup>19</sup>. Dla wielu przedsiębiorstw, mimo braku obowiązku ustawowego, ostatecznym celem na rynku publicznym jest wejście na giełdę papierów wartościowych. Polskie przedsiębiorstwa rodzinne również obecne są na rynkach regulowanych GPW S.A., należą do nich m.in.: Anti S.A., City Interactive S.A., Farmacol S.A., Mirbud S.A.<sup>20</sup>

Na zalety debiutu giełdowego wskazują: uzyskanie łatwiejszego dostępu do zasobów szerokiego kręgu kapitałodawców, uzyskanie statusu lepszego kredytobiorcy (łatwiejsze zaciągnięcie kredytu bankowego), większa wiarygodność spółki w oczach kontrahentów, regularna reklama spółki i jej produktów, w czasie przygotowań do IPO dobra sposobność do usprawnienia funkcjonowania przedsiębiorstwa i zmiany jego kultury organizacyjnej, kapitał akcyjny nie wymaga regularnych, obligatoryjnych płatności, możliwość pozyskania nieograniczonych środków, oferta kierowana jest bezpośrednio do osób i instytucji, które dysponują wolnymi środkami, źródło nobilitacji i prestiżu spółki. Do wad debiutu giełdowego należą określone koszty, obowiązki i zagrożenia, a w szczególności: obowiązek przygotowania i zweryfikowania pełnego sprawozdania finansowego za ostatnie trzy lata, ujawnienie danych operacyjnych, prowadzenie rygorystycznej sprawozdawczości finansowej i udzielanie szczegółowych informacji o planowanej strategii inwestycyjnej, możliwość częściowej lub całkowitej utraty kontroli nad firmą, koszty związane z przygotowaniem prospektu emisyjnego oraz obsługą prawną, doradcą i giełdową przedsięwzięcia<sup>21</sup>.

### 3.2. Alternatywny system obrotu NewConnect

Rynek dla młodych, perspektywicznych firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw NewConnect (NC) został uruchomiony na Giełdzie Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie 30 sierpnia 2007 roku. Funkcjonuje na

<sup>19</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2005, s. 98, 138–196.

<sup>20</sup> Oficjalna strona internetowa Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

<sup>21</sup> IPO, czyli pierwsza oferta publiczna, raport Kapitał dla firm 2008, s. 33, [www.ipo.pl](http://www.ipo.pl).

Tabela 1

## Zalety i wady rynku NewConnect

<b>Zalety rynku</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– rynek bardziej otwarty i liberalny niż rynek regulowany,</li> <li>– szansa na ponadprzeciętne zyski,</li> <li>– mniejsze stałe opłaty oraz niższy koszt przeprowadzenia oferty,</li> <li>– łatwiejsze przejście na rynek regulowany,</li> <li>– promocja firmy wśród inwestorów,</li> <li>– zweryfikowanie pomysłu na biznes i wycena spółki przez inwestorów</li> </ul>
<b>Wady rynku</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– podwyższone ryzyko inwestycyjne,</li> <li>– wejście na parkiet oznacza odsłonięcie swojej strategii i planów inwestorom, z czego oczywiście może skorzystać konkurencja,</li> <li>– spółka może ponieść koszty emisji, która nie zostanie w pełni objęta z racji ograniczonego zainteresowania inwestorów,</li> <li>– mogą pojawić się problemy z pozyskiwaniem w przyszłości kapitału przez spółkę, która zawiedzie oczekiwania inwestorów,</li> <li>– niewielka płynność akcji,</li> <li>– utrudniona możliwość wyjścia z inwestycji</li> </ul>

Źródło: *NewConnect*, raport *Kapitał dla firm 2008*, s. 38, [www.ipo.pl](http://www.ipo.pl).

zasadzie alternatywnego systemu obrotu (ASO) i daje firmom szansę pozyskania nowych środków na rozwój działalności z emisji instrumentów finansowych. Zakres działań, które można sfinansować, to rozwój przedsiębiorstwa, w tym finansowanie działalności inwestycyjnej. Grupę docelową stanowią spółki akcyjne lub spółki komandytowo-akcyjne, nieznajdujące się w stanie upadłości lub postępowania likwidacyjnego oraz mające nieograniczoną zbywalność akcji, zazwyczaj na wczesnym etapie rozwoju, które często nie spełniają kryteriów wejścia na podstawowy rynek Giełdy Papierów Wartościowych bądź nie są nim zainteresowane. Rynek NC otwarty jest dla wszystkich spółek, niezależnie od wielkości, wieku czy też branży, w której przedsiębiorstwo prowadzi działalność. Pożądane jest, aby przedsiębiorstwo wchodzące na NC reprezentowało jeden z nowoczesnych sektorów gospodarki (np. IT, Internet, telekomunikacja, biotechnologie, ochrona środowiska, energia, usługi), prowadziło działalność krótko, tj. nie dłużej niż około czterech lat, cechowało się wysoką dynamiką wzrostu oraz przewidywaną kapitalizacją w wysokości około 20 mln zł.

Spodziewana wysokość kapitału wynosi najczęściej od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych, dostarczonych od inwestorów prywatnych i instytucjonalnych<sup>22</sup>.

Na dzień 24.09.2011 roku w alternatywnym systemie obrotu funkcjonowało 311 spółek, w tym wiele firm rodzinnych, np. BioERG S.A., Epigon S.A., PGS Software S.A. oraz Waspol S.A.<sup>23</sup>

### 3.3. Prywatny obrót kapitałowy

Odbywa się za pośrednictwem specjalistów finansowych od spraw inwestycyjnych lub banków, które dysponują stosownymi bazami danych. Istotą tej formy finansowania kapitałowego jest znalezienie prywatnych inwestorów, osób fizycznych lub przedsiębiorstw, które chciałyby zainwestować nadwyżkę posiadanych środków. Możemy tu zaliczyć: *private equity*, *venture capital*, kapitał typu *Mezzanine*, a także aniołów biznesu.

#### A. *Private equity*

Definiowany jest najczęściej jako kapitał wysokiego ryzyka, przeznaczony na inwestycje we wszelkiego rodzaju innowacje, np. nowe technologie oraz w przejmowanie spółek. Określa się go jako ogół inwestycji dokonywanych przez spółki prywatne (inwestorów prywatnych lub wielkie instytucje finansowe) w sektorze firm niepublicznych (nienotowanych na giełdzie). *Private equity* jest finansowaniem długoterminowym, najczęściej na okres 7–10 lat. Głównym celem jest znalezienie odpowiedniej spółki i zakup w niej udziałów. Może nastąpić nawet przejęcie spółki i pomoc w jej rozwoju. W rezultacie po pewnym czasie właściciele spółek zwiększają wartość swoich udziałów, a *private equity* sprzedaje swoje z zyskiem<sup>24</sup>.

---

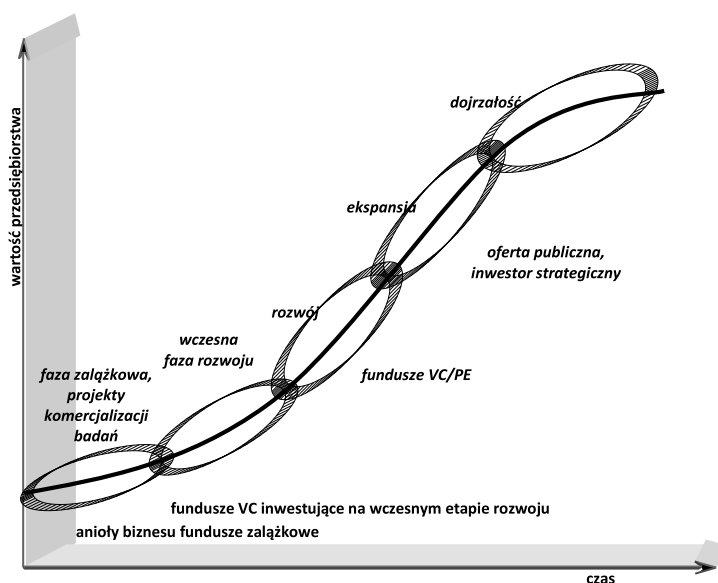
<sup>22</sup> Źródła finansowania działalności innowacyjnej przedsiębiorstw, publikacja zrealizowana w ramach projektu „Broker innowacji jako narzędzie dla efektywnego rozwoju systemu nowoczesnej gospodarki Małopolski”, współfinansowanego ze środków Unii Europejskiej w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego, Kraków–Warszawa 2011, [www.kpt.krakow.pl](http://www.kpt.krakow.pl), [www.imalopolska.eu](http://www.imalopolska.eu).

<sup>23</sup> [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl).

<sup>24</sup> A. Rosa, *Alternatywne instrumenty finansowania*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 187–190.

## B. *Venture capital*

Stanowi odmianę *private equity* jako inwestycje realizowane we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa w celu rozpoczęcia jego działalności lub dokonania ekspansji. Fundusze *venture capital* to wyspecjalizowane firmy angażujące się w przedsięwzięcia obarczone wysokim ryzykiem, oczekujące ponadprzeciętnej stopy zwrotu z zainwestowanych środków. Stają się współwłaścicielami przedsiębiorstwa w zamian za udostępniony kapitał. Wspieranie rozwoju firmy następuje zatem nie tylko przez dopływ środków pieniężnych, lecz również poprzez *know-how* w zakresie zarządzania. Dawca *venture capital* aktywnie uczestniczy w zarządzaniu firmą, aby pomóc jej w takim wejściu na rynek z określonym produktem, które pozwoli na realizację spodziewanego dochodu<sup>25</sup>.



Rysunek 3. Aktywność podmiotów PE w różnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa

Źródło: R. Toft, *Źródła finansowania a etap rozwoju przedsiębiorstwa*, Małopolska Agencja Energii i Środowiska, Kraków 2007, [http://www.resik.pl/assets/prezentacja\\_1.pdf](http://www.resik.pl/assets/prezentacja_1.pdf).

<sup>25</sup> J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 17.



Przedsiębiorstwo musi spełnić kilka istotnych warunków, by móc skorzystać z funduszy *venture capital*: posiadać lepszą od konkurencji ofertę produktową lub usługową, rozwijać się szybciej niż firmy w branży, dysponować uzdolnioną kadrą kierowniczą, posiadać innowacyjny, dobry pomysł, który w przyszłości może przynieść duży zysk.

Do zalet *venture capital* należą: możliwość realizacji innowacyjnych, ryzykownych przedsięwzięć bez stosowania zabezpieczeń, możliwość poprawienia płynności finansowej przedsiębiorstwa (to źródło nie jest obciążone spłatami odsetek), możliwość poprawienia zdolności kredytowej (to źródło nie jest kapitałem dłużnym). Wadą jest możliwość ingerowania inwestorów w strukturę przedsiębiorstwa oraz ograniczania swobody jego działania, jako że stają się oni współwłaścicielami firmy<sup>26</sup>.

### C. Kapitał *Mezzanine*

Kapitał typu *Mezzanine* stanowi formę pośrednią między długiem a finansowaniem udziałowym, zawiera elementy zarówno kapitału własnego, jak i obcego. Przedsiębiorca korzystający z tej formy na bieżąco płaci dawcy kapitału odsetki oraz część osiągniętego zysku. Odsetki stanowią element kosztów<sup>27</sup>. Drugą część zobowiązań stanowi z kolei warrant, czyli możliwość objęcia w przyszłości wyemitowanych akcji lub nabycia ich po preferencyjnej cenie. *Mezzanine* ma charakter długoterminowy (7–10 lat), termin spłat jest dłuższy od kredytu bankowego, nie wymaga również regularnych spłat. Stanowi dobre rozwiązanie dla przedsiębiorstw, które zaciągnęły już dużo kredytów, mają perspektywy rozwoju, ale popadły w tzw. lukę kapitałową. Kapitałodawca stawia przedsiębiorstwu szereg warunków: utrzymanie odpowiedniego poziomu wskaźników finansowych, płynności oraz rentowności działalności, przejście badania *due diligence*, udział kapitałodawców w radzie nadzorczej, prawo do uzyskiwania informacji, prawo do dokonywania kontroli w przedsiębiorstwie, udział w podejmowaniu decyzji dotyczących udzielania zabezpieczeń podmiotom trzecim, zaciągania kredytów oraz zbywania majątku<sup>28</sup>.

<sup>26</sup> A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 52–55.

<sup>27</sup> T.T. Kaczmarek, *Zarządzanie płynnością finansów małych i średnich przedsiębiorstw – ujęcie praktyczne*, Difin, Warszawa 2007, s. 62–63.

<sup>28</sup> J. Wójtowicz, *Mezzanine Capital, czyli finansowanie hybrydowe*, www.ipo.pl.

T.T. Kaczmarek wskazuje na następujące zalety *Mezzanine Capital*: „bezpośrednio poprawia płynność, w ratingach jest uwzględniany jako kapitał własny, co poprawia sytuację przedsiębiorcy w staraniu się o kredyt w banku, odsetki wliczane są w koszt działania firmy, warunki tego kapitału mogą być dowolnie przez strony uzgodnione, na ogół dawcy kapitału nie żądają zabezpieczeń, dawca kapitału nie ingeruje w zarządzanie firmą”<sup>29</sup>. Do wad tej formy finansowania zalicza: ograniczony, zaledwie kilkuletni, okres obecności kapitału w firmie, konieczność zwrócenia w umówionym terminie środków finansowych, zwykle wyższe koszty finansowe niż w przypadku kredytu<sup>30</sup>.

W Polsce narzędzie *Mezzanine* jest jeszcze mało znane, zajmują się nim głównie fundusze *venture capital*. Wymienia się przykład firmy Solaris, której właściciele – rodzina Olszewskich – z powodzeniem wykorzystują to źródło finansowania.

#### **D. Aniołowie biznesu**

Business Angels (*Angel Investors*) to „przedsiębiorcy i biznesmeni o dużym doświadczeniu zawodowym, posiadający dzięki swojej pracy znaczny majątek osobisty, samodzielnie inwestujący zgromadzone oszczędności na okres kilku lat w akcje lub w udziały niepowiązanych z nimi osobiście małych i średnich przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, na ogół będących we wczesnym stadium rozwoju i wykazujących się dużym potencjałem wzrostu swojej wartości”<sup>31</sup>.

Aniołowie stanowią najpoważniejsze źródło finansowania kapitałowego dla małych i średnich przedsiębiorstw w USA. Szacuje się, że każdego roku 720 tys. aniołów inwestuje średnio 32,7 mld USD w ten właśnie sektor. Prywatni inwestorzy nie angażują się w zarządzanie firmą i nie dążą do przejmowania nad nią kontroli. Na rynku europejskim aniołowie biznesu inwestują na ogół jednorazowo 25 tys.–250 tys. euro, wymagają udziału w danym przedsięwzięciu w przedziale 10–25% oraz członkostwa w radzie nadzorczej, okres trwania inwestycji przewidziany jest na 3–7 lat, preferują głównie branże, w których zdobyli już doświadczenie oraz kontakty

<sup>29</sup> T.T. Kaczmarek, *Zarządzanie płynnością finansów...*, s. 63.

<sup>30</sup> Tamże, s. 63; A. Rosa, *Alternatywne instrumenty...*, s. 166–169.

<sup>31</sup> [http://www.parp.gov.pl/files/74/81/158/2007\\_pomocna\\_dlon\\_kapitalu.pdf](http://www.parp.gov.pl/files/74/81/158/2007_pomocna_dlon_kapitalu.pdf).

handlowe<sup>32</sup>. W Polsce w ostatnich latach również obserwuje się rozwój tej formy finansowania. Na rynku funkcjonują m.in. Lewiatan Business Angels, PolBAN Business Angels Club, BAS – Business Angels Seedfund i inne<sup>33</sup>. Jak zauważa T. Piecuch, aniołami biznesu w naszym kraju są zazwyczaj osoby posiadające doświadczenie w prowadzeniu przedsiębiorstwa, ale także specjaliści z zakresu biznesu nie będący przedsiębiorcami. Ludzie ci zatem: posiadają środki na inwestycje, odznaczają się znacznym doświadczeniem biznesowym i kontaktami osobistymi, ciągle chcą być aktywni w życiu zawodowym bez konieczności poświęcania się działalności gospodarczej w całości. Większość z nich to mężczyźni w wieku 45–65 lat, z wyższym wykształceniem i dużymi osiągnięciami w biznesie<sup>34</sup>.

Istnienie rynku aniołów biznesu dostarcza przedsiębiorstwom wielu korzyści, wśród nich m.in.: lepsze rozumienie potrzeb MŚP; inwestycje w fazy *seed* i *start-up*, inwestycje niemal w każdą dziedzinę działania przedsięwzięcia, elastyczny proces podejmowania decyzji, wnoszenie do przedsiębiorstwa oprócz kapitału doświadczenia *know-how*, kontaktów biznesowych, uruchomienie w przedsiębiorstwie dźwigni finansowej, zwiększenie zaufania otoczenia do firmy, wsparcie inwestycji w nowe technologie<sup>35</sup>.

## Podsumowanie

Analiza polityki finansowania obu typów przedsiębiorstw (rodziny i nierodzinnych) dowodzi, że podstawową siłą napędową „indywidualnej logiki finansowania” firm rodzinnych mogą być osobiste preferencje właścicieli-menedżerów dotyczące wzrostu firmy, ponoszonego ryzyka oraz kontroli własności. Wielu z nich nie posiada autentycznej długoterminowej polityki biznesu oraz zaangażowania w rozwój i ewolucję. W przypadku gdy naturalna dla biznesu rodzinnego niechęć do ryzyka i utraty kontroli jest stosowna (proporcjonalna) do osobistych obaw i wątpliwości menedżerów-właścicieli, ludzie ci mogą, świadomie lub nieświadomie, marnować szanse i możliwości

<sup>32</sup> B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 59.

<sup>33</sup> R. Skórski, *Przedsiębiorca szuka pieniędzy*, „25 Pomysłów na Firmę” 2010, nr 1, s. 62.

<sup>34</sup> T. Piecuch, *Przedsiębiorczość*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 134.

<sup>35</sup> B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu...*, s. 55.

firmy skutecznego konkurowania w przyszłości. W odniesieniu do ryzyka badania polskie potwierdzają, że mikro- i małe firmy rodzinne wykazują wysoki stopień ostrożności. Jest to widoczne w ich znacznie niższym poziomie zadłużenia w porównaniu z firmami nierodzinnymi, jak również w bardziej powściągliwym korzystaniu ze stałego pełnoetatowego personelu. Firmy rodzinne nie są zatem w dostatecznym stopniu przygotowane do podejmowania ryzyka rozwoju, co umożliwiłoby im z sukcesem konkurowanie w średnio- i długoterminowej przyszłości, jak też pozwoliłoby na utrzymywanie zespołu młodych menedżerów o wysokich kwalifikacjach.

Zdaniem F. de Visschera poświęcenie szczególnej uwagi zdrowym praktykom finansowym, maksymalizacji *shareholder value* oraz optymalizacji finansowania okazuje się tym, co odróżnia najlepsze firmy rodzinne od reszty, stanowi również miernik dojrzałości ekonomiczno-finansowej właścicieli. Przywódcy rodzinni, którzy postępują według tych zasad, są na najlepszej drodze do stworzenia silnego zarządzania finansowego w swojej firmie<sup>36</sup>.

Niezwykle istotne jest, by konsultanci, którzy współpracują z firmami rodzinnymi, próbowali przekonywać ich liderów o korzyściach z podjęcia określonego ryzyka i wyjaśniać, że wciąż jest możliwe efektywne zarządzanie biznesem bez posiadania całego kapitału. Niezbędne jest zachęcanie menedżerów do stosowania ogólnie akceptowanej polityki zarządzania finansami, aby w ten sposób przyczyniać się do wzrostu firmy. Może to być jednak skomplikowane zadanie, ponieważ (jak wcześniej wspomniano) założyciele firm rodzinnych mają wpływ na praktykę zarządzania nie tylko w okresie osobistego kierowania przez nich biznesem, ale nawet przez następną generację. Ponadto pewnym rozwiązaniem problemu może okazać się również powierzenie funkcji CFO osobie niespokrewnionej<sup>37</sup>, która byłaby w stanie przekonać właścicieli, że firmy rodzinne, które obierają generalne zasady finansowe, kierują się wartością osiąganą na rynku kapitałowym jako miernikiem sukcesu, mogą skutecznie konkurować z firmami nierodzinnymi. W stanowisku tym mogą utwierdzać wyniki badań przeprowadzonych na Uniwersytecie Boccioni w Mediolanie na grupie 700 małych i średnich przedsiębiorstw, które dowiodły, że „w rodzinnych

<sup>36</sup> Więcej na ten temat: F. de Visscher, *Seven Habits of Highly Effective Companies*, w: *Financial Management of Your Family Company. A Family Business Handbook*, Family Business Publishing Co., Philadelphia 2000, s. 5–7.

<sup>37</sup> Por. *Mądre dynastie*, „Businessman.pl” 2007, nr 1, s. 94.

firmach CFO niespokrewniony z właścicielami prowadzi firmę efektywniej niż ma to miejsce w firmach rodzinnych z kuzynem w roli CFO. Kombinacja ta pozwala także osiągać lepsze wyniki, niż uzyskują firmy nierodzinne. A zdecydowanie najlepsze wyniki daje połączenie w rodzinnej firmie CEO wywodzącego się z grupy właścicieli z CFO przychodzącym do firmy spoza rodziny<sup>738</sup>.

Na podstawie analizy dostępnych form finansowania działalności gospodarczej oraz aktualnej sytuacji na rynku szeroko pojętego kapitału, spowodowanej zaostreniem warunków jego uzyskania, nasuwa się generalny wniosek, że jednak rozpoczął się proces sięgania przez przedsiębiorstwa rodzinne po coraz bardziej kreatywne, a tym samym alternatywne formy dokapitalizowania. Wszystko wskazuje na to, że – mimo licznych obaw i oporów ze strony właścicieli firm rodzinnych – będzie to bezwzględna konieczność ekonomiczna, dlatego również firmy rodzinne sukcesywnie dostosują się do wymagań rynkowych w zakresie sposobów finansowania, pokonując właściwą im barierę niezależności, polegającą na unikaniu obcych źródeł, jak również wszelkiego rodzaju innowacji w tym zakresie. Skorzystają zwłaszcza z różnych metod finansowania kapitałowego, zarówno tych z prywatnego obrotu, jak też oferty publicznej.

## Literatura

- Badanie firm rodzinnych*. Raport końcowy, znak sprawy: p/789/8/2008, projekt PARP współfinansowany przez Unię Europejską w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego, Warszawa, grudzień 2009, [www.firmyrodzinne.pl](http://www.firmyrodzinne.pl).
- Bilski J., Stawasz E., *Bariery w korzystaniu z usług bankowych w finansowaniu działalności małych i średnich przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2006.
- Chynał H., *Kredyty bankowe i inne formy finansowania*, Difin, Warszawa 2009.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2005.
- Dobosiewicz Z., *Kredyty i gwarancje bankowe*, PWE, Warszawa 2007.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Filbeck G., Lee S., *Financial Management Techniques in Family Businesses*, „Family Business Review” 2000, No. 3.

---

<sup>38</sup> Tamże.

- Gallo M.A., Tapiés J., Cappuyns K., *Comparison of Family and Nonfamily Business: Financial Logic and Personal Preferences*, „Family Business Review” 2004, Vol. XVII, No. 4.
- Głodek P., Gołębiowski M., *Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Warszawa 2006.
- <http://mikro.univ.szczecin.pl/bp/pdf/13/21.pdf>.
- <http://www.parp.gov.pl/inex/index/1667>.
- [http://www.parp.gov.pl/files/74/81/158/2007\\_pomocna\\_dlon\\_kapitalu.pdf](http://www.parp.gov.pl/files/74/81/158/2007_pomocna_dlon_kapitalu.pdf).
- IPO, czyli pierwsza oferta publiczna*, raport *Kapitał dla firm 2008*, www.ipo.pl.
- Janik W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Politechnika Lubelska, Lublin 2006.
- Kaczmarek T.T., *Zarządzanie płynnością finansów małych i średnich przedsiębiorstw – ujęcie praktyczne*, Difin, Warszawa 2007.
- Lewandowska L., *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 1999.
- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa–Poznań 2001.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007.
- Mądre dynastie*, „Businessman.pl” 2007, nr 1.
- Piecuch T., *Przedsiębiorczość*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Prus J., *Finansowe uwarunkowania rozwoju przedsiębiorstwa rodzinnego na przykładzie spółki VITBIS*, w: *Determinanty rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w Polsce*, red. Ł. Sułkowski, TNOiK, „Dom Organizatora”, Toruń 2005.
- Rosa A., *Alternatywne instrumenty finansowania*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Skowronek-Mielczarek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2007.
- Skórski R., *Przedsiębiorca szuka pieniędzy*, „25 Pomysłów na Firmę” 2010, nr 1.
- Stradomski M., *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa 2010.
- Toft R., *Źródła finansowania a etap rozwoju przedsiębiorstwa*, Małopolska Agencja Energii i Środowiska, Kraków 2007, [http://www.resik.pl/assets/prezentacja\\_1.pdf](http://www.resik.pl/assets/prezentacja_1.pdf).
- Visscher F. de, *Seven Habits of Highly Effective Companies*, w: *Financial Management of Your Family Company. A Family Business Handbook*, Family Business Publishing Co., Philadelphia 2000.
- Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Winnicka-Popczyk A., *Specyficzne problemy zarządzania finansami w przedsiębiorstwach rodzinnych – wnioski ze studiów literaturowych oraz dotychczasowych badań*, „Przegląd Organizacji” 2008, nr 3.

Wójtowicz J., *Mezzanine Capital, czyli finansowanie hybrydowe*, [www.ipo.pl](http://www.ipo.pl),  
[www.gpw.pl](http://www.gpw.pl),  
[www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl).

Vilaseca A., *Finance in Family Business*, University of Navarra, Instituto de la Empresa Familiar, Barcelona 1995.

Zahra S.A., *Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms*, „Family Business Review” 2005, Vol. XVIII, No. 1.

*Źródła finansowania działalności innowacyjnej przedsiębiorstw*, publikacja zrealizowana w ramach projektu „Broker innowacji jako narzędzie dla efektywnego rozwoju systemu nowoczesnej gospodarki Małopolski”, współfinansowanego ze środków Unii Europejskiej w ramach Europejskiego Funduszu Społecznego, Kraków–Warszawa 2011, [www.kpt.krakow.pl](http://www.kpt.krakow.pl), [www.imalopolska.eu](http://www.imalopolska.eu).

### Summary

In the first part of the paper the author focuses on the presentation of models and features of family business financing and factors determining the choice of appropriate capital sources. The main part of the paper is devoted to the modern, as far as family business is concerned, financing forms along with the identification all conditions of their application. The considerations are on the alternative capital market – NewConnect, Venture Capital/Private Equity, Business Angels or finally public capital market. Conclusions and recommendations for Polish companies are included in the last part of the paper.