

FINANSOWANIE RYZYKOWNYCH PRZEDSIĘWZIĘĆ GOSPODARCZYCH Z SEKTORA MSP – ŹRÓDŁA I POTENCJAŁ ROZWOJU

<https://doi.org/10.33141/po.2014.06.05>

Przegląd Organizacji, Nr 6 (893), 2014, ss. 32-40

www.przegladorganizacji.pl

©Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Stawomir Ignatiuk

Wprowadzenie

Dostęp do kapitału służącemu finansowaniu działalności rozwojowej szczególnie obciążonej większym ryzykiem niż przeciętne (dotyczy to zwłaszcza firm we wczesnej fazie rozwoju lub nowo powstających) jest jednym z podstawowych warunków funkcjonowania tego typu przedsiębiorstw na rynku. Dostęp do środków finansowych i warunki, na jakich przedsiębiorcy mogą z nich korzystać, są czynnikami determinującymi: wprowadzanie nowych rozwiązań technologicznych, nowych produktów i usług, rozbudowę i poszerzanie kanałów dystrybucji, zakup nowoczesnych narzędzi służących sterowaniu procesów produkcji i zarządzania oraz wdrażaniu zmian prowadzących do wzrostu nowoczesności, konkurencyjności i innowacyjności przedsiębiorstwa. Szczególnie istotny jest aspekt wdrażania innowacyjności na poziomie produktowej, procesowej czy też systemowej, ponieważ działania takie przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Może to zachęcić inwestorów do powierzenia kapitału, który sfinansuje ryzykowne inwestycje w zamian za oczekiwaną wyższą stopę zwrotu z kapitału niż przy finansowaniu mniej ryzykownych przedsięwzięć.

W niniejszym artykule pod pojęciem kapitału inwestycyjnego rozumie się zasoby, które wykorzystuje się jako inwestycja finansowa w podmiot gospodarczy, dokonywana przez fundusze typu private equity/venture capital bądź aniołów biznesu. Ryzykowny rozwój przedsiębiorstwa, ryzykowne inwestycje czy też ryzykowne przedsięwzięcia związane są z niepewnością osiągnięcia zysków w przyszłości przez inwestorów

kapitałowych lub niezrealizowania satysfakcjonującej stopy zwrotu z danej inwestycji. Ryzyko tkwi w nie do końca mierzalnych i przewidywalnych scenariuszach funkcjonowania biznesu, w szczególności dotyczy to przedsiębiorstw będących we wczesnych fazach rozwoju bądź oferujących nowe, innowacyjne produkty, które mogą nie przyjąć się na rynku.

Celami artykułu są omówienie dostępnych na polskim rynku finansowym możliwości pozyskania kapitału służącego finansowaniu ryzykownych przedsięwzięć gospodarczych, szczególnie w firmy z sektora MSP, a także zaprezentowanie potencjału rynku private equity/venture capital w Polsce oraz w wybranych krajach europejskich. W badaniach wykorzystano przede wszystkim krytyczną analizę literatury przedmiotu oraz jakościową analizę danych statystycznych, które zostały pozyskane z ogólnodostępnych źródeł.

Małe i średnie przedsiębiorstwa są motorem rozwoju gospodarczego współczesnych państw. Poprzez kierowanie swojej oferty do konkretnego odbiorcy mogą działać w niszach nieopłacalnych dla dużych przedsiębiorstw. Są w stanie szybko i efektywnie reagować na zmiany otoczenia zewnętrznego. W przypadku Polski w roku 2011 odpowiadały za 47,3% PKB rozumianego jako część generowanego przez wszystkie działające w Polsce przedsiębiorstwa, które łącznie generują 71,8% produktu krajowego brutto i zatrudniają 70,2% ogółu pracujących w kraju oraz stanowią 99,8% (ok. 1,8 mln przedsiębiorstw zarejestrowanych w Polsce) działających w Polsce przedsiębiorstw [Tarnawa, Zadura-Lichota, 2013, s. 14].

Mimo swej niepodważalnej roli dla gospodarki państwa sektor MSP napotyka na szereg barier ograniczających możliwości jego rozwoju. Są to między innymi zatory płatnicze, kłopoty ze zdobyciem kredytu oraz rosnące opłaty i prowizje stosowane przez banki. Szczególnie istotne dla przedsiębiorstwa są bariery finansowe. Bez zapewnienia środków finansowych przedsiębiorstwo nie może rozwinąć działalności na szeroką skalę ani wdrażać kosztownych badań nad nowymi produktami i technologiami. Do przyczyn słabego angażowania się instytucji finansowych w finansowanie należy zaliczyć między innymi:

- wysokie ryzyko inwestycyjne w przypadku nowych i małych projektów, których szanse rynkowe są trudne do oszacowania,
- relatywnie wysokie koszty analizy kondycji finansowej przedsiębiorstwa i sporządzenia dokumentacji niezbędnej do rozpoczęcia inwestycji w porównaniu z wartością przedsięwzięcia.

Jednak przedsiębiorstwa te, aby sfinansować swoje pomysły, mogą zwrócić się do funduszy venture capital (VC), private equity (PE), business angels lub sięgnąć po kapitał typu mezzanine.

Mechanizm finansowania przedsięwzięć przez private equity oraz venture capital

Venture capital jest jedną z form kapitału służącemu finansowaniu ryzykownych przedsięwzięć gospodarczych. Na wielkość tego segmentu rynku finansowego wpływa sposób, w jaki definiuje się pojęcie venture capital. W wielu krajach, w tym w Europie, nie jest ono definiowane jednolicie. P.A. Gompers i J. Lerner [1999, s. 349] pod pojęciem venture capital rozumieją niezależnie zarządzany, celowy fundusz kapitałowy, nastawiony na inwestycje w kapitał własny (lub z nim związanymi) przedsiębiorstw prywatnych o wysokim potencjale wzrostu. Autorzy wskazują jednak dalej, że tego rodzaju fundusze dokonują czasami inwestycji w przedsiębiorstwa o mniejszym potencjale wzrostu (inwestycje typu private equity), a poza Stanami Zjednoczonymi działalność venture capital i private equity jest często utożsamiana. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych traktuje działalność typu venture capital i private equity jako inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Private equity/venture capital może być wykorzystane na rozwój nowych produktów i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek lub też na poprawę i wzmocnienie bilansu spółki. Venture capital jest w tym ujęciu jedną z odmian private equity. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji [Dlaczego fundusze ...].

Terminy private equity oraz venture capital są często stosowane zamiennie, jednak pojęcia, jakie opisują, nie są tożsame. Według EVCA (European Private Equity and Venture Capital Association), **private equity** to „inwe-

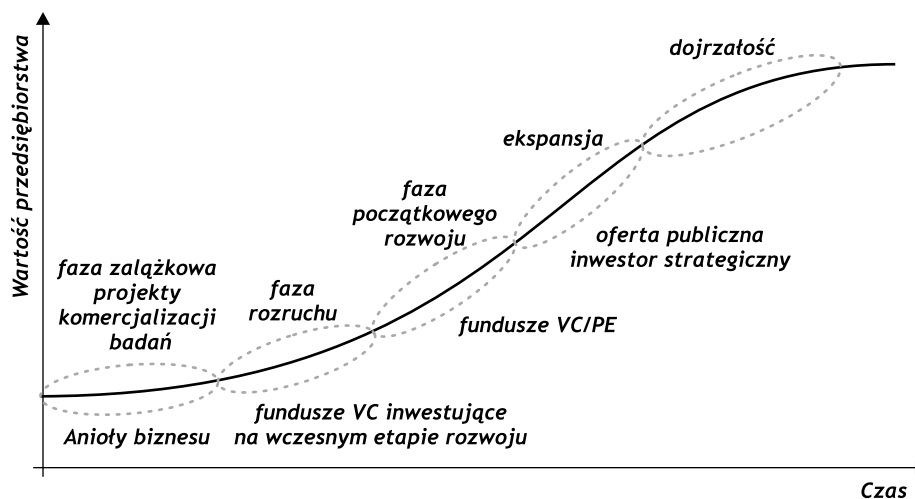
stycje średnio- i długoterminowe, polegające na zakupie udziałów/akcji spółek nienotowanych na giełdzie, służące osiągnięciu zysku poprzez przyrost wartości kapitału, przy czym inwestor włącza się w zarządzanie przedsiębiorstwem, będącym przedmiotem inwestycji; inwestycje private equity pozyskuje się w celu rozwoju nowego produktu lub technologii, zwiększenia kapitału obrotowego, poprawy bilansu lub innych większych wydatków, private equity jest też pomocny w rozwiązywaniu kwestii związanych z dziedziczeniem i innymi zmianami właścicieli albo przy wykupie udziałów przez grupę zarządzającą” [What is private ...]. **Venture capital** zaś „jest kapitałem współudziałowym inwestowanym w przedsięwzięcia na wczesnych etapach rozwoju (zasiew lub start) oraz w fazie ekspansji; rekompensatą za wysokie ryzyko, jakiego podejmuje się inwestor, jest wyższa niż przeciętna oczekiwana stopa zwrotu” [What is private ...]. Venture capital jest więc jedną z odmian private equity.

Z punktu widzenia miejsca, jakie pośród inwestycji kapitałowych zajmują inwestycje kapitałowe podwyższonego ryzyka (venture capital, w tym seed capital), istotne jest **określenie etapów rozwojowych firmy**, na których potencjalni pomysłodawcy mogą liczyć na wsparcie inwestorów venture capital. Wyróżnić można trzy takie fazy (rys. 1), tj. fazę załączkową (ang. seed), fazę rozruchu (ang. start-up) oraz fazę początkowego rozwoju (ang. early stage).

Fundusze venture capital inwestują w spółki o wysokim potencjale rozwoju. Jest to następstwem tego, że większość wysoko ryzykownych inwestycji nie przyniesie zakładanych, wysokich stóp procentowych. Jednocześnie do sukcesu działalności inwestycyjnej przyczynia się niewielka ich część, przynosząca kilkudziesięcioprocentową wewnętrzną stopę zwrotu, a więc przynajmniej kilkukrotność pierwotnej inwestycji. Można określić taką strategię mianem inwestycyjnego „złotego strzału” [Wrzesiński, 2008, s. 112]. W przypadku nieudanych inwestycji rola funduszu ogranicza się jedynie do minimalizowania strat. Kierują się one odmienną filozofią w odniesieniu do inwestorów strategicznych, którzy byliby skłonni dokonać zasilenia kapitałowego, mającego na celu ratowanie upadającego przedsiębiorstwa. Wszelkie działania restrukturyzacyjne nieudanych inwestycji są w tym przypadku podporządkowane najbardziej korzystnemu wyjściu z inwestycji, czyli ograniczeniu strat.

Fundusz venture capital inwestuje we wczesnych etapach przedsiębiorstwa, czyli obejmuje fazy:

- **Seed** (faza zasiewów) – faza bardzo wczesnego etapu rozwoju przedsięwzięcia. Najczęściej jest to finansowanie budowy prototypu bazującego na pomysłach innowacyjnym lub finansowanie ograniczonego badania marketingowego. Na tym etapie pomysłodawca dopracowuje biznesplan, przygotowuje prototyp produktu, realizuje wstępne badania marketingowe oraz gromadzi zespół osób, które docelowo będą realizować przedsięwzięcie. Faza ta uchodzi za obarczoną największym ryzykiem niepowodzenia i z tego też względu cieszy się najmniejszym zainteresowaniem wśród potencjalnych inwestorów.



Rys. 1. Etapy rozwojowe firmy i zaangażowanie poszczególnych inwestorów
 Źródło: [Bembenek, 2011, s. 24]

- **Start-up** (rozruch) – dotyczy przedsiębiorstw, które już istnieją na rynku, ale nie dłużej niż rok. Dostarczone środki finansowe są przeznaczone na rozwinięcie produktu, testowanie prototypu, sprawdzenie rynku czy rozpoczęcie kampanii marketingowej. Obejmują przygotowania przedsiębiorstwa do szerszego pojawienia się na rynku oraz pierwsze komercyjne działania firmy. Produkty przedsiębiorstwa po raz pierwszy mają styczność z rynkiem, który weryfikuje ich przydatność – w tym momencie przedsiębiorstwo dowiadyuje się o faktycznym zainteresowaniu potencjalnych klientów swoją ofertą.
- **Early stage** (faza wstępnego rozwoju) – faza ekspansji już działającego przedsiębiorstwa, które osiąga zysk lub próg rentowności. Są to początki normalnego funkcjonowania firmy. Przedsiębiorstwo odnajduje swoje miejsce na rynku, testuje rozwiązania marketingowe, organizacyjne i techniczne. Struktury firmy na tym etapie nie są jeszcze zazwyczaj określone, a jej produkty nie posiadają stałych odbiorców i z tego względu inwestowanie w przedsięwzięcia w tej fazie wciąż jest dla inwestorów ryzykowne, aczkolwiek w stopniu dużo mniejszym niż w przypadku firm będących w fazie seed czy start-up.

Strategia inwestycyjna funduszy venture capital nie obejmuje finansowania późniejszych etapów rozwoju przedsiębiorstwa. Faza dojrzała przedsiębiorstwa jest przedmiotem zainteresowania inwestycyjnego funduszy private equity. Private equity oprócz inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa obejmuje również angażowanie się w różnego typu inne operacje kapitałowe, w tym: finansowanie wykupów menedżerskich (buyouts), finansowanie pomostowe, fuzje i przejęcia (mergers and acquisitions, M&A), restrukturyzacje finansowe przedsiębiorstw (turn-arounds), prywatyzacje, wprowadzanie firm na giełdę papierów wartościowych, mezzanine, venture management oraz odpublicznienie firm.

Fundusze private equity są zainteresowane średnimi i większymi inwestycjami w dojrzałe przedsiębiorstwa

o wysokim potencjale zysków i przepływów pieniężnych. Źródła zyskowej działalności inwestycyjnej nie opierają się w pierwszej kolejności na perspektywach wzrostu przedsiębiorstwa w określonym czasie, jak to czynią fundusze venture capital. W znacznie większym stopniu opierają się na długu (tzw. finansowanie długiem), podczas gdy w przypadku funduszy venture capital kapitał do przedsiębiorstwa wprowadzany jest w formie właścicielskiej (kapitał akcyjny, udziałowy) [Piotrowski, 2011, s. 182]. Fundusze venture capital oraz fundusze private equity mają wiele wspólnych cech. Przedmiotem obydwu rodzajów inwestycji są nienotowane na giełdowym rynku publicznym przedsiębiorstwa. Strategia inwestycyjna zakłada znaczną dywersyfikację ryzyka poprzez jego rozproszenie w wielu różnych przedsięwzięciach. Do zarządzania poszczególnymi funduszami jest powoływany własny wyspecjalizowany podmiot zarządzający jako niezależny zespół zarządzający. Zarówno fundusze private equity, jak i fundusze venture capital wykorzystują podobne formy prawne prowadzenia działalności inwestycyjnej. Proces inwestycyjny składa się z tych samych etapów i przebiega w bardzo podobnym schemacie. Fundusze private equity są zainteresowane średnimi i większymi inwestycjami w dojrzałe przedsiębiorstwa. Źródła zyskowej działalności inwestycyjnej nie opierają się w pierwszej kolejności na perspektywach wzrostu przedsiębiorstwa w określonym czasie, jak to czynią fundusze venture capital. W znacznie większym stopniu opierają się na długu, a źródłem zysku jest przede wszystkim potencjał usprawnień pozwalający na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Venture capital uważa się za alternatywny instrument finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. J. Węclawski definiuje venture capital jako „kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie

ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów” [Węclawski, 1997, s. 17]. Niemniej jego charakterystyki sprawiają, że odpowiada on specyficie finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw o dużym potencjale wzrostu. Venture capital był źródłem konkurencyjności i sukcesu gospodarki amerykańskiej w drugiej połowie XX wieku. Z tego m.in. względu rządy innych państw wspierały i dążyły do upowszechnienia się tej formy finansowania innowacyjnych przedsięwzięć w swoich krajach [Piotrowski, 2010, s. 189-190]. Rozwój rynku venture capital wymaga istnienia i dostępności właściwej formy prawnej, odpowiadającej potrzebom tego segmentu rynku kapitałowego.

Aniołowie biznesu a kapitał ryzyka

Kapitał ryzyka (venture capital) uznawany jest powszechnie za jeden z czynników mających znaczny wpływ na rozwój gospodarczy państwa, gdyż zapewnia on możliwości pozyskania finansowania młodym i ambitnym firmom, które nie są w stanie zdobyć pieniędzy z konwencjonalnych źródeł. Jest to źródło kapitałów dla przedsiębiorstw, które akceptuje wysoki poziom ryzyka, ale jednocześnie oczekuje adekwatnie wysokich stóp zwrotu z powierzonego kapitału. Fundusze venture capital często utożsamiane są z kapitałem ryzyka, które, dokonując inwestycji kapitałowych w przedsiębiorstwa, kupują zarazem niepewność inwestycyjną, ponieważ podejmując decyzje wie, że wszystkie zdarzenia są dopuszczalne, ale nie zna prawdopodobieństwa, które z jego poszczególnymi elementami są związane. W fazie inwestycyjnej nie jest możliwe określenie prawdopodobieństwa wystąpienia czynników mikro- i makroekonomicznych w przyszłości.

Aniołowie biznesu pełnią bardzo ważną rolę na rynku kapitału ryzyka. Przynajmniej wraz z funduszami venture capital aktywnie oddziałują na źródła finansowania zewnętrznego innowacyjnych przedsięwzięć,

w tym jego koszty i dostępność, szczególnie dla firm będących we wczesnych fazach rozwoju. Tym samym zapewniają kapitał dla firm, które dopiero rozpoczynają swoją działalność i nie mają możliwości zdobycia finansowania z konwencjonalnych źródeł, chociażby ze względu na brak historii kredytowej i zabezpieczeń. Jest to bardzo istotne w szczególności dla firm innowacyjnych, opartych na nowoczesnych technologiach, które bez kapitału z tego źródła nie miałyby szans na start i przetrwanie, nie mówiąc już o zdobyciu stabilnej pozycji rynkowej w danej branży. Nie bez znaczenia jest tutaj również pozafinansowe wsparcie projektu przez aniołów biznesu, którzy dzięki swoim kontaktom otwierają wiele możliwości pozyskania wartościowych partnerów i klientów, a ze względu na wieloletnie doświadczenia w prowadzeniu własnego przedsiębiorstwa pomagają uniknąć błędów w zarządzaniu operacyjnym i strategicznym, a także będą lepiej radzić sobie w sytuacjach kryzysowych. Aniołowie biznesu znacząco przyczyniają się do pobudzania aktywności sektora MSP. Dzięki wspieranym przez nich projektom powstają nowe miejsca pracy, spada bezrobocie, rosną wpływy z podatków, do skutku dochodzi komercjalizacja technologii i wprowadzanie nowych rozwiązań technicznych, które w innym przypadku mogłyby mieć duże trudności ze znalezieniem kapitałodawcy, chcącego zaangażować się finansowo oraz merytorycznie w bardzo ryzykowne firmy, dopiero rozpoczynające swoją działalność.

Business angels to przedsiębiorcy o dużym doświadczeniu zawodowym, posiadający dzięki swojej pracy znaczny majątek osobisty, skłonni zainwestować samodzielnie zgromadzone oszczędności w małe i średnie przedsiębiorstwa, będące we wczesnej fazie rozwoju i wykazujące się dużym potencjałem wzrostu swojej wartości. Aniołowie biznesu w większości przypadków są lokalnymi inwestorami, co oznacza, że przedmiotem inwestycji są firmy położone blisko ich miejsca zamieszkania, tak aby umożliwić częste wzajemne kontakty, co usprawnia proces zarządzania poprzez wsparcie merytoryczne, doświadczenie i kontakty anioła biznesu. Podstawowe różnice między venture capital a aniołami biznesu pokazano w tabeli 1.

Tab. 1. Aniołowie biznesu a venture capital

	VENTURE CAPITAL	ANIOŁ BIZNESU
Kim są?	<ul style="list-style-type: none"> Zawodowi inwestorzy 	<ul style="list-style-type: none"> Osoby prywatne byli/lub obecni przedsiębiorcy Aktywni menedżerowie
Wartość inwestycji i źródło pochodzenia kapitału	<ul style="list-style-type: none"> Kapitał zebrany od innych osób krajowych i zagranicznych Wartość inwestycji 2-10 mln EUR Okres inwestycyjny zamknięty 5-10 lat 	<ul style="list-style-type: none"> Prywatne osobiste kapitały Wartość od 50 tys do 10 mln PLN Okres inwestycji otwarty
W co inwestują?	<ul style="list-style-type: none"> Koncentracja na technologii 	<ul style="list-style-type: none"> Usługi, technologia
Cel	<ul style="list-style-type: none"> Zyski kapitałowe 	<ul style="list-style-type: none"> Mentoring Zyski kapitałowe Zadowolenie z udziału w projekcie

Źródło: opracowanie własne

Aniołowie biznesu inwestują w nowe przedsięwzięcia w bardzo wczesnych etapach rozwoju. Ich podstawowy profil inwestycyjny w dużej mierze odpowiada preferencjom funduszy venture capital, jednakże oprócz kapitału dzielą się jako osoby fizyczne własnym doświadczeniem, wiedzą, kontaktami, co jest ważne szczególnie dla początkujących przedsiębiorców. Ich nakłady inwestycyjne są mniejsze kapitałowo niż funduszy venture capital, a inwestycje są bardziej ryzykowne i mniej sformalizowane. K. Brzozowska wskazuje, że aniołowie biznesu przyczyniają się do rozwoju gospodarczego poprzez wspieranie innowacyjnych projektów. Wspierają mniejsze przedsięwzięcia, które w dalszych etapach mogą być finansowane przez fundusze venture capital. Współpraca z aniołem biznesu zwiększa szanse na pozyskanie środków finansowych z innych źródeł, np. banku, oraz zwiększa zainteresowanie ze strony funduszu venture capital, gdyż anioł uwiarygodnia przedsiębiorcę, a to z kolei warunkuje dalszy rozwój przedsięwzięcia. Aniołowie, działając w środowisku lokalnym, tworzą klimat przedsiębiorczości [Brzozowska, 2008, s. 33-37], zachęcają do podejmowania działalności własnym przykładem i gotowością wsparcia nowego projektu.

Ostatecznie aniołowie biznesu nie stanowią bezpośredniej konkurencji dla funduszy venture capital, choć często utożsamia się działalność aniołów biznesu z instytucjonalnymi funduszami venture capital [Brzozowska, 2008, s. 93].

Znacznie większe fundusze zgromadzone przez venture capital oraz nieco inny mechanizm i proces inwestycyjny powodują, że inwestują one w średnie i duże przedsięwzięcia inwestycyjne, znajdujące się z reguły na późniejszych etapach rozwoju, co ma przełożenie na wysokość zainwestowanego kapitału. W większości funduszy venture capital wynosi kilka milionów euro. Duża skala wymaganej inwestycji wynika z wysokich kosztów ponoszonych przez venture capital w procesie oceny projektów inwestycyjnych oraz zawierania umowy inwestycyjnej. Dalej sformalizowany system monitoringu i sprawozdawczości do funduszy venture capital generuje wysokie koszty zarządzania inwestycjami. Takich problemów nie posiadają aniołowie biznesu, których relacja z przedsiębiorcą opiera się na wzajemnym zaufaniu. Ich ryzyko ogranicza się poprzez duże zaangażowanie aniołów w realizowane przedsięwzięcia, często występujących w charakterze pełnoetatowego pracownika przedsiębiorstwa, będącego przedmiotem inwestycji. Również odmienny jest system ewaluacji projektów inwestycyjnych. Aniołowie biznesu przede wszystkim zwracają uwagę na ciekawy pomysł, potencjał wzrostu, niszowość produktu i mają bardzo osobiste podejście do biznesu. Natomiast fundusze venture capital szczególne znaczenie przywiązują do projekcji finansowych, mierzą ryzyko rynkowe i finansowe, określają wewnętrzną stopę zwrotu z inwestycji oraz NPV. Istotne jest również określenie momentu wyjścia z inwestycji, czego aniołowie biznesu nie czynią. Również nie bez znaczenia jest tu strona formalna zawieranych umów pomiędzy partnerami. W przypadku funduszy venture capital zawierane umowy są sformalizowane i szczegółowe, w przypadku aniołów biznesu – są jasne i proste. Również

aniołowie biznesu dokonują inwestycji znacznie mniejszych kapitałowo.

W połowie 2010 roku w Polsce istniało 8 sieci aniołów biznesu. Z przeprowadzonej w połowie 2010 roku analizy wynika, że polscy aniołowie biznesu najchętniej angażują się w firmy, których zapotrzebowanie kapitałowe mieści się w przedziale 150 000 – 3 000 000 zł, jednak zgodnie z deklaracjami zarządzających sieciami, inwestorzy indywidualni są zainteresowani również mniejszymi transakcjami (nawet od 50 tys.) oraz dużo większymi (do 10 mln zł) [Wieczyński i in., 2011, s. 21].

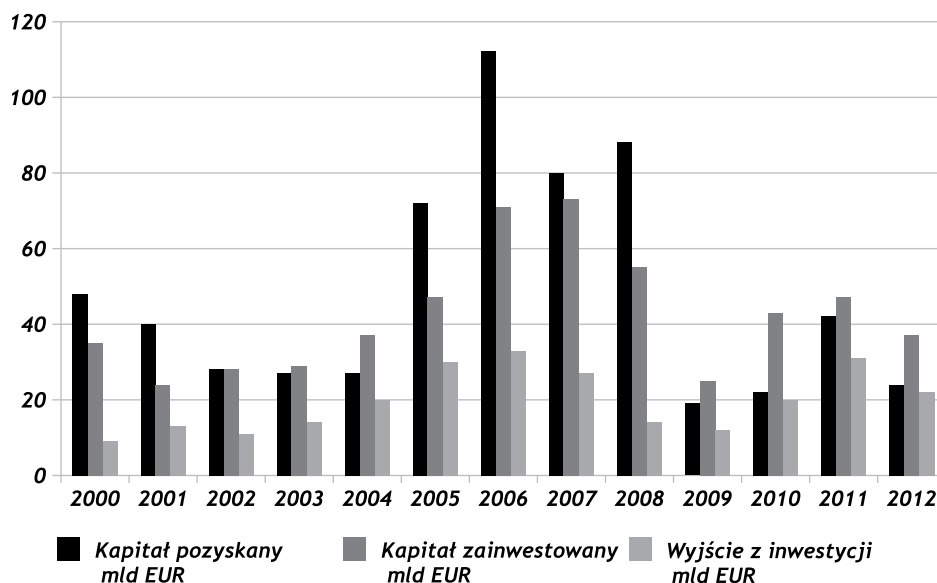
Należy oczekiwać, że polski rynek aniołów biznesu będzie się rozwijać, mimo pewnego opóźnienia, zgodnie z tendencjami światowymi. Dla tego rozwoju fundamentalne znaczenie posiada ciągła współpraca i wymiana doświadczeń między poszczególnymi uczestnikami tego segmentu rynku kapitałowego. Jedną z podstawowych cech charakteryzujących działania aniołów biznesu jest działanie w sposób mniej sformalizowany niż w przypadku venture capital, oparty w dużej mierze na intuicji czerpanej z lat biznesowych doświadczeń. Aniołowie biznesu są w stanie dostarczać kapitał szybciej i taniej niż sformalizowane instytucje.

Rynek venture capital/private equity w Polsce oraz krajach europejskich

Polski rynek venture capital powstał na początku lat 90. XX wieku. Impuls do jego rozwoju dały procesy prywatyzacyjne. Na tego rodzaju działalności skupiały się zresztą pierwsze działające w Polsce fundusze. Oznacza to również, że klasyczna działalność venture capital, polegająca na wspieraniu innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw, nie miała większego znaczenia w pierwszej dekadzie funkcjonowania tego rynku w Polsce. W Polsce odnotowano dotychczas ponad 70 różnych funduszy venture capital. Obecnie status członka zwyczajnego w branżowym Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych posiada 48 funduszy. Fundusze te zainwestowały dotychczas przeszło 8 mld zł w ponad 1000 przedsiębiorstw [Dlaczego fundusze ...].

Poziom rozwoju rynku finansowania venture capital jest zróżnicowany w krajach europejskich, zwłaszcza w odniesieniu do MSP. Podczas gdy MSP w niektórych państwach mogą korzystać z szerokiej gamy różnych produktów, inne kraje mają w tej dziedzinie jeszcze wiele do nadrobienia. Również ze względu na duże ryzyko związane z tą formą finansowania oraz z powodu kryzysu finansowego w 2008 r. działalność dostawców kapitału venture capital została ograniczona.

Każdego roku European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) przygotowuje raport dotyczący działalności funduszy obracających kapitałem private equity w Europie. W tym celu EVCA opracowało ankietę, która była przekazana firmom zajmującym się kapitałem private equity. Wszystkie informacje statystyczne zostały zebrane na podstawie ankiety online oraz uzupełnione o informacje znajdujące się na stronach internetowych poszczególnych wyspecjalizowanych funduszy private equity. Badanie z roku 2012 było przeprowadzone w 30 krajach europejskich.

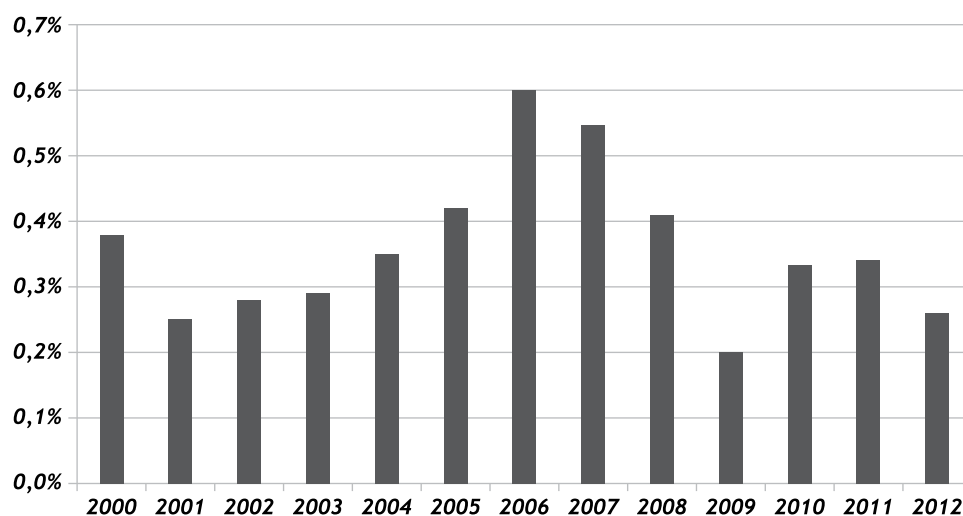


Rys. 2. Łączna wartość środków zgromadzonych na inwestycje, zainwestowanych oraz wyjść z inwestycji w Europie w latach 2000-2012 przez fundusze venture capital/private equity
Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA, 2013, s. 6]

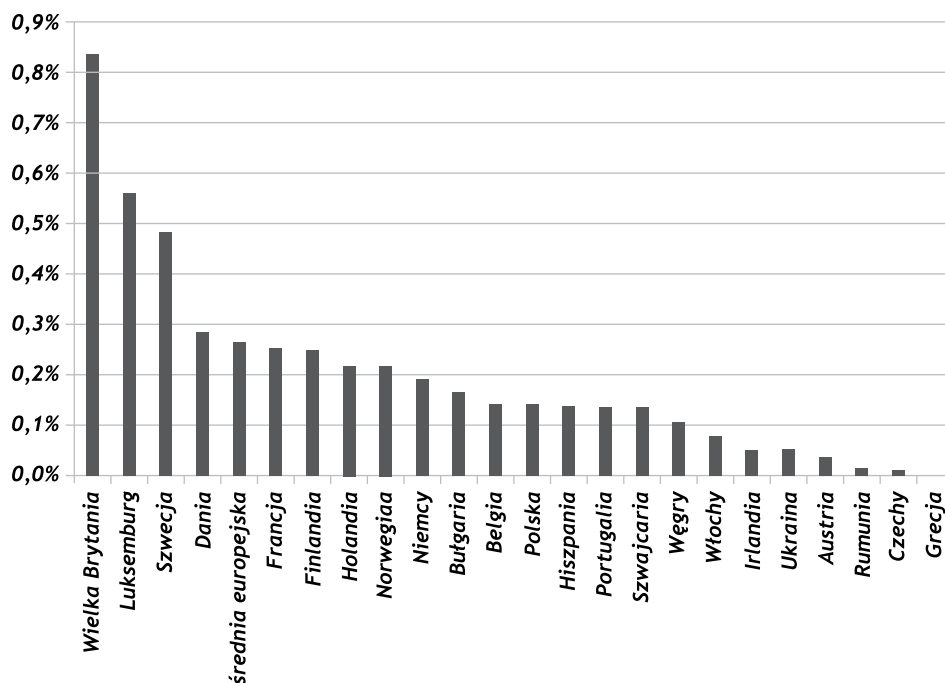
Rozwój europejskiego rynku venture capital/private equity w latach 2000-2012 przedstawia rysunek 2. Z zamieszczonych na nim danych wynika, że największą aktywność w tym przedziale czasowym fundusze wykazały w latach 2005-2008. Był to okres poprzedzający kryzys ekonomiczny z roku 2008, który charakteryzował się dużą euforią rynkową. Zebrano wówczas rekordowe środki od inwestorów, które między innymi przeznaczono na odpublicznienia spółek giełdowych. Dobra koniunktura na europejskim rynku private equity skończyła się jednak bardzo szybko. W 2008 r. nastroje były już skrajnie odmienne. Na proces wychodzenia z inwestycji istotnie wpływała koniunktura na rynkach kapitałowych, a zwłaszcza znaczne spadki na rynkach giełdowych. Polepszenie się sytuacji na giełdach w 2010 r. umożliwiło istotne zwiększenie liczby

i wartości wejść inwestycyjnych po trudnym roku 2009. Najlepszym rokiem dla akwizycji kapitału oraz działalności inwestycyjnej był rok 2006. Pobił on poprzedni rekord z 2005 r.

Podstawowy miernik wielkości rynku venture capital/private equity stanowi relacja inwestycji dokonywanych na tym rynku w danym roku do produktu krajowego brutto (PKB). Zmiany udziału inwestycji venture capital/private equity w PKB dla Europy zawiera rysunek 3. Udział ten podlegał wyraźnym fluktuacjom. Najwyższy swój poziom osiągnął w 2006 r., a następnie malał. W 2010 r. poprawiła się sytuacja na rynkach finansowych. Wpłynęło to na zwiększenie się udziału inwestycji do poziomu nieco niższego niż średnia z ostatnich 10 lat. Nie było to jednak zasługą bieżącej akwizycji kapitału, ale jego akumulacji we wcześniejszych latach.



Rys. 3. Udział inwestycji private equity w PKB (średnia europejska)
Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA, 2013, s. 43]



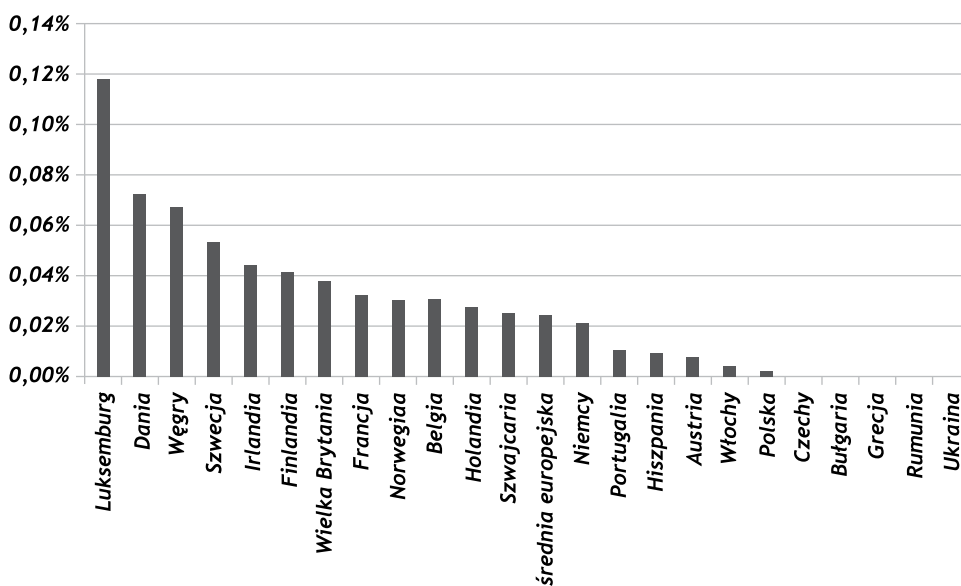
Rys. 4. Udział inwestycji private equity w PKB w 2012 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA, 2013, s. 44]

Rysunek 5 przedstawia udział inwestycji w PKB ogółem w krajach europejskich w 2012 r. Udział inwestycji private equity Polski w PKB był zbliżony do niemieckiego i znajdował się poniżej średniej europejskiej. Należy jednak podkreślić, że w poprzednich kilku latach wartość tego wskaźnika była znacznie mniejsza, a Polska znajdowała się na dalszych miejscach opisywanego rankingu. Ostatecznie sytuacja Polski w zakresie inwestycji private equity nie odbiegała istotnie od średniego poziomu dla wszystkich krajów europejskich.

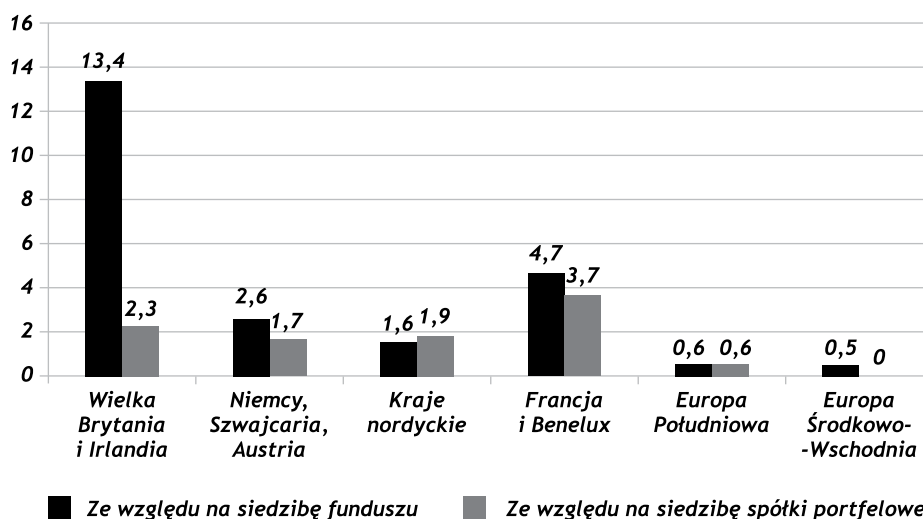
Rysunek 4 odnosi się wyłącznie do finansowania typu venture capital. Poziom inwestycji venture capital w Pol-

sce w roku 2012 był na bardzo niskim poziomie, o czym świadczy pozycja w rankingu państw. Polska znalazła się – obok Czech, Ukrainy, Rumunii, Bułgarii i Grecji – na końcu rankingu europejskiego w 2012 r. Wspomniane inwestycje były wielokrotnie niższe niż wynosiła średnia europejska. Stan ten jest o tyle niepokojący, że w ostatnich latach wystąpiła silna tendencja spadkowa w zakresie inwestycji venture capital w Polsce. Świadczy to o niedostatecznej alokacji zasobów na inwestycje venture capital i uzasadnia interwencję w ramach tego segmentu rynku kapitałowego. Natomiast rynek private equity radzi sobie znacznie lepiej.



Rys. 5. Udział inwestycji venture capital w PKB w 2012 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA, 2013, s. 45]



Rys. 6. Wartość inwestycji venture capital oraz private equity w poszczególnych rejonach Europy w 2012 r. (w mld euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA, 2013, s. 19]

Rynki venture capital nie są w Europie w jednakowy sposób rozwinięte, również w ramach Unii Europejskiej. Z jednej strony bardzo wiele funduszy kapitału ryzyka posiada swoją siedzibę w Wielkiej Brytanii. Z drugiej strony sektor venture capital nie istnieje praktycznie w Grecji. Nie jest to wcale zasługą obecnego kryzysu zadłużeniowego tego kraju. Słabość venture capital obserwuje się w tym kraju od wielu lat. Rysunek 6 prezentuje sześć regionów europejskich oraz wartość dokonanych inwestycji w Europie w 2012 r. Liderem tego rankingu od początku jego prowadzenia jest Wielka Brytania. Należy jednak zwrócić uwagę, że duża część funduszy mających swoją siedzibę w Wielkiej Brytanii dokonuje inwestycji poza jej granicami. Francja i kraje Beneluksu są atrakcyjnym miejscem inwestycji i siedziby funduszy venture capital.

Podsumowanie

Fundusze venture capital i private equity dokonują inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków wynikających z przyrostu wartości przedsiębiorstwa, w które wcześniej zainwestowały. Najpopularniejszą formą dłużnego finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorstw jest kredyt bankowy. Często jest on niedostępny dla małych, będących we wczesnych fazach rozwoju i szczególnie innowacyjnych przedsiębiorstw, ponieważ nie posiadają one historii, zabezpieczeń oraz zdolności kredytowej. Finansowanie venture capital lub aniołowie biznesu w znacznie większym stopniu odpowiadają specyfice finansowania tej grupy podmiotów gospodarczych. Ważny w ich przypadku jest przemyślany dobór kryteriów i strategii inwestycyjnej. Nie mogą oni posługiwać się wystandaryzowanymi narzędziami inwestycyjnymi. Sektor venture capital nie koncentruje się wyłącznie na jednej branży. Preferuje rynki o dużej liczbie nisz rynkowych i dużym potencjale rozwoju. Działalność tego rodzaju jest bardzo cykliczna. Można spodziewać się dużego spadku jej intensywności w okresach

trudnej sytuacji gospodarczej. Anioły biznesu, czyli osoby o dużym majątku osobistym, które inwestują własne pieniądze, są częścią rynku venture capital.

Rynek aniołów biznesu jest w Polsce bardzo słabo rozwinięty, a liczba potencjalnych, pasywnych i aktywnych aniołów biznesu nie przekracza 3 tys. osób. Dopiero od kilku lat powstają profesjonalne sieci aniołów biznesu, ułatwiające im inwestowanie. Choć wiele charakterystyk łączy aniołów biznesu oraz venture capital, opisywane formy inwestowania różnią się od siebie istotnie. Należy tu zwrócić zwłaszcza uwagę na skalę inwestycji oraz proces jej przeprowadzania. Wielu aniołów biznesu współpracuje z funduszami venture capital lub dokonuje wspólnych inwestycji. Fundusze venture capital nie są obecnie w większym stopniu zainteresowane finansowaniem etapów zasiewu i startu przedsiębiorstwa. Udział takich inwestycji w ich portfelu inwestycyjnym jest znikomy. Wynika to nie tylko z wysokiego ryzyka produktu oraz rynku, występującego na tych etapach. Znaczenie posiada również niepewność co do potrzeb finansowych przedsiębiorstwa w momencie wyjścia kapitałowego oraz jej bardzo długi horyzont czasowy inwestycji. Europejski rynek venture capital jest młodszy i mniejszy niż w Stanach Zjednoczonych. Zaczął on się szybciej rozwijać dopiero w drugiej połowie lat 80. XX wieku na fali liberalizacji w ramach Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej. Kolejny impuls do rozwoju stanowiła gorączka internetowa końca lat 90. XX wieku. W pierwszej dekadzie europejski rynek venture capital/private equity osiągnął dojrzałość. Od 2009 roku obserwowany jest spadek udziału inwestycji venture capital w całości inwestycji funduszy. Najwyższy udział inwestycji venture capital/private equity osiągnięto w 2006 r. Wzrost zawdzięcza się jednak prawie wyłącznie inwestycjom private equity. W czasie kryzysu inwestycje tego typu (venture capital) znacznie spadły. Jeszcze bardziej zmniejszyła się wielkość pozyskanych przez fundusze kapitałów. Największym rynkiem venture capital/private equity jest rynek brytyjski. Polska znajduje się daleko od czołówki europejskiej, zwłaszcza w zakresie finansowania venture finance.

Należy podkreślić, że fundusze wysokiego ryzyka dostarczają przedsiębiorstwom nie tylko środki finansowe, ale także wspierają wiedzą z zakresu zarządzania, marketingu, a także kontaktami, rozeznaniami rynkowym oraz doświadczeniem branżowym. Do zalet tego typu inwestycji należą między innymi możliwości pozyskania kapitału bez zabezpieczeń, bez kosztów finansowych (fundusze wchodzą na kapitał własny), mogą być zrealizowane nawet małe inwestycje, w które banki by nie weszły, szczególnie innowacyjne, które mogą być postrzegane przez nie jako źródło niepewności i zagrożenia, a dla funduszy mogą stanowić łakomy kąsek i źródło wysokiej stopy zwrotu. Procedury wejścia funduszy mogą być prostsze i mniej skomplikowane niż przygotowanie dokumentacji dla banku.

Spośród wad można wymienić: możliwość utraty kontroli nad firmą przez pierwotnych właścicieli, dzielenie się zyskami wynikające z rozwodnienia kapitału (część pracuje dla przedsiębiorcy, część dla funduszu proporcjonalnie do udziałów), niższą wycenę przez fundusze kapitału udziałowego dokonywaną z dużym dyskontem rynkowym. Venture capital jako kapitał wysokiego ryzyka, angażowany jest przez inwestorów w przedsięwzięcia inwestycyjne o wysokiej ekspozycji na ryzyko w oczekiwaniu ponadprzeciętnych zysków, ale może to być jednym z najdroższych źródeł finansowania rozwoju.

Podsumowując, venture capital finansują nietypowe projekty obciążone wysokim ryzykiem, mogą być dobrym źródłem finansowania firm z sektora MSP, szczególnie innowacyjnych dysponujących produktem lub usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek. Skłonne są finansować wybrane przedsięwzięcia już na etapie pomysłu, stając się wówczas jednym z założycieli firmy, ingerującym w jej zarządzanie. Oprócz kapitału oferują również swoją wiedzę z zakresu zarządzania przedsiębiorstwem, zarządzania finansami, marketingu, co może przyczynić się do poprawy wiarygodności przedsiębiorstwa na rynku. Kapitał wysokiego ryzyka jest to stabilne, średnioterminowe źródło finansowania przedsiębiorstw z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, natomiast fundusze realizują swój zysk przez korzystną odsprzedaż posiadanych udziałów lub akcji przedsiębiorstwa, zatem nie są zainteresowane realizacją bieżącego zysku, a przyczyniają się do wzrostu rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Jest to jednak drogie źródło zasilania w kapitał, jeżeli bowiem firma osiągnie sukces, to efektami musi w bardzo dużej mierze podzielić się z funduszem, ale należy pamiętać, że bez wejścia funduszy mogłaby nie osiągnąć wzrostu lub mogłoby to zabrać o wiele więcej czasu.

dr inż. Sławomir Ignatiuk
Politechnika Białostocka
Wydział Zarządzania
e-mail: s.ignatiuk@pb.edu.pl

Bibliografia

- [1] BEMBENEK D. (red.), *Kapitał na rozwój – perspektywa inwestora i przedsiębiorcy*, Krakowski Park Technologiczny, Kraków 2011.

- [2] BRZOZOWSKA K., *Business angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- [3] *Dlaczego fundusze PE/VC?* <http://www.psyk.org.pl/>, data dostępu 20.02.2014 r.
- [4] EVCA, *Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by Private Equity and Venture Capital Firms in Europe, Yearbook 2013*, Brussels 2013.
- [5] GOMPERS P.A., LERNER J., *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge 1999.
- [6] TARNAWA A., ZADURA-LICHOTA P. (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011-2012*, PARP, Warszawa 2013.
- [7] PIOTROWSKI S., *Venture capital jako forma finansowania MSP w polityce wspierania innowacji UE*, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań 2011.
- [8] PIOTROWSKI S., *Nadzór i relacje między inwestorem publicznym a funduszem venture capital*, [w:] URBANEK P. (red.), *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- [9] WĘCŁAWSKI J., *Venture capital: nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Nauk. PWN, Warszawa 1997.
- [10] *What is private equity*, <http://www.evca.eu/>, data dostępu 20.02.2014 r.
- [11] WIECZYŃSKI P., JURA P., BIJAS A., DĄBROWSKA E., *Bariery w rozwoju rynku aniołów biznesu w Polsce*, Ekspertyza dla Ministerstwa Gospodarki, Warszawa 2011.
- [12] WRZESIŃSKI M., *Kapitał podwyższonego ryzyka proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2008.

Financing of Risky Business Ventures SME-source and Growth Potential

Summary

Sources of capital to finance SME is one of the basic conditions for the functioning and development of enterprises, especially in the early phase of their development. More and more popular is the use of capital market instruments such as Private Equity, Venture Capital, Business Angels, Mezzanine. The funds of this kind can finance risky investments, in exchange for a higher expected rate of return on capital. Access to financial resources and the conditions on which entrepreneurs can benefit from them are the determining factors for the introduction of new technology, new products and services, expanding distribution channels, implementation of changes leading to the growth of modernity, competitiveness, and above all – innovation, and hence growth of the company. The objectives of the article are to discuss the Polish financial market opportunities to raise capital to finance risky business ventures and show the potential of the market Private Equity/Venture Capital in Poland and selected European countries.

Keywords

finance, investing, venture capital, venture capital funds, business angels