



# ekonomia

## międzynarodowa

---



WYDZIAŁ  
EKONOMICZNO-SOCJOLOGICZNY  
Uniwersytet Łódzki

*Ekonomia Międzynarodowa*

Nr 36, 2021

**Redaktor naczelny:**

dr Agnieszka Kłysik-Uryszek, Katedra Wymiany Międzynarodowej,  
Instytut Ekonomii, Uniwersytet Łódzki

**Redaktorzy:**

dr hab. Anetta Kuna-Marszałek, prof. UŁ – zastępca redaktora naczelnego,  
redaktor tematyczny: światowy system handlu, zielona ekonomia

dr hab. Tomasz Drożyński, prof. UŁ – zastępca redaktora naczelnego,  
redaktor tematyczny: biznes międzynarodowy, internacjonalizacja

dr hab. Joanna Bogołębska, prof. UŁ – redaktor tematyczny: finanse międzynarodowe

dr Tomasz Serwach – redaktor tematyczny: gospodarka światowa

dr Piotr Gabrielczak – redaktor tematyczny: ekonomia

dr Justyna Wieloch – redaktor tematyczny: integracja gospodarcza, e-handel

**Redaktorzy językowi:** Dominika Dudzik, Katarzyna Walińska

**Sekretarz redakcji:** dr Agnieszka Drożyńska

**Rada naukowa:**

prof. zw. dr hab. Janusz Świerkocki (Uniwersytet Łódzki) – Przewodniczący

prof. dr Costea Munteanu (Academia de Studii Economice din Bucuresti)

prof. Olivier Brunel (iaelyon School of Management – Université  
Jean Moulin Lyon 3)

dr hab. Rafał Matera, prof. UŁ (Uniwersytet Łódzki)

dr hab. Jakub Kronenberg, prof. UŁ (Uniwersytet Łódzki)

dr Agnieszka Chidlow (University of Birmingham)

dr Tilo Halaszovich (Universität Bremen)

dr Lilianna Jodkowska (Hochschule für Technik und Wirtschaft, Berlin)

Szczegółowe informacje o czasopiśmie i archiwum na stronie

[www.czasopisma.uni.lodz.pl/em](http://www.czasopisma.uni.lodz.pl/em)

**Wydawca:** Uniwersytet Łódzki

**Projekt okładki:** Michał Stanowski, Agata Wodzińska-Zajac

**Korekta:** Dominika Dudzik, Katarzyna Walińska

**Skład:** Agent PR

ISSN: 2082-4440

e-ISSN: 2300-6005

## Spis treści

---

|  |     |
|--|-----|
| The internationalization process of Niche SMEs in France<br>(Magdalena Godek-Brunel, Catherine Mercier-Suissa, Anna Sibińska) .....            | 235 |
| Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako quasi globalny pożyczkodawca<br>ostatniej instancji (Dominik A. Skopiec).....                             | 261 |
| Female business angels in Europe: Identifying barriers and opportunities<br>for institutional support (Oliwia Witecka, Tomasz Sosnowski) ..... | 289 |



# The internationalization process of Niche SMEs in France

---

Magdalena Godek-Brunel\*

Catherine Mercier-Suissa\*\*

Anna Sibińska\*\*\*

## Summary

The scholars provide numerous findings on the process of firm internationalization. However, there remains still a research gap in understanding the process of internationalization of niche SMEs, despite their strategic interest in France. The paper investigates the entry modes of SMEs to international markets and provides a deeper insight into the internationalization process by using an abductive exploratory approach. The results show hybrid forms of internationalization that traditional internationalization models only partially take into account.

**Keywords:** internationalization, niche SMEs, international entrepreneurship, French SMEs

**JEL:** F20, L20, L26

---

\* Magdalena Godek-Brunel, PhD, ESCE International Business School, OMNES EDUCATION, [godekbrunel@yahoo.fr](mailto:godekbrunel@yahoo.fr)

\*\* Catherine Mercier-Suissa, PhD, Université de Lyon 3, IAE, [catherine.mercier-suissa@univ-lyon3.fr](mailto:catherine.mercier-suissa@univ-lyon3.fr)

\*\*\* Anna Sibińska – PhD, University of Lodz, Faculty of Management, Department of Marketing, [anna.sibinska@uni.lodz.pl](mailto:anna.sibinska@uni.lodz.pl)



## Introduction

Since the work of the Uppsala school (Johanson & Wiedersheim-Paul 1975; Johanson & Vahlne 1977), the process of internationalization of the firm has been heavily investigated in management science (Stainhauser, Paula, & de Macedo-Soares 2021). The first works on the subject concerned only large companies. However, since the nineties, SMEs have increased their presence on international markets to such an extent that internationalization has become a survival strategy in a global world (Dominguez & Mayrhofer 2017). According to Bell et al. (2004), factors such as the constant change in consumer preferences, the development of communication and technology, and changes in competitive conditions provide a favorable environment for the internationalization of SMEs.

The importance of SMEs for economic activity, employment, innovation and wealth creation is recognized worldwide (Escaloni & Mareque 2021; Haddad et al. 2020; Katua 2014). According to the OECD (2019), SMEs contribute, on average, to 50% of the global GDP and create 70% of national employment (ILO 2019). In contrast, they are responsible for only 30% of world exports (OECD 2021). There is an evidence in most OECD countries that up to 25% SMEs participate in manufacturing export as compared to large companies whose exports account for 90%. However, the contribution that SMEs make to overall trade is much more important when taking into account their role in indirect exports as suppliers to internationally operating larger firms, as well as when considering other sectors beyond manufacturing (OECD 2021).

In 2018 over half of exporting SMEs experienced a robust revenue growth of 5% or more, compared with just over one-third for non-exporting SMEs (Bpifrance et al. 2019). The coronavirus pandemic has had a significant impact on trade over the world merchandise trade dropped by 9.2% in 2020 (WTO 2020). In 2020, small and medium-sized enterprises (SMEs) in France recorded a 3.7% decline in turnover. Their value added fell more sharply (by 4.2%) due to the slowdown in output. Thanks to an adjustment in their spending and the unprecedented scale of the support measures of the French government, SMEs' profit margin rate contracted by just 0.3% (Banque de France 2021).

One of the reasons for small and medium-sized enterprises (SMEs) which operate in niches is to avoid competing directly with large companies (Audretsch, Prince, & Thurik 1999). A niche is understood as a market represented by a small group of customers who have similar and specific needs in terms of the products and services offered to them. Additionally, a niche is characterized by the fact that it is free from competitors (Dalgic & Leeuw 1994). The niche has been becoming the basis of competitive strategy for many SMEs (Audretsch, Prince, & Thurik 1999), and the international expansion of SMEs is most often accomplished by

selecting a foreign market by ex-ante choices based on the enterprise's resources and capabilities (Audretsch, Lehmann, & Schenkenhofer 2018). Then, companies open similar niches in further countries. (Cannone & Ughetto 2014).

There is still some inconsistency with empirical findings of ex ante international targeting in such business circumstances of market uncertainty. For many entrepreneurs the starting point for selecting a foreign market is relying on the market perspective and resources available. Then, the enterprise commonly with partners increase these resources through experimentation and business trials (Chetty, Ojala, & Leppaaho 2015).

The conceptualization of the term of niche SMEs refers to the ways in which these companies operate and respond to market conditions. In this aspect, the main scientific research is taken to understand the choices of niche markets by the firms. The niche therefore represents for the enterprises the evolving resource domain (Odlin & Benson-Rea 2021).

According to Hannan, Carroll and Polos (2003) who referred to the niche-width theory (Freeman & Hannan 1982; Hannan & Freeman 1977; Pe'li 1997), the niche is defined as the region of a resource space in which an entity (in this case an enterprise) may continue its business in the lack of competition. The niches determine the fit between the enterprises and the business environment. Niches are changing as market counterparts enable or restrict access to resources, or as the value of these resources changes. Preventing access to resources required for value creation, competitors can direct SMEs into new niches. The scholars underline that the niches are dynamic in terms of changing the requirements for the available resources and values over time (Odlin & Benson-Rea 2021). The response to this situation is the internationalization processes of niche SMEs, in which companies seek opportunities for new markets, value creation, shaping business models and their activities. A niche allows a firm to differentiate itself by offering a product or range of products. Few (or no) firms can produce or operationalize processes that few (or no) firms are able to practice (Baum & Oliver 1996; Carroll 1984, 1985). As technology advances become more complex and more globally networked, the niche market must continue to expand (Knight & Cavusgil 1996).

This research focuses on some French firms operating in niche markets. The choice of niche SMEs in France came about for two main reasons. First, due to several empirical studies, there is an evidence that has shown that such firms, often in highly specialized technological niches, are more successful in conquering foreign markets than other SMEs (Mc Dougall 1989; Knight & Cavusgil 1996; Madsen & Servais 1997; Moen & Servais 2002; Andersson & Wictor 2003; Stachowski 2012; Zucchella et al. 2016; Bagheri, Mitchelmore, Bamiatzi, & Nikolopoulos 2019). Secondly, a few studies have investigated the importance of niche strategies as a key factor for small firms' internationalization in France.

The objective of this research is to understand how the internationalization process unfolds in medium-sized French firms located in a niche market. The paper addresses the research question, which is: Does the international process of French small and medium-sized enterprises operating on international niche markets reflect the theoretical concepts including the experiential learning, resources and skills and network as the main drivers for international development? As our approach is holistic, we wanted to include several theoretical frameworks in this research, thus applying the recommendations of many researchers (Coviello & McAuley 1999; Fletcher 2001). Through an abductive exploration, we wanted to confront existing theories with practice of the French SMEs.

The paper provides two contributions. First, it is a research attempt to investigate the main characteristics and motivations of niche SMEs in their internationalization process. Secondly, the paper contributes by developing the existing approaches concerning SMEs entry modes to international markets, and revisits the consideration of traditional models by presenting hybrid forms of internationalization used by the French niche SMEs.

The paper is structured as follows. In the first part, we will briefly review the major theories that concern the internationalization process, including the entrepreneurial approach. We will then present three cases of French companies located in a market niche. In the third part, we will finally discuss the results in the light of our theoretical framework and the specificities of our research object.

## Theoretical framework of the research

In this research, the term of internationalization process will be used in the sense proposed by Welch and Luostarinen (1998), who define it as *a process of increasing involvement in international markets*. In this framework, we can distinguish two main theoretical foundations concerning the internationalization of SMEs: the first corresponds to the so-called *traditional* approaches, the second is relatively recent and is often referred to as the *entrepreneurial approach* or *the international entrepreneurship approach*.

These traditional approaches include the experiential learning, resource and skills, and network approaches. The experiential learning perspective includes the Uppsala model (Johanson & Wiedersheim-Paul 1975; Johanson & Vahne 1997) and the Innovation model (Bilkey & Tresar 1977). In these models, internationalization is seen as an incremental process. The firm gradually accumulates experience and knowledge.

In the Uppsala model, the firm begins internationalization with irregular and opportunistic exports (the mode of entry considered the least risky) to the markets



closest geographically or psychologically. Then, with the experience gained in these markets, the firm tries to conquer more distant markets. At the same time it employs independent agents from neighboring countries. The next step is the opening of a branch office or a distribution subsidiary and then a production subsidiary. With each new stage of internationalization, the company becomes more and more committed to internationalization and is willing to devote more resources to this activity.

Johanson and Vahlne (2009, 2011) and Vahlne and Johanson (2013) revised their model by underlaying the importance of business networks and strategies for internationalization process. The success of networks depends on a psychic distance perceived by managers as well as learning capacities and experience of partners. Johanson and Vahlne (2009) showed that existing business relationships allow for identifying and exploiting new opportunities. They influence the mode of entry and the choice of the business expansion. These relationships offer potential for building trust and commitment, two important aspects for expanding into foreign markets. Vahlne and Johanson (2013) recognized that the internationalization process may also be influenced by strategies implemented by entrepreneurs.

The Innovation model compares internationalization to an innovation process. For Bilkey and Treasar (1977), Cavusgil (1980) and Reid (1981) each stage of internationalization is an innovation for a firm stimulated by external (“push”) or internal (“pull”) forces that cause internal change and the transition from one stage of internationalization to the next.

Penrose (1959) first introduced the notion of resources and competencies by defining the firm as *the totality of productive resources* and by emphasizing the crucial role of the competencies of managers in the firm’s growth process. Competencies like marketing skills (Andersen & Kheam 1998) and competent employees (Leonidou 2000), innovation and technological know-how (Lecerf & Omrani 2020), social capital (Prashantham & Dhanraj 2010) all contribute towards SMEs internationalization. Leveraging these resources allows firms to gain that sustainable competitive advantage in the international market (Roy et al. 2016). The skills of the management team are considered as a factor of success in the internationalization process (Yamakawa et al. 2013; Forgues & Leconte 2000; Van Den Bosh et al. 2003). Not all the resources possessed by a firm give it a competitive advantage and sustainable rents (Amit & Schoemaker, 1993). Only strategic resources are sustainable and can provide a competitive advantage. From the perspective of gaining the competitive advantage they are scarce, idiosyncratic, difficult to transfer, and difficult to imitate. Talleman and Fladmoe-Lindquist (1994) present a model of the resource approach to internationalization in which the internationalization process is characterized by the availability of resources and the interest in developing organizational learning capabilities.

The network approach was developed by the Uppsala school. Johnson and Vahlne (1990, 2009) emphasized the importance of a firm's network in explaining the motivations and modalities of internationalization. Johanson and Mattson (1988) define three stages through which the firm integrates into the international network: extension (the development of new investments), penetration (the development of firm resources and positions within the network), and integration (network expansion and coordination). They then identify four internationalization situations in which international strategies are linked to the needs of knowledge development and adjustment of relationships in a network: the first entrant, a single international, the last entrants and the international among the others. In the last case, where the firm and the networks are highly competitive and internationalized, the internationalization through a network may appear, for small firms, as the best strategic alternative thanks to acquisitions, cooperation, alliances and joint-ventures. The relationships in the network can also determine the way of entering foreign markets or even prevent the internationalization of the firm. Firms in the network are mutually dependent through cooperative or competitive relationships (Coviello & Munro 1997).

Networking diffuses internationalization practices in an efficient way and allows entrepreneurs to imitate the strategies of networking partners (Milanov & Fernhaber 2009; Zhou et al. 2007; Agndal & Chetty 2007). Lu et al. (2010) explain that institutional capital and the information acquisition capability of a small firm will positively influence their international performance.

In this theoretical framework, we can include the approach by the motivation and the strategy/vision of the leader, the one by the development of opportunities or finally, the concept of fast internationalization firm. Theories of international entrepreneurship have emerged from the differentiation between the behaviors of international firms and smaller firms (SMEs). The strategies of SMEs and their internationalization processes are determined by the possession of limited resources (Julien 2005). Due to Marchesnay (1992) the large firm models its environment, the medium-sized firm adapts it, and the small firm integrates it. Hence, we often speak of the strategic determinism of SMEs (Saporta 1997). Under these conditions, the internationalization process of SMEs is an ad hoc process and export activity is *at best... unplanned, reactive and opportunistic* (Bradley & Mitchell 1986; Westhead et al. 2002). Strategic opportunities are the result of a strategic process characterized by effort and luck combined with vigilance and flexibility. The SME is characterized by its flexibility, so it must make an effort, which here may be insertion in a quality network, and it must be alert to capture and seize opportunities (Deurell et al. 2003).

Mintzberg (1973), Timmons, (1978), Gibbs and Scott, (1985), Shuman and Seeger, (1986) observed that the success factor of the expansion of SME is the strategic planning established by the leader in a hierarchical way *top-down*. In this

context, the absence of an explicit and formal strategy does not mean that the strategic vision is non-existent. Strategic planning becomes more formal and sophisticated as the firm's life cycle progresses (Bell et al.). SMEs can also apply voluntarist strategies (Metais 1999), for example, thanks to the technological advantage, the SME can even transform the targeted niche market (Fernandez & Noel 1994). Since the nineties, researchers have noted the appearance of rapidly internationalizing SMEs. Some researchers have observed the emergence of *born global firms* (McKinsey et al. 1993; Madsen & Servais 1997), or *international new ventures* (McDougall et al. 1994; Oviatt & McDougall 1994) or *knowledge-intensive firms* (Bell 1995; Boter & Holmquist 1996; Coviello 1994; Jones 1999), which are characterized by very active entrepreneurs. The leaders of these firms have an international vision of development from the outset (Jolly et al. 1992; McKinsey et al. 1993; Bloodgood et al. 1996). These companies are a source of significant value added, often through process or technological innovations (Knight & Cavusgil 1996). International entrepreneurship is thus defined today as *a combination of innovative, proactive, and risky behavior that crosses national boundaries and is intended to create value in the organization* (McDougall & Oviatt 1997, 2000). International New Ventures operate globally from commencement and internationalize faster than traditional (Chetty & Campbell-Hunt 2004; Knight & Cavusgil 2004). Chetty and Campbell-Hunt (2004) demonstrate that INVs adopt a more rapid and proactive approach to learning. An INV's decision to internationalize at inception is influenced by the size of the domestic market, production capacity, location advantages and institutional factors (Fan & Phan 2007; Oviatt & McDougall 2005).

The broad theoretical framework we have just outlined is often chosen to analyze the internationalization process of multinationals and SMEs. We would like to investigate if it can also be applied to very specific French SMEs, located in international market niches. Our research question is therefore the following: *Does the international process of French small and medium-sized enterprises operating on international niche markets reflect the theoretical concepts including the experiential learning, resources and skills and network as the main drivers for international development?*

## Methodology

Our study can be characterized as an abductive exploratory research. Since our objective is to understand how the internationalization process unfolds for medium-sized companies employing niche strategies, we have an abundant theoretical framework at our disposal regarding the internationalization process. On the other hand, the object of research (medium-sized technological niche firms) is new. It

was therefore necessary to go back and forth between theory and the field in order to understand the process, and to detect the differences and similarities between the traditional theories and the results of the field by adopting an abductive approach.

*In abductive approach, the research process starts with surprising facts or puzzles and the research process is devoted to their explanation. Surprising facts or puzzles may emerge when a researcher encounters an empirical phenomena that cannot be explained by the existing range of theories. When following an abductive approach, researcher seeks to choose the best explanation among many alternatives in order to explain 'surprising facts or puzzles identified at the start of the research process (Dudovskiy 2018).*

The choice of the qualitative method of multiple cases proved to be adapted to our research objective: a complex, current and contextual phenomenon over which the researcher has no control (Yin, 1998). We selected three companies based on the following criteria:

- medium-sized companies according to the EU definition, whose size does not exceed 250 people and whose capital does not exceed 50 million euros, and the assets of the balance sheet do not exceed 43 million euros;
- companies that are located in a niche market;
- companies that operate internationally;
- companies that are anchored in the same territory (the Haute Loire department) which is not a border region.

The SMEs are considered to be very heterogeneous, and the selection criteria allowed us to refine our research in order to compare the results more easily.

Our companies are located in market niches. They are differentiated in three ways: firstly, they offer highly specialized technological niche products; secondly, the added value of the product is created by the French designer; and thirdly, they display a *made in France* label.

## Data collection

Most of the empirical material was collected through semi-structured interviews with managers who had a decisive and operational role in the internationalization strategy of the three Haute Loire companies (directors of the export, marketing, and finance departments). We compared our initial theoretical knowledge with the results obtained during these interviews. The collection of secondary data (internal companies documents, press articles, company websites in the period of time of 2012–2021) allowed us to gather additional information. At the request of the managers, the names of the companies will not be disclosed, we will call them *Les Tissues*, *Hygiène* and *Emballages plastiques*.

**Table 1.** Data source

| Method              | Data type                      | Quantity          | Original data source  |
|---------------------|--------------------------------|-------------------|---|
| Multiple Case Study | Semi- standardized Interviews  | 9 (3 per Company) | Interviews with co-founders and export and marketing managers |
|                     | Internal documents             | 18                | Presentations, reports, meeting minutes, notes, memos         |
|                     | External documents and sources | 21                | Company website, news articles, industry reports              |

Source: based on the case study

The characteristics of the companies examined in the study is presented below.

### CASE 1: *Les Tissues*

*Les Tissues* company is a family-owned SME created in 1986. It specializes in the manufacture of high quality fabrics. Today, the company employs 50 people at its headquarters, but it is part of a group that includes a total of 120 people. The turnover of this group amounts to 10,7 billion euros (evidenced at the end of 2020, <https://www.if-saint-etienne.fr>), 70% of which comes from international activity. It was not until the mid-1990s that the company began to expand internationally. For the main reasons that French market had become too small as the lifestyle and needs of the French consumer changed and the demand for high-end fabrics decreased. According to the director of the export and marketing department: ... *modern French women rarely have the opportunity to wear an evening gown and above all they don't want to wear and they don't want to pay a lot of money for it.* Currently there are seven people in the export department of which three are at the company's headquarters.

*Les Tissues* company has a wide range of international contacts and uses them in the different stages of value creation. The raw materials are imported from Asia (China), then the fibers are dyed in France and a French stylist creates the shapes and design of the fabrics. Then, 70% of the already transformed fibers are sent to subcontractors in Italy, the rest is woven in France. Then the export and marketing department prepares two sample catalogs for a summer collection and another one for winter. These catalogs are sent to agents in 14 countries around the world and to direct customers in Belgium and Germany as well as to a wholesaler in Spain (see Table 2).

**Table 2.** Forms of access to the international market according to destination: “Les Tissues company”

| Country        | Entry mode                              | Cooperation duration |
|----------------|---|----------------------|
| Belgium        | direct export                           | 24 years             |
| Germany        | direct and indirect Export (2 agents)   | 24 years             |
| United Kingdom | indirect export (1 agent)               | 24 years             |
| Spain          | indirect export (wholesaler)            | 24 years             |
| Holland        | indirect export (1 agent)               | 24 years             |
| Tunisia        | Subsidiary                              | 23 years             |
| Portugal       | subsidiary                              | 18 years             |
| Poland         | indirect export (1 agent)<br>subsidiary | 13 years<br>6 years  |
| Greece         | indirect export (1 agent)               | 13 years             |
| Russia         | indirect export (1 agent)               | 12 years             |
| Slovakia       | indirect export (1 agent)               | 12 years             |
| China          | purchasing office                       | 12 years             |
| Taiwan         | indirect export (1 agent)               | 12 years             |
| Finland        | indirect export (1 agent)               | 12 years             |
| Sweden         | indirect export (1 agent)               | 12 years             |
| Denmark        | indirect export (1 agent)               | 12 years             |
| USA            | indirect export (2 agents)              | 12 years             |

Source: based on in-depth interviews and materials from websites of the company in 2012–2021

The company’s competitive advantage, according to its export and marketing manager, is based on its high quality product, directly linked to the use of a very specific technology and the employment of an innovative French designer (know-how). The company is a well-known brand in France and internationally, which also facilitates access to markets.

Germany is the first foreign destination of this company (20% of the turnover is realized there, evidenced at the end of 2020). The company has direct access to four important customers and also employs two agents met at a fabric fair. *Les Tissues* company operates mainly internationally through its network of agents. According to the export manager, this is the most effective and least risky form of access, given the limited resources available. He recognizes that the choice of the country and the agents was the result of an opportunistic strategy. The company did not conduct a thorough analysis of the international market. The sources of information constitute the fair trades of fabrics where all the professionals of this sector meet. The management of the group knows the importance of agents, and four years ago it bought a company with the aim of taking advantage of the agent networks of this company. As a result of this acquisition, the group has acquired two successful agents in the United States.

The dependence on one agent proved to be detrimental to this company. If an agent in a foreign country becomes inefficient or absent, it has direct impact on sales as the replacement is difficult to provide. But the company’s biggest

problems internationally are not the agents but the high payment risk. Even though the Russian and Brazilian markets look very attractive, it is difficult for *Les Tissues* to secure payment from these customers. The successful subsidiaries were open in 1998 in Tunisia and in 2003 in Porto (Portugal).

The company also tried to open a production subsidiary in China. The subsidiary operated for two years and then closed. The objective of this factory was to produce ready-to-wear clothing, as clothing was a new sector for this company. The project was led only by one person who had experience in this field, from the moment she left the company, the factory experienced very big losses.

## CASE 2: *Hygiène*

*Hygiène* company is also a family business. Established in 1962, it produces different types of chemicals, including disinfectants used in animal husbandry. It employs 112 people, of whom only two are working full time internationally. The turnover amounts to almost 21,5 billion euros (data from 2020, <https://www.societe.com>), 88% of which comes from international sales. *Hygiène* company sells its products in 60 countries. Its products are highly specialized and of very good quality (they have several ISO certificates), the company is considered a European leader in the production of certain chemical products.

*Hygiène* company started its internationalization process by opening a subsidiary in Spain. The idea came directly from the owner, who wanted to replicate the company already existing in France. It turned out to an unsuccessful venture because of lack of reliability of their Spanish partner. He had three parallel accounts, two of which were in Spanish, and the control of this activity by the parent company was insufficient. The company closed its subsidiary and lost a large part of its capital. Thanks to public aid, the company has resumed its international activities. For example, UBI France financed the first international trade shows. Today, the company has a network of agents and distributors in 60 countries around the world. It has a subsidiary in Spain, but this time it is a distribution subsidiary. Production subsidiaries are not currently being considered because the management fears a technology drain. In addition, production in low-cost countries can lead to a decrease in quality. The company also benefits from its *made in France* reputation, which also slows down delocalization. On the other hand, it is obliged to export because the French market is too small according to the specific characteristics of the product (niche product).

## CASE 3: *Emballages plastiques*

*Emballages plastiques* company was created in 1992, but is part of a group founded in 1968. The company employs 65 people for 375 employees in the group.

The turnover of the group amounts to 62 billion euros (evidenced by the end of 2020, <https://www.if-saint-etienne.fr>). The company is among the top five European companies in the production of plastic packaging.

The competitive advantage is the know-how in packaging and especially, the conception and design of the products. The company is very innovative in this field, every two years it offers an innovative range of products. 50% of the turnover comes from foreign sales (evidenced by the end of 2020, <https://www.if-saint-etienne.fr>). The company has neither an export department nor an international department. As the financial director says, *all of them are assigned to exports*. The company is divided by activities: design, production, marketing or *financing* and internationalisation is an integral part of each of these activities. Decisions on international strategy are taken by the president after consultation with the other members of the management committee. Meetings are held once a quarter. Downstream, analyses of foreign markets are carried out. The company has the studies done by a specialized firm and obtains information from the Economic Missions of the French Embassy. The president makes the final decision whether to open a subsidiary or to participate in an international fair.

The company offers special products. As their director of marketing stated: *We transport a lot of 'vacuum' and the volumes are very large, so the transport costs are very high. The unit margin is very low*. First of all, the company adopted a strategy of proximity to reduce these costs.

The conquest of foreign markets started with Spain, then Germany, Benelux countries, the Great Britain and finally, Italy. The second phase consisted in entering the Eastern European countries. In order to avoid transport costs, the company opened a manufacturing plant in the Czech Republic in 2001. Today this subsidiary employs 30 people and is organizationally independent of its parent company. The Czech factory supplies the markets in Poland, Slovakia and Hungary. In 2016 *Emballages plastiques* merged with a German medium-sized family company, founded in 1965. This German firm proposes a complementary technology (extrusion blow-molding, the 1-stage and 2-stage injection-stretch blow molding as well as the waste-free 4-layer coextrusion).

*Emballages plastiques* company's first step in finding foreign markets is to prospect for end customers. When the number of customers becomes important, the company looks for an agent to take care of all the customers.

The list of potential customers is provided by the French embassy. Public aid from UBI France, Coface, the CCI and ERAI are also taken into account. The next step is often taken on site by the President and/or his financial director. Today *Emballages plastiques* is constantly on the look for economic opportunities and for markets with potential, *often lagging behind developed countries*. The management board recently tried to open a production subsidiary in North Africa, but the project was abandoned. The financial director mentions the cultural difference,



particularly in terms of the financial and banking culture. *The financial side is obscure over there, especially when it comes to repatriating funds to France, and the administrative procedures are so slow.*

**Table 3.** Entry modes to the international market according to destination: “Emballages plastiques” company

| Country        | Entry mode                           | Cooperation duration |
|----------------|--------------------------------------|----------------------|
| Spain          | direct and indirect export (1 agent) | 26 years             |
| Germany        | Commercial Office                    | 26 years             |
| Benelux        | indirect export (2 agents)           | 26 years             |
| UK             | indirect export (1 agent)            | 23 years             |
| Italy          | indirect export (1 agent)            | 23 years             |
| Czech Republic | Subsidiary (factory)                 | 18 years             |
| Poland         | Commercial Office (1 agent)          | 16 years             |
| Slovakia       | direct export                        | 16 years             |
| Hungary        | direct export                        | 16 years             |
| Germany        | Subsidiary (factory)                 | 5 years              |

Source: based on in-depth interviews and materials from websites of the company in 2012–2021

The company is considering Russia as its next destination, as many of its French clients are already present in that market, but *the financial and administrative side* is holding back the initiative.

## Data analysis

The internationalization process of the three examined companies cannot be described as incremental, even though all three companies started the conquest of foreign markets with neighboring markets. Table 4 presents the scope of international expansion providing the percentage of foreign sales and the number of foreign destinations.

**Table 4.** International scope of the three niche SMEs

| Company’s name        | Foreign markets (number) | International sales (% of turnover) |
|-----------------------|--------------------------|-------------------------------------|
| Les Tissues           | 17                       | 70                                  |
| Hygiène               | 60                       | 88                                  |
| Emballages plastiques | 10                       | 50                                  |

Source: based on in-depth interviews and materials from websites of the company in 2012–2021

*Les Tissues* company had two phases of internationalization: the first in the mid-1990s when it exported to neighboring countries and then the second 2003–2004 when it exported to more distant countries. We note that the mode of entry

into international markets remains unchanged: the employment of an independent agent. The attempt to open a subsidiary after more than ten years of international experience proved to be a failure.

*Hygiène* company skipped all the internationalization steps of the Uppsala model and started the internationalization by opening a subsidiary. When this subsidiary went bankrupt, the company turned to direct and indirect exporting and, even though the company cooperates with 60 countries and has forty years of international experience, it does not want to switch to another mode of entry.

*Emballages plastiques* company corresponds perfectly to the definition of a *born global firm*, where the internationalization process has been very rapid. It is present in five countries after four years of operation. Even though the subsidiary was created after eight years of international experience, the motivations were not related to experiential learning but rather to the accessibility of new markets and the specificity of the product.

*We had to open a subsidiary because our transport costs were becoming too high, we transport a lot of empty space and our margins are very low –* says the financial director.

The company begins by looking for potential customers and/or agents in the country. *Even if the agents are often chosen in an emotional way among candidates who come to the company's stand at the trade show* as the export manager of *Les Tissues* company says. Direct and indirect exporting are considered low-risk modes of entry, hence the fact that geographic or psychological distance does not hinder expansion. *And if we fail, too bad, the costs are not so high, the agents are paid on the provision of sales, so it costs us the price of the samples sent, but we learn every day* says the export manager of *Les Tissues* company.

*Les Tissues* and *Hygiène* companies do not consciously want to switch to another entry mode. They do not plan to open a production subsidiary for their key activities because the transfer of technology to the subsidiary could be too costly (in terms of control) or risky (difficult to guarantee quality at a distance). These companies also benefit from the reputation conferred by the *made in France* label, so relocation could threaten their reputation.

As the export manager of *Hygiène* company said: *We tried to produce in Asia, but each time the products manufactured had a different chemical content. Our product is known thanks to our quality, we cannot afford the slightest error* or as the export manager of *Les Tissues* recognizes *our weaving technology is very complicated, it is a traditional technique acquired for decades, it is impossible to learn it for the Chinese in a short term and if they learn they can copy us quickly.*

This approach can be spread in French SMEs located in a market niche.

Communication and transportation costs have decreased significantly over the last fifty years, and new contacts can be made in geographically distant countries without incurring costs (internet, satellite). The cost of failure has also

decreased: sending catalogs and samples is not very expensive, and what the company really loses in case of failure is the time of the manager and his/her team, which can cause the company to be overtaken by its competitors in another market. Therefore, Human resources become a key resource, as the export manager of *Hygiène* company says:

*The human resources in my export department are limited, some destinations are tempting, for example, I would like to develop a market in Argentina but I do not have time ...*

Despite the abundance of resources, small and medium-sized companies cannot afford to try several destinations at once in order to diversify their risks. Therefore, contrary to theory, the possession of financial or linguistic resources does not necessarily determine international success. *Les Tissues* company has half the sales of *Emballages plastiques* company but it exports to eight more countries than *Emballages plastiques* company. The people who deal with international business in both companies speak only English. In *Les Tissues* company, the power of decision concerning international business is centralized in the hands of the head of the department, but he admits that *it is the financiers who rule in the company*. The head of the export department is ultimately dependent upon the financial director, who grants the budget (financial means) available for international operations. Even participation in a trade fair is subject to the authorization of the CFO. In *Emballages plastiques* company, the CFO is directly involved in the internationalization process, which makes it easier to obtain resources.

Companies find ways to get around the obstacle of insufficient resources. For example, the lack of financial resources obliges the export manager of *Hygiène* company to optimize their operations: *I took my suitcase with the products and attacked a geographical area. When I went to the Maghreb, I did five neighboring countries in a row, I did the same thing in Asia, I started with Thailand and I finished with Malaysia, it costs the company much less*. The company knows how to use its own resources. According to the words of the export manager of *Les Tissues* company – *the wife of the sales manager was Slovak, so thanks to her we developed the market in Slovakia and the Czech Republic*.

The lack of resources or inadequate allocation can be a cause of the failure of the international operation. According to the export manager, this company (*Les Tissues*) did not have enough experience, either in the garment sector or on Chinese territory, to succeed in its establishment in China. *“The financial and human resources allocated to this operation were too limited and the cultural distance aggravated the situation.”*

The three companies stressed the importance of external resources, especially state aid for exporting companies. *Les Tissues* company acknowledges that it regularly receives assistance from the Chamber of Commerce and Industry, UBI France and Coface.

We can indeed see that these three companies operate and benefit from different types of networks. It is evident in the statement of the export manager of *Les Tissues* company:

*Everyone knows each other in this business, so the agents know each other and it is how they give us the contacts of other agents.*

The director of *Hygiène* company also recognized that *the network of colleagues who are in the same sector helps him a lot in the decision making process we pass on information, experience and contacts. You have to be international to be part of networks.*

During the interviews we noted the existence of two other types of networks: networks related to the business environment and the personal networks of the manager (their former contacts, colleagues or ex-employees living abroad, etc...)

The French business networks typically include banking, legal and public institutions. As the financial director of *Emblazes plastique* says: *competition is fierce in this sector, therefore, there is not much cooperation between professionals in the same field. But in Europe everything is easy, we have our French network, especially the Franco-Spanish or Franco-Polish law firm, we have our banks on the spot.*

Based on interviews, it emerges that the networks can also impose certain informal impact. For example, the export manager of *Les Tissues* said that *even if the agent in Great Britain is getting older and less efficient than he was before, we cannot break off a cooperation with him after 15 years of work, it is not done in our environment.*

In all three case studies, the main decision-maker at the international level was a young person (between 34 and 40 years old), with a master's degree, dynamic, with high mobility to travel abroad (spending at least five days a month abroad), with a broad sense of responsibility (father or mother of a family), creative and proactive. They were the export manager of *Hygiène* who decided to go into markets that are too small for multinationals, or the manager of *Emballages plastiques* who opened a subsidiary in Eastern countries to avoid transport costs.

According to our interviews decision-making processes depends on very subjective forces as on the "feeling" and hunches of the manager, human aspects that are very difficult to classify and detect. As the export manager of *Hygiène* points out: *Even if I check my information and the contacts I get during my travels with the French embassy or in my network, success often depends on the people and the relationships I managed to establish during these face-to-face contacts.*

If it is a question of the manager's internationalization strategy, the export managers of *Les Tissues* and *Hygiène* recognize that they do not have a formal strategy, but they try to find their own way to expand their activity. As the director of *Hygiène* said:

*Our internationalization strategy was not laid down on paper, but I follow the sectoral studies, in particular, those of the Food and Agriculture Organization... but everyone follows these statistics and does the studies in the same way, the results are obvious, the biggest market is the United States except that everyone goes there, the market is saturated... I go to places that are not known, that are not taken into account in the statistics because of the small size of the market. This is how I discovered Libya.*

*Emballages plastiques* company acts in a different way. It prepares its strategy in a very detailed way (employing expert firms, etc.). With reference to the statement by the company representative: *We can perhaps look for the explanation in the nature of the product: the packaging which, at the unit, gives a very weak margin, the company is thus in search of very important outlets, and the competition in this sector is very ferocious.*

These three managers are nevertheless confronted with strategic determinism: their national markets are too narrow to survive, which is consubstantial with niche markets, they are obliged to look for new markets outside their borders to grow and survive.

*Les Tissues* and *Hygiène* are constantly looking for opportunities and are the examples that their managers make decisions based on emotional motives, or that they grab the opportunities.

*Hygiène's* export manager acknowledges that his international network was created by chance, initiative and meetings at international trade shows. *I found my first sales agent in Asia thanks to a phone call. My English customer started to sell his products in Asia, he called me and asked if I would follow him, he even proposed a person on the spot. The other time it was my former employee who contacted me, he got married in Germany and offered to be my agent.* *Emballages plastiques*, on the other hand, leaves nothing to chance, everything is planned and checked.

*Emballages plastiques* can be considered as a fast internationalizing company. It is present in five countries after four years since its creation. Even if this company was created with an international vocation (to the point that the international dimension is an integral part of all the services and that the export department does not exist), we cannot confirm that the manager accepts risk-taking easily (the market studies are deep and the decisions are delayed in time). On the other hand, the strategy applied is a global strategy with the production of global products adapted to international markets. Our research highlights the fact that the manager considers the business network as hostile. This may reflect the fact that this company is in a more intense competitive universe than the other firms studied. In addition, since the stakes are higher, the strategies are more aggressive and less cooperative.

## Findings

None of the three examined companies followed the traditional, incremental internationalization process, even though they started the conquest of foreign markets by neighboring countries.

For these companies we can each distinguish two phases of internationalization:

- the first experience in neighboring countries;
- the search for opportunities according to the product, regardless of the geographical and psychological distance from the host country.

The niche SMEs can be also born global.

The most common mode of entry is direct and indirect export because they are considered less risky.

These niche SMEs possess the specific technologies that constitute their competitive advantage, the complexity of this technology and the risk of the leak of this technology to competitors hinder the development of the production facilities in the foreign markets. The local employees are considered to have difficulties in learning new technologies and the quality of the products is often considered not sufficient. Moreover, the French SMEs consider the “made in France” label as crucial so the managers are not motivated to delocalize the core production abroad. These results differ from the non-niche SMEs internationalization process stages and their mode of entry because usually the subsidiaries are opened as the last fifth stage of implementation (Dominguez & Mayrhofer 2017).

The availability and competences of human resources are considered by managers of the investigated companies as the most important to expand the commercial activities to foreign locations. Therefore, contrary to theory, the possession of financial or linguistic resources does not necessarily determine international success. The managers find inventive solutions to overcome a shortage of resources (subsidies, partnerships, etc.). The research sustained the theoretical approach to the necessity of the networking, in particular to the stakeholders’ perspective. Our cases confirm the importance of business networks, especially as a source of knowledge and information. Two types of networks are found: networks related to the business environment and the personal networks of the manager (their former contacts, colleagues or ex-employees living abroad, etc.). The French business network typically includes banking, legal (French and foreign law firms) and public institutions (chambers of commerce, French embassies), which plays a very important role in the internationalization process providing the professional and trustworthy assistance abroad. However, belonging to the network provides some obligations, particularly concerning human relations. Each

partner should be treated with respect (network opinion) and any cooperation should finish with mutual agreement, conflicts are to be avoided.

The competence approach and the theory of entrepreneurship seem to meet in terms of the importance of the role and competences of the leader. In these cases the export manager is a main driver to internationalization, their personal characteristics (dynamism, bravery) and competences play a key role in the future success of the internationalization process. The effectual decision-making process usually results in grabbing opportunities, which seems beneficial for the investigated companies. The managers of SMEs are more independent and can make decision quickly or adjust them if necessary, often the only barrier is a lack of financial or human resources. Moreover, the niche market is strategically determined in the sense that by definition the national market development potential is limited, so the only possible expansion is outside the national borders and it often is a matter of survival for the company.

## Conclusions

The paper aimed to contribute to the internationalization process research by linking theoretical approaches concepts with the specifics of niche SMEs in France. Another objective was to consider the hybrid forms of internationalization used by three French niche SMEs.

It was revealed that there are some discrepancies between the presented theoretical approaches and these obtained in our research data. Niche firms have a very high share of international sales because they are forced to look for new targets to expand their narrow markets. Their internationalization process is not incremental, contrary to the postulates of the experiential learning theory.

Firms deliberately choose the least risky modes of entry (direct and indirect exports) and stop at this stage of internationalization. Their competitive advantage at the international level is constituted by innovative technology, the modern French design of their products, and the reputation of *made in France*.

The data obtained in the study indicates some elements of the internationalization process that are not referenced in the theories presented. The key discrepancy relates to the concept of key and strategic resources. The study found that SMEs can advance in the process of internationalization despite limited financial resources, by exploiting all their own resources, external resources (including state aid), or by adapting their strategies, including the mode of entry to international budgets granted. On the other hand, they often lose new markets because of insufficient human resources or a bad allocation of the existing resources. On the other hand, thanks to the development of ICT, they can simultaneously try to

establish contacts with customers in several distant countries, the geographical distance becoming a minor constraint.

The importance of business networks was emphasized by all the managers and it confirms the assumptions of the network approach. The theoretical literature highlights that the network of the business environment and the private manager's network have a big impact on the internationalization process. The concepts also show that belonging to a network facilitates the internationalization process. However, the research undertaken detects some differences in the understanding of the importance of networks in the development of firms and activities in international markets. In this case, causality goes in the opposite direction. First, a company that would like to belong to a network must be international. Second, the degree to which a company is informed about new technologies and competitive forces, depends on whether it operates in the international arena.

The new aspect that has emerged in our research is that the network can become a constraint because it can impose certain rules on the participants. The aspects that are excluded relate to the theoretical concepts and gathered data in the study towards the importance of the leader's skills. The previous research concerning fast-growing firms found that risk-taking is a high driver. In our case, the company tries to eliminate risk through extensive market research.

The biggest limitation of our work is the number of cases studied as well as the nature of selected firms. Therefore, extending the research from the point of view of other geographical markets, industries and the nature of SMEs would allow us to confront the data obtained in the study and deepen the state of understanding of internationalization processes, as well as enrich the theoretical approaches with new elements and relationships of the drivers present. Taking into account the research sample size and its exploratory nature, our research does not allow for generalization of results, but it does open several fields for future studies.

## References

- Acs Z., Morck M., Shaver R., Yeung, B. (1997), *The Internationalization of Small and Medium-sized Enterprises: A Policy Perspective*, "Small Business Economics", 9(1): 7–20. <https://doi.org/10.1023/A:1007991428526>
- Agndal H., Chetty S. (2007), *The impact of relationships on changes in internationalization strategies of SMEs*, "European Journal of Marketing", 41(11/12): 1449–1474. <https://doi.org/10.1108/03090560710821251>
- Amit R., Schoemaker P.J.H. (1993), *Strategic asset and organizational rent*, "Strategic Management Journal", 14(1): 33–46. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140105>



- Audretsch D.B., Lehmann E.E, Schenkenhofer J. (2018), *Internationalization strategies of hidden champions: Lesson from Germany*, "Multinational Business Review", pp. 2–24. <https://doi.org/10.1108/MBR-01-2018-0006>
- Audretsch D.B., Prince Y.M., Thurik A.R. (1999), *Do small firms compete with large firms?*, "Atlantic Economic Journal", 27(2): 201–209. <https://doi.org/10.1007/BF02300239>
- Bagheri M., Mitchelmore S., Bamiatzi V., Nikolopoulos K. (2019), *Internationalization orientation in SMEs: The mediating role of technological innovation*, "Journal of International Management", 25(1): 121–139. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2018.08.002>
- Baum J.A.C, Oliver C. (1996), *Toward an institutional ecology of organizational founding*, "Academy of Management Journal", 39: 1378–1427. <https://doi.org/10.5465/257003>
- Bell J. (1995), *The Internationalization of Small Computer Software Firms: A Further Challenge to "Stage" Theories*, "European Journal of Marketing", 29(8): 60–75. <https://doi.org/10.1108/03090569510097556>
- Bell J., Crick D., Young S. (2004), *Small Firm Internationalization and Business Strategy, An Exploratory Study of "Knowledge-intensive" and "Traditional" Manufacturing Firms in the UK*, "International Small Business Journal", 22(1): 23–56. <https://doi.org/10.1177/0266242604039479>
- Bilkey W.J., Tesar, G. (1977), *The Export Behavior of Smaller-sized Wisconsin Manufacturing Firms*, "Journal of International Business Studies", 8(1): 93–98. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490783>
- Bloodgood J.M., Sapienza H.J., Almeida J.G. (1996), *The Internationalization of New High-potential US Ventures: Antecedents and Outcomes*, "Entrepreneurship Theory and Practice", 20(4): 61–76. <https://doi.org/10.1177/104225879602000405>
- Boter H., Holmquist C. (1996), *Industry Characteristics and Internationalization Processes in Small Firms*, "Journal of Business Venturing", 11(6): 471–487. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(96\)89166-X](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(96)89166-X)
- Bradley M.F., Mitchell O. (1986) *Export Commitment of the Firm: Strategic or Opportunistic Behaviour*, "Journal of Irish Business and Administrative Research", 8(2): 10–18.
- Calori R., Melin L., Cavirusgil A.T., Gustavsson P. (2000), *Innovative international strategies*, "Journal of World Business", 35(4): 333–354.
- Cannone G., Ughetto E. (2014), *Born globals: A cross-country survey on high-tech start-ups*, "International Business Review", 23(1): 272–283. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2013.05.003>
- Carroll G.R. (1984), *The specialist strategy*, "California Management Review", 26: 126–137. <https://doi.org/10.2307/41165084>

- Carroll G.R. (1985), *Concentration and specialization: dynamics of niche width in populations of organizations*, "American Journal of Sociology", 90: 1262–1283. <https://doi.org/10.1086/228210>
- Cavusgil S.T. (1980), *On the Internationalization Process of the Fir*, "European Research", 8(6): 273–281.
- Chetty S., Campbell-Hunt C. (2004), *A strategic approach to internationalization: a traditional versus a born-global approach*, "Journal of International Marketing", 12(1): 57–81. <https://doi.org/10.1509/jimk.12.1.57.25651>
- Chetty S., Johanson M., Martin O.M. (2014), *Speed of internationalization: conceptualization, measurement, and validation*, "Journal of World Business", 49(4): 633–650. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2013.12.014>
- Chetty S., Ojala A., Leppaaho T. (2015), *Effectuation and foreign market entry of entrepreneurial firms*, "European Journal of Marketing", 49(9/10): 1436–1459. <https://doi.org/10.1108/EJM-11-2013-0630>
- Coviello N.E. (1994), *Internationalizing the Entrepreneurial High Technology, Knowledge-intensive Firm*, PhD Thesis, Department of Marketing, University of Auckland, New Zealand.
- Coviello N.E., McAuley A. (1999), *Internationalization and the Smaller Firm: A Review of Contemporary Empirical Research*, "Management International Review", 39(2): 223–257.
- Coviello N.E., Munro H. (1997), *Network Relationships and the Internationalization Process of Small Software Firms*, "International Business Review", 6(4): 361–386. [https://doi.org/10.1016/S0969-5931\(97\)00010-3](https://doi.org/10.1016/S0969-5931(97)00010-3)
- Dalgic T., Leeuw M. (1994), *Niche marketing revisited: Concept, applications and some European cases*, "European Journal of Marketing", 28(4): 39–55. <https://doi.org/10.1108/03090569410061178>
- Dudovskiy J., (2018), *The Ultimate Guide to Writing a Dissertation in Business Studies: A Step-by-Step Assistance*, BRM Edition. <https://research-methodology.net/about-us/ebook/>
- Escaloni S., Mareque M. (2021), *Audit report lag. differential analysis between Spanish SMEs and non-SMEs*, "Sustainability", 13(22): 12830. <https://doi.org/10.3390/su132212830>
- Fernandez G., Noel A. (1994), *PME, mondialisation et strategies*, "Revue Internationale PME", 6(3–4): 145–163. <https://doi.org/10.7202/1008235ar>
- Fletcher, R. (2001), *A Holistic Approach to Internationalization*, "International Business Review", 10(1): 25–49. [https://doi.org/10.1016/S0969-5931\(00\)00039-1](https://doi.org/10.1016/S0969-5931(00)00039-1)
- Gibb A., Scott M. (1985), *Strategic Awareness, Personal Commitment and the Process of Planning in the Small Business*, "Journal of Management Studies", 2(6): 597–631. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00014.x>

- Haddad M.I., Williams I.A., Mohamad S.H., Dwyer R.J. (2020), *Strategies for implementing innovation in small and medium-sized enterprises*, “World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development”, 16(1): 12–29. <https://doi.org/10.1108/WJEMSD-05-2019-0032>
- Hannan M.T., Carroll G.R., Polos L. (2003), *The organizational niche*. “Sociological Theory”, 21(4): 309–340. <https://doi.org/10.1046/j.1467-9558.2003.00192.x>
- ILO International Labor Organization (2019), THE POWER OF SMALL: UNLOCKING THE POTENTIAL OF SMES, <https://www.ilo.org/infostories/en-GB/Stories/Employment/SMEs#intro>
- Johanson J., Mattsson L.G. (1988), *Internationalization in Industrial Systems: A Network Approach*, [in:] N. Hood, J.-E. Vahlne (eds.), *Strategies in Global Competition*, pp. 287–314. London: Croom Helm.
- Johanson J., Vahlne J.-E. (1977), *The Internationalization Process of the Firm – A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitment*, “Journal of International Business Studies”, 8(1): 23–32. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490676>
- Johanson J., Vahlne J.-E. (1990) *The Mechanism of Internationalization*, “International Marketing Review”, 7(4): 11–24. <https://doi.org/10.1108/02651339010137414>
- Johanson J., Vahlne J.-E. (2009), *The Uppsala internationalization process model revisited: from liability of foreignness to liability of outsiders*, “Journal of International Business Studies”, 40(9): 1411–1431. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.24>
- Johanson J., Wiedersheim-Paul F. (1975), *The internationalization of the firm – four Swedish cases*, “Journal of Management Studies”, 12(3): 305–322. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1975.tb00514.x>
- Jolly V., Alahuhta M., Jeannet J. (1992), *Challenging the Incumbents: How High Technology Start-ups Compete Globally*, “Journal of Strategic Change”, 1(1): 71–82. <https://doi.org/10.1002/jsc.4240010203>
- Jones M. (1999), *The Internationalization of Small High-technology Firms*, “Journal of International Marketing”, 7(4): 15–41. <https://doi.org/10.1177/1069031X9900700403>
- Katsikeas C.S., Bell J., Morgan R.E. (1998), *Editorial: Advances in Export Marketing Theory and Practice*, “International Marketing Review”, 15(5): 322–332.
- Katua N. (2014), *The role of SMEs in employment creation and economic growth in selected countries*, “International Journal of Education and Research”, 2(12): 461–472. <http://www.ijern.com> (accessed: 18 September, 2018).
- Knight G., Cavusgil S.T. (1996), *The Born Global Firm: A Challenge to Traditional Internationalization Theory*, “Advances in International Marketing”, pp. 11–26, JAI Press, New York.

- Lecerf M., Omrani N. (2020), *SMEs internationalization: The impact of information technology and innovation*, “Journal of the Knowledge Economy”, 11(2): 805–824. <https://doi.org/10.1007/s13132-018-0576-3>
- Leonidou L.C. (2000), *Barriers to export management: an organizational and internationalization analysis*, “Journal of International Management”, 6(2): 121–148. [https://doi.org/10.1016/S1075-4253\(00\)00022-3](https://doi.org/10.1016/S1075-4253(00)00022-3)
- Madsen T., Servais, P. (1997), *The Internationalization of Born Globals: An Evolutionary Process?*, “International Business Review”, 6(6): 561–583. [https://doi.org/10.1016/S0969-5931\(97\)00032-2](https://doi.org/10.1016/S0969-5931(97)00032-2)
- McDougall P.P. (1994), *The effects of industry growth and strategic breadth on new venture performance and strategy content*, “Strategic Management Journal”, 15(7): 537–554. <https://doi.org/10.1002/smj.4250150704>
- McDougall P.P., Shane S., Oviatt B.M. (1994), *Explaining the Formation of International New Ventures: The Limits of Theories from International Business Research*, “Journal of Business Venturing”, 9(6): 469–487. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)90017-5](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)90017-5)
- McKinsey & Co. (1993), *Emerging Exporters: Australia’s High Value-added Manufacturing Exporters*. Australian Manufacturing Council, Melbourne.
- Metais E. (1999), *Une stratégie de subversion pour transformer son environnement concurrentiel : l’exemple de groupe SEB*, “Gestion”, 24(1): 12–20.
- Milanov H., Fernhaber S.A. (2009), *The impact of early imprinting on the evolution of new venture networks*, “Journal of Business Venturing”, 24(1): 46–61. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2007.11.001>
- Mintzberg H. (1973), *Strategy Making in Three Modes*, “California Management Review”, 16(2): 4–58. <https://doi.org/10.2307/41164491>
- Odlin D., Benson-Rea M. (2021), *Market niches as dynamic, co-created resource domains*, “Industrial Marketing Management”, 95: 29–40. <https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2021.03.008>
- OECD (2004), *Internationalization of SME*, OECD Rapport, Turkey.
- OECD (2019), *OECD SME and Entrepreneurship Outlook 2019*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2021), *Trade finance for SMEs in the digital era*, OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 24, <https://www.oecd.org/cfe/smes/TradefinanceforSMEsinthedigitalera.pdf>
- Oviatt B.M., McDougall P.P. (1994), *Toward a Theory of International New Ventures*, “Journal of International Business Studies”, 25(1): 45–64. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490193>
- Penrose E. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, Oxford.

- Prashantham S., Dhanaraj C. (2010), *The dynamic influence of social capital on the international growth of new ventures*, “Journal of Management Studies”, 47(6): 967–994. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00904.x>
- Reid S.D. (1983), *Firm Internationalization, Transaction Costs and Strategic Choice*, “International Marketing Review”, 1(2): 45–55. <https://doi.org/10.1108/eb008251>
- Reuber R., Fisher E. (1997), *The Influence of the Management Team’s International Experience on the Internationalization Behaviors of SMEs*, “Journal of International Business Studies”, 28(4): 807–826. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490120>
- Roy A., Sekhar C., Vyas V. (2016), *Barriers to internationalization: a study of small and medium enterprises in India*, “Journal of International Entrepreneurship”, 14(4): 513–538. <https://doi.org/10.1007/s10843-016-0187-7>
- Saporta B. (1993), *Les enjeux de l’ouverture internationale des PME-PMI*, “Travaux de recherche”, n I., 9307, Université Bordeaux 1, p. 15
- Shuman J.C., Seeger J.A. (1986), *The Theory and Practice of Strategic Management in Smaller Rapid Growth Firms*, “American Journal of Small Business”, 11(1): 7–18. <https://doi.org/10.1177/104225878601100101>
- Stachowski C.A. (2012), *The niche marketing strategy in internationally-oriented small and medium enterprises: A literature review and lessons for New Zealand*, “Small Enterprise Research”, 19(2): 96–112. <https://doi.org/10.5172/ser.2012.19.2.96>
- Stainhauser V.P.S., Paula F.D.O., de Macedo-Soares T.D.L.V.A. (2021). *Internationalization of SMEs: a systematic review of 20 years of research*, “Journal of International Entrepreneurship”, 19(2): 164–195. <https://doi.org/10.1007/s10843-020-00271-7>
- Thiétart R.A. (2003), *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris.
- Timmons J.A. (1978), *Goal Setting and the Entrepreneur*, “Journal of Small Business Management”, 16(2): 1–9.
- Welch L.S., Luostarinen R.K. (1988), *Internationalization: Evolution of a Concept*, “Journal of General Management”, 14(2): 34–55. <https://doi.org/10.1177/030630708801400203>
- Westhead P., Wright M., Ucbasaran D. (2002), *International Market Selection Strategies Selected by “Micro” and “Small” Firms*, “Omega, International Journal of Management Science”, 30(1): 51–68. [https://doi.org/10.1016/S0305-0483\(01\)00056-1](https://doi.org/10.1016/S0305-0483(01)00056-1)
- Yin R.K. (1989), *Case Study Research: Design and Methods*, Sage, Beverly Hills, CA.
- Zhou L., Wu W.P., Luo X. (2007), *Internationalization and the performance of born-global SMEs: the mediating role of social networks*, “Journal of

International Business Studies”, 38(4): 673–690. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400282>

Zucchella A., Palamara G. (2007), *Niche strategy and export performance*, “Advances in International Marketing”, 17: 63–88. [https://doi.org/10.1016/S1474-7979\(06\)17002-7](https://doi.org/10.1016/S1474-7979(06)17002-7)

Zucchella A., Hagen B., Denicolai S., Masucci M. (2016), *Early and accelerated internationalization: the role of the niche strategy in a new generation of exporters*, “International Journal of Export Marketing”, 1(1): 27–47.

## Streszczenie

### Proces internacjonalizacji niszowych MŚP we Francji

Badania naukowe dostarczają wielu wniosków na temat procesu internacjonalizacji firm. Jednak nadal istnieje luka badawcza w zrozumieniu procesu internacjonalizacji MŚP działających na niszowych rynkach, pomimo ich strategicznego zainteresowania we Francji. W artykule przedstawiono proces internacjonalizacji tych firm. Eksploracyjne badanie abdukcyjne zostało podjęte w celu zidentyfikowania odmienności w procesach internacjonalizacji małych i średnich firm w porównaniu do klasycznych form tego procesu. Uzyskane wyniki pokazują podejście hybrydowe w formach internacjonalizacji, które tradycyjne modele internacjonalizacji uwzględniają jedynie częściowo.

**Słowa kluczowe:** internacjonalizacja, MŚP działające na niszowych rynkach, przedsiębiorczość międzynarodowa, francuskie MŚP

# Międzynarodowy Fundusz Walutowy jako quasi globalny pożyczkodawca ostatniej instancji

Dominik A. Skopiec\* 

## Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie możliwości, jakie posiada Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW) w zakresie pełnienia funkcji międzynarodowego pożyczkodawcy ostatniej instancji (*international lender of last resort* – ILOLR) oraz ocena działań, jakie Fundusz podjął w ramach tej funkcji w okresie globalnego kryzysu finansowego oraz koronakryzysu. Tezę artykułu można sformułować następująco: MFW jest obecnie jedyną międzynarodową instytucją finansową predysponowaną do pełnienia funkcji ILOLR, jednakże pełni tę funkcję w ograniczonym zakresie.

W artykule przeanalizowano uwarunkowania i możliwości pełnienia przez MFW funkcji globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Analizie poddano możliwości kreacji przez MFW zarówno bezwarunkowej, jak i warunkowej płynności międzynarodowej. Następnie przeanalizowano działania podjęte przez MFW w obu ww. obszarach w celu przeciwdziałania skutkom globalnego kryzysu finansowego oraz koronakryzysu. Wskazano, że podczas tych dwóch kryzysów MFW podjął wiele działań zwiększających możliwość pełnienia przezeń funkcji ILOLR. Zidentyfikowano również bariery dla efektywnego pełnienia przez MFW funkcji globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Przeprowadzona analiza dowodzi, że MFW pełni funkcję ILOLR jedynie w ograniczonym zakresie, stąd słuszne jest określanie go mianem quasi

\* Dominik A. Skopiec, doktor, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Gospodarki Światowej, Katedra Finansów Międzynarodowych, dominik.skopiec@sgh.waw.pl, <https://orcid.org/0000-0001-5751-9282>

globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę statystyczno-opisową, analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

**Słowa kluczowe:** międzynarodowy system walutowy, pożyczkodawca ostatniej instancji, waluta międzynarodowa, płynność międzynarodowa, stabilność finansowa, swap walutowy.

**JEL:** F02, F31, F41

## Wstęp

W związku z licznymi kryzysami finansowymi, które występowały i występują w gospodarce światowej po upadku systemu walutowego z Bretton Woods, rola pożyczkodawcy ostatniej instancji pozostaje przedmiotem intensywnej dyskusji i badań. Większość odnosi się jednak do wspomnianej funkcji w wymiarze krajowym. Wówczas pełni ją bank centralny, który dostarcza płynności krajowemu systemowi bankowemu. Jednakże wraz ze wzrostem międzynarodowych powiązań gospodarczych, zarówno handlowych, jak i finansowych, coraz wyraźniejsza staje się potrzeba istnienia pożyczkodawcy ostatniej instancji na poziomie globalnym, który dostarczałby płynność międzynarodową w okresie kryzysów.

B. Cohen definiuje płynność międzynarodową jako szeroki zakres międzynarodowych środków płatniczych będących w posiadaniu lub dostępnych dla krajowych władz publicznych oraz pozostałych rezydentów (Cohen 2004). Płynność międzynarodowa występuje więc w formie zarówno płynności oficjalnej, jak i prywatnej (Bilski 2006, s. 121). Wolumen płynności prywatnej, na którą składają się m.in. rezerwy walutowe banków komercyjnych i innych instytucji finansowych, stanowi przeważającą część współczesnej płynności międzynarodowej. J.M. Fleming dokonuje podziału oficjalnej płynności międzynarodowej na bezwarunkową i warunkową (Fleming 1961, s. 448). Bezwarunkowa płynność międzynarodowa to posiadane aktywa rezerwowe pozostające do dyspozycji kraju, czyli rezerwy w walutach wymiennalnych, złoto monetarne, specjalne prawa ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) i pozycja rezerwowa w Międzynarodowym Funduszu Walutowym (MFW). Kraj dysponuje tym rodzajem płynności w sposób suwerenny i nieograniczony spełnieniem określonych warunków. Warunkową płynnością międzynarodową jest natomiast zdolność zaciągania kredytów zagranicznych, w tym kredytów w MFW, a także porozumienia o swapach walutowych. Płynność warunkowa stanowi więc potencjalny dostęp do rezerw walutowych.



Podkreślić należy, że kraje rozwinięte (*advanced economies* – AEs) posiadają znacznie lepszy dostęp do płynności warunkowej niż kraje wschodzące i rozwijające się (*Emerging Market and Developing Economies* – EMDEs) ze względu na swobodny dostęp do finansowania na międzynarodowym rynku finansowym. Kraje EMDEs prowadzą zatem od drugiej połowy lat 90. politykę akumulacji rezerw dewizowych. Wspomniany proces rozpoczął się po serii kryzysów walutowych, w szczególności w reakcji na kryzys azjatycki w latach 1997–1998. Gromadzenie przez banki centralne krajów EMDEs rezerw dewizowych stanowi swego rodzaju samodzielne zabezpieczenie się na wypadek wystąpienia kryzysu walutowego (*self-insurance*). Zagwarantowanie dostępu do płynności międzynarodowej poprzez gromadzenie rezerw jest jednakże zabiegiem kosztownym. Zdecydowanie lepszym rozwiązaniem byłoby zapewnienie istnienia efektywnie funkcjonującego globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji (*International Lender of Last Resort* – ILOLR).

Potrzeba istnienia ILOLR staje się coraz bardziej widoczna wraz z kolejnymi globalnymi kryzysami gospodarczymi. Na jego coraz większe znaczenie wskazują w szczególności doświadczenia globalnego kryzysu finansowego oraz koronakryzysu. Efektywny ILOLR powinien zapewnić dostęp do płynności międzynarodowej krajom, które ze względu na utratę wiarygodności kredytowej straciły dostęp do finansowania na międzynarodowym rynku finansowym.

Obecnie jedyną międzynarodową instytucją finansową predysponowaną do pełnienia funkcji ILOLR jest MFW, którego głównym celem jest utrzymanie stabilności międzynarodowego systemu walutowego. Przede wszystkim Fundusz posiada zdolność kreacji bezwarunkowej i warunkowej płynności – zarówno w okresie globalnego kryzysu finansowego, jak i koronakryzysu dostarczał płynności w obu tych obszarach. Jest również organizacją powszechną (190 krajów członkowskich) i stanowi centralne ogniwo globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego (*Global Financial Safety Net* – GFSN)<sup>1</sup>.

MFW dostarcza płynności krajom, a dokładniej rządów, które nie są w stanie pozyskać środków na rynkach finansowych. MFW wielokrotnie komunikował, że pełni funkcję ILOLR. Podczas globalnego kryzysu finansowego i koronakryzysu Fundusz podjął wiele działań zwiększających możliwość pełnienia przezeń funkcji ILOLR. W szczególności koronakryzys pokazał, że MFW zdołał sprostać olbrzymiemu popytowi na pomoc finansową i udzielić wsparcia ponad stu krajom członkowskim. Szczególną rolę odegrały instrumenty wsparcia awaryjnego, w przypadku których środki finansowe były dostępne bardzo szybko, aczkolwiek w ograniczonej wielkości.

<sup>1</sup> GFSN tworzą cztery warstwy. Pierwszą są rezerwy dewizowe poszczególnych krajów. Drugą warstwę stanowią bilateralne porozumienia o swapach walutowych zawierane przez banki centralne. Trzecią warstwą są regionalne porozumienia finansowe (*Regional Financing Arrangements* – RFA). Ostatnim elementem GFSN jest pomoc finansowa MFW (IMF 2018a).

MFW zdecydowanie nie jest globalnym bankiem centralnym i nie posiada zdolności do nieograniczonej kreacji pieniądza. Fundusz ma jednak zdolność kreacji bezwarunkowej płynności międzynarodowej (rezerw dewizowych) poprzez alokacje SDR oraz zdolność do mobilizacji zasobów finansowych (zwiększenie kwot udziałowych; pożyczki wielostronne i dwustronne – zasoby pożyczone; możliwość emisji obligacji międzynarodowych) (Frankiewicz 2016).

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie możliwości, jakie posiada MFW w zakresie pełnienia funkcji ILOLR oraz ocena działań, jakie Fundusz podjął w ramach tej funkcji w okresie globalnego kryzysu finansowego oraz koronakryzysu. Tezę artykułu można sformułować następująco: MFW jest obecnie jedyną międzynarodową instytucją finansową predysponowaną do pełnienia funkcji ILOLR, jednakże pełni tę funkcję w ograniczonym zakresie. Zastosowane metody badawcze obejmują analizę statystyczno-opisową, analizę porównawczą i studium literatury przedmiotu.

## Istota i funkcje pożyczkodawcy ostatniej instancji na poziomie krajowym i międzynarodowym

Koncepcja pożyczkodawcy ostatniej instancji (*Lender of Last Resort – LOLR*) powstała wraz z rozwojem bankowości centralnej. Po raz pierwszy projekt banku centralnego jako pożyczkodawcy ostatniej instancji zdefiniowany został w XIX w. przez brytyjskich ekonomistów H. Thorntona i W. Bagehota. W ujęciu klasycznym funkcja LOLR sprowadza się do zapewnienia pomocy płynnościowej dla banków odczuwających przejściowy brak płynności, ale wypłacalnych. Głównym zadaniem LOLR jest zatem niedopuszczenie do rozprzestrzenienia się paniki w sektorze bankowym. Funkcja LOLR powinna być realizowana wobec systemu bankowego jako całości, a nie pojedynczych banków. Nacisk położono także na wymaganie dobrego zabezpieczenia dla takiej operacji oraz zastosowanie wysokiej (karnej) stopy procentowej, aby zmniejszyć ryzyko pokusy nadużycia. Co więcej, wsparcie płynnościowe banku centralnego w ramach funkcji LOLR powinno być Nielimitowane. Bank centralny powinien też z wyprzedzeniem informować o gotowości udzielenia pożyczek (Polański 2012; Bogołębska 2008; Stawasz-Grabowska 2018; Szczepańska 2008; Humprey 1989; Zygierewicz 2008). W ujęciu współczesnym wyodrębnia się zasadniczo trzy nurty. Zgodnie z podejściem monetarystów LOLR nie powinien udzielać wsparcia płynnościowego indywidualnym bankom, lecz całemu systemowi bankowemu poprzez operacje otwartego rynku. Z kolei C. Goodhart i R. Solow uważają, że istotą LOLR jest udzielanie wsparcia płynnościowego przez bank centralny pojedynczym bankom. Opowiadają się także za przyznaniem prawa do zasilania płynnościowego również

bankom uznanym za niewypłacalne. Z kolei zwolennicy wolnej bankowości (*free banking*) sprzeciwiają się potrzebie realizacji przez jakikolwiek podmiot funkcji LOLR (Stawasz-Grabowska 2018).

Współcześnie nie ma jednego obowiązującego podejścia do koncepcji LOLR. Zgodnie z powszechnie stosowaną definicją funkcja LOLR polega na dyskrecjonalnym zasileniu w płynność banku lub całego systemu bankowego przez bank centralny w reakcji na niekorzystny szok, powodujący wzrost zapotrzebowania na pieniądź rezerwowy, które nie może zostać zaspokojone z alternatywnych źródeł (Freixas, Parigi 2014). Funkcja krajowego LOLR odnosi się zatem do systemu bankowego i zapewnieniu jego płynności oraz zapobieganiu runom na banki i kryzysom bankowym. W literaturze panuje zgodność, że rolę tę pełni narodowy bank centralny, gdyż ma zdolność nieograniczonej kreacji pieniądza.

Brakuje natomiast porozumienia w kwestii występowania funkcji LOLR na poziomie międzynarodowym. Zasadniczo uważa się, że funkcja ILOLR odnosi się do zapobiegania kryzysom płynnościowym w skali międzynarodowej oraz zarządzania nimi, gdy już wystąpią. Inaczej mówiąc, chodzi o niedopuszczenie do wystąpienia efektu zarażania. Ponadto wskazuje się, że ILOLR potrzebny jest przede wszystkim gospodarkom wschodzącym, zwłaszcza tym, które nie posiadają odpowiednio wysokich rezerw dewizowych. Kraje te mają często problem z zaufaniem do własnej waluty i potrzebują płynności w walutach twardych.

Jak zauważa E. Stawasz-Grabowska (2018, s. 46–47), możemy tutaj rozpatrywać wsparcie płynnościowe udzielane przez zagraniczny bank centralny (albo grupę współpracujących ze sobą banków centralnych) albo międzynarodową instytucję finansową. Odnosząc to do międzynarodowego systemu walutowego, po globalnym kryzysie finansowym istnieją zasadniczo dwie możliwości pełnienia funkcji ILOLR. W przypadku wsparcia udzielanego przez zagraniczne banki centralne krajowym bankom centralnym jest to przede wszystkim globalna sieć porozumień o swapach walutowych zawieranych przez najważniejsze banki centralne. Drugą możliwością, rozważaną od znacznie dłuższego czasu, jest realizacja funkcji ILOLR przez MFW.

Funkcja ILOLR w przypadku MFW nie polega na zaopatrywaniu w płynność sektorów bankowych krajów członkowskich, lecz na dostarczeniu płynności rządowi tych krajów. Zatem takie podejście do istoty globalnego pożyczkodawcy ostatejnej instancji zasadniczo różni się od sposobu definiowania i określania funkcji LOLR w krajowym systemie finansowym. Ponadto zadaniem ILOLR jest dostarczenie płynności międzynarodowej w sytuacji wzrostu popytu na nią w krajowym systemie finansowym. Wówczas bank centralny posiada ograniczone możliwości dostarczenia takiej płynności, gdyż nie jest jej emitentem. Potrzeba wsparcia ILOLR jest więc szczególnie ważna w przypadku zjawisk *sudden stop* i *capital flight*.

Globalny kryzys finansowy pokazał, że ILOLR wiązał się z dwiema funkcjami. Z jednej strony ILOLR dostarcza płynności międzynarodowej rządowi i w tym przypadku celem jest uniknięcie niewypłacalności kraju. Z drugiej strony ILOLR dostarcza płynności w walutach rezerwowych bankom centralnym i w tym przypadku celem jest zapewnienie stabilności systemu bankowego danego kraju wówczas, gdy krajowe banki komercyjne mają problemy w dostępie do płynności międzynarodowej. W czasie globalnego kryzysu finansowego funkcję ILOLR pełnił w pierwszym przypadku MFW, natomiast w drugim przypadku były to porozumienia o swapach walutowych zawierane przez banki centralne. Należy zauważyć, że druga sytuacja jest zdecydowanie bliższa istocie krajowego pożyczkodawcy ostatecznej instancji.

Wielu ekonomistów uważa, że MFW nie może pełnić funkcji ILOLR, lub co najwyżej może być „quasi” ILOLR, gdyż nie emituje własnej waluty o światowym znaczeniu (Polański 2012; Eichengreen 2002). Faktem pozostaje, że MFW nie jest globalnym bankiem centralnym i nie posiada zdolności do nieograniczonej kreacji pieniądza. Ponadto, ze względu na ograniczoną ilość zasobów, MFW nie spełnia jednej z podstawowych zasad Bagehota, zgodnie z którą pożyczkodawca ostatecznej instancji dostarcza płynności bez ograniczeń. Fundusz ma jednak zdolność kreacji bezwarunkowej płynności międzynarodowej (rezerw dewizowych) poprzez alokację SDR. Nie ma w tym przypadku ograniczeń odnoszących się do ilości kreowanych SDR, natomiast emisja tego składnika rezerw dewizowych uzależniona jest od decyzji największych udziałowców MFW.

Pomimo że MFW zdecydowanie nie jest globalnym bankiem centralnym, niektórzy ekonomiści uważają, że może on pełnić funkcję ILOLR. S. Fisher (1999) argumentował, że MFW może pełnić rolę ILOLR nawet wobec braku zdolności kreacji pieniądza i ograniczonych zasobów. Jego zdaniem ILOLR nie musi posiadać takiej zdolności, chociaż jest to atrybut zdecydowanie korzystny w realizacji tej funkcji. Autor ten wskazuje, że historycznie funkcję krajowego LOLR nie zawsze pełniły banki centralne. Ponadto rolą ILOLR jest dostarczanie płynności w walutach międzynarodowych w sytuacji kryzysu finansowania zewnętrznego (*external financing crisis*).

Wielu ekonomistów podkreśla, że przez wiele lat, aż do czasu globalnego kryzysu, w szczególności wskutek wprowadzenia instrumentów *emergency lending*, stwierdzenie, że to MFW pełnił funkcję ILOLR, nie budziło większych kontrowersji (Scheubel, Stracca 2016; Fisher 1999). Dopiero globalny kryzys spowodował, że taką rolę MFW podano w wątpliwość ze względu na ograniczone zasoby finansowe oraz potrzebę elastyczności w zapewnianiu dostępu do płynności (Bogolębska 2020, s. 96). Z kolei efektywność linii swapowych banków centralnych w dostarczaniu płynności międzynarodowej w czasie globalnego kryzysu stała się powodem twierdzenia, że tylko banki centralne mogą pełnić rolę ILOLR, gdyż tylko one mają możliwość zarządzania szybko przebiegającym kryzysem ze względu na zdolność dostarczania nielimitowanej płynności krótkoterminowej (Truman 2013).

Z. Polański podkreśla, że „prawdziwym” ILOLR, a więc działającym bez ograniczeń, wykorzystując swoje uprawnienia do kreacji pieniądza, może być sieć współpracujących ze sobą najważniejszych banków centralnych świata. Szeroko zakrojone działania banków centralnych odnoszące się do umów swapowych w okresie globalnego kryzysu finansowego wskazują według badacza na to, że nastąpiła daleko idąca internacjonalizacja funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji, a sieć linii swapowych stworzona – głównie przez Fed i EBC – de facto stała się „prawdziwym” ILOLR. Dzięki temu banki centralne mające dostęp do linii swapowych mogły zasadniczo w nieograniczonym zakresie udostępniać płynność w walutach międzynarodowych swoim systemom bankowym (Polański 2012).

Znaczna część ekonomistów stoi na stanowisku, że nie można mówić o funkcji LOLR na poziomie ponadnarodowym ze względu na brak waluty globalnej. W kontekście zdolności do nieograniczonego zwiększania podaży pieniądza pełnienie funkcji ILOLR przez zagraniczne banki centralne lub ich grupę ma zdecydowaną przewagę nad rozwiązaniem polegającym na pozostawieniu tego zadania MFW. Należy jednak pamiętać, że Fundusz jest organizacją powszechną i dostęp do płynności mają zasadniczo wszystkie kraje członkowskie, podczas gdy członkami porozumień swapowych są tylko niektóre banki centralne. Ponadto ograniczeniami jest ich charakter „ad hoc”, ograniczony czas trwania, niepewność co do przedłużenia, a także selektywność w dostępie, która odczuwana jest przede wszystkim przez gospodarki wschodzące (bank centralny dostarczający płynność zawiera porozumienia swapowe z wybranymi według własnych kryteriów bankami centralnymi) (Bogołębska 2020, s. 112).

Można zaryzykować stwierdzenie, że współcześnie rolę ILOLR pełnią w komplementarny sposób zarówno porozumienia swapowe banków centralnych, jak i MFW. Komplementarność ta wynika z odmiennego charakteru wsparcia płynnościowego (tj. swapy zasilają w płynność systemy bankowe poszczególnych krajów za pośrednictwem krajowego banku centralnego, natomiast MFW zasila w płynność międzynarodową rządy w celu przeciwdziałania nierównowadze bilansu płatniczego) i kwestii instytucjonalnych (globalna sieć porozumień swapowych banków centralnych nie ma – w przeciwieństwie do MFW – formy zinstytucjonalizowanej).

## Kreacja bezwarunkowej płynności międzynarodowej przez MFW

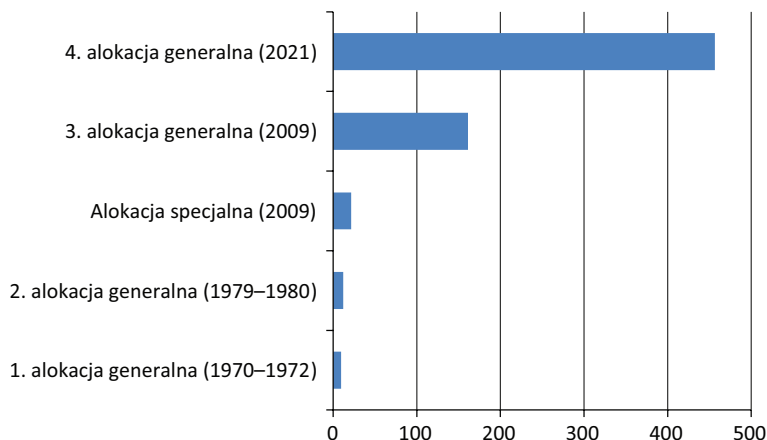
Międzynarodowy Fundusz Walutowy ma możliwość zwiększania globalnej płynności bezwarunkowej (globalnych oficjalnych aktywów rezerwowych) poprzez emisję specjalnych praw ciągnięcia (*Special Drawing Rights* – SDR) oraz poprzez zwiększanie wysokości kwot udziałowych.

Zwiększenie kwot udziałowych może być dokonywane w ramach okresowych przeglądów kwot. Przeglądy generalne kwot udziałowych dokonywane są co 5 lat. Kluczowe znaczenie ma większość kwalifikowana 85% głosów niezbędna jest do podjęcia przez Radę Gubernatorów najważniejszych decyzji, które dotyczą takich kwestii, jak: przyjmowanie nowych krajów członkowskich, zmiany kwot udziałowych, alokacje SDR oraz przyjmowanie poprawek do Statutu MFW (IMF 2011). Największy udział w kapitale MFW posiadają Stany Zjednoczone – kraj ten dysponuje aż 16,73% głosów, co oznacza, że posiada *de facto* prawo weta (tzw. mniejszość blokująca) i niemożliwe jest podjęcie żadnej kluczowej decyzji bez jego zgody.

Dotychczas przeprowadzono 15 przeglądów, z czego 9 zakończyło się podwyższeniem udziałów. Największego zwiększenia kwot udziałowych dokonano w ramach 14. generalnego przeglądu kwot. 15 grudnia 2010 r. Rada Gubernatorów zatwierdziła pakiet reform, który przewidywał zwiększenie kwot udziałowych aż o 100%, co nie miało miejsca podczas żadnego z przeprowadzonych przedtem przeglądów. Największe dotychczasowe zwiększenia kwot udziałowych nie przekraczały 51% (przeglądy siedemnasty z 1978 r. oraz dziewiętnasty z 1990 r.). Pakiet reform przyjętych w grudniu 2010 r. wszedł w życie dopiero 26 stycznia 2016 r. Ponieważ stanowił on poprawkę do statutu MFW, musiał być ratyfikowany przez 3/5 krajów członkowskich posiadających ponad 85% głosów. Przyczyną tak dużego odstępu czasowego pomiędzy jego uchwaleniem a wejściem w życie był brak ratyfikacji pakietu przez Stany Zjednoczone. W rezultacie wspomnianego wyżej zwiększenia całkowita wielkość kwot udziałowych krajów członkowskich MFW wzrosła z 238,5 mld SDR do 477 mld SDR (IMF 2017).

Kreacja bezwarunkowej płynności międzynarodowej przez MFW odbywa się jednak głównie poprzez emisję SDR. Podstawę prawną emisji i funkcjonowania SDR stanowi statut MFW (*Articles of Agreement*). Kreacja SDR odbywa się poprzez tzw. alokacje, które przyjmują formę alokacji generalnych lub alokacji nadzwyczajnych. Dotychczas przeprowadzono cztery alokacje generalne oraz jedną specjalną. Pierwszą alokację przeprowadzano w transzach w latach 1970–1972, natomiast drugą, również w transzach, w latach 1979–1981. W rezultacie tych alokacji wyemitowano 21,4 mld SDR. Następnie na wiele lat zaprzestano kreacji SDR. Trzecia alokacja generalna została przeprowadzona w sierpniu 2009 r. i zwiększyła światowe zasoby SDR o 161,2 mld SDR. We wrześniu 2009 r. dokonano zwiększenia światowych zasobów SDR o 21,4 mld SDR w ramach alokacji specjalnej. Natomiast największa w historii MFW alokacja SDR (zob. wykres 1) w wysokości 456,5 mld SDR (ok. 650 mld USD) przeprowadzona została w sierpniu 2021 r. Alokacje z 2009 r. i 2021 r. będą omówione w dalszej części artykułu.

Wykres 1. Alokacje specjalnych praw ciągnięcia (w mld SDR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Kreację SDR charakteryzują jednak poważne ograniczenia. Co prawda nie ma ograniczeń odnoszących się do ilości kreowanych SDR, jednakże regulacje zawarte w statucie MFW dotyczą z jednej strony warunków i sposobu, w jaki powinna być dokonana, z drugiej natomiast wprowadzają uciążliwą procedurę dla przeprowadzenia alokacji. Zgodnie z art. XV ust. 1 statutu MFW Fundusz dokonuje emisji SDR, przydzielając je krajom posiadającym status członka rachunku SDR w celu uzupełnienia światowych rezerw walutowych. Art. XVIII ust. 1 lit. a stanowi, że Fundusz dokonuje alokacji SDR w przypadku stwierdzenia długookresowej globalnej potrzeby (*long-term global need*) uzupełnienia światowych rezerw walutowych w taki sposób, aby zapobiec deflacji i stagnacji, nie wywołując jednocześnie nadmiernego popytu i inflacji w gospodarce światowej. Zgodnie z art. XVIII ust. 2 lit. a decyzje o ewentualnej alokacji SDR podejmowane są zasadniczo raz na pięć lat. Kraje członkowskie otrzymują przydziały tej jednostki proporcjonalnie do swoich udziałów w Funduszu. Art. XVIII ust. 4 stanowi, że propozycję dokonania alokacji SDR składa Dyrektor Zarządzający za wiedzą i zgodą Zarządu. Przed złożeniem takiej propozycji Dyrektor Zarządzający powinien przeprowadzić konsultacje wśród krajów członkowskich Funduszu, aby upewnić się, że istnieje wystarczające poparcie dla nowej alokacji SDR. Decyzję w sprawie przeprowadzenia alokacji podejmuje Rada Gubernatorów większością 85% głosów (IMF 2011, s. 42–45).

Większość 85% głosów, niezbędna do dokonania alokacji SDR, stanowi barierę dla emisji tej jednostki w takim rozmiarze, aby pełniła ona znaczącą rolę w międzynarodowym systemie walutowym. Kraje rozwinięte, w tym w szczególności emitent dominującej waluty międzynarodowej, czyli Stany Zjednoczone, wykazują niewielkie zainteresowanie nowymi alokacjami. Dysponują one jednak

większością głosów. Natomiast kraje rozwijające się i wschodzące, które są najbardziej zainteresowane zwiększeniem swoich zasobów SDR, nie dysponują wystarczającą pulą głosów niezbędną dla przeforsowania nowej alokacji tej jednostki. Wskazane czynniki należy zatem uznać za istotne bariery pełnienia przez MFW funkcji ILOLR.

## Kreacja warunkowej płynności międzynarodowej przez MFW

Kreacja warunkowej płynności międzynarodowej przez MFW wiąże się ze wsparciem finansowym Funduszu dla krajów członkowskich, które przyjmuje zarówno formę pożyczek, jak i linii kredytowych.

Zgodnie z art. I Statutu MFW pomoc finansowa udzielana jest krajom doświadczającym rzeczywistych bądź potencjalnych problemów ze zrównoważeniem bilansu płatniczego. Wysokość wsparcia finansowego uzależniona jest od wielkości kwoty udziałowej kraju członkowskiego (IMF 2011). Pomoc kredytowa MFW jest przy tym szczególnie istotna dla krajów, które ze względu na niską wiarygodność kredytową bądź jej utratę nie mają dostępu do finansowania na międzynarodowym rynku finansowym.

Podstawową cechą wsparcia finansowego MFW dla krajów członkowskich jest warunkowość (*conditionality*), która polega na konieczności spełnienia przez państwo członkowskie określonych warunków w zamian za uzyskanie pomocy finansowej Funduszu. Wspomniane warunki zawarte są w programach dostosowawczych i opierają się na tzw. konsensusie waszyngtońskim, którego koncepcja zaprezentowana została w 1989 r. przez Johna Williamsona. Konsensus waszyngtoński zakłada prymat wolnego rynku nad protekcjonizmem i interwencjonizmem. Sformułowane w nim zalecenia dla polityki gospodarczej obejmują ograniczenie inflacji, restrykcyjną politykę fiskalną (ograniczenie wydatków i podniesienie podatków, utrzymanie dyscypliny) i monetarną, zrównoważenie bilansu płatniczego, przywrócenie wypłacalności i wiarygodności kredytowej kraju, liberalizację rynku finansowego, liberalizację handlu zagranicznego i przepływów kapitału, likwidację barier dla zagranicznych inwestycji bezpośrednich oraz prywatyzację przedsiębiorstw państwowych i deregulację poszczególnych gałęzi gospodarki (Williamson 2004).

Oparta na konsensusie waszyngtońskim warunkowość pomocy finansowej MFW jest od dawna przedmiotem krytyki, gdyż stanowi przykład podejścia *one size fits all*, a więc zakłada realizację podobnych programów we wszystkich krajach, niezależnie od odmienności struktur ich gospodarek. Krytyka programów dostosowawczych MFW nasiliła się podczas serii kryzysów walutowych



w drugiej połowie lat 90. XX w. Kraje korzystające wówczas z pomocy finansowej MFW bardzo krytycznie oceniły efekty wymuszonych przez Fundusz programów dostosowawczych, czego rezultatem było dążenie do uniezależnienia się od pomocy finansowej tej instytucji poprzez akumulację rezerw walutowych stanowiącą swego rodzaju samodzielne zabezpieczenie się na wypadek wystąpienia kryzysu walutowego (*self-insurance*). Akumulacja rezerw dewizowych stała się w związku z tym alternatywą dla korzystania z działalności kredytowej MFW (Skopiec 2017).

Kraj członkowski ubiegający się o uzyskanie wsparcia finansowego MFW zobligowany jest do wynegocjowania programu dostosowawczego, który stanowi zabezpieczenie odpowiedniego wykorzystania środków Funduszu. Program dostosowawczy jest kompleksowym planem reform gospodarczych, który ma na celu przywrócenie równowagi makroekonomicznej, w tym równowagi bilansu płatniczego, a także stworzenie trwałych podstaw trwałego wzrostu gospodarczego. Po podpisaniu porozumienia pożyczkowego Fundusz dokonuje okresowych przeglądów realizacji programu dostosowawczego. Wypłata kolejnej transzy pomocy finansowej uzależniona jest od pozytywnej oceny skuteczności realizacji programu dostosowawczego. Ocenę wdrażania programu dostosowawczego zatwierdza Rada Wykonawcza MFW (Gąsiorowski i in. 2013, s. 21–23).

Obecny, zmodyfikowany w wyniku wspomnianej reformy, system instrumentów kredytowych MFW tworzą dwie główne grupy form pomocy finansowej, a mianowicie porozumienia pożyczkowe na zasadach ogólnych (*nonconcessional lending*) oraz porozumienia pożyczkowe na zasadach preferencyjnych (*concessional lending*), które kierowane są do krajów najbiedniejszych. Porozumienia pożyczkowe na zasadach ogólnych stanowią główną formę pomocy kredytowej MFW i finansowane są z Rachunku Zasobów Ogólnych (*General Resources Account* – GRA).

Podstawową formą pomocy finansowej na zasadach ogólnych jest porozumienie pożyczkowe „Stand-by” (*Stand-by Arrangement* – SBA). Instrument ten funkcjonuje od 1952 r. i skierowany jest do krajów o średnim poziomie dochodu. W wyniku globalnego kryzysu od 2008 r. rozszerzono dostęp do tego instrumentu i umożliwiono go również krajom rozwiniętym doświadczającym krótkoterminowych trudności w zrównoważeniu bilansu płatniczego. W porozumieniu SBA, zawieranym na okres maksymalnie do 3 lat, obowiązuje zasada wypłacania pomocy finansowej w transzach. W wyniku reform instrumentarium kredytowego MFW z marca 2009 r. zwiększono elastyczność porozumienia SBA, które może być od tego czasu wykorzystywane przez kraje członkowskie nie tylko w przypadku rzeczywistych, lecz także potencjalnych potrzeb bilansu płatniczego. Oznacza to, że porozumienie SBA może mieć również charakter ostrożnościowy, gdy kraj członkowski nie wypłaca w jego ramach środków, a jedynie traktuje to porozumienie jako instrument zwiększenia zaufania do realizowanej polityki gospodarczej oraz

ułatwienia dostępu do finansowania na międzynarodowym rynku finansowym (Gąsiorowski i in. 2013, s. 34).

Drugą najszerszej wykorzystywaną formą pomocy kredytowej MFW jest instrument finansowy rozszerzonego wsparcia (*Extended Fund Facility* – EFF). Instrument ten został utworzony w 1974 r. i stanowił formę pomocy finansowej dla krajów członkowskich MFW doświadczających trudności w zrównoważaniu bilansu płatniczego o charakterze strukturalnym, a więc długoterminowym. Podobnie jak w przypadku porozumień SBA dostęp do środków finansowych w ramach EFF uzależniony jest od oceny efektywności wdrażania programu dostosowawczego. Również i ten instrument obarczony jest zatem wadami charakterystycznymi dla zasady warunkowości. Pod wpływem doświadczeń globalnego kryzysu w 2012 r. Fundusz wydłużył okres przyznawanej w ramach tego instrumentu pomocy kredytowej do 4 lat. Wydłużenie okresu kredytowania uznano za wskazane, aby zapewnić krajom korzystającym z EFF wystarczająco dużo czasu na wdrożenie głębokich reform strukturalnych. W przeciwieństwie do porozumień SBA instrument EFF nie ma charakteru ostrożnościowego, a więc pomoc finansowa nie jest tu przyznawana w związku z potencjalnymi problemami w bilansie płatniczym. Okres kredytowania jest natomiast dłuższy niż w przypadku porozumień SBA.

Poza uelastycznieniem przedstawionych dwóch głównych instrumentów pomocy kredytowej, MFW w odpowiedzi na wyzwania związane z globalnym kryzysem finansowym i gospodarczym utworzył dwa nowe instrumenty kredytowe. Pierwszym z nich była Elastyczna Linia Kredytowa (*Flexible Credit Line* – FCL), którą utworzono w marcu 2009 r. w ramach przyjętego wówczas pakietu reform instrumentarium kredytowego Funduszu. FCL jest instrumentem ostrożnościowym, który zapobiegać ma wybuchowi i rozprzestrzenianiu się kryzysów finansowych w krajach o bardzo mocnych podstawach gospodarczych i finansowych. Z pomocy finansowej w ramach FCL mogą korzystać kraje spełniające rygorystyczne kryteria, zatem – w przeciwieństwie do porozumień SBA i EFF – instrument FCL oparty jest na zasadzie warunkowości *ex-ante* (*ex-ante conditionality*) (IMF 2018b, s. 29). Wśród warunków, które musi spełnić dany kraj, aby otrzymać dostęp do środków w ramach FCL, są m.in.: równowaga zewnętrzna, stały dostęp do finansowania na międzynarodowych rynkach finansowych, adekwatny poziom rezerw dewizowych, stabilność finansów publicznych i zrównoważona pozycja fiskalna, niski i stabilny poziom inflacji, dobra kondycja sektora bankowego oraz efektywny nadzór nad sektorem finansowym. Przyznanie dostępu do FCL oznacza, że cała kwota linii zostaje oddana do dyspozycji kraju członkowskiego, który samodzielnie podejmuje decyzję o skorzystaniu bądź nieskorzystaniu ze środków, do których ma otwarty dostęp w całym ustalonym okresie. Należy podkreślić, że wypłata środków przyznanych krajowi członkowskiemu w ramach FCL nie jest uwarunkowana realizacją reform. FCL cechuje zatem brak warunkowości *ex-post* (Gąsiorowski i in. 2013, s. 37–38).

Drugim utworzonym pod wpływem doświadczeń globalnego kryzysu instrumentem kredytowym MFW była Ostrożnościowa Linia Kredytowa (*Precautionary Credit Line* – PCL). PCL została utworzona w 2010 r. i stanowiła instrument finansowy przeznaczony dla krajów członkowskich, które nie spełniały rygorystycznych kryteriów przyznania pomocy kredytowej w ramach FCL. W przeciwieństwie do FCL państwa korzystające ze środków finansowych w ramach PCL musiały przyjąć warunki MFW dotyczące realizacji polityki budżetowej i finansowej. Instrument ten cechowała zatem warunkowość *ex-post* (*ex-post conditionality*), jej zakres był jednak znacznie mniejszy niż w przypadku porozumień SBA.

W listopadzie 2011 r. Rada Wykonawcza MFW podjęła decyzję o zastąpieniu PCL instrumentem bardziej elastycznym, a mianowicie Ostrożnościową Linią Płynnościową (*Precautionary and Liquidity Line* – PLL). Kryteria przyznania środków finansowych w ramach PLL oraz wysokość wsparcia PLL pozostały zasadniczo niezmiennione w stosunku do PCL. Zwiększenie elastyczności tego instrumentu polegało natomiast na wprowadzeniu możliwości wykorzystania środków również w przypadku wystąpienia rzeczywistej, a nie tylko potencjalnej, potrzeby związanej z koniecznością zrównoważenia bilansu płatniczego (Weiss 2018).

Instrumentem kredytowym utworzonym w następstwie globalnego kryzysu finansowego jest również Instrument Szybkiego Reagowania (*Rapid Financing Instrument* – RFI). Instrument ten stworzono w listopadzie 2011 r. i przeznaczony jest dla krajów członkowskich, które doświadczają pilnej potrzeby zrównoważenia bilansu płatniczego wynikającej z nadzwyczajnych okoliczności, takich jak klęski żywiołowe, konflikty lub gwałtowne zmiany cen towarów na rynkach światowych. RFI jest w związku z tym instrumentem krótkoterminowym. Z krótkoterminowego charakteru tego instrumentu wynika również fakt, że przyznanie pomocy finansowej nie wiąże się tu z koniecznością realizacji przez kraj członkowski programu dostosowawczego.

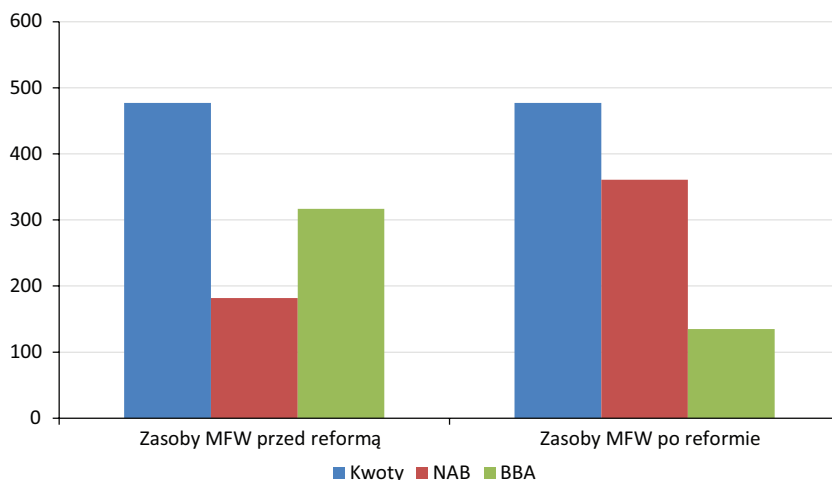
Jak już wspomniano, poza porozumieniami pożyczkowymi na zasadach ogólnych (*nonconcessional lending*), instrumentarium kredytowe MFW obejmuje również porozumienia pożyczkowe na zasadach preferencyjnych (*concessional lending*), które kierowane są do krajów najbiedniejszych. Porozumienia te, finansowane z funduszu *Poverty Reduction and Growth Trust* (PRGT), występują w trzech formach: *Extended Credit Facility*, *Stand-by Credit Facility* oraz *Rapid Credit Facility*. Należy jednak podkreślić, że wysokość wsparcia finansowego udzielanego w ramach porozumień pożyczkowych na zasadach preferencyjnych jest nieporównywalnie mniejsza niż wielkość pomocy finansowej przyznawanej w ramach porozumień pożyczkowych na zasadach ogólnych.

W kontekście dostarczania warunkowej płynności międzynarodowej przez MFW kluczowe znaczenie ma wielkość zasobów finansowych tej instytucji, która determinuje zdolność pożyczkową Funduszu. Podstawowym źródłem tych

zasobów pozostaje kapitał własny MFW będący sumą udziałów poszczególnych krajów członkowskich. Zasoby te określane są jako tzw. pierwsza linia obrony. Praktyka pokazała jednak, że zasoby te mogą nie być wystarczające w przypadku wystąpienia głębokiego globalnego kryzysu finansowego.

Pod wpływem globalnego kryzysu podjęto decyzję o niespotykanym dotąd zwiększeniu kapitału MFW. Rada Gubernatorów 15 grudnia 2010 r. zatwierdziła pakiet reform, który przewidywał w szczególności zwiększenie udziałów o 100% w ramach 14. generalnego przeglądu kwot udziałowych. W rezultacie całkowita wielkość kwot udziałowych krajów członkowskich MFW wzrosła z 238,5 mld SDR do 477 mld SDR (pakiet reform przyjętych w grudniu 2010 r. wszedł w życie dopiero 26 stycznia 2016 r.) (IMF 2017).

**Wykres 2.** Zasoby finansowe MFW przed i po wejściu w życie reformy 1 stycznia 2021 r. (w mld SDR)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW.

Fundusz może kreować warunkową płynność międzynarodową nie tylko z zasobów własnych (kwot udziałowych), lecz także korzystając z zasobów pożyczonych, na które składają się dwa elementy. Pierwszym z nich są Nowe Porozumienia Pożyczkowe (*New Arrangements to Borrow – NAB*), które stanowią tzw. drugą linię obrony, oraz bilateralne porozumienia pożyczkowe zawierane przez MFW z krajami o silnej pozycji gospodarczej (*Bilateral Borrowing Agreements – BBA*), stanowiące tzw. trzecią linię obrony. Po wejściu w życie reformy, 1 stycznia 2021 r., wielkość zasobów MFW – podobnie jak wielkość kwot udziałowych – pozostała na niezmiennym poziomie, natomiast zmieniła się struktura zasobów pożyczonych (zob. wykres 2). Wielkość środków dostępnych w ramach NAB została podwojona, natomiast w przypadku BBA zmniejszyła

się w stopniu zapewniającym utrzymanie dotychczasowego poziomu zasobów pożyczonych. Obecnie (dane z końca kwietnia 2021 r.) całkowite zasoby MFW wynoszą 973 mld SDR (ok. 1,37 bln USD) i składają się na nie kwoty udziałowe (477 mld SDR), NAB (361 mld SDR) oraz BBA (135 mld SDR) (IMF 2021, s. 58–59).

MFW ma jeszcze jedną możliwość w zakresie pozyskania kapitału. W razie konieczności Fundusz mógłby, bez zmiany swojego statutu, pozyskać finansowanie z rynku prywatnego, np. poprzez emisję papierów wartościowych. Fundusz, jak każda międzynarodowa instytucja finansowa, ma rating inwestycyjny AAA, a ponadto status uprzywilejowanego kredytodawcy (Życieńska, Grotte 2011).

Należy podkreślić, że bezprecedensowy kryzys wywołany przez COVID-19 spowodował ożywienie dyskusji na temat adekwatności zasobów MFW. Zasoby Funduszu w relacji do światowego PKB wynosiły w 2020 r. zaledwie 1,6%. Jednocześnie wartość rezerw dewizowych krajów członkowskich MFW w 2020 r. stanowiła 16,8% światowego produktu brutto.

## MFW jako ILOLR w okresie globalnego kryzysu finansowego

Międzynarodowy Fundusz Walutowy podejmował istotne działania mające na celu przeciwdziałanie skutkom globalnego kryzysu finansowego, w szczególności dostarczając gospodarce światowej międzynarodową płynność bezwarunkową i warunkową.

Kreacja przez MFW bezwarunkowej płynności międzynarodowej polegała na przeprowadzeniu aż dwóch nowych alokacji SDR, jednej ogólnej i jednej specjalnej. Pakiet ten zatwierdzony został na szczycie grupy G20 w Londynie w kwietniu 2009 r. Ogólna alokacja SDR została przeprowadzona proporcjonalnie do wielkości udziałów poszczególnych krajów. Wartość alokacji odpowiadała 250 mld USD, z czego 40% trafiło do krajów wschodzących i rozwijających się. Ponadto przeprowadzono tzw. specjalną alokację, która miała na celu przydzielenie SDR tym krajom, które przystąpiły do MFW po dokonaniu drugiej alokacji generalnej, a więc w szczególności byłym republikom radzieckim i krajom Europy Środkowo-Wschodniej. Propozycja specjalnej alokacji została formalnie zgłoszona w 1996 r., a Rada Gubernatorów przyjęła rezolucję w tej sprawie we wrześniu 1997 r. Jednakże do jej przeprowadzenia konieczna była zmiana statutu MFW w postaci czwartej poprawki, co oznaczało konieczność zmiany prawa międzynarodowego i wymagało ratyfikacji przez parlamenty krajów członkowskich Funduszu. Aby poprawka weszła w życie, ratyfikować musi ją co najmniej 60% członków dysponujących co najmniej 85% całkowitej liczby głosów.

W przypadku czwartej poprawki, która przewidywała zwiększenie światowych zasobów SDR o 21,4 mld SDR w ramach tzw. schematu M, Stany Zjednoczone skorzystały z możliwości, jakie daje im gwarantujące w praktyce prawo weta dysponowanie 16,74% głosów na forum MFW. Kierując się dążeniem do utrzymania roli dolara jako dominującej waluty międzynarodowej, kraj ten przez lata wstrzymywał się z ratyfikacją poprawki. Zmianę stanowiska Stanów Zjednoczonych przyniósł dopiero globalny kryzys i szczyt grupy G20 w Londynie w kwietniu 2009 r. W rezultacie w czerwcu 2009 r. Kongres USA dokonał ratyfikacji czwartej poprawki, co umożliwiło przeprowadzenie specjalnej alokacji we wrześniu 2009 r. (Jurek 2011, s. 345–346).

Kreacja warunkowej płynności międzynarodowej przez MFW wiązała się z przeprowadzeniem zmian w dotychczasowych instrumentach kredytowych Funduszu oraz utworzeniem nowych instrumentów pomocy finansowej dla krajów członkowskich. Reforma instrumentów pożyczkowych Funduszu została zatwierdzona przez Radę Wykonawczą MFW 24 marca 2009 r. Zmiany w systemie instrumentów kredytowych obejmowały w szczególności modyfikację zasad warunkowości udzielania pożyczek (*conditionality*), utworzenie nowego instrumentu o charakterze ostrożnościowym, a mianowicie Elastycznej Linii Kredytowej (*Flexible Credit Line – FCL*), a także zwiększenie elastyczności podstawowego instrumentu pożyczkowego, a mianowicie porozumienia pożyczkowego „Stand-by” (*Stand-By Arrangement – SBA*) (IMF 2009).

Z Elastycznej Linii Kredytowej do czasu koronakryzysu korzystały jedynie trzy kraje członkowskie, a mianowicie Polska, Meksyk i Kolumbia. Wobec poprawy sytuacji gospodarczej i dobrych perspektyw wzrostu gospodarczego, a także relatywnie wysokiego kosztu tego instrumentu, Polska podjęła w październiku 2017 r. decyzję o rezygnacji z FCL – do której dostęp miała od 2009 r., jednakże nigdy nie skorzystała z jej środków.

Znikoma była skala wykorzystania pozostałych nowych instrumentów pożyczkowych MFW. Jedyńm krajem, który uzyskał dostęp do Ostrożnościowej Linii Kredytowej (PCL) była Macedonia. Podobnie jedynym krajem, który skorzystał ze wsparcia w ramach Ostrożnościowej Linii Płynnościowej (PLL), było Maroko.

Przyczyny niewielkiego zainteresowania krajów członkowskich nowymi instrumentami kredytowymi MFW były wielorakie. Głównym powodem pozostawała w dalszym ciągu niechęć znacznej części krajów wschodzących i rozwijających się do korzystania z pomocy finansowej Funduszu, która spowodowana była negatywnymi doświadczeniami z wdrażania neoliberalnych warunków określonych w programach dostosowawczych. Wspomniane kraje od lat prowadzą politykę akumulacji rezerw walutowych stanowiącą swego rodzaju samodzielne zabezpieczenie się na wypadek wystąpienia kryzysu walutowego (*self-insurance*). Jednym z głównych powodów akumulacji rezerw dewizowych było naturalnie

dążenie do uniezależnienia się od pomocy finansowej MFW. Kraje wschodzące i rozwijające się dysponowały znaczącymi zasobami rezerw i mogły przeciwdziałać zjawiskom kryzysowym przy wykorzystaniu własnych środków. W związku z tym nie były zainteresowane korzystaniem z instrumentów pożyczkowych MFW (Wajda 2016).

Powodem niewielkiego zainteresowania krajów członkowskich nowymi instrumentami kredytowymi MFW były również rygorystyczne warunki *ex-ante* uzyskania pomocy finansowej. Należy podkreślić, że nowe formy pomocy, takie jak FCL i PLL, skierowane są przede wszystkim do krajów o solidnych fundamentach makroekonomicznych. Ponadto czynnikiem zmniejszającym popyt na instrumenty pożyczkowe MFW jest stygmatyzacja związana z korzystaniem z nich. Kraje korzystające z programów makroekonomicznych MFW postrzegane są bowiem jako takie, które mają nie tylko kłopoty gospodarcze, ale także trudności w pozyskaniu finansowania z innych źródeł, w szczególności rynkowych (De Gregorio i in. 2018, s. 45).

## MFW jako ILOLR w okresie koronakryzysu

MFW odgrywa znaczącą rolę w przeciwdziałaniu skutkom koronakryzysu. Wynika to z faktu, że wskutek tego kryzysu najbardziej ucierpiały kraje o niskich dochodach, które nie miały wystarczającej przestrzeni fiskalnej pozwalającej na realizację dużych pakietów antykryzysowych. Dla krajów tych MFW pełni bezsprzecznie funkcję ILOLR. Ponadto Fundusz zadeklarował gotowość wykorzystania całego swojego instrumentarium kredytowego i wszystkich swoich zasobów finansowych (tj. zarówno zasobów własnych, jak i zasobów pochodzących z pożyczek wielostronnych i dwustronnych) wynoszących ok. 1 bln USD. Tym samym uznać należy, że MFW *de facto* komunikował pełnienie przezeń funkcji ILOLR.

W początkowej fazie kryzysu pomoc dostarczana była przede wszystkim w ramach instrumentów finansowania awaryjnego (*Emergency Financing – EF*), tj. *Rapid Financing Instrument (RFI)* i *Rapid Credit Facility (RCF)*. Rada Wykonawcza MFW podjęła decyzję o zwiększeniu limitu dostępnych środków w ramach RFI i RCF (limit roczny zwiększono z 50% do 100% kwoty udziałowej, natomiast limit skumulowany ze 100% do 150% kwoty udziałowej). Ponadto uproszczono i przyspieszono procedury przyznawania pomocy finansowej przez Radę Wykonawczą w ramach RFI i RCF (IMF 2011). Należy jednak podkreślić, że brak warunkowości w przypadku finansowania awaryjnego powoduje wzrost ryzyka kredytowego dla MFW (ze względu na często bardzo wysoki poziom zadłużenia krajów beneficjentów przed koronakryzysem), a także rodzi wątpliwości, czy w krajach słabo rozwiniętych z rozpowszechnioną korupcją środki pożyczkowe w MFW zostaną odpowiednio wykorzystane.

Instrumenty wchodzące w zakres finansowania awaryjnego, pomimo że nie są objęte typową warunkowością, są zaliczane do płynności warunkowej, gdyż wymagają złożenia przez dany kraj wniosku, który jest rozpatrywany przez Radę Wykonawczą. Fundusz prowadzi monitoring wydatkowania środków z RFI i RCF, w szczególności po to, aby upewnić się, że władze krajowe przestrzegają reguł należytego zarządzania oraz że funkcjonują adekwatne mechanizmy przeciwdziałania korupcji. Istotną wadą instrumentów EF jest niewielki pułap dostępnych środków, za to ich podstawową zaletą pozostaje brak konieczności negocjowania i wdrażania makroekonomicznego programu dostosowawczego.

MFW dysponuje także funduszem powierniczym *Catastrophe Containment and Relief Trust* (CCRT), w ramach którego mogą być udzielane granty służące finansowaniu obsługi zadłużenia najbiedniejszych krajów dotkniętych przez katastrofy naturalne i epidemie. Źródłem środków dostępnych w ramach tego funduszu są kontrybucje silniejszych gospodarczo państw członkowskich. CCRT został utworzony w odpowiedzi na epidemię eboli w Afryce w 2015 r. Jednakże finansowanie obejmowało wówczas tylko trzy kraje (Gwinea, Liberia i Sierra Leone). Fundusz ten nie był przewidziany dla tak dużej liczby krajów objętej pandemią, jak ma to miejsce w przypadku COVID-19. Na początku koronakryzysu CCRT pozostawał znacząco niedofinansowany, jednakże wskutek wysiłków ze strony MFW jego zasoby zostały uzupełnione. W efekcie 29 najbiedniejszych krajów otrzymało finansowanie w ramach CCRT, co pozwoliło na wykorzystanie dostępnych środków na walkę z kryzysem. W październiku 2021 r. Rada Wykonawcza MFW zatwierdziła czwartą transzę umorzenia obsługi zadłużenia dla 24 państw członkowskich o niskich dochodach, w oparciu o finansowanie z funduszu powierniczego *Catastrophe Containment and Relief Trust* (CCRT). Pierwsza, druga i trzecia transza umorzenia obsługi zadłużenia obejmowały łącznie okres od kwietnia 2020 r. do października 2021 r. (IMF 2021).

Szczególnie istotnym symptomem pełnienia przez MFW funkcji ILOLR było przyznanie Chile i Peru dostępu do finansowania w ramach elastycznej linii kredytowej w maju 2020 r. Znaczenie tego posunięcia wynika z faktu, że limity dostępu w obu przypadkach są niezmiernie wysokie. W przypadku Chile limit dostępu do finansowania w ramach FCL wynosi aż 1000% kwoty udziałowej, natomiast w przypadku Peru jest to 600% kwoty udziałowej (IMF 2020a; IMF 2020b). Argumentacja Funduszu opiera się na stwierdzeniu, że oba kraje posiadają bardzo silne fundamenty makroekonomiczne i ich władze realizują odpowiedzialną politykę makroekonomiczną. Jednakże należy podkreślić, że MFW nie byłby w stanie postępować podobnie w przypadku zbyt wielu krajów ze względu na ograniczoność zasobów Funduszu i ryzyko utraty przezeń płynności, jeśli poszczególne kraje zaczęłyby wykorzystywać finansowanie przyznane w ramach FCL. Świadczy to o istotnych ograniczeniach dla pełnienia przez MFW funkcji ILOLR.



W ramach strategii przeciwdziałania koronakryzysowi MFW utworzył nowy instrument pożyczkowy – *Short-Term Liquidity Line* (SLL). Instrument uzupełniać ma lukę w globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego. Ma on zapewnić państwom o silnych fundamentach gospodarczych dodatkową płynność finansową w sytuacji umiarkowanych i tymczasowych problemów bilansu płatniczego. Celem nowego instrumentu są: zabezpieczenie przed potencjalnymi i umiarkowanymi szokami płynnościowymi, ograniczenie nadmiernej akumulacji rezerw, a także ułatwienie wyjścia z elastycznej linii kredytowej (FCL), zmniejszając tym samym presję na dostępne zasoby finansowe MFW. W ramach SLL dostęp do finansowania na poziomie maksymalnie 145% kwoty udziałowej udzielany jest na 12 miesięcy, jednakże jest to linia odnawialna. Ma ona charakter podobny do swapa banków centralnych. Dostęp do SLL posiadają tylko kraje o silnych fundamentach makroekonomicznych, które prowadzą odpowiedzialną politykę makroekonomiczną. Wysokie kryteria kwalifikacyjne (warunkowość *ex ante*) upodobią ten instrument do FCL. Ponadto charakterystyczny jest także brak warunkowości *ex post* oraz przeglądów okresowych, w związku z czym kraje korzystające z SLL nie są narażone na stygmatyzację towarzyszącą finansowaniu w ramach tradycyjnych programów MFW (IMF 2020c).

Prowadząc działania mające na celu przeciwdziałanie skutkom koronakryzysu, MFW od początku rozważał przeprowadzenie ogólnej alokacji SDR, podobnie jak miało to miejsce podczas globalnego kryzysu finansowego w 2009 r. Początkowo poparcie dla tej propozycji wśród państw członkowskich było ograniczone, w szczególności propozycję zablokował sprzeciw ówczesnej administracji amerykańskiej. Jednak zasadniczą zmianę przyniósł zwrot w nastawieniu administracji USA po wyborach prezydenckich, wpisujący się w szerszy powrót do wspierania multilateralizmu. Poparcie Stanów Zjednoczonych zaowocowało przyspieszeniem prac nad alokacją SDR – 2 sierpnia 2021 r. Rada Gubernatorów formalnie ją zatwierdziła we wspomnianej wysokości 456,5 mld SDR (ok. 650 mld USD). Rezolucja o przeprowadzeniu ogólnej alokacji SDR weszła w życie 23 sierpnia 2021 r. Jest to największa w historii MFW alokacja SDR. Nowo wykreowane SDR przydzielone zostały państwom członkowskim MFW proporcjonalnie do wysokości ich kwot udziałowych. Należy podkreślić, że 193 mld SDR (ok. 275 mld USD) przypadło gospodarkom wschodzącym i rozwijającym się, w tym krajom o niskim poziomie dochodu.

Równolegle MFW prowadzi prace nad rozwiązaniem umożliwiającym transfer części alokowanych SDR przez kraje o silnych pozycjach zewnętrznych na rzecz krajów o niskim poziomie dochodu. Wynika to z faktu, że kraje te nie mają dostępu do finansowania na międzynarodowym rynku finansowym na korzystnych warunkach i tym samym SDR stanowią dla nich istotny mechanizm pozyskiwania płynności międzynarodowej. Z drugiej strony kraje o silnych pozycjach zewnętrznych nie wykorzystują przyznanych im SDR. W związku z tym MFW

zapropował utworzenie nowego funduszu powierniczego *Resilience and Sustainability Trust* (RST), którego celem byłoby zwiększenie odporności gospodarek na szoki i zapewnienie zrównoważonego wzrostu w perspektywie długoterminowej (IMF 2022).

## Porozumienia swapowe banków centralnych jako niezinstytucjonalizowany ILOLR

Jak już wspomniano, do czasu globalnego kryzysu finansowego generalnie istniała zgodność, że MFW pełni funkcję globalnego pożyczkodawcy ostatniej instancji. Kryzys spowodował, że taką rolę MFW podano w wątpliwość ze względu na ograniczone zasoby finansowe oraz potrzebę elastyczności w zapewnianiu dostępu do płynności. Jednocześnie porozumienia o swapach walutowych zawierane pomiędzy bankami centralnymi najważniejszych gospodarek świata stanowiły jeden z najistotniejszych instrumentów walki z globalnym kryzysem finansowym. Z. Polański (2012) uznaje globalną sieć porozumień swapowych za „prawdziwego” ILOLR, gdyż została ona utworzona przez banki centralne, które posiadają uprawnienia do nieograniczonej kreacji pieniądza.

W okresie globalnego kryzysu finansowego swapy walutowe miały na celu dostarczenie krajowym bankom komercyjnym płynności w walutach obcych wobec braku możliwości jej pozyskania na rynku międzybankowym. Fundamentalne znaczenie miały kontrakty z bankami centralnymi krajów będących emitentami kluczowych walut międzynarodowych. W rezultacie w okresie kryzysu powstały cztery sieci porozumień swapowych obejmujące sieć Systemu Rezerwy Federalnej, sieć Europejskiego Banku Centralnego, sieć Narodowego Banku Szwajcarii oraz sieć Banku Japonii. Wspomniane sieci tworzyły globalną sieć swapów, co świadczy o wyjątkowej roli i potencjale tego instrumentu jako źródła płynności międzynarodowej (Allen, Moessner 2010).

Najważniejszą rolę w zasilaniu w płynność międzynarodową w okresie kryzysu odegrał System Rezerwy Federalnej (Fed), nie tylko ze względu na dominującą pozycję dolara jako waluty rezerwowej, lecz przede wszystkim z uwagi na skalę i zakres porozumień swapowych. Pierwsze tego typu porozumienia podpisano w grudniu 2007 r., a następnie poszerzano ich zakres geograficzny oraz zwiększano limity dostępnych środków wraz z pogarszaniem się sytuacji na rynkach finansowych. Wszystkie zawarte przez Fed porozumienia swapowe miały charakter tymczasowy (*temporary swap arrangements*) i wygasły 1 lutego 2010 r. (Skopiec 2016).

Pomimo że euro pozostaje drugą najważniejszą walutą międzynarodową, sieć swapów walutowych Europejskiego Banku Centralnego była nieporównywalnie

mniejsza niż w przypadku Fed. Porozumienia swapowe miały zakres geograficzny ograniczony do krajów europejskich, a ich wartość była wielokrotnie niższa niż w przypadku swapów zawieranych przez Fed.

Spośród czterech wspomnianych sieci porozumień swapowych bez wątpienia najważniejszą rolę odegrały umowy zawarte przez Fed. Swapy banku centralnego Stanów Zjednoczonych były nie tylko wyjątkowo liczne, lecz także przewidywały dostarczenie największej ilości płynności międzynarodowej. Z tego powodu określa się Fed mianem globalnego pożyczkodawcy ostatecznej instancji w okresie kryzysu finansowego (McDowell 2012; Broz 2015). Wielu ekonomistów uważa, że roli tej nie odegrał MFW. Stało się tak pomimo utworzenia przez Fundusz dodatkowych i bardziej elastycznych źródeł pomocy finansowej. Wyjaśnieniem tego zjawiska jest przede wszystkim brak zainteresowania poszczególnych krajów, w szczególności krajów wschodzących i rozwijających się, korzystaniem ze środków MFW, co wynikało z negatywnej oceny programów dostosowawczych Funduszu i „niereprezentatywności” jego organów, a także stygmatyzacją krajów korzystających z pomocy kredytowej Funduszu (Duran 2015). Należy jednak podkreślić, że Fed nigdy oficjalnie nie potwierdził, że pełni funkcję globalnego pożyczkodawcy ostatecznej instancji. Przede wszystkim nie ma prawnej możliwości, aby Fed oficjalnie przyjął taką funkcję. Ponadto najprawdopodobniej nie byłoby do tego wystarczającej woli politycznej.

Porozumienia swapowe zawierane podczas globalnego kryzysu przez banki centralne emitujące najważniejsze waluty międzynarodowe charakteryzowały w szczególności dwie cechy. Po pierwsze, umowy te zawierano ad hoc, po drugie czasowy zakres ich obowiązywania był bardzo ograniczony. Linie swapowe stanowiły instrument zarządzania kryzysowego i nie miały stałego charakteru. Nie zostały pomyślane jako element reformy międzynarodowego systemu walutowego, który miałyby rozwiązać problem braku efektywnego ILOLR. Jednakże mając na uwadze skuteczność porozumień swapowych w dostarczaniu wsparcia płynnościowego w czasie kryzysu, postulowano przekształcenie ich w stały element międzynarodowego systemu walutowego, do czego niezbędna była jednak ich formalizacja i instytucjonalizacja (Fahri i in. 2011). W niektórych propozycjach postulowano nawet uczynienie z sieci porozumień swapowych swego rodzaju zbiorowego ILOLR opartego na współpracy najważniejszych banków centralnych.

W kontekście uczynienia z linii swapowych stałego elementu międzynarodowego systemu walutowego kluczowe znaczenie miało podpisanie w październiku 2013 r. porozumienia o utworzeniu stałej sieci swapów walutowych o nieograniczonym dostępie do płynności w określonej walucie pomiędzy Fed, EBC, Bankiem Anglii, Narodowym Bankiem Szwajcarii, Bankiem Japonii i Bankiem Kanady (Hennig 2015). Po ustabilizowaniu się kryzysu w strefie euro wspomniana sieć stałych linii swapowych pozostała nadal aktywna, jednakże banki

centralne praktycznie z niej nie korzystały do marca 2020 r. Wówczas nastąpiło gwałtowne pogorszenie dostępu do płynności dolarowej na rynku, co skłoniło wspomniane banki centralne do wydania 15 marca oświadczenia o zmniejszeniu kosztów transakcji w ramach stałej sieci linii swapowych. Ponadto 19 marca Fed zawarł porozumienia o tymczasowych swapach walutowych z dziewięcioma bankami centralnymi<sup>2</sup>. Porozumienia te były następnie przedłużane do końca grudnia 2021 r., jednakże wielkość płynności dolarowej udostępnionej przez Fed wiosną i latem 2020 r. była mniejsza niż w latach 2008–2010 (Gislén i in. 2021).

Pełnienie przez linie swapowe banków centralnych funkcji ILOLR ma jednak istotne ograniczenia. Bank centralny, który dostarcza płynność, jest narażony na ryzyko kraju (*sovereign country risk*) związane z pożyczaniem środków zagranicznemu bankowi centralnemu. W związku z tym beneficjentami tych porozumień są głównie banki krajów wysoko rozwiniętych oraz niektóre banki centralne gospodarek wschodzących. Większość krajów nie ma natomiast dostępu do wsparcia płynnościowego w ramach linii swapowych. W tym kontekście widoczne są atuty MFW wynikające z uniwersalnego charakteru tej instytucji, która dostarcza wsparcia finansowego, w szczególności finansowania awaryjnego, wszystkim krajom członkowskim.

W związku z pozytywnymi doświadczeniami oraz ogromnymi możliwościami dostarczania przez globalną sieć porozumień swapowych banków centralnych płynności międzynarodowej, lecz także wspomnianymi ograniczeniami charakteryzującymi ten mechanizm, pojawiło się wiele postulatów przekształcenia ich w bardziej trwałą i przewidywalny mechanizm zasilania płynnościowego. Chodzi przede wszystkim o sformalizowanie i zinstytucjonalizowanie globalnej sieci linii swapowych. Struktura taka mogłaby mieć albo charakter zdecentralizowany i opierać się na bilateralnych porozumieniach poszczególnych banków centralnych, albo scentralizowany i koordynowany przez wyznaczoną instytucję. Główną wadą struktury zdecentralizowanej byłoby wyłączenie z sieci wielu banków centralnych o niższej wiarygodności. W koncepcjach instytucjonalizacji globalnej sieci porozumień swapowych przeważają zatem głosy za strukturą scentralizowaną. E. Fahri i in. (2011, s. 36–39) proponują zastąpienie obecnej sieci porozumień swapowych strukturą gwiazdzystą, gdzie MFW stanowiłby centrum systemu. Nie dziwi tutaj propozycja nadania tej roli Funduszowi, gdyż zapewne Fed nie chciałby oficjalnie przyjąć tej funkcji. W zaproponowanym przez tego badacza rozwiązaniu to MFW zawierałby porozumienia o swapach walutowych zarówno z bankami centralnymi dostarczającymi płynności, jak i zgłaszającymi popyt na płynność. Fundusz odpowiadałby zatem za redystrybucję płynności.

---

<sup>2</sup> Były to te same banki centralne, z którymi Fed zawarł porozumienia o swapach walutowych w czasie globalnego kryzysu finansowego, tj. banki centralne Australii, Brazylii, Danii, Korei Płd., Meksyku, Norwegii, Nowej Zelandii, Singapuru i Szwecji.

E. Truman (2010), opowiadając się za znaczącym zwiększeniem roli MFW jako ILOLR, zaproponował natomiast stworzenie podobnego mechanizmu, ale opartego na SDR. Mianowicie MFW powinien być upoważniony do „tymczasowej” emisji SDR i zawierania transakcji swapowych z bankami centralnymi będącymi emitentami walut wchodzących w skład koszyka SDR. Fundusz dostarczałby tym bankom SDR w zamian za emitowane przez nie waluty międzynarodowe. Następnie Fundusz udostępniłby płynność w tych walutach innym bankom centralnym (tj. tym, z którymi ze względu na podwyższony poziom ryzyka kraju banki emitujące waluty rezerwowe nie będą zawierały porozumień swapowych). Takie rozwiązanie wydaje się jednak mało prawdopodobne ze względu na ograniczone możliwości kreacji SDR.

## Podsumowanie

MFW jest obecnie jedyną międzynarodową instytucją finansową predysponowaną do pełnienia funkcji ILOLR. Fundusz posiada zdolność kreacji zarówno bezwarunkowej, jak i warunkowej płynności międzynarodowej. Zarówno w okresie globalnego kryzysu finansowego, jak i koronakryzysu Fundusz dostarczał płynności w obu tych obszarach. MFW podjął także szereg działań zwiększających możliwości pełnienia przezeń funkcji ILOLR. Ponadto Fundusz oficjalnie deklaruje, że pełni rolę globalnego pożyczkodawcy ostatecznej instancji. Określa się również mianem centralnego ogniwa globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego.

Przeprowadzona analiza dowodzi, że MFW pełni funkcję ILOLR jedynie w ograniczonym zakresie, stąd słuszne jest określanie go mianem quasi globalnego pożyczkodawcy ostatecznej instancji.

Fundusz dostarczył gospodarce światowej bezwarunkową płynność międzynarodową w formie alokacji SDR zarówno w czasie globalnego kryzysu finansowego, jak i w czasie koronakryzysu. W tym zakresie funkcjonowanie MFW jako ILOLR należy ocenić zdecydowanie pozytywnie. MFW podejmował także istotne działania zmierzające do dostarczenia krajom członkowskim warunkowej płynności międzynarodowej w postaci pożyczek i linii kredytowych.

Analiza działalności kredytowej MFW pokazuje jednak, że beneficjentami finansowania MFW są głównie kraje rozwijające się o niskim poziomie dochodu. Co prawda MFW dostarczył pomocy kredytowej europejskim gospodarkom wysoko rozwiniętym w czasie globalnego kryzysu finansowego, jednakże obecnie działalność kredytowa MFW ograniczona jest głównie do gospodarek wschodzących i krajów rozwijających się.

Ponadto jednym z warunków sprawnego funkcjonowania MFW jako ILOLR jest odpowiednia legitymizacja Funduszu. Obecnie kwestia ta pozostaje problematyczna ze względu na nadreprezentację gospodarek wysoko rozwiniętych

(głównie Europy i USA) w sile głosów w Radzie Gubernatorów. Wraz ze wzrostem pozycji największych gospodarek wschodzących w gospodarce światowej stały się one niedoreprezentowane w odniesieniu do siły głosów w MFW. Kluczową rolę w rozwiązaniu tego problemu odegrać może szesnasty przegląd kwot udziałowych, który ma zakończyć się w grudniu 2023 r. W ramach tego przeglądu rozważane jest nie tylko zwiększenie kwot udziałowych, lecz także zmiany w formule obliczania tych kwot i przesunięcia pomiędzy kwotami krajów nadreprezentowanych i niedoreprezentowanych.

Barierą dla pełnienia przez MFW roli ILOLR są ograniczone zasoby tej instytucji, które stanowiły zaledwie 1,6% światowego PKB w 2020 r. Są to przede wszystkim środki pochodzące z kwot udziałowych państw członkowskich (zasoby własne) oraz środki, które MFW może pożyczyć od silnych gospodarczo krajów członkowskich (w ramach pożyczek wielostronnych i dwustronnych). Należy podkreślić, że MFW posiada ograniczoną zdolność do mobilizacji zasobów i proces ten jest zazwyczaj długotrwały (zwiększenie kwot udziałowych wymaga decyzji Rady Gubernatorów podjętej większością przynajmniej 85% głosów). Zatem MFW nie ma zdolności do szybkiej mobilizacji zasobów, co znacząco zmniejsza zdolność tej instytucji do pełnienia funkcji ILOLR w czasie kryzysów.

Problemem w pełnieniu przez MFW funkcji ILOLR jest również czasochłonność prac nad programami pomocowymi, gdyż negocjacje ich dotyczące potrafią trwać do kilku miesięcy. Skuteczność działania LOLR wymaga natomiast szybkiego dostarczenia wsparcia płynnościowego. W przypadku warunkowej płynności międzynarodowej dostarczanej przez MFW nie bez znaczenia jest tzw. efekt stygmatyzacji. Kraje korzystające z programów makroekonomicznych MFW postrzegane są bowiem jako takie, które mają nie tylko kłopoty gospodarcze, lecz także trudności w pozyskaniu finansowania z innych źródeł, zwłaszcza rynkowych.

Szczególną barierą dla pełnienia przez MFW funkcji ILOLR jest fakt, że Fundusz nie emituje własnej waluty o zasięgu światowym, nie jest globalnym bankiem centralnym i nie posiada zdolności do nieograniczonej kreacji pieniądza. Ze względu na powyższe ograniczenia zasadne wydaje się określanie MFW jako quasi globalnego pożyczkodawcy ostatecznej instancji.

Jednakże MFW jest instytucją, a jej członkostwo ma charakter powszechny (190 krajów). Fundusz posiada również możliwość koordynowania działań na poziomie międzynarodowym. Te cechy można uznać za czynniki, które stanowią podstawę dla rozwijania działalności MFW jako ILOLR. W wielu koncepcjach proponuje się zinstytucjonalizowanie globalnej sieci swapów walutowych banków centralnych i nadania MFW roli koordynatora takiego mechanizmu ILOLR. Tego rodzaju konstrukcja łączyłaby zalety sieci swapów ze względu na prawo tworzących ją banków centralnych do nieograniczonej emisji pieniądza, jak również zalety MFW wynikające ze zinstytucjonalizowanej formy i uniwersalnego charakteru, a także doświadczenia i zaplecza analitycznego.

## Bibliografia

- Allen W., Moessner R. (2010), *Central Bank Cooperation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008–9*, Bank for International Settlements, Special Paper No. 187. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1631791>
- Bilski J. (2006), *Międzynarodowy system walutowy. Kierunki ewolucji*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Bogołębska J. (2008), *Bank centralny jako pożyczkodawca ostatniej instancji. Współczesne dylematy realizacji funkcji*, „Folia Oeconomica”, nr 221.
- Bogołębska J. (2020), *Stabilność międzynarodowego systemu walutowego. Problemy i kierunki reformy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Broz L. (2015), *The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007–2010*, Systemic Risk Centre, Discussion Paper No. 30.
- Cohen B. (2004), *The Macroeconomic Foundation of Monetary Power*, University of California At Santa Barbara.
- De Gregorio J., Eichengreen B., Takatoshi I., Wyplosz C. (2018), *IMF Reform: The Unfinished Agenda*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Duran C. (2015), *The International Lender of Last Resort for Emerging Countries: A Bilateral Currency Swap?*, The Global Economic Governance Programme Working Paper No. 2015/108, University of Oxford.
- Eichengreen B. (2002), *Financial crises and what to do about them*, Oxford University Press, Oxford. <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780199257430.001.0001>
- Farhi E., Gourinchas P-O., Rey H. (2011), *Reforming the International Monetary System*, Centre for Economic Policy Research, London.
- Fischer S. (1999), *On the Need for an International Lender of Last Resort*, „Journal of Economic Perspectives”, 13(4), Fall 1999. <https://doi.org/10.1257/jep.13.4.85>
- Fleming J.M. (1961), *International Liquidity: Ends and Means*, International Monetary Fund, Staff Papers, Vol. 8, Washington, DC. <https://doi.org/10.2307/3866041>
- Frankiewicz D. (2016), *Instytucja pożyczkodawcy ostatniej instancji – na przykładzie Międzynarodowego Funduszu Walutowego*, „Studia i Prace Kolegium Ekonomiczno-Społecznego”, nr 4(28), Szkoła Główna Handlowa w Warszawie. <https://doi.org/10.33119/KKESiP.2016.4.8>
- Freixas X., Parigi B.M. (2014), *Lender of Last Resort and Bank Closure Policy: A Post-Crisis Perspective*, The Oxford Handbook of Banking. <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199688500.013.0020>
- Gąsiorowski P., Grotte M., Frankiewicz D., Życieńska A., Walasik A. (2013), *Doświadczenia instrumentarium, zasad działania i zasobów Międzynarodowego*

*Funduszu Walutowego w reakcji na światowy kryzys finansowy i gospodarczy*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.

- Gislén M., Hansson I., Melander O. (2021), *Dollar liquidity from the Federal Reserve to other central banks*, „Sveriges Riksbank Economic Review”, No. 1.
- Grotte M., Życieńska A. (2011), *Międzynarodowy Fundusz Walutowy i stojące przed nim wyzwania*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- Hennig R. (2015), *The Global Liquidity Safety Net. Institutional Cooperation on Precautionary Facilities and Central Bank Swaps*, Centre for International Governance Innovation, Working Paper No. 5.
- Humprey T.M. (1989), *Lender of Last Resort: The Concept in History*, „Economic Review” March/April 1989.
- IMF (2009), *Press Release No. 09/85*, International Monetary Fund, Washington, 24.03.2009. <https://doi.org/10.5089/9781451808964.002>
- IMF (2011), *Articles of Agreement*, Washington, DC.
- IMF (2017), *IMF Quotas*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (2018a), *IMF Annual Report 2018: Building a Shared Future*, Washington, DC.
- IMF (2018b), *IMF Financial Operations 2018*, Washington, DC.
- IMF (2020a), *IMF Executive Board Approves Two-Year US\$23.93 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Chile*, Press Release No. PR20/227, Washington, DC. <https://doi.org/10.5089/9781513545998.002>
- IMF (2020b), *IMF Executive Board Approves Two-Year US\$11 Billion Flexible Credit Line Arrangement for Peru*, Press Release No. PR20/224, Washington, DC.
- IMF (2020c), *IMF COVID-19 Response – A New Short-Term Liquidity Line to Enhance the Adequacy of the Global Financial Safety Net*, Washington, DC.
- IMF (2021), *Build Forward Better, IMF Annual Report 2021*, Washington, DC.
- IMF (2022), *A New Trust to Help Countries Build Resilience and Sustainability*, <https://blogs.imf.org/2022/01/20/a-new-trust-to-help-countries-build-resilience-and-sustainability/> (data dostępu: 25.01.2022).
- Jurek M. (2011), *Międzynarodowy system walutowy i systemy kursowe w warunkach integracji finansowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.
- McDowell D. (2012), *The US as Sovereign International Last-Resort Lender: The Fed's Currency Swap Programme during the great panic of 2007–2009*, „New Political Economy”, 17(2). <https://doi.org/10.1080/13563467.2010.542235>
- Polański Z. (2012), *Przemiany funkcji pożyczkodawcy ostatniej instancji w czasie kryzysu*, [w:] W.L. Jaworski, A. Szelałowska (red.), *Bankowość centralna*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.



- Scheubel B., Stracca L. (2016), *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, Occasional Paper Series No. 177, September 2016, European Central Bank, Frankfurt am Main. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2843608>
- Skopiec D. (2016), *Znaczenie porozumień swapowych banków centralnych w tworzeniu oficjalnej płynności międzynarodowej*, „International Business and Global Economy”, No. 35/2, University of Gdańsk.
- Skopiec D. (2017), *Akumulacja rezerw dewizowych we współczesnej gospodarce światowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Stawasz-Grabowska E. (2018), *Pożyczkodawca ostatniej instancji w strefie euro. Nowa rola Europejskiego Banku Centralnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź. <https://doi.org/10.18778/8142-420-2>
- Szczepańska O. (2008), *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe SCHOLAR, Warszawa.
- Truman E. (2010), *The G-20 and International Financial Institution Governance*, Working Paper No. WP 10–13, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1681547>
- Truman E. (2013), *Enhancing the global financial safety net through central-bank cooperation*, <https://voxeu.org/article/enhancing-global-financial-safety-net-through-central-bank-cooperation> (data dostępu: 24.02.2022).
- Wajda M. (2016), *Działalność stabilizacyjna Międzynarodowego Funduszu Walutowego w latach 2008–2014*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 266.
- Weiss M.A. (2018), *The International Monetary Fund*, Congressional Research Service, Washington, DC.
- Willimason J. (2004), *A Short History of the Washington Consensus*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Zygierewicz M. (2008), *Pożyczkodawca ostatniej szansy*, „Bezpieczny Bank”, nr 2(37).

## Summary

### International Monetary Fund as a quasi global lender of last resort

The purpose of this article is to analyze the capacities of the International Monetary Fund (IMF) related to the international lender of last resort (ILOLR) as well as to assess the measures that the Fund has taken in this regard during the global financial crisis (GFC) and the corona crisis. The thesis of this article is that the IMF remains the only international financial institution that is predisposed to act

as ILOLR, however the Fund is able to do so only to a limited extent. The author has analyzed determinants and abilities of the IMF to perform the function of ILOLR. In this respect, creation of both unconditional and conditional international liquidity by the Fund was assessed. Subsequently, measures adopted by the IMF during the GFC and the corona crisis in both these areas have been analyzed. The author has pointed out that these undertakings have enhanced the Fund's role as ILOLR. Nevertheless, barriers to the IMF's role as ILOLR have been also identified. The analysis carried out lends support to the assertion that the IMF acts as ILOLR only to a limited extent and therefore it is substantiated to apply a term of quasi ILOLR with reference to the Fund.

**Keywords:** international monetary system, lender of last resort, international currency, international liquidity, financial stability, currency swap.

# Female business angels in Europe: Identifying barriers and opportunities for institutional support

---

Oliwia Witecka\* 

Tomasz Sosnowski\*\* 

## Summary

The purpose of this article is to present and assess the context of the investment of business angels in Europe from the perspective of women. Thus, the analysis covers the reasons for lower activity of women among business angels, identifies the main barriers hindering the growth of this informal part of the venture capital market, and then identifies potential opportunities for institutional support of women's activity among business angels on selected European markets by indicating practical initiatives in this area. The subject of the analysis is European organizations that unite women business angels, and the characteristics of their performance are carried out based on data made available by these institutions.

The number of women investing in the business angel market in Europe is still relatively low, and the vast majority of investors are men. Previous research suggests that there is a positive correlation between the number of women investors and the number of women building and developing their own businesses. As a result, more and more initiatives and organizations supporting and bringing

---

\* Oliwia Witecka, Finance and International Business student, University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, UL0240017@edu.uni.lodz.pl; oliwiawitecka@interia.pl, <https://orcid.org/0000-0002-0228-804X>

\*\* Dr Tomasz Sosnowski, University of Lodz, Faculty of Economics and Sociology, Department of International Investments and Finance, tomasz.sosnowski@uni.lodz.pl, <http://orcid.org/0000-0001-5610-0404>



together women investors are emerging in Europe, providing opportunities to engage with women business founders. The growth of this part of the business angel market is relatively high, and every year more and more initiatives and ideas are created to support women in business. Women investors in the business angel market develop their skills, look for new challenges, and are willing to support other women who want to act as business angels.

**Keywords:** venture capital, female entrepreneurship, women business angel, business angels networks, glass ceilings.

**JEL:** G24, G11, G29

## Introduction

The importance of women's entrepreneurship from both an economic and social standpoint is recognized worldwide. Such an activity contributes to decreasing unemployment, improving the social status of women, and increasing the quality of social life in general (Xie et al. 2021, p. 470). However, there is a significant gender gap in entrepreneurial activities. According to Global Entrepreneurship Monitor, in most economies, new businesses are likely to have men as the principal founder and the lowest rates of early-stage female entrepreneurship are currently observed in Italy and Poland (Global Entrepreneurship Monitor 2020/2021). Given that this conclusion is the result of comparing all economies around the world, so the need to embrace an inclusive approach in entrepreneurship is important for Europe.

Gender differences in entrepreneurship are very often explained based on social role theory and specific characteristics attributed to women, such as a lower propensity to compete and being less willing to take risks (Wawryszak-Misztal 2021). Recent studies have highlighted the importance of factors contributing to "glass ceilings", known as gender biases, that affect investment and financial decisions of early-stage investors. In fact, male investors tend to show less interest in the business concepts of female entrepreneurs compared to markedly similar business proposals of men (Ewens & Townsend 2020). Gompers & Wang suggest that investor bias is a likely critical factor that contributes to women's difficulty in raising capital for business growth, and they link the presence of the entrepreneurial gap and the lack of women entrepreneurs to the fact that few venture capital investors are women (Gompers & Wang 2017, p. 39). Linking this remark to the fact that female investors tend to show greater interest in female entrepreneurs (Ewens & Townsend 2020), it is important to recognize the role of women among active participants in the venture capital market as a capital provider, especially in the informal parts.

The main purpose of the paper is to provide some insight into the investments of business angel markets in Europe from the female perspective. To do this, first, we question the main reasons for the lower activity of female investors among business angels, and we seek to identify the main barriers that prevent further change. Although interest in this informal part of the venture capital market is becoming increasingly apparent among business peers, and the presence of women is increasingly recognized in the business world, the number of female investors in the angel investment market is still relatively low. Then, we turn our attention to identifying potential institutional support for women's activity among business angels and answer the question of what practical initiatives are taken in selected European markets in this matter. As far as we know, the issue of women angel investors receives attention, and many local business networks undertake various activities to overcome the current disadvantage. However, knowledge of this is relatively fragmented and often does not reach those potentially affected.

This paper contributes to the literature on female entrepreneurship and the role of women in the venture capital market. This article will be of interest to those responsible for setting rules and recommendations that support the financing and development of companies with a high growth potential. It focuses the attention of people who actively promote the development of the venture capital market, both internationally and in regional/domestic markets, as well as those who support diversity and equality in business.

The cognitive objectives of the article in the theoretical analysis layer have been achieved through a critical analysis of the current literature relating to the topic of business angels. The empirical part of the study consists of the multi-criteria characteristics of specific initiatives and a comparative analysis of information provided directly by the organizations that undertake activities for the presence of women in the world of business angels in selected European countries. The main source of information includes specific reports and the official websites of business networks associating business angels and female entrepreneurs.

The structure of the paper is guided by its objectives. The next section presents the idea of business angels in the venture capital market and the profiles of a typical business angel in Europe. It also describes the organizational structures that support investor activity in this part of the market. The empirical part of the study identifies key constraints to women's activity as business angels and the initiatives that support female business angels. This section describes organizations that operate in different European countries that bring together women business angels and support women in setting up their own innovative start-ups that have a growth potential and may interest investors. The final section provides conclusions.

## The role and profile of business angel investors

As an alternative source of financing, venture capital plays an important role in financing the growth of companies, mainly small and medium-sized enterprises (Zinecker et al. 2021). This type of financing is often provided to companies that show potential for high growth in value (Panfil 2005, p. 12). Private direct investors – business angels – are one form of this type of financing.

Although the idea of business angels starts from the beginning of the 20th century, there is still no uniform, universally accepted definition. This is mainly due to changes in the capital market, investor preferences, and the fact that business angels are an informal source of financing for enterprises and that they usually want to remain anonymous (Cecelak 2017, p. 208).

Business angels are people with extensive professional experience, financial resources, and business contacts. By investing their private money, business angels are considered a segment of the informal private equity/venture capital market. Their investments demonstrate high potential growth/development above-average rates of return, and they are simultaneously characterized by an equally high risk of failure. Investment objectives are typically small or medium-sized private enterprises not available on stock markets. Currently, most projects are in the early stages of development, i.e., in the pre-seed, seed, and start-up stages.

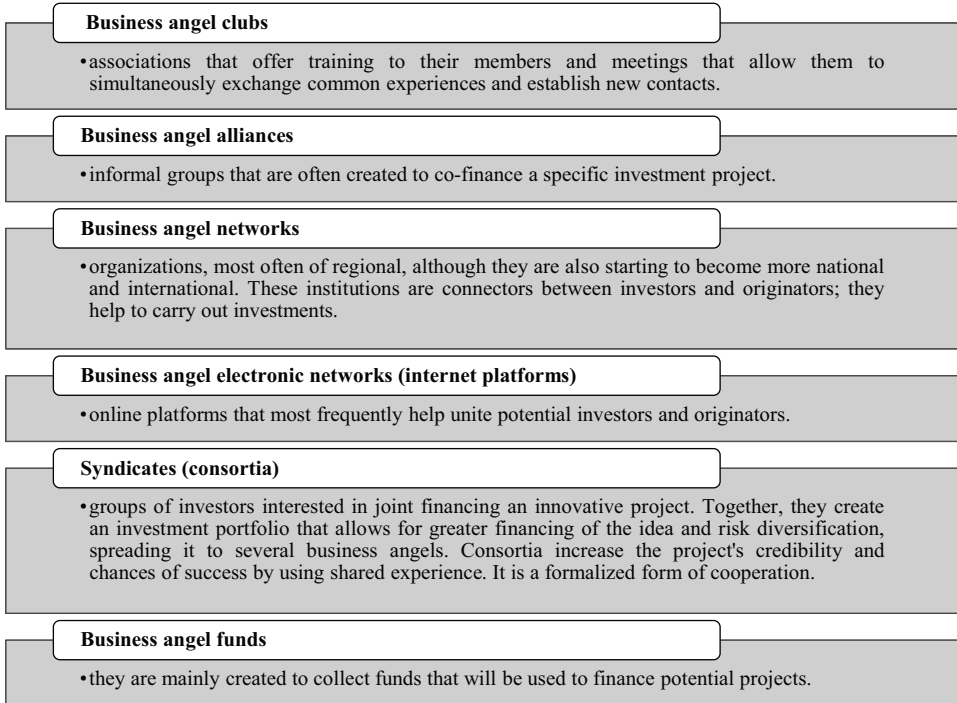
Typically, business angels invest locally and in projects that relate to sectors in which business angels have worked and gained extensive experience. The investor provides their niche expertise and, in addition to financial support, business angels advise in decision-making regarding the enterprise, offer mentoring, aid in the form of market knowledge, technology, and business contacts. Investors can also indicate how to minimize or avoid potential losses (Piekunko-Mantiuk 2014; Cecelak 2017; Tamowicz 2007; Gemzik-Salwach & Perz 2019; Schmidt 2014, Świadek & Gorączkowska 2020).

Business angels play an important role in the capital market due to activities that help reduce the equity gap. They provide initial capital for start-up companies that have few if any existing financial options to move projects beyond the planning stages.

As individual investors, business angels continue to dominate the venture capital market, but significant changes, especially at the local level, have been observed in recent years. The business angels market began to evolve from the individual approach of investors to an organized market where business angels networks and syndicates are increasingly important in financing emerging enterprises (Schmidt 2014, p. 1–2).

Nowadays, business angels often operate within various organizational structures. The most common typology is presented in Figure 1.

**Figure 1.** Business angels organizational structures

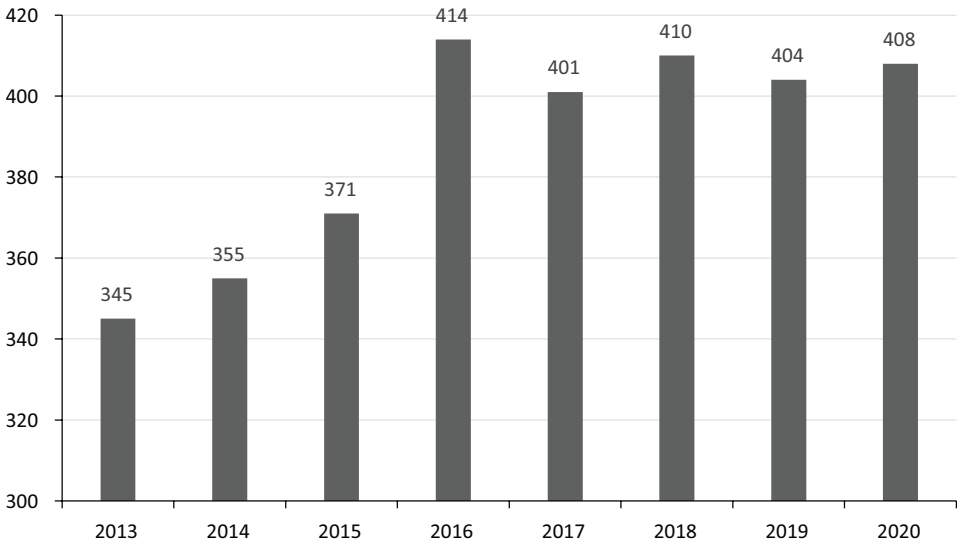


Source: own study based on Lipińska A., *Wpływ sieci aniołów biznesu na rozwój innowacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, [in:] *Uwarunkowania jakości usług w społeczeństwie sieciowym*, Uniwersytet M. Curie-Skłodowskiej, Lublin 2016, pp. 5–6.

The groups that bring together business angels can be separated or distributed, among others, on networks, syndicates, and clubs. The connections within them make it possible to define the relationships and dependencies, as well as the distribution of powers and responsibilities between business angels.

Local, regional, or even national business angel networks have existed for many years. According to a study conducted by the European Business Angels Network (EBAN), a number of business angel networks in the European market increased between 2013 and 2020, with the most in 2016 (see Figure 2). Since 2016, the number of active business angels networks has remained above 400. The number of business angels networks on the European market in 2020 was 408, and in 2019 it was 404, which is a decrease compared to 2018, when there were 410 (EBAN 2021, p. 12).

**Figure 2.** Number of business angels networks in Europe



Source: Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2020, EBAN, Brussels 2021, p. 12, <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics-2/> (accessed: 5.02.2022).

Networks create special channels of information flow, i.e., Internet platforms that help achieve savings and synergy, leading to lower transaction costs, i.e., costs for obtaining information, as well as distribution. They also bring together potential investors and originators (Tamowicz 2007, p. 33; Cegielska 2020, p. 7). There are national networks in European markets (see Table 1), bringing together investors from all over the country.

**Table 1.** Business angels networks in Europe

| Name   | Country | Year of establishment | Scope    | Mission  |
|--|---------|-----------------------|----------|--|
| France Angels – the National Federation of Business Angels | France  | 2001                  | National | To represent and promote the role of the business angels market in the country’s economy and to support investors even in the international area.                |
| Italian Business Angels Network                            | Italy   | 1999                  | National | To provide entrepreneurs and start-ups with specific tools to build business activities and to support investors who want to create new businesses and new jobs. |



|   |                |      |               |   |
|---|----------------|------|---------------|---|
| Asociación Española de Business Angels Networks | Spain          | 2008 | National      | To promote the activity of business angels that invest in the initial stages.   |
| Austrian Angel Investors Association            | Austria        | 2012 | National      | To promote Austrian business angels' investments and create incentives for investors.   |
| Czech Business Angel Association                | Czech Republic | 2019 | National      | To raise awareness about business angels investing, promoting relationships with new and potential business angels, and sharing experiences between investors.  |
| UK Business Angels Association                  | Great Britain  | 2004 | National      | To build an investment ecosystem to finance high-potential entrepreneurs across the UK. The organization is also trying to raise qualifications and professionalize both the community of investors and founders. |
| European Business Angels Network                | Europe         | 1999 | International | To ensure effective and responsible investing by business angels in Europe and promote diversity within the investments.  |
| Business Angels Europe                          | Europe         | 2013 | International | To promote the growth of the angel market in Europe, raise awareness of angel investing, and create a connected ecosystem for angel investing across Europe.  |

Source: own study basis on: <https://www.franceangels.org/la-federation/>; <https://www.iban.it/chisiamo/>; <https://www.aeban.es/que-es-aeban/>; <https://www.aايا.at/en/about/>; <https://www.cbaa.cz/o-asociaci.html>; <https://ukbaa.org.uk/about/>; <https://www.eban.org/>; <https://www.businessangelseurope.com/about-us> (accessed: 24.02.2022).

One of the first national networks in Europe is France Angels – the National Federation of Business Angels. France Angels connects 64 business angels networks, but also individual investors (FA – accessed: 2.03.2022). It was founded in 2001 and has since brought together 12,500 business angels in the network or as individual members. EUR 686 million has been invested in 4,300 companies, and 21,000 vacancies have been created (French Federation of Business Angels 2021, p. 2).

The Italian Business Angels Network (IBAN) is a national network that is dynamically developing. It made 88 transactions in 2019 and invested over EUR 52 million (IBAN 2020, p. 6). Investments were directed at innovative start-ups, especially in the technology sector, mainly in northern Italy (IBAN 2020).

The Asociación Española de Business Angels Networks (AEBAN) was established in 2008 in Spain (AEBAN 2020, p. 4). AEBAN connects 31 business

angel networks in the country, bringing together nearly 2,000 investors. In 2019, Spanish angels invested over EUR 150 million in over 500 transactions. The development of the Spanish business angels market is noticeable because there was reported a 34% increase in transactions compared to previous years (AEBAN 2020, p. 10).

The Austrian Angel Investors Association (AAIA) was established in 2012 and is one of the best examples of a network that has dealt perfectly with the COVID-19 pandemic. In 2020, 47% of Austrian investors focused on new investments, while 53% of business angels focused on an existing investment portfolio (Austrian Angel Investing Association & Austria Wirtschaftsservice 2021, p. 36). The slowdown in new investments in the first three months was the largest, but then investors realized the possibility of investing remotely (Austrian Angel Investing Association & Austria Wirtschaftsservice 2021, p. 39). Unfortunately, the business angel market is still largely dominated by men, which, regrettably, has created a bias. In 2020, the AAIA's Angel Investing Report 2020 showed an overwhelming 94.7% of investors were men, and only 5.3% were women (Austrian Angel Investing Association & Austria Wirtschaftsservice 2021, p. 13). Currently, the network consists of over 200 investors, and as such, it is the leading network on the Austrian market (AAIA – accessed: 24.02.2022).

According to the Czech Business Angel Association (CBAA) the business angels market in the Czech Republic is underdeveloped, although nearly 70% of investors already have experience in making this type of investment. There are few business angels networks in the Czech Republic, which is why nearly 20% of investors do not know where to find start-up offers or suitable co-investors (DEPO Ventures 2020).

The UK Business Angels Association (UKBAA) is the national network of investors in the Great Britain. Investors are concentrated mainly in the south of the country (UKBAA & British Business Bank 2020, p. 33). In the UK, the business angel market is very well developed. There are up to 9,000 investors, and the number of investments reached over 950 (EBAN 2021, p. 13). In 2020, in addition to the negative impact of the COVID-19 on investments, British investors additionally faced Brexit challenges (UKBAA & British Business Bank 2020, p. 18). However, a positive aspect of the network's operation is the willingness of investors to co-invest with women. Nearly 30% cooperate with women in a syndicate, and 11% always include a female investor; over 40% of British business angels co-invest occasionally with women (UKBAA & British Business Bank 2020, p. 26).

International networks of business angels are increasingly being created to bring together national networks. This allows entrepreneurs to enter international markets and develop their start-ups. Representative examples of international

networks are the European Business Angels Network (EBAN) and Business Angels Europe (BAE).

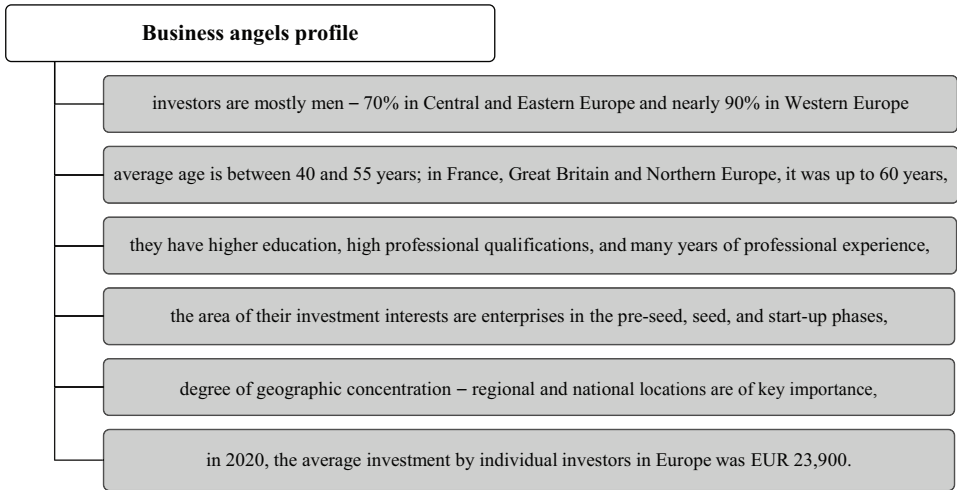
EBAN is one of the largest investor communities in Europe. It currently brings together over 150 business angels member organizations in over 50 countries. It was founded in 1999 with the cooperation of the European Commission. EBAN's main mission is to conduct effective and responsible business angel investments. It is estimated that they invest almost EUR 11.4 billion yearly and simultaneously support the development of especially the SME sector, creating many workplaces. Currently, members of EBAN are national networks from countries including Spain, Italy, France, Great Britain, Austria, the Czech Republic, Belgium, Germany, and Denmark (EBAN – accessed: 15.02.2022).

BAE is the European Confederation of Angel Investing. BAE represents over 250 structured angel networks with over 40,000 individual business angels in these networks across Europe. It aims to promote the development of the business angels market in Europe, help to grow investing skills, and provide financial resources and support to start-up enterprises (BAE – accessed: 15.02.2022). It has created many programs that support the development of a network of business angels, including Women Business Angels for Europe's Entrepreneurs (WA4E) and the Early Stage Investing Launchpad (ESIL), a program that supports countries with the least developed business angels market. BAE members include UKBAA, France Angels, the Italian Business Angel Network, BeAngels and BAN Vlaanderen (from Belgium), Associação Portuguesa Business Angels, AEBAN, CBAA, Business Angels Netwerken Nederland, the Scottish Angel Capital Association, and Business Angels Netzwerk Deutschland. Associated members include national networks from Switzerland, Sweden, Cyprus, and Armenia (BAE – accessed: 15.02.2022).

In addition to organizing numerous events for experienced investors and meetings on project analysis, over time, the networks began to offer investment training for aspiring business angels. This attracts inexperienced investors, allowing them to acquire the appropriate knowledge and skills to make the right decisions regarding projects (Tamowicz 2007, p. 35).

Business angels are not considered a homogeneous group that behaves in an identical manner, or that follows similar patterns. The differences concern preferences, criteria, and the course of the investment process. However, individual features seem to be consistent for most of them. Figure 3 presents research conducted by EBAN on the characteristics of business angels who were the most willing to invest in 2020.

**Figure 3.** Business angels profile



Source: own study based on Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2020, EBAN, Brussels 2021, pp. 16–22, <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics-2/> (accessed: 5.02.2022); Cecelak J., *Rola aniołów biznesu w finansowaniu przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju*, [in:] Zeszyty naukowe PWSZ w Płocku, Nauki Ekonomiczne, PWSZ w Płocku, Płock 2017, p. 209.

Investors are usually men aged 40–55. They are educated with many years of professional experience (as an owner, board member, or company manager). The capital of an average investment is EUR 23,900.

## The status and activity of female business angels

Women’s engagement in the business angel market is affected by the stereotypes that women are less inclined to take risks and there is a lack of sufficient information on this type of investment. The WA4E survey conducted in 2017–2018 identified the following reasons why there were few women business angels (BAE 2018, p. 16):

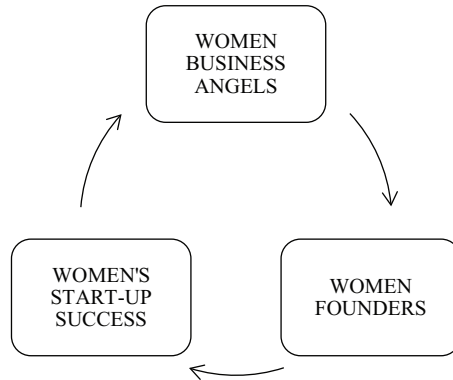
- lack of knowledge about the existence of this type of investment (52%),
- investments of this type seem too risky (48%),
- lack of knowledge about the existence of investors and business angel networks (46%).

Insufficient knowledge about this type of investment among women results in them missing opportunities that are available on the financial market. The impression that investments made by business angels are risky makes women decide to participate in less risky ventures. According to a BAE survey, almost 96% of the

respondents who obtained the help of a financial advisor were not even informed about the possibility of acting as business angels. Many financial advisors were driven mainly by the stereotype that women are more risk-averse than men and that they prefer to use safer options with low investment risks (BAE 2018, p. 19). However, there is a group of women business angels who managed to gain experience in this market (48% of respondents). The percentage of investments made by this group of women was relatively small due to their insufficient experience (BAE 2018, p. 7).

The primary barrier to the development of female business angels is the lack of knowledge about this type of investment and the lack of female investors that could inspire women. Many women who have never invested will indicate that they are unfamiliar with business angels and investor networks (BAE 2018; Sohl & Hill 2007). A lack of education and experience makes women think that investing structures exist for ultra-high-net-worth individuals. Due to a small number of female investors, women who would like to develop as business angels lack support in finding profitable offers and in making investments. Many women in the WA4W study indicated that they lacked confidence in making financial decisions.

**Figure 4.** Women’s interdependence in business



Source: own study.

Female investors are more likely to invest in companies of female founders. Furthermore, there is a significant development of new sectors related to female-focused technology (i.e. FemTech), including the development of innovative start-ups and the support of female founders. As a result of a small number of female investors, female entrepreneurs are much less successful in start-ups and, therefore, they are less likely to become business angels in the future. Due to a small number of women business angels, there is much less available capital in the market for female entrepreneurs. This means that both the existence of female entrepreneurs and female business angels are interdependent, and have a large impact on each other.

The reason for the small number of female investors is the priorities they follow in a given stage of life (BAE 2018). The very term “stage of life” may be associated with some potential barriers for women on the market. The barriers faced by female entrepreneurs or women participating in the business market include, above all, appearance, motherhood, and the “glass” phenomena in the workplace (Turkowska-Kucharska 2015; Imadoğlu et al. 2020; European Commission 2018; Różycka 2019). Such discrimination means that women do not feel confident in the labor market and are less likely to become business angels in the future. The mechanisms referred to as glass phenomena mainly hinder women’s promotion and promote hiring men to executive positions (Powell & Butterfield 2015). The most common problem is the glass ceiling, which prevents women from being promoted to higher positions and limits their development in the workplace. Other phenomena regarding discrimination against women in the workplace are glass walls, glass escalators, glass cliffs, and tokenism. They are mainly characterized by the fact that women perform auxiliary functions and men are promoted to higher positions; however, they create the illusion that a given enterprise strives for gender equality (Wawryszuk-Misztal 2021). Inequalities in the organizational structure of enterprises are the main obstacle to the professional career development of women, according to data from 2019 (Imadoğlu et al. 2020, p. 91). The occurrence of these phenomena at the beginning of their careers may result in later reluctance to start their own businesses or become an investor.

The COVID-19 pandemic, despite its many negative effects around the world, accelerated existing trends and attitudes towards flexible work. It increased the conscious use of differentiated approaches to innovation and business success, as well as more empathic and transparent leadership. Thus, it is an ideal opportunity for women to demonstrate skills, rise successfully in business, and occupy high job positions. The possibility of investing remotely is developing more and more dynamically, allowing women to reconcile household duties with investing (Grant Thornton 2021, p. 3).

One of the other barriers is a low number of women investing in syndicates. The main reasons are the limitations for women in joining them and the negative experiences of female investors related to participating in male-dominated groups (BAE 2018).

The way inequalities can be reduced in an enterprise’s organizational structure is to support enterprises in which women are founders. Organizations that bring together female investors and female entrepreneurs are being established to give support and exchange experiences. In most European countries, initiatives are created to spread knowledge about investments made by business angels, e.g., courses and seminars are organized where essential knowledge about the investing process is transferred. There are also competitions where women can submit

their ideas for start-ups, which serves as an opportunity to obtain financing or gain business contacts.

Most often, female investors are also women who had to go through the various levels of their career; therefore, they understand the importance of eliminating glass phenomena and other methods of discriminating against women by removing existing barriers. Thus, it is vital for female investors and female entrepreneurs to support each other for their ideas to be successful on the market.

Venture capital investments are time-consuming, costly, and involve a high risk of failure, and therefore, they require much commitment, knowledge, and experience (Cegielska 2020). The business angels market for women still has untapped potential for dynamic development. For this reason, more and more organizations, initiatives, and networks connect women business angels, and founders of enterprises are being created in Europe. These organizations focus on helping to break down barriers and support women in achieving success in business. In addition, they offer support, training, courses, webinars, and the possibility of common investments for female business angels who want to fulfill themselves in a specific field. They also make a great effort to reduce discrimination against women on the business market by promoting gender diversity in teams. European networks and the ways they support female investors are presented in Table 2.

**Table 2.** European initiatives that support women business angels

| Name of the supporting organization/program | Country                | Year of establishment | Characteristic  |
|---|------------------------|-----------------------|---|
| Femmes Business Angels                      | France                 | 2003                  | The first network of female business angels dedicated to promoting the role of women in the economy. Since 2017, FBA has organized the “Windy” Women Investors Forum.   |
| Angel Academe                               | Great Britain          | 2014                  | Angel Academe organizes numerous events for experienced investors and aspiring business angels. One event was the Investor Academe webinar in January 2021, which was hosted by three experienced business angels.            |
| Nordic Female Business Angels Network       | Scandinavian countries | 2015                  | It supports female entrepreneurship, spreads knowledge about investing, and creates an integrated network of women business angels, e.g., by creating an educational platform, the NFBAN Social Impact Investment Lab (SIIL). |

**Table 2.** (continued)

| Name of the supporting organization/program | Country                              | Year of establishment | Characteristic  |
|---|--------------------------------------|-----------------------|---|
| Investing Women Angels                      | Scotland                             | 2013                  | The main goal is to support female investors. In 2015, the AccelerateHER Awards program was created, which is characterized by courses conducted by experienced business angels and the possibility of participating in international market-building missions, including in Berlin and the USA.      |
| VC Black Swan Fund                          | Poland                               | 2015                  | The founders promote gender diversity on the Polish market and support women who have already started investing and those who are just planning it.   |
| Women Business Angels                       | Hungary                              | 2017                  | The association supports women who want to become business angels. As part of the assistance, in 2021, they launched the First Business Angel Training Course – an international business angels course. Moreover, the WBA Angels Club was established, which focuses on Central and Eastern Europe.  |
| Women Angels for STEAM                      | Spain                                | 2018                  | The organization mainly supports women in making investments, especially in STEAM projects, where women are a clear minority.   |
| Angels 4 Women                              | Italy                                | 2018                  | The association was established to support women business angels and women starting their own enterprises, especially in the business and finance sector. Currently, the most interesting topics focus on ecological construction, agriculture, logistics, health, livestock, and the garment sector. |
| Women Investing In Tech                     | Lithuania and other Baltic countries | 2020                  | In 2020 and 2021, the Business Angel Leaders Program created special editions of the program called Women Investing In Tech to help women business angels extend their knowledge about this type of investment.   |



|                                      |         |           |   |
|--------------------------------------|---------|-----------|---|
| Business Angels Netzwerk Deutschland | Germany | 2020/2021 | As part of increasing the number of women business angels in Germany, the “Female Funding 21” competition was organized in 2021, and 2021 was called “Women Business Angels Year 2020/21” (WBAY). |
|--------------------------------------|---------|-----------|---|

Source: own study based on Femmes Business Angels: <https://www.femmesbusinessangels.org/en/women-business-angels/about-us/> (accessed: 9.04.2021); Angels 4 Women: <https://angels4women.com/> (accessed: 8.04.2021); Nordic Female Business Angels Network: <https://www.nfban.org/> (accessed: 1.04.2021); Women Angels for STEAM: <https://wa4steam.com/aboutus/wa4steam-who-are-we/> (accessed: 7.04.2021); Angel Academe: <https://www.angelacademe.com/> (accessed: 9.04.2021); Startup Lithuania: <https://www.startuplithuania.com/news/baltic-sandbox-presents-women-investing-in-tech-inviting-female-business-angels/> (accessed: 6.04.2021); Women Business Angels: <https://www.wbusinessangels.com/en/why-women-business-angels/> (accessed: 9.04.2021); Women Business Angels Year 2020/21: <https://wbay2021.de/> (accessed: 6.04.2021); <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/fundusze/black-swan-fund-fundusz-pfr-i-sieci-przedsiębiorczych-kobiet/lfedynr> (accessed: 10.04.2021).

The first female network to be established in Europe is the French Femmes Business Angels – FBA. Established in 2003, it currently brings together 150 women business angels and has invested in nearly 200 start-ups. Since 2017, the FBA has organized three editions of the “Winday” Women Investors Forum, which aims to promote and present women’s activities as business angels. The speeches are intended to encourage women to actively participate in the economy and show the importance of the role of women in the world (FBA – accessed: 13.12.2021). In France, the number of women business angels is constantly growing, totaling 560 in 2019 (French Federation of Business Angels 2020, p. 5).

The Nordic Female Business Angels Network (NFBAN) was established in 2015 with its headquarters in Finland. The organization provides services to investors from Scandinavia and from around the world. The NFBAN initiative enables women from all Scandinavian and Baltic countries to connect on one educational platform, the NFBAN Social Impact Investment Lab (SIIL). This platform is a place for the mutual exchange of knowledge, ideas, and experiences from investments made as business angels. For entrepreneurs, it brings benefits in the form of presenting ideas, receiving practical business advice, and opportunities to access capital (NFBAN – accessed: 1.02.2022).

Baltic Sandbox is part of the Business Angel Leaders Program. In 2020, it created a special edition of the program called Women Investing In Tech, mainly aimed at business angels women from Central and Eastern Europe and the Baltic States. Thirty business angels graduated from the program, some of whom decided to invest in two start-ups (BALP – accessed: 13.01.2022). During the five-week workshops, the women who participated could deepen their knowledge and competencies in assessing start-ups and creating a strong investor profile.

They could also learn effective methods of investing in a consortium and meet European industry leaders (<https://www.startuplithuania.com/news/baltic-sandbox-presents-women-investing-in-techinviting-female-business-angels/>, accessed: 13.10.2021). The next edition of the Women Investing In Tech program was carried out in May and June 2021 (BALP – accessed: 13.10.2021).

Women Business Angels (WBA) is an association founded in 2017 that aims to develop innovation in Hungary and Central and Eastern Europe (WBA – accessed: 15.03.2022). The association is active and organizes workshops at the local and international levels. Between 2017 and 2019, they conducted a pilot training program for business angels, and in 2021 they launched the First Business Angel Training Course, the first international business angels course. The course was conducted in the first half of 2021 and lasted ten weeks. The main themes of the course were the basic issues related to avoiding typical pitfalls, the structure of investments, and the role of business angels throughout the life cycle of a start-up. The factors that influence the valuation of a start-up, trends in various sectors, and ways to effectively use frequently occurring changes were also discussed. An additional advantage of the course is the participation of the most famous and experienced business angels in Europe, as well as the opportunity to present aspiring start-ups, giving them the chance to establish new business contacts. Furthermore, the WBA Angels Club was established, focusing on Central and Eastern Europe (WBA – accessed: 15.03.2022).

In Germany, 2021 was named “Women Business Angels Year 2020/21” (WBAY). As business angel investments in Germany are dominated by men, the Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND) decided to increase the number of women business angels to 25% by 2025. The aim is to increase the number of women founders of companies who, after exiting the market, will become business angels (WBAY – accessed: 6.02.2021). Thus, on March 8, 2021, workshops for women investing in innovative start-ups were held. Subsequently, on March 18, 2021, the “Female Funding 21” competition was organized for women founders, who could prepare initial presentations and show their business ideas. A cash prize was awarded for the best idea. The participants were able to expand business contacts and obtain financing for their ideas. Participating teams came from all over the country, but most were from Berlin (WBAY – accessed: 6.04.2021). Interestingly, many ideas were related to digital technology and innovations in medicine and health, including start-ups related to FemTech, i.e., female-focused technology (<https://www.clearviewip.com/reports/femtech-ip-infographic/>, accessed: 6.04.2021). Other start-up ideas concerned industries related to the dynamic e-commerce and the EdTech sector.

To provide women with greater visibility of their innovative start-ups, BAND created a special section on the WBAY website, “Woman Entrepreneurs Parcours21” (WEP21), where female start-ups with a logo and contact details are

uploaded (WBAY – accessed: 6.04.2021). At first WEP21 was limited to those female start-ups that have applied for “Female Funding 21”. Currently, it is available to all start-ups whose founders are women, or at least half of the founding team is made up of women (BAND – accessed: 6.04.2021; WBAY – accessed: 6.04.2021).

The international initiative Women Angels for STEAM (WA4STEAM) is an association for women business angels that launched in 2018 in Spain. Currently, it has nearly 100 members in six different countries, i.e., in Jordan, the United Arab Emirates, Great Britain, Switzerland, Belgium, and, of course, Spain. Members have knowledge in a variety of areas, including finance, mathematics, law, accounting, engineering, communication, and education. This increases the possibility of contributing much greater value together, especially in the early stages of start-ups development (WA4STEAM – accessed: 7.04.2021). Thanks to the diversity in the team, the female members are involved in promoting female entrepreneurship and encouraging them to invest in STEAM projects (Science, Technology, Engineering, Arts & Architecture, and Mathematics sectors).

Following the agreement between the SPK Mentors Club and the VC Black Swan fund, the Black Swan Prestige Club was established in Poland at the end of 2018. The club’s initiative is to support women who have already started investing and those who are just planning to start investing. The club currently has over 50 members (<https://siecprzedsiebiorczychkobiet.pl/klub-black-swan-prestige/>, accessed: 10.04.2021). On September 10, 2019, the VC Black Swan Fund entered into one of the largest investments, using the maximum possible amount – PLN 4 million. The project concerned Medical Marketplace, which deals with supplying medical facilities, including medical, chemical, and office supplies. Previous large investments include WoshWosh and Hicash. WoshWosh deals with cleaning, renewing, and repairing footwear, while Hicash runs a platform for people dealing with business, or how to invest money and in what (VC Black Swan – accessed: 15.01.2022).

Investing Women Angels is Scotland’s first all-female organization of dedicated business angels that focuses on investing, although it pushes forward and supports female business founders throughout the UK. In 2021 they invested £2.1 million, of which 90% was invested in female founded companies (IWA – accessed: 31.03.2022). In cooperation with AccelerateHER they help with a series of long-term scaling and investment courses and provide support from experienced business angels. In addition, they organize “international market-building missions” and provide limited space for female entrepreneurs. The first conference was held in December 2021 in Germany in Berlin, the next mission was scheduled for 2022 in the United States. Participation in this program gives women advice that ‘money can’t buy’ such as the access to international business contacts (<https://www.scottish-enterprise-mediacentre.com/news/scottish-enterprise-partnership-to-support-female-business-founders-achieve-global-growth>, accessed: 10.01.2022).

To sum up all the examples, networks that bring together business angels offer a range of meetings and training sessions for experienced and aspiring business angels. Such events cover all aspects related to business angels investments, from the basics of investing through project evaluation, support in making transactions, to exiting the investment. Tips are given on how to avoid potential pitfalls when investing, and information is provided on the benefits and consequences of high-risk investments, as well as financial, legal, and tax aspects. For more experienced business angels, presentations of pre-analyzed ideas take place. An additional advantage is the participation of experienced and well-known business angels, making it possible to establish business contacts.

## Conclusions

In Europe, networking initiatives are increasingly founded with the aim of providing a network for women founders and angels, and giving them the expertise they need to invest. Their core mission is to bring together current and potential investors with professional skills from diverse backgrounds, and their primary value is to create an integrated network to support women investors and spread the word about business angels investing. Members have expertise in a variety of sectors, which allows investors to be open to new, innovative ideas in high-growth sectors including digital technology, medical innovation, FemTech, e-commerce, and EdTech.

In general, when selecting projects, investors specifically focus on social utility, ecosystem impact, innovation in technology, and commerce. By supporting innovative start-ups, they create new jobs that promote the well-being of society, which ultimately leads to economic growth. At the same time, in addition to supporting innovative projects, they aim to promote gender diversity and remove barriers in the market that discriminate against women and their ideas.

Women business angels play a key role for female-led businesses; they are innovative and open to new technologies. They are ready for change and are increasingly comfortable in their role as investors. Additional support for the growing importance of the role of women in business is the fact that they make up a larger portion of society. Further understanding the needs of consumers, they are constantly working to develop their skills, and looking for the next challenge that will help them advance their careers and increase their organization's relevance in a competitive environment. Contrary to public opinion, the effect of the COVID-19 pandemic has not stopped their activities in Europe, but only motivated them to take further action. Initiatives to support women business angels and business owners are being created throughout Europe. Creating networks and

organizations of women investors benefits emerging companies by allowing them to enter international markets. AccelerateHER serves as an excellent example, offering women the opportunity to participate in international partnerships, not only in Europe but also in the United States. With contacts and new opportunities, female investors are expanding companies and achieving international success. Enlarging networks, new opportunities, commitment, and a willingness to take action, female investors are able to support start-ups in reaching the next milestones on their path of growth and achieving international success.

## References

- AAIA, *The Austrian Angel Investors Association*, <https://www.aaia.at>
- AEBAN (2020), *2020 report business angels investment in start-ups activity and trends*, Spain, AEBAN 2020, <https://media.iese.edu/research/pdfs/75033.pdf>
- Angel Academe*, <https://www.angelacademe.com/>
- Austrian Angel Investing Association & Austria Wirtschaftsservice (2021), *Angel Investing Report 2020*, Vienna, <https://www.eban.org/aaia-x-aws-present-the-angel-investing-report-2020/>
- BAE (2018), *The Barriers and Opportunities for Women Angel Investing in Europe*, Business Angels Europe 2018, <https://www.businessangelseurope.com/wa4e>
- BAE, *The European Confederation of Angel Investing*, <https://www.businessangelseurope.com>
- BALP, *Business Angel Leaders Program*, <https://businessangelleaders.eu>
- BAND, *Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND)*, <https://www.business-angels.de>
- Business Angels Netzwerk Deutschland*, <https://www.business-angels.de/woman-entrepreneurs-parcours21-mehr-sichtbarkeit-fuer-female-start-ups/>
- Cecelak J. (2017), *Rola aniołów biznesu w finansowaniu przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju*, [in:] *Zeszyty naukowe PWSZ w Płocku, Nauki Ekonomiczne*, PWSZ w Płocku, Płock.
- Cegielska E. (2020), *Limitations on the activity of business angels in financing startups*, SGH, Warszawa. <https://doi.org/10.22630/ASPE.2020.19.3.23>
- Czech Business Angel Association*, <https://www.cbaa.cz/en/>
- DEPO Ventures (2020), *Business Angels in The Czech Republic Survey 2020*, Prague, <https://www.eban.org/czech-republic-angel-investors-survey-2020/>
- EBAN (2021), *Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2020*, European Business Angels Network 2021, Brussels, <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics-2/>
- EBAN, *The European Business Angels Network*, <https://www.eban.org>

- European Commission (2018), *Report on equality between women and men in the EU 2018*, Luxembourg.
- Ewens M., Townsend R.R. (2020), *Are early stage investors biased against women?* “Journal of Financial Economics”, 135(3). <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.07.002>
- FA (2021), *France Angels*, <https://www.franceangels.org>
- FBA, *French Femmes Business Angels*, <https://www.femmesbusinessangels.org>
- Femmes Business Angels*, <https://www.femmesbusinessangels.org/en/>
- Femtech & IP (2018), *ClearViewIP*, United Kingdom, <https://www.clearviewip.com/reports/femtech-ip-infographic/>
- French Federation of Business Angels (2020), *Investissements des business angels 2019*, France, p. 5, <https://www.franceangels.org/chiffres-cles/>
- French Federation of Business Angels (2021), *Annual Investment Report 2020*, France, <https://www.businessangelseurope.com/post/france-angels-despite-covid-49m-invested-in-2020>
- Gemzik-Salwach A., Perz P. (2019), *Startups financing in Poland*, “Humanities and Social Sciences” 24(26), Rzeszów. <https://doi.org/10.7862/rz.2019.hss.24>
- Global Entrepreneurship Monitor 2020/2021, *Global Report*, <https://www.gem-consortium.org/report/50691>.
- Gompers P.A., Wang S.Q. (2017), *Diversity in innovation* (No. w23082). National Bureau of Economic Research, [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w23082/w23082.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w23082/w23082.pdf); <https://doi.org/10.3386/w23082>
- Grant Thornton (2021), *Women in Business 2021. A window of opportunity*, Canada. <https://media.iese.edu/research/pdfs/75033.pdf> (accessed: 7.04.2021). <https://siecprzedsiebiorczychkobiet.pl>
- <https://www.grantthornton.ca>
- <https://www.scottish-enterprise-mediacentre.com/>
- IBAN (2020), *Il mercato dell’angel investing in Italia: I risultati della survey annuale 2019*, IBAN 2020, <http://www.iban.it/it/3594> (accessed: 15.04.2021).
- Imadoğlu T., Kurşuncu S.R., Çavuş F.M. (2020), *The effect of glass ceiling syndrome on women’s career barriers in management and job motivation*, “Holistica Journal of Business and Public Administration”, vol. 11. <https://doi.org/10.2478/hjbpa-2020-0021>
- IWA, *Investing Women Angels*, <https://www.investingwomen.co.uk>
- Lipińska A. (2016), *Wpływ sieci aniołów biznesu na rozwój innowacyjnych przedsiębiorstw w gospodarce opartej na wiedzy*, [in:] *Uwarunkowania jakości usług w społeczeństwie sieciowym*, Uniwersytet M. Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- NFBAN, *The Nordic Female Business Angels Network*, <https://www.nfban.org>

- Panfil M. (2005), *Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa.
- Piekunko-Mantiuk I. (2014), *Aniołowie biznesu i ich rola w finansowaniu start-upów*, „Ekonomia i Zarządzanie”, nr 4, Politechnika Białostocka, Białystok.
- Powell G.N., Butterfield D.A. (2015), *The glass ceiling: what have we learned 20 years on?*, “Journal of Organizational Effectiveness: People and Performance”, 2(4). <https://doi.org/10.1108/JOEPP-09-2015-0032>.
- Różycka M. (2019), *Czy istnieje „kobiece oblicze sukcesu” w biznesie*, „Zeszyty Naukowe ZPSB Firma i Rynek”, Zachodniopomorska Szkoła Biznesu, Szczecin.
- Schmidt D. (2014), *Entrepreneur’s choice between Venture Capitalist and Business Angel for Start-Up Financing*, Anchor Academic Publishing, Hamburg.
- Sobczak A. (2018), *The Queen Bee Syndrome. The paradox of women discrimination on the labour market*, “Journal of Gender and Power”, 9(1), Uniwersytet A. Mickiewicza, Poznań.
- Sohl E.J., Hill L. (2007), *Women Business Angels: Insights from Angel Groups*, University of New Hampshire, USA. <https://doi.org/10.1080/13691060701324536>
- Startup Lithuania*, <https://www.startuplithuania.com/>
- Świadek A., Gorączkowska J. (2020), *The institutional support for an innovation cooperation in industry: the case of Poland*. *Equilibrium*, “Quarterly Journal of Economics and Economic Policy”, 15(4): 811–831. <https://doi.org/10.24136/eq.2020.035>
- Tamowicz P. (2007), *Business angels Pomocna dłoń kapitału*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk.
- Turkowska-Kucharska W. (2015), *Czynniki warunkujące znaczenie kobiet menedżerów w zarządzaniu organizacją*, [in:] W. Harasim (red.), *Zarządzanie wartościami niematerialnymi w erze gospodarki cyfrowej*, Wyższa Szkoła Promocji, Mediów i Show Businessu, Warszawa.
- UKBAA & British Business Bank (2020), *The UK Business Angel Market 2020*, Sheffield, <https://www.businessangelseurope.com/post/latest-uk-business-angel-market-report-launched-with-ukbaa>
- VC Black Swan*, <https://blackswanfund.pl>
- WA4STEAM, *The Women Angels for STEAM*, <https://wa4steam.com>
- Wawryszuk-Misztal A. (2021), *Finansowe czynniki i konsekwencje różnicowania składu osobowego zarządów i rad nadzorczych polskich spółek publicznych*, Uniwersytet M. Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- WBA, *Women Business Angels*, <https://www.wbusinessangels.com>
- WBAY, *Women Business Angels Year 2020/21*, <https://wbay2021.de>
- Xie Z., Wang X., Xie L., Dun S., Li J. (2021). *Institutional context and female entrepreneurship: A country-based comparison using FSQCA*, “Journal of Business Research”, 132. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.04.045>

Zinecker M., Skalicka M., Balcerzak A.P., Pietrzak M.B. (2021). *Identifying the impact of external environment on business angel activity*, "Economic Research-Ekonomska Istraživanja", pp. 1–23. <https://doi.org/10.1080/1331677x.2021.1888140>

## Streszczenie

### Kobiece anioły biznesu w Europie: identyfikacja barier i możliwości wsparcia instytucjonalnego

Celem artykułu jest przedstawienie i ocena kontekstu inwestycji dokonywanych na przez aniołów biznesu w Europie z perspektywy kobiet. Analizie poddano przyczyny mniejszej aktywności kobiet wśród aniołów biznesu, zidentyfikowano główne bariery stojące na przeszkodzie rozwoju tej nieformalnej części rynku venture capital, a następnie zidentyfikowano potencjalne możliwości wsparcia instytucjonalnego aktywności kobiet wśród aniołów biznesu na wybranych rynkach europejskich poprzez wskazanie praktycznych inicjatyw w tym obszarze. Przedmiotem oceny były głównie europejskie organizacje zrzeszające kobiety anioły biznesu, a badanie przeprowadzone było na podstawie danych udostępnianych przez wybrane organizacje.

Liczba kobiet inwestujących na rynku aniołów biznesu w Europie jest nadal stosunkowo niska, a zdecydowaną większość inwestorów stanowią mężczyźni. Wyniki dotychczasowych badań wskazują, iż występuje silna korelacja między liczbą kobiet inwesterek a liczbą kobiet budujących i rozwijających własne przedsiębiorstwa. W związku z tym w Europie powstaje coraz więcej inicjatyw oraz organizacji wspierających i zrzeszających kobiety inwestorki, dzięki którym istnieje możliwość nawiązania współpracy z kobietami założycielkami przedsiębiorstw. Dynamika wzrostu tej części rynku aniołów biznesu jest stosunkowo wysoka, a z roku na rok powstaje coraz więcej inicjatyw i pomysłów wspierających kobiety w biznesie. Kobiety inwestorki na rynku aniołów biznesu rozwijają swoje umiejętności, szukają nowych wyzwań i chętnie udzielają wsparcia innym kobietom chcącym działać w roli aniołów biznesu.

**Słowa kluczowe:** venture capital, kobieca przedsiębiorczość, kobiety anioły biznesu, sieci aniołów biznesu, metody dyskryminacji kobiet.





Redaktor inicjujący  
*Sylvia Mosińska*

Korekta techniczna  
*Elżbieta Rzymkowska*

© Copyright by Authors, Łódź 2021

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2021

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
Wydanie I. W.10741.22.0.C

Ark. wyd. 6,0; ark. druk. 5,125

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego  
90-237 Łódź, ul. Jana Matejki 34A  
[www.wydawnictwo.uni.lodz.pl](http://www.wydawnictwo.uni.lodz.pl)  
e-mail: [ksiegarnia@uni.lodz.pl](mailto:ksiegarnia@uni.lodz.pl)  
tel. (42) 635 55 77