

ZARZĄDZANIE KAPITAŁEM PODWYŻSZONEGO RYZYKA RISK CAPITAL INCREASED MANAGEMENT

Anna DUDKOWSKA

Politechnika Warszawska
Wydziału Zarządzania

Streszczenie: W dobie wzrostu znaczenia innowacyjności i przedsiębiorczości fundusze PE/VC stały się ważnym uczestnikiem rynków finansowych, będąc niekiedy jednym z nielicznych źródeł finansowania przedsiębiorstw znajdujących się w najwcześniejszych fazach rozwoju. W zamian za udziały wraz z środkami finansowymi dokonują do zasilanych przedsiębiorstw transferu wiedzy i umiejętności, co zwiększa atrakcyjność tego źródła finansowania i pozytywnie wpływa na konkurencyjność finansowanego podmiotu, zwiększając możliwości jego przetrwania na rynku. Zarządzanie kapitałem podwyższonego ryzyka opiera się na realizacji podstawowych funkcji zarządzania w cyklu życia funduszy. Fundamentem tego procesu są szczegółowe i rzetelne analizy rynku, konkurencyjności i kondycji potencjalnych spółek portfelowych. W oparciu o wyniki analiz finansowych dokonywana jest wycena przedsiębiorstw i ustalane są warunki umowy inwestycyjnej. Powodzenie inwestycji wymaga zaangażowania menadżerów funduszu oraz ciągłego monitorowania bieżącej działalności finansowanego podmiotu w procesie budowania jego wartości. W niniejszym opracowaniu przedstawiono charakterystykę inwestycji private equity i venture capital – zaprezentowano cykl ich życia, źródła pozyskania kapitału, strategie działania mające na celu ograniczanie ryzyka ich działalności oraz scharakteryzowano proces inwestycyjny. Przedstawiono również statystyki dotyczące inwestycji funduszy PE w Europie Środkowo-Wschodniej oraz dokonano analizy porównawczej inwestycji venture capital z alternatywnymi źródłami finansowania podmiotów we wczesnych fazach rozwoju kładąc nacisk na wady i zalety funduszy VC.

Abstract: In the era of increasing the importance of innovation and entrepreneurship PE / VC funds have become an important participant in the financial markets, being sometimes one of the few sources of financing for enterprises in the early stages of development. In return for sharing, together with financial resources, they transfer knowledge and skills to the enterprises they receive, which increases the attractiveness of this source of financing and positively affects the competitiveness of the financed entity, increasing the possibilities of its survival on the market. Risk capital management is based on the implementation of basic management functions in the life cycle of the funds. The foundation of this process is detailed and reliable analyzes of the market, competitiveness, and condition of potential portfolio companies. Based on the results of the financial analysis, the valuation of enterprises is made and the terms of the investment agreement are determined. The success of the investment requires the involvement of fund managers and continuous monitoring of the ongoing activities of the financed entity in the process of building its value. This report presents the characteristics of private equity and venture capital investments - their life cycle, sources of capital acquisition, action strategies aimed at limiting the risk of their operations and characterization of the investment process was presented. It also presents statistics on the investment of PE funds in CEE and a comparative analysis of venture capital investments with alternative sources of financing entities in the early stages of development, emphasizing the advantages and disadvantages of VC funds.

Słowa klucze: PE, VC, funkcje zarządzania, proces inwestycyjny.

Keywords: PE, VC, management functions, investment process.

WPROWADZENIE

Rozwój ekosystemu startupowego wydaje się niezwykle ważnym zjawiskiem. Wzrastająca świadomość innowacji i obserwowany wzrost znaczenia przedsiębiorczości, dzięki odpowiedniemu wsparciu ma szansę przyczynić się do wzrostu konkurencyjności polskiej gospodarki. Każdy jednak pomysł wymaga kapitału. Młode, rozwijające się przedsiębiorstwa zazwyczaj nie są w stanie stawić czoła zaostrej polityce kredytowej, a brak wystarczającego kapitału własnego wymaga poszukiwania alternatywnego źródła finansowania. Z pomocą przychodzą fundusze Private Equity, które wypełniają powstającą

lukę kapitałową. Co więcej z oferowanego przez rynek PE kapitału korzystać mogą przedsiębiorstwa w różnych fazach rozwoju. Każda inwestycja niesie ze sobą jednak ryzyko. Na dynamicznie rozwijającym się w ostatnich dekadach rynku funduszy PE ryzyko to dostrzegalne jest na wszystkich etapach ich działalności - od momentu pozyskania kapitału od inwestorów po wyjście z inwestycji. Rozwój gospodarki światowej bazuje obecnie na innowacji, co zwiększa ryzyko inwestycyjne funduszy [por. Zasępa, 2013, s. 9]. Szczególnie widoczne jest to w przypadku funduszy Venture Capital, które inwestują w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, „przedsiębiorstwa garażowe” o wysokim potencjale wzrostu. Pod względem innowacyjności Polska znajduje się w ogonie Europy. Powodzenie tych przedsięwzięć jest szansą wzrostu przedsiębiorczości kraju i zmniejszeniu dysproporcji w rozwoju różnych regionów, a tym samym wsparciem podstawowych założeń unijnej polityki spójności.

Zarządzanie kapitałem podwyższonego ryzyka na rynku funduszy PE/VC sprowadza się do zidentyfikowania realnego ryzyka ich działalności oraz odpowiedniego zarządzania nim przy realizacji wszystkich funkcji zarządzania. Koncentruje się głównie na procesie decyzyjnym dotyczącym wartości nabywanych aktywów, ich rodzaju oraz prowadzeniu działalności w sposób zmierzający do maksymalizacji ich wartości [por. Brigham, Houston, 2015, s. 6-7].

Celem artykułu jest przedstawienie działalności funduszy typu Private Equity oraz Venture Capital w kontekście zarządzania przez nie kapitałem, a także zestawienie wad i zalet tego źródła finansowania przedsięwzięć z wykorzystaniem analizy porównawczej alternatywnych źródeł i metod pozyskania przez przedsiębiorstwa kapitału na wczesnych etapach rozwoju (faza seed i statup) – metody Bootstrappingu, finansowania społecznego czy działalności aniołów biznesu. Ze względu na rosnącą świadomość wielkiego potencjału startupów w opracowaniu największy nacisk położono na działalność funduszy VC.

1. FUNDUSZE PRIVATE EQUITY I VENTURE CAPITAL

W literaturze przedmiotu spotkać można różne definicje inwestycji private equity i venture capital. Często, co jest błędem, pojęcia te stosowane są zamiennie. Venture capital jest bowiem obok boy out capital, mezzanine capital i specyficznych funduszy nieruchomości segmentem rynku private equity. Zarówno inwestycje private equity, jak i venture capital zdefiniować można jako inwestycje udziałowe w przedsiębiorstwa niepubliczne, gdzie obok wsparcia kapitałowego finansowane przedsiębiorstwa otrzymują wsparcie merytoryczne. Fundusze venture capital dokonują inwestycji w przedsiębiorstwach znajdujących się

w najwcześniejszych fazach rozwoju, podczas gdy fundusze private equity lokują kapitał przede wszystkim w podmioty posiadające stabilniejszą pozycję na rynku. Zajmują się finansowaniem ekspansji, wykupów menadżerskich czy przygotowaniem do IPO [por. Zasepa 2013, s.13]. Rozwój funduszy PE/VC był odpowiedzią na ograniczone możliwości inwestycyjne rynku finansowego wynikające z awersji do ryzyka oraz pasywności jego tradycyjnych uczestników. [por. Wrzeński, 2008, s. 84-85]. Rosnące znaczenie innowacji oraz unijne ukierunkowanie na zmniejszenie dysproporcji międzyregionalnych i finansowanie badań i rozwoju dodatkowo przyczynia się do wzrostu znaczenia rynku Private Equity. Z raportów opracowanych przez Invest Europe [www1] wynika, że Polska w ostatnich latach jest jednym z głównych odbiorców inwestycji funduszy PE/VC w Europie Środkowo-Wschodniej. W 2016 r. inwestycje te objęły 82 polskie przedsiębiorstwa, a ich wartość wynosiła 725 mln euro i była o 11,4% niższa w 2015r. Obok Polski najwięcej inwestycji w 2016 r. fundusze PE dokonały w Cechach (160 mln euro), na Litwie (156 mln euro) i w Rumuni (147 mln euro). Łącznie z środkami ulokowanymi w polskie podmioty stanowiły one blisko 75% wartości ogółu poczynionych inwestycji. Statystyki dotyczące funduszy PE/VC w tym regionie prezentuje tab. 1.

Tabela 1. Statystyki dotyczące funduszy PE/VC w Europie Środkowo wschodniej

	2013	2014	2015	2016
Wartość inwestycji funduszy PE w CEE [mln euro]	847	1 331	1 582	1 596
Wartość inwestycji funduszy PE w Polsce [mln euro]	430	258	818	725
Udział Polski w inwestycjach PE w CEE [%]	50,8	19,4	51,7	45,4
Liczba firm, do których trafiły środki z funduszy PE	94	86	128	82
Faza cyklu życia przedsiębiorstwa – inwestycje typy PE [mln euro]				
seed			4,69	1,67
startup			17,76	15,07
ekspansja i wzrost			85,81	117,78
inne inwestycje			709,49	590,89

* Do 2015 r. w raportach opierano się na danych generowanych przez PEREP_Analytics i inne źródła trzeciej strony, stąd mogą występować rozbieżności w statystykach prezentowanych w innych opracowaniach.

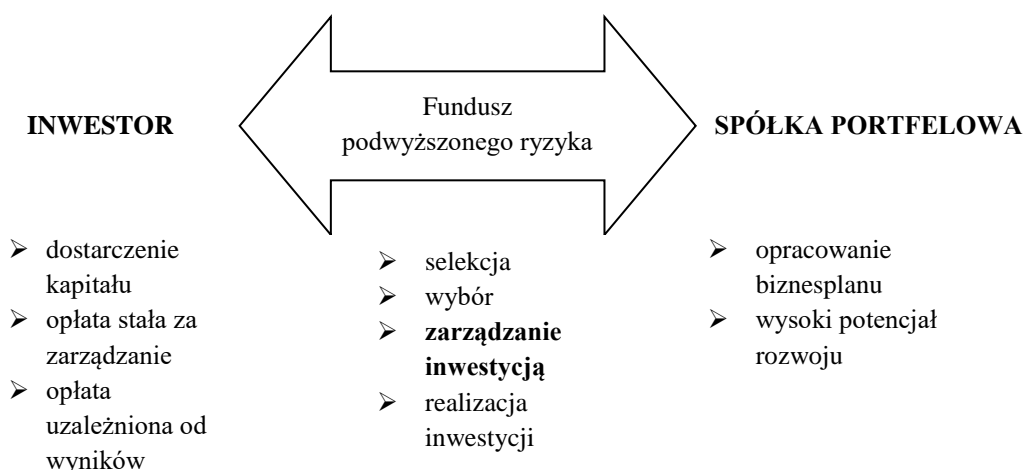
Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2011-2016

Informacje statystyczne prezentowane przez Invest Europe w raportach Central and Eastern Europe Private Equity Statistics opracowywane są obecnie na podstawie danych gromadzonych w ramach Europejskiej Spółdzielni Danych (EDC) i innych źródeł trzecich dlatego też, pomimo wysiłków organizacji podejmowanych w celu zapewnienia wiarygodności udostępnianych danych, należy traktować je szacunkowo.

2. ZARZĄDZANIE KAPITAŁEM PODWYŻSZONEGO RYZYKA

Fundusze podwyższonego ryzyka określane są mianem pośrednika pomiędzy inwestorami zasilającymi fundusz w środki finansowe a spółkami portfelowymi. Ich zadaniem jest inwestowanie pieniędzy inwestorów w swoim imieniu i takie zarządzanie całym procesem inwestycyjnym aby osiągnąć możliwie najwyższe stopy wzrostu dla inwestorów lokujących środki w funduszach. Działając na rzecz inwestorów stają się swego rodzaju ich agentami, a wysoki zwrot z poczynionych inwestycji przekłada się na osiągnięty przez fundusz zysk, który stanowi procent zwrotu netto uzyskanego przez inwestorów [Wrzesiński, 2008, s. 87-89]. Uczestników rynku PE/VC oraz główne ich zadania prezentuje rys.1.

Inwestorzy mają ograniczony wpływ na działalność funduszy, a ich współpracę regulują umowy partnerskie. Fundusze podwyższonego ryzyka działają samodzielnie bądź są tworzone przez firmy zarządzające funduszami podwyższonego ryzyka. Do ich obowiązków należy pozyskanie środków finansowych od inwestorów oraz wybór branży i rynku, na którym ulokują zgromadzone środki. Mimo że, działalności funduszy, zwłaszcza typy venture

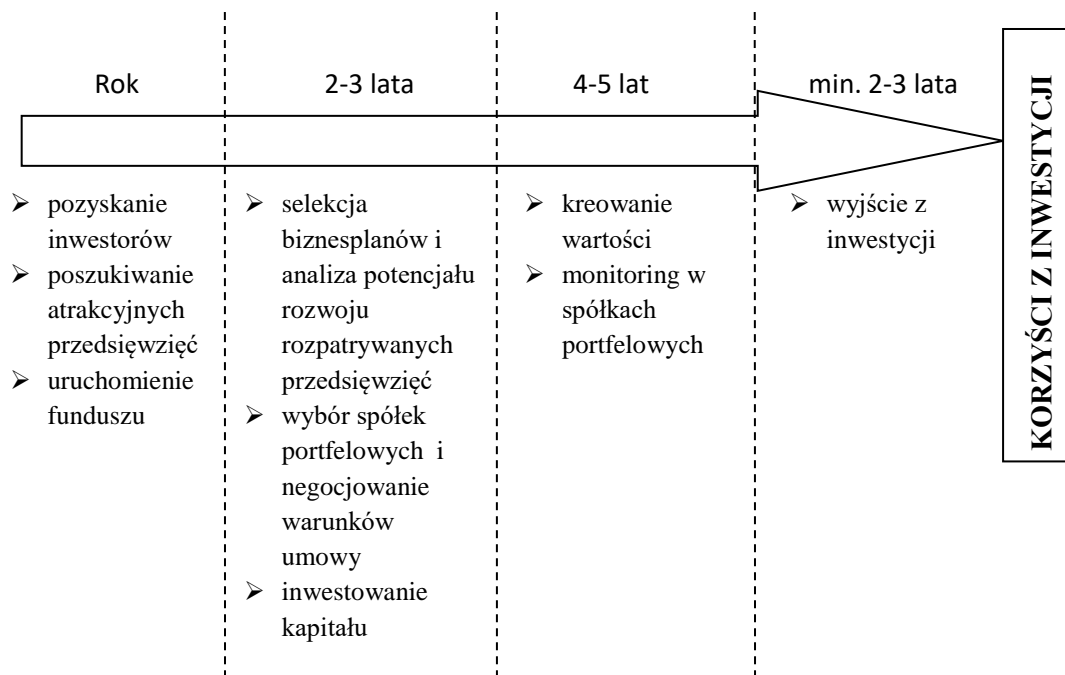


Rys. 1 . Uczestnicy rynku PE/VC i ich zadania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Wrzesiński, 2008, s. 87-89]

capital towarzyszy wysokie ryzyko to staranne przygotowanie do inwestycji funduszy sprawia, że są one mniej ryzykowne od inwestycji opierających się na spekulacjach. Fundusze

typu private equity, w tym venture capital, zakładane są na określony czas (zazwyczaj 7-10 lat) [por. Brzeg, 2011, s. 96 -97]. Według Panfila [2005, s. 86] w cyklu życia funduszu wyróżnić można kilka etapów. Na rys. 2 przedstawiono kolejne fazy jego działalności z określonym szacunkowo przedziałem czasowym ich wystąpienia.



Rys. 2. Cykl życia funduszu PE/VC

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Panfila, 2005, s. 86]

Fundamentem zarządzania kapitałem podwyższonego ryzyka jest realizacja przez fundusze podstawowych funkcji zarządzania. Griffin w procesie zarządzania wyróżnia cztery wzajemnie przenikające się funkcje zarządzania – planowanie i podejmowanie decyzji, organizowanie, przewodzenie oraz kontrolowanie. Obejmują one działania skierowane są na zasoby organizacji, których wykonanie zbliża do osiągnięcia założonych celów w sposób sprawny i skuteczny [por. Griffin, 2004, s. 6]. Charakterystykę poszczególnych funkcji zestawioną z realizującymi je działaniami funduszy PE/VC przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2. Funkcje zarządzania w działaniach funduszy typu PE/VC

Funkcja zarządzania	Charakterystyka funkcji	Działania funduszy PE/VC
Planowanie i podejmowanie decyzji	określanie celów organizacji oraz sposobów ich realizacji poprzez rozpoznanie obecnej sytuacji, przewidzenie możliwych	➤ CEL – osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu z inwestycji przez budowanie wartości spółek portfelowych

Funkcja zarządzania	Charakterystyka funkcji	Działania funduszy PE/VC
	kierunków zmian warunków, określenie działań i zasobów koniecznych do realizacji wyznaczonych celów oraz ustalenie sposobu monitorowania i kontroli ich realizacji	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Określenie form organizacyjno-prawnych i strategii działania funduszu ➤ określenie kierunku inwestycji – branży, faz życia odbiorców kapitału ➤ znalezienie inwestorów ➤ pozyskanie projektów inwestycyjnych: <ul style="list-style-type: none"> • wstępna ocena projektów inwestycyjnych • analiza biznesplanów • analiza rynku i konkurencji • wstępne negocjacje transakcji kupna -sprzedaży udziałów spółki • uzgodnienie warunków transakcji kupna -sprzedaży udziałów spółki portfelowej na podstawie wyceny spółki oraz analizy due diligence (określona zostaje m.in. cena i wielkość udziałów będących przedmiotem transakcji) ➤ wybór sposobu wyjścia z inwestycji
Organizowanie	koordynacja działań i zasobów	<ul style="list-style-type: none"> ➤ podpisanie umowy partnerskiej z inwestorami ➤ podpisanie umowy inwestycyjnej ➤ uruchomienie środków finansowych poprzedzone uzyskaniem pieniędzy od inwestorów na podstawie ich zobowiązań do inwestycji ➤ budowanie wartości i silnej pozycji na rynku finansowanego podmiotu: <ul style="list-style-type: none"> • zapewnienie środków finansowych • pomoc w opracowaniu strategii działania i rozwoju • wsparcie zarządu w procesie decyzyjnym

Funkcja zarządzania	Charakterystyka funkcji	Działania funduszy PE/VC
		<ul style="list-style-type: none"> • zapewnienie doradztwa w zakresie rozwiązywania zaistniałych problemów • pomoc w prowadzeniu nowych inwestycji ➤ przygotowanie dezinvestycji ➤ zamknięcie funduszu ➤ równoważenie ryzyka i korzyści z inwestycji – zarządzanie ryzykiem
Przewodzenie	motywowanie członków organizacji do działania na rzecz interesów organizacji	<ul style="list-style-type: none"> ➤ wsparcie menadżerskie ➤ motywowanie
Kontrolowanie	obserwowanie postępów organizacji w procesie realizacji jej celów	<ul style="list-style-type: none"> ➤ bieżący monitoring działalności przedsiębiorstwa ➤ udział w podejmowaniu decyzji strategicznych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Brzeg, 2011, s. 109- 115]

Bardzo ważnym zadaniem funduszy jest zarządzanie ryzykiem, które w inwestycjach PE/VC jest bardzo duże. W celu ograniczenia **ryzyka rynkowego** przeprowadzana jest właśnie szczegółowa analiza rynku i konkurencji. Sporządzane są prognozy możliwych scenariuszy rozwoju potencjalnego biorcy kapitału oraz stress testy potwierdzające prawidłowość dokonanych projekcji. W celu ograniczenia tego rodzaju ryzyka fundusz dokonuje często dywersyfikacji inwestycji – zwykle lokując środki w podmiotach reprezentujących różne sektory gospodarki. Innym rodzajem dywersyfikacji jest zróżnicowanie inwestycji według faz rozwoju przedsiębiorstwa. Fundusze identyfikują również **ryzyko kredytowe**. Wiązać może się ono z likwidacją zasilanej spółki, której fundusz pożyczył pieniądze i która nie będzie w stanie spłacić swoich zobowiązań, niewywiązaniem się inwestorów z umowy, którzy nie dostarczą w określonym w umowie terminie środków potrzebnych do inwestycji czy niewypłacalnością banku, w którym fundusz ma rachunek. Zabezpieczeniem są w tych przypadkach m.in. wspomniana analiza due diligence (kompleksowe badanie kondycji potencjalnego biorcy kapitału) oraz bieżące monitorowanie spółki w celu zidentyfikowania czynników mających na nią istotny wpływ, a także określenie zdolności kredytowych inwestorów i możliwości dotrzymania przez nich warunków umowy. Należy pamiętać, że fundusze otrzymują pieniądze od inwestorów dopiero w momencie wyboru konkretnego podmiotu, który będą finansować, dlatego też istotnym jest zawarcie w umowie z inwestorami klauzul na wypadek nieterminowego wywiązania się z ich zobowiązań. W strukturze

funduszy wyróżnić można zarządzającego funduszem, z którym związane jest **ryzyko operacyjne**. Fundusze nie funkcjonują bowiem samodzielnie. Zabezpieczeniem w tej sytuacji jest analiza osiągnięć zarządzającego portfelem PE/VC na podstawie analizy wcześniejszych jego doświadczeń w kierowaniu innymi funduszami. Fundusze narażone są również na **ryzyko płynności** i **ryzyko finansowe** w momencie problemów ze zbyciem posiadanych w przedsiębiorstwie udziałów oraz braku możliwości sfinansowania potrzeb spółek portfelowych, co może znaleźć odzwierciedlenie w znacznym spadku jego wartości. Pojawienie się tych problemów może wynikiem zaniedbań w trakcie wyboru strategii inwestycyjnej czy opracowywaniu umów partnerskich z inwestorami. Źródłem **ryzyka powierniczego** związanego z osobą menadżera zarządzającego funduszem może być natomiast brak rzetelności w procesie oceny zarządzającego funduszem. Zarządzanie kapitałem podwyższonego ryzyka wymaga również stałej aktualizacji wiedzy na temat przepisów praw i regulacji, co może zminimalizować ryzyko niepożądanych skutków jego działalności (**ryzyko prawne/regulacyjne**) [por. Zasępa, 2013, s. 16-17, Zasępa, 2010, s. 22, Brzeg, 2011, s. 111].

3. PROCES INWESTYCYJNY FUNDUSZY PE/VC

Proces inwestycyjny funduszy PE/VC zdefiniować można jako przepływ środków pieniężnych pomiędzy inwestorami, funduszem oraz spółkami portfelowymi. Wyróżnić można w nim pięć etapów [Wrzeński, 2008, s. 31-35]:

- **fundraising** - pozyskanie środków od inwestorów. Etap ten poprzedzony jest utworzeniem funduszu i określeniem zasad jego funkcjonowania;
- selekcję przedsiębiorstw portfelowych – wybór optymalnych przedsiębiorstw, na podstawie wnikliwej analizy due diligence i rzetelnej wyceny przedsiębiorstwa;
- **strukturyzację** transakcji, która obejmuje negocjacje transakcji zakończone podpisaniem umów inwestycyjnych i uruchomieniem środków;
- sprawowanie **nadzoru** właścicielskiego - celem jest wzrost wartości finansowanego przedsiębiorstwa poprzez monitorowanie i nadzorowanie jego działalności, egzekwowanie praw mniejszościowych funduszu oraz wsparcie merytoryczne spółki portfelowej;
- **wyjście** z inwestycji – wybór odpowiedniego momentu oraz strategii wyjścia z inwestycji.

Zasępa [2010, s.45-46] proces ten dzieli na trzy podstawowe fazy – fazę wstępną, fazę zaangażowania kapitałowego z oraz fazę dezinvestycji. Na rys. 3 zobrazowano przepływ kapitałów pomiędzy uczestnikami rynku PE/VC.



Rys. 3. Przepływ kapitałów między uczestnikami rynku PE/VC

Źródło: Opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Głównymi dawcami kapitału w funduszach typu PE/VC są [por. Zasępa, 2010, s.22-25]:

- banki

Tradycyjnie ukierunkowane na finansowanie podmiotów o stabilnej pozycji rynkowej, pod wpływem wzrostu konkurencji w sektorze bankowym rozszerzyły działalność o nowe instrumenty finansowe, wchodząc do grona największych inwestorów funduszy private equity. W celu ograniczenia ryzyka inwestycji dokonują za pośrednictwem wyspecjalizowanych spółek zależnych, które tworzą w oparciu o obowiązujące je normy ostrożnościowe. Mając na uwadze fakt, że fundusze pe/vc zasilają podmioty będące liderami innowacyjności w gospodarce banki korzystając z dostępu do nowych technologii mają szansę podnieść jakość oferowanych usług oraz po odniesieniu przez przedsiębiorstwa sukcesu pozyskać cennych klientów. Głównym ich zainteresowaniem są fundusze private equity wybierające do inwestycji przedsiębiorstwa znajdujące się w późniejszych fazach rozwoju.

- fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe

Inwestycje w funduszach traktują jako długoterminową lokatę kapitału osiągając dodatkowe korzyści stosując swego rodzaju cross-selling (oferując swoje produkty ubezpieczeniowe przedsiębiorstwom udziałowym). Podobnie jak banki cechuje je wysoka awersja do ryzyka i do inwestycji wybierają przedsiębiorstwa w fazie rozwoju i ekspansji.

- korporacje

Inwestują w innowacyjne przedsiębiorstwa zwłaszcza we wczesnych fazach rozwoju, dzięki czemu mają możliwość dotarcia do nisz rynkowych w czym, osiągając przewagę czasową i technologiczną nad konkurencją, upatrują szansy dywersyfikacji działalności i dalszego rozwoju. Przedsiębiorstwa inwestować mogą na dwa sposoby:

- lokować swoje nadwyżki finansowe w istniejących funduszach w celu maksymalizacji zysku;
- założyć własne fundusze tzw. corporate venture capital i dokonywać inwestycji za ich pośrednictwem, lokując kapitał w projekty, które będą mogły wykorzystać we własnych przedsięwzięciach. Celem inwestycji jest nie tylko osiągnięcie zysku, ale przede wszystkim uzyskanie dostępu do najnowszych metod i technologii oraz poznanie najnowszych trendów rynkowych.

Duże firmy po osiągnięciu przez przedsiębiorstwo udziałowe zysku mogą dążyć do przejęcia mniejszego innowacyjnego podmiotu.

- instytucje publiczne

Instytucje publiczne inwestycje dokonują zwykle za pośrednictwem programów rządowych minimalizując ryzyko utraty kontroli nad finansowanym podmiotem bądź straty zainwestowanych środków finansowych. Inwestują w przedsięwzięcia, które przyczynić mogą się do wzrostu przedsiębiorczości generując pozytywne efekty zewnętrzne w postaci poprawy sytuacji gospodarczej wypranych (głównie peryferyjnych) regionów, ich aktywizacji czy redukcji bezrobocia.

- fundacje

Celem ich działania jest przede wszystkim pomoc młodym rozwijającym się przedsiębiorstwom, wspieranie ducha przedsiębiorczości wśród młodych innowatorów będących szansą na wyjście Polski z ogona innowacyjności.

- osoby prywatne

Często motywatorem ich działania jest chęć założenia własnego przedsiębiorstwa oraz brak wystarczającej wiedzy i kapitału na samodzielne inwestycje. Celem dokonywanych przez

osoby prywatne inwestycji często jest jedynie oczekiwanie osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków oraz możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.

Na decyzje dotyczące celów i polityki inwestycyjnej funduszy PE/VC wpływa szereg czynników. Wśród nich wyróżnia się przede wszystkim wielkość zarządzanego kapitału, stopień rozwoju rynku kapitałowego, uwarunkowania prawne i rynkowe, rodzaj przedsiębiorstw wchodzących w skład portfela funduszu oraz kompetencje kadry menadżerskiej przedsiębiorstw udziałowych i funduszy [por. Zasepa, 2010, s. 20-21]. Fundusze mogą przyjmować różne strategie działania – mogą specjalizować się w danej branży, co jest bardziej ryzykowne, bądź lokować kapitał w różnego rodzaju przedsięwzięcia [por. Brzeg, 2011, s. 96]

W cyklu życia organizacji można wyróżnić kilka etapów. Na rys. 4 przedstawiono kolejne stadia rozwoju przedsiębiorstw oraz możliwe źródła, z jakich pozyskać mogą kapitał. Jak wspomniano na początku opracowania w najwcześniejszych i najbardziej ryzykownych fazach swojego rozwoju przedsiębiorstwa skorzystać mogą z pomocy funduszy venture capital. W miarę rozwoju i ekspansji uaktywniają się fundusze private equity, a przedsiębiorstwa mają możliwość skorzystania z innych alternatywnych źródeł finansowania swojej działalności. W tab. 3. przedstawiono charakterystykę poszczególnych faz inwestowania kapitału podwyższonego ryzyka opartą na teorii cyklu rozwoju przedsiębiorstwa.

Tabela 3. Klasyczne stadia rozwoju przedsiębiorstwa w cyklu inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka

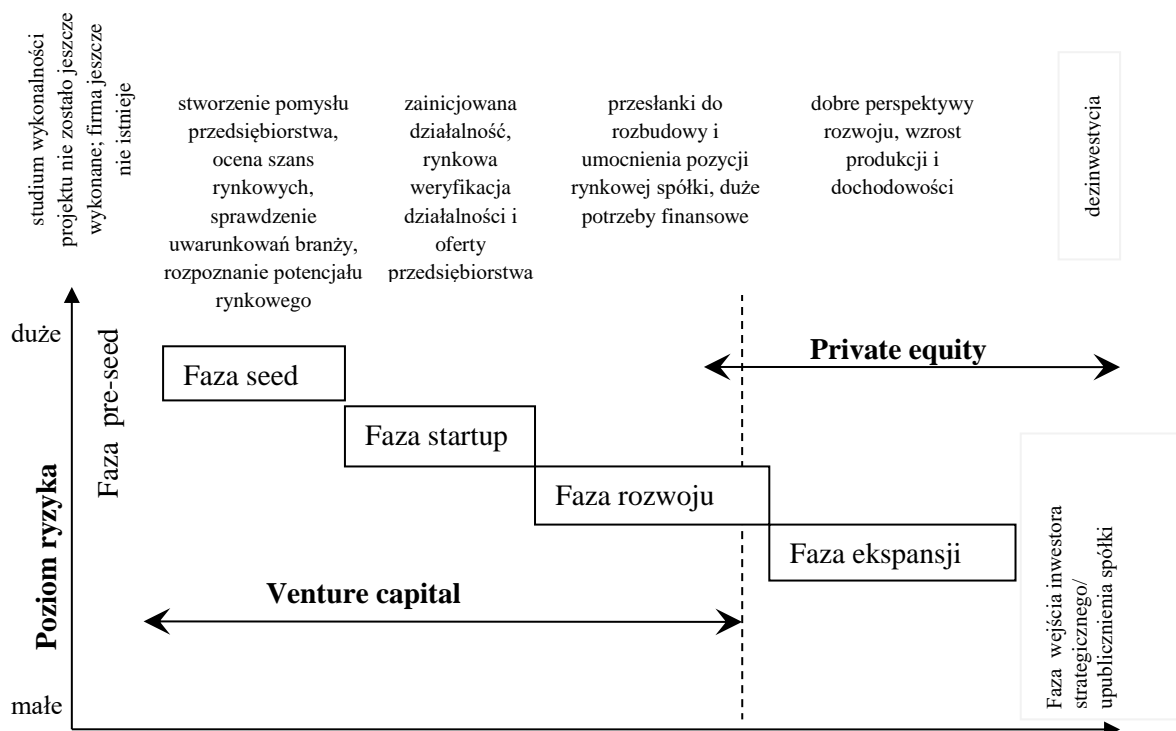
Stadium rozwoju	Charakterystyka
<p>Faza seed (zasiewu)</p>	<p>Faza zasiewu jest pierwszym etapem, jaki można wyróżnić na ścieżce rozwoju przedsiębiorstwa. Jest to czas narodzin pomysłu, powstawania koncepcji działalności przedsiębiorstwa, często konkretyzacji czy uszczegółowienia modelu biznesowego. Etap ten obejmuje czynności poprzedzające założenie przedsiębiorstwa. Wśród nich, po wygenerowaniu pomysłu na biznes wyróżnia się: ocenę szans rynkowych jego powodzenia, rozpoznanie potencjału rynkowego oraz sprawdzenie koniunktury branży. Ryzyko na tym etapie inwestowania w przedsięwzięcie jest największe. Fundusz angażuje się bowiem w pomysł a nie istniejące już przedsiębiorstwo, zaś zysków może oczekiwać najczęściej w okresie nie krótszym niż 7 lat. W fazie seed bardzo trudno pozyskać finansowanie z funduszy venture capital, a fundusze private equity nie inwestują w przedsięwzięcia na tak wczesnym etapie rozwoju. Wśród cech charakterystycznych fazy zasiewu wyróżnić można: wysokie ryzyko i koszty stałe, długi okres inwestycyjny, niewielkie potrzeby kapitałowe przedsiębiorstwa, najniższy koszt venture capital, możliwość finansowania dalszych faz rozwoju.</p> <p>W niektórych opracowaniach spotkać się można również z fazą pre-seed, która obejmuje jedynie etap powstawania pomysłu bez studium wykonania projektu</p>

	[por. Podedworna-Tarnowska, 2017, s. 13].
Faza start up (początkowa)	W fazie początkowej przedsiębiorstwo już istnieje. Po weryfikacji rynkowej i pierwszej konfrontacji z potencjalnymi klientami jego oferta zaczyna osiągać dojrzałość produktową. Na tym etapie rozwoju przedsiębiorstwo nie dysponując wystarczającym zabezpieczeniem materialnym przy towarzyszącym mu wysokim ryzyku działalności ma ograniczone możliwości pozyskania funduszy obcych. Fundusze venture capital często w fazie początkowej dokonują inwestycji (tzw. initial funding) w przedsiębiorstwa, które jeszcze nie rozpoczęły działalności operacyjnej lub są w trakcie zakładania. Zadaniem przedsiębiorstw na tym etapie rozwoju jest udostępnienie potencjalnym klientom próbnej serii produktów/usług, doskonalenie swojej oferty produktowej, budowanie sieci dystrybucji, działania marketingowe na rzecz budowania marki oraz stworzenie zespołu pracowników. Przed podjęciem decyzji o inwestycji w dane przedsiębiorstwo fundusze venture capital dokonują oceny potencjału jego rozwoju. Opierają się na analizie wskaźników finansowych, ocenie kompetencji kadry kierowniczej potencjalnego odbiorcy kapitału oraz badaniu rynku i otoczenia konkurencyjnego. Ważnym aspektem jest również oszacowanie możliwości efektywnego wyjścia z inwestycji.
Faza rozwoju	Wczesna faza rozwoju utożsamiana jest z akceptacją oferty przedsiębiorstwa przez rynek. Przedsiębiorstwo ma szansę zdobycia większego udziału w rynku. Do najważniejszych jego zadań należy rozwój zdolności produkcyjnych, zwiększenie zatrudnienia oraz wzmocnienie systemu sprzedaży. Ryzyko działalności jest mniejsze, podobnie jak oceny potencjału spółki i szans przetrwania na rynku. Przedsiębiorstwo osiąga przychody, jednak nie pokrywają one kosztów rozwoju. Fundusze VC są dla przedsiębiorstw atrakcyjnym źródłem finansowania ponieważ nie obciążają finansowo finansowanych podmiotów. Często też, ze względu na niepełną dokumentację operacyjną okazują się jedynym źródłem kapitału. W związku z mniejszym ryzykiem oraz rozwojem działalności przedsiębiorstw w tej fazie rozwoju fundusze ponoszą większe koszty zakupu udziałów.
Faza ekspansji	W fazie ekspansji przedsiębiorstwo zwiększa produkcję i staje się dochodowe. Potrzeba pozyskania kapitału ukierunkowana jest na dalszy rozwój i osiągnięcie przewagi konkurencyjnej na rynku poprzez dywersyfikację geograficzną i produktową czy zatrudnienie nowych pracowników. Ciągły rozwój i duże potrzeby kapitałowe rozwijających się przedsiębiorstw sprawiają że atrakcyjność funduszy VC nadal jest duża. Firmy otrzymują bowiem niezbędny do rozwoju kapitał i wsparcie menadżerskie przy czym w okresie finansowania (już krótszym 2-5 lat) nie ponoszą dodatkowych kosztów, związanych z obsługą kapitału obcego. Wsparcie funduszy zmienia formę ze wsparcia operacyjnego bardziej w kierunku wsparcia menadżerskiego. Na tym etapie rozwoju coraz większym zaangażowaniem wykazują się fundusze PE, które dążąc do maksymalnego zwiększenia wartości finansowanego podmiotu wspierają je w osiąganiu pozycji lidera branży, przejmowaniu innych podmiotów czy wprowadzeniu przedsiębiorstwa na giełdę.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Zasępa, 2010, s. 49-53]

Na każdym etapie rozwoju przedsiębiorstwa i w każdej fazie finansowania zarówno fundusze venture capital, jak i private equity wraz z kapitałem dokonują do finansowanego podmiotu transferu wiedzy i umiejętności oferując cenne wsparcie menadżerskie. Mając na uwadze, że jednym z głównych celów strategicznych przedsiębiorstw jest zdobycie stabilnej przewagi konkurencyjnej [por. Soniewicki, 2017, s. 33] pojecie wiedzy, wynikającej z pewnych doświadczeń, wydaje się niezwykle istotnym. Nie tylko w kontekście możliwości rozwoju przedsiębiorstwa, ale także rozpatrywania kosztu utraconych przez przedsiębiorstwo możliwości w związku z utratą pełnej władzy na prowadzonym przedsiębiorstwem, wynikającej ze „sprzedaży” swoich udziałów. Analizując dostępne w literaturze definicje i ujęcia wiedzy można umiejscowić ją między danymi i informacjami a mądrością [por. Soniewicki, 2017, s. 13]. Baruk [2006, s.23] interpretuje wiedzę jako umiejętność przekształcania dostępnych danych i informacji poprzez przypisywanie im określonego znaczenia w zależności od rozwiązywanego problemu. Fundusze typu PE/VC dostarczając do spółek portfelowych środki finansowe, know-how oraz aktywnie uczestnicząc w ich rozwoju kreują ich wartość dodaną [Por. Brzeg, 2011, s. 98]. Wsparcie menadżerskie funduszy umożliwia młodym przedsiębiorstwom wzrost efektywności zarządzania, rozwój pracowników i wzrost ich kompetencji, wzrost konkurencyjności przedsiębiorstwa czy większą elastyczność w dostosowywaniu się do potrzeb rynku. Dzięki doświadczeniu i wiedzy zarządzających funduszami podwyższonego ryzyka spółki portfelowe mają większe szanse przetrwania na konkurencyjnym rynku, gdzie zmienność warunków sprawia, że zasoby niematerialne, stają się motorem przewagi konkurencyjnej. Umiejętne wykorzystanie wiedzy może bowiem znaleźć odzwierciedlenie w generowanych zyskach i przyczynić się do sukcesu przedsięwzięcia, a doświadczenia zarządzających funduszem przyspieszyć proces budowania sieci kontaktów [por. Sokół, 2014, s. 101, 122].

PRZEDSIĘBIORSTWO

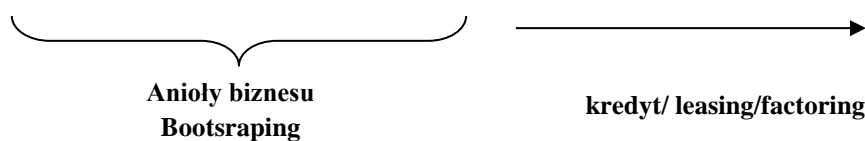


Fazy rozwoju przedsiębiorstwa i inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka

inwestycja związana z zaangażowaniem w pomysł, a nie przedsiębiorstwo. największe ryzyko, długi okres inwestycyjny	kapitał na rozpoczęcie działalności, rozwój produktów/usług, działania marketingowe	mniejsze ryzyko, wyższe koszty zakupu udziałów	środki na dalszy rozwój i ugruntowanie pozycji rynkowej, wsparcie operacyjne -> wsparcie strategiczne, przygotowanie do wejścia na giełdę
--	---	--	---

Wczesne fazy rozwoju – duże ryzyko niepowodzenia, inwestycje w stabilne i rozwinięte gospodarki

FUNDUSZ VC/PE



Rys. 4. Stadia inwestowania funduszy venture capital i private equity
 Źródło: Opracowanie własne na podstawie Zasępa [2010, s. 49-53], Podedworna-Tarnowska [2015, s. 13]

Zakończeniem procesu inwestycyjnego funduszy PE/VC jest wyjście z inwestycji i zrealizowanie zysku poprzez sprzedaż udziałów spółki portfelowej. Dezinwestycja planowana jest już w momencie negocjacji odbywających się przed podpisaniem umów inwestycyjnych i w istotny sposób wpływa na strategię rozwoju spółki. Termin wyjścia z inwestycji może być z góry określony bądź, zwykle w przypadku finansowania

przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju, może być związany z osiągnięciem przez biorcę kapitału wyznaczonych efektów ekonomicznych. Termin dezinvestycji planowany jest najczęściej na koniec okresu dynamicznego wzrostu wartości finansowanego podmiotu [Por. Zasępa, 2010, s. 87-89]. Wśród najczęściej stosowanych sposobów zakończenia inwestycji kapitałowych przez fundusze PE/VC wyróżnia się wprowadzenie spółki portfelowej na giełdę (IPO), pozyskanie strategicznego inwestora branżowego, wykup akcji przez zarząd spółki (tzw. wykup menadżerski) czy sprzedaż akcji pozostałym udziałowcom lub innemu funduszowi inwestycyjnemu [www 2]. W przypadku niepowodzenia przedsięwzięcia następuje likwidacja spółki i próba odzyskania przez fundusz części zainwestowanych środków przez sprzedaż aktywów finansowanego podmiotu.

4. VENTURE CAPITAL VS ALTERNATYWNE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA STARTUPÓW

Inwestycje VC dotyczą przedsiębiorstw znajdujących się w najwcześniejszych fazach rozwoju, zwłaszcza startupów [www 1] - nowych biznesów łączących niestandardowe rozwiązania z nowoczesnymi technologiami, odznaczających się wysokim potencjałem rozwoju. Jak niejednokrotnie wspomniano nowopowstające przedsięwzięcia odznaczają się wysokim ryzykiem i mają problemy z pozyskaniem tradycyjnych źródeł finansowania. Jak wynika z raportu Polskie Startupy 2017 (badanie przeprowadzone na grupie 621 respondentów) przygotowanego przez fundację Startup Poland aż 62% badanych startupów utrzymywało się w minionym roku z własnych środków, co piąty korzystał zaś z zagranicznego źródła kapitału – akceleratora, anioła biznesu czy funduszu VC. W tab. 4 dokonano analizy porównawczej wybranych źródeł finansowania działalności młodych, rozwijających się podmiotów gospodarczych.

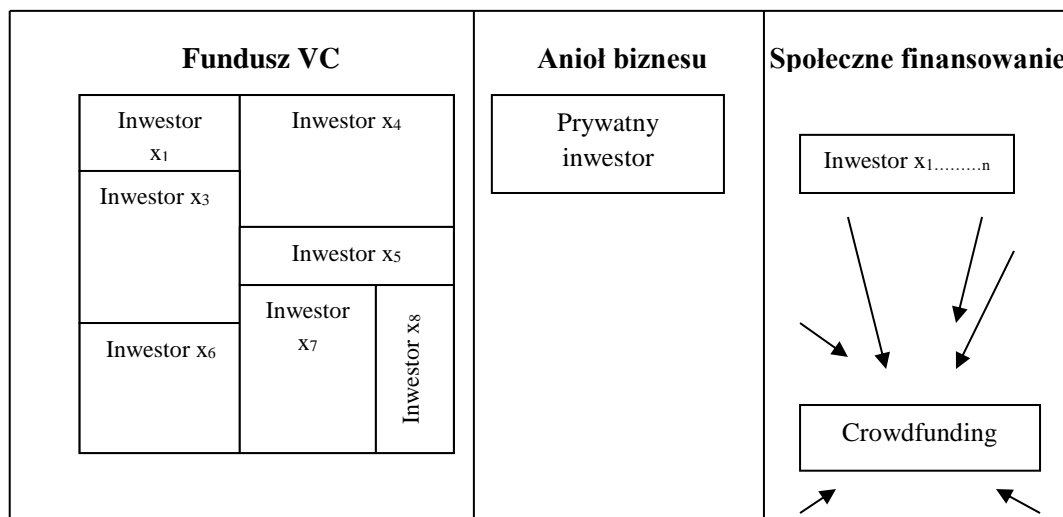
Tabela 4. Wybrane źródła finansowania przedsięwzięć startupowych

	Fundusz VC	Anioły biznesu	Crowdfunding	Metoda Bootstrappingu
opis	Inwestycje udziałowe w podmioty niepubliczne. Fundusze w zamian za udziały dokonują do zasilanego	Inwestorzy prywatni inwestujący własne pieniądze i doświadczenie w podmioty znajdujące się we wczesnych fazach	Inaczej finansowanie społeczne. Forma finansowania kreatywnych przedsięwzięć przez społeczność w zamian za określone świadczenia zwrotne	Metoda finansowania przedsięwzięcia gospodarczego wyłącznie w oparciu o kapitał własny.

	Fundusz VC	Anioły biznesu	Crowdfunding	Metoda Bootstrappingu
	podmiotu transferu środków finansowych oraz know how.	rozwoju w zamian za udziały w finansowanych przedsięwzięciach.	z wykorzystaniem rozwiązań teleinformatycznych. Świadczeniem zwrotnym może być, unikalny bonus, produkt/usługa, który powstanie w wyniku realizacji przedsięwzięcia, udziały finansowanego podmiotu czy prawo do zysków [www 2]	
niezależność finansowanego podmiotu	ograniczona	ograniczona	w przypadku crowdfundingu udziałowego ograniczona	pełna
inwestowany kapitał	pieniądze pozyskane od inwestorów, wsparcie menadżerskie	prywatne środki finansowe, wiedza i doświadczenie	dobrowolne wpłaty płynące od zainteresowanej danym przedsięwzięciem społeczności	kapitał własny przedsiębiorcy
struktura kapitału (rys. 5)	zorganizowana – inwestorzy dokonują wpłat na podstawie zobowiązań wynikających z podpisanych wcześniej umów inwestycyjnych	jednorodna – osoba prywatna inwestuje swój kapitał	rozproszona – nie można określić dokładniej liczby dokonywanych przez społeczność wpłat	kapitał własny pomysłodawcy przedsięwzięcia
cel inwestycji	budowanie wartości firmy w celu osiągnięcia możliwie najwyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału	budowanie wartości firmy w celu osiągnięcia możliwie najwyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału	powodzenie przedsięwzięcia i odbiór świadczenia zwrotnego	rozwój i zwiększenie wartości firmy bez wykorzystania kapitału obcego
warunki korzystania z kapitału	opracowanie biznesplanu, wysoki potencjał rozwoju	wysoki potencjał rozwoju	przygotowanie prezentacji projektu –kreatywność, transparentność i budowanie	ograniczanie kosztów oraz rygorystyczne podejście do zarządzania

	Fundusz VC	Anioły biznesu	Crowdfunding	Metoda Bootstrappingu
			wiarygodności	płynnością
dynamika rozwoju przedsięwzięcia	wysoka	wysoka	zależna od liczby wpłat	niska
horyzont czasowy inwestycji	3-7 lat		jednorazowe wpłaty dokonywane przez osoby zainteresowane realizacją przedsięwzięcia	wczesna faza rozwoju przedsiębiorstwa
dostawca kapitału	aktywny	aktywny	bierny	aktywny
zaangażowanie dawcy kapitału	bardzo duże	duże	małe	bardzo duże
oddziaływanie na rozwój gospodarki	duże	średnie	średnie	małe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.



Rys.5. Struktura kapitału wybranych źródeł finansowania startupów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu

Nowe przedsiębiorstwa rygorystycznie ograniczając koszty działalności w początkowej fazie rozwoju mogą bazować na kapitałach własnych pomysłodawców. Możliwe jest to zwykle w warunkach ograniczonej konkurencji i branż niszowych. W miarę rozwoju jednak potrzeby finansowe podmiotu stają się coraz większe, a możliwości inwestycyjne ograniczone. Wówczas podmioty decydują się na finansowanie zewnętrzne. Na podstawie analizy porównawczej wybranych źródeł finansowania startupów oraz

wcześniejszych rozważań zdefiniowano wady i zalety finansowania działalności za pomocą funduszy venture capital. Wśród zalet wyróżnić można niewątpliwie:

- wsparcie menadżerskie oparte na wiedzy i doświadczeniu zatrudnionych specjalistów (w przypadku Aniołów Biznesu przedsięwzięcia zasilane są doradztwem jedynie inwestora prywatnego), co zwiększa możliwości przetrwania spółki portfelowej na konkurencyjnym rynku i może mieć pozytywny wpływ na wyjście Polski z ogona innowacyjności;
- większa niż w przypadku Aniołów Biznesu czy Crowdfundingu szansa powodzenia inwestycji, dzięki szczegółowym analizom rynku i kondycji potencjalnego biorcy kapitału (większa świadomość rynku i potencjału rozwoju spółki);
- przewyższające inne źródła finansowania możliwości inwestycyjne funduszu;
- stałe monitorowanie działalności przedsiębiorstwa oraz mobilizowanie członków spółek portfelowych do budowania ich wartości, poprzez aktywne uczestnictwo w radach nadzorczych i zarządzie oraz zaangażowanie w opracowywanie strategii rozwoju;
- podobnie, jak w przypadku Aniołów Biznesu i finansowania społecznego, umożliwienie realizacji ryzykownych projektów;
- brak bieżących kosztów obsługi długu.

Wadami inwestycji venture capital są natomiast:

- utrata częściowej władzy nad przedsiębiorstwem;
- wysokie koszty analizy due diligence oraz konieczność sporządzenia szczegółowych biznesplanów (przy braku gwarancji uzyskania finansowego wsparcia funduszu), co często wymaga zatrudnienia specjalisty;
- dodatkowe obowiązki związane z monitorowaniem działalności spółki przez zarządzającego funduszem (m.in. regularne posiedzenia rady nadzorczej czy okresowe raportowanie).

PODSUMOWANIE

Fundusze PE/VC są istotnym ogniwem rynku finansowego a dokonywane przez nie inwestycje stwarzają możliwości wzrostu przedsiębiorczości i innowacyjności polskiej gospodarki. Mimo odnotowanego spadku inwestycji PE w kraju w 2016r. Polska nadal pozostaje najbardziej atrakcyjnym regionem inwestycyjnym Funduszy PE/VC w Europie Środkowo-Wschodniej. Choć przedsiębiorstwa decydujące się o ubieganie o środki z funduszy PE/VC w przypadku zawarcia umowy tracą pełną kontrolę nad przedsięwzięciem, zyskują (szczególnie w przypadku podmiotów znajdujących się we wczesnych fazach

rozwoju) szansę przetrwania i budowania silnej marki. Sukces finansowanego przedsięwzięcia zależy w dużej mierze od sumiennego przygotowania procesu inwestycyjnego oraz zaangażowania zarządzającego funduszem. Rzetelna realizacja poszczególnych działań wynikających z funkcji zarządzania zwiększa bowiem szanse powodzenia przedsięwzięcia przez osiągnięcie możliwie wysokiego przyrostu wartości finansowanego podmiotu i korzystne wyjście z inwestycji

Rozwój sektora PE/VC w Polsce wspiera Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych. Głównym celem działalności stowarzyszenia jest ułatwienie inwestycji oraz reprezentowanie interesów uczestników tego fragmentu rynku finansowego. Obecnie do stowarzyszenia należy 126 członków - 54 przedstawiciele funduszy PE/VC (tzw. członków zwyczajnych) oraz 72 przedsiębiorstwa doradcze działające na rzecz sektora (tzw. członków wspierających) [www 4].

BIBLIOGRAFIA

1. Baruk J., 2006, *Zarządzanie wiedzą i innowacjami*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń
2. Brigham E., Houston J., 2015, *Zarządzanie finansami*, PWN, Warszawa
3. Brzeg J., 2011, *Finansowanie spółek z wykorzystaniem venture capital*, w: Panfil M., (red), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa
4. Crowdfunding, Finansowanie społecznościowe, <http://crowdfunding.pl/crowdfunding-faq/>, dostęp z dnia 17.02.2018r. [www 2]
5. Griffin R. W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, PWN, Warszawa 2002
6. Podedworna – Tarnowska D., 2017, Oficyna wydawnicza SGH, Warszawa
7. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, <https://psik.org.pl/pl/>, dostęp z dnia 17.02.2018r. [www 4]
8. Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Fundusze PE/VC, <https://psik.org.pl/pl/o-pe-vc/co-to-jest-pe-vc/2336-dla-kogo-pe-vc>, dostęp z dnia 17.02.2018r. [www 3]
9. Raport Invest Europe, *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics 2016*, <https://www.investeurope.eu/research/>, dostęp z dnia 17.02.2018r.
10. Sokół A., *Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwie*, w: Engelhardt J., (red), 2014, *Zarządzanie przedsiębiorstwem*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa

11. Soniewicki M., 2017, *Zarządzanie wiedzą a przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa międzynarodowego. Ujęcie teoretyczne i praktyczne*, Difin, Warszawa
12. Startup Poland, <http://startuppoland.org/>, dostęp z dnia 17.02.2018r. [www 1]
13. Wrzeński M., 2008, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna wydawnicza SGH, Warszawa
14. Zasepa P., 2010, *Venture Capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa
15. Zasepa P., 2013, *Zarządzanie ryzykiem portfela przez fundusze Venture Capital oraz Private Equity*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa