

Joanna Duda *, Anna Wolak-Tuzimek **

Ventures capital jako źródło finansowania inwestycji małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce

1. Wprowadzenie

Najlepiej rozwinięty rynek venture capital ukształtował się w Stanach Zjednoczonych, gdzie istniały sprzyjające ku temu warunki takie, jak: łatwość zakładania firm, sprzyjający klimat i silna motywacja do wprowadzania nowych technik i technologii, liczna kadra innowacyjnie nastawionych menedżerów, rozwinięty rynek kapitałowy itd. Natomiast w krajach europejskich bariery podatkowe i administracyjne przez długi okres hamowały rozwój venture capital.

Wśród krajów europejskich najwcześniej rynek ten zaczął rozwijać się w Wielkiej Brytanii (w drugiej połowie lat czterdziestych XX wieku). W krajach Europy kontynentalnej finansowanie tego typu zaczęto stosować dopiero od lat sześćdziesiątych. Opóźnienie to wynikało z odbudowy gospodarek ze zniszczeń wojennych oraz polityki opierającej się na silnym interwencjonizmie przy ograniczeniu roli rynku. Polityka przemysłowa nastawiona była przede wszystkim na wspieranie dużych i średnich przedsiębiorstw, przy zaniedbaniu małych firm, stanowiących naturalną bazę rozwoju rynku venture capital. Nie bez znaczenia były także uwarunkowania społeczne, przede wszystkim większy tradycjonalizm europejskich przedsiębiorców. Dopiero odwrót od interwencjonizmu i coraz większa liberalizacja gospodarek europejskich w latach siedemdziesiątych XX wieku pobudziły

* Akademia Górniczo-Hutnicza w Krakowie, Wydział Zarządzania.

** Politechnika Radomska.

dynamiczny rozwój średnich i małych przedsiębiorstw oraz stworzyły bodźce do ożywienia rynku venture capital. Jednocześnie postępująca globalizacja działalności gospodarczej i większa otwartość na nowe instrumenty finansowe, a także rosnąca konkurencja skłoniły przedsiębiorstwa europejskie do szerszego korzystania z finansowania za pomocą venture capital.

Wraz z procesem transformacji gospodarki polskiej z centralnie planowanej do gospodarki rynkowej, zaczęły kształtować się warunki do rozwoju rynku venture capital. Jednak w początkowym okresie funkcjonowania tego rynku, większość inwestycji została wchłonięta w procesie prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, dopiero wraz z rozwojem i stabilizacją gospodarki polskiej zaszły na tym rynku istotne zmiany. Zarówno pod względem czasu trwania inwestycji, wartości pojedynczej inwestycji, a także sposobu dezinwestycji, która jest naturalną kolejną rzeczą przy tym sposobie finansowania rozwoju przedsiębiorstw

2. Znaczenie finansowania venture capital

Fundusze venture capital to fundusze zamknięte, które inwestują środki finansowe w określonego typu inwestycje o ponad przeciętnym stopniu ryzyka, ale otrzymują w zamian duże, również ponad przeciętne zyski. Ten sposób finansowania dotyczy najczęściej sektora małych i średnich przedsiębiorstw, które chcą inwestować w nowe technologie [Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, 2006]. Inwestycje typu high-tech, dają szansę szybkiego rozwoju przedsiębiorstwa, i tym samym inwestorowi możliwość realizacji zysku. Inwestorzy, przeciętnie, inwestują swój kapitał na okres od 3 do 7 lat [9].

Przedmiotem zainteresowania analizowanych funduszy w Polsce są zwykle firmy, które mają dobry produkt i odniosły już, przez ostatnie lata, sukces rynkowy, a którym brakuje kapitału na: dalszy rozwój i zwiększenie zdolności produkcyjnych, zdobycie kolejnych nisz rynkowych lub rozwój sieci sprzedaży.

Fundusze venture capital poprzez zakup akcji lub udziałów prywatnych, a w Polsce także prywatyzowanych firm, dzielą wraz z przedsiębiorcami ryzyko związane z prowadzeniem działalności gospodarczej, nie oczekując z tego tytułu ani gwarancji, ani zabezpieczeń ze strony przedsiębiorstwa. Zwykle tego typu inwestorzy nie angażują się w bezpośrednie zarządzanie, jednak utrzymują kontrolę nad firmą.

Podstawowym celem inwestycji jest wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Zainwestowany kapitał służy zawsze sfinansowaniu konkretnego przedsięwzięcia. Najczęściej jest to: zakup nowych maszyn i technologii, rozbudowa sieci sprzedaży, zakup nowoczesnych narzędzi sterowania produkcją i procesem zarządzania. Często kapitał ten służy także restrukturyzacji finansowej czy też zwiększaniu środków obrotowych przedsiębiorstwa. Wypracowane zyski, z reguły

w całości przeznaczane są na dalszy rozwój, a udziały venture capital księgowane są jako kapitał własny, dzięki czemu spółka staje się bardziej atrakcyjna w oczach banków, klientów, dostawców i kooperantów.

Fundusze venture capital tworzone są przez inwestorów publicznych (agencje rządowe, władze lokalne) i prywatnych, takich jak: banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, osoby fizyczne. Fundusze badają szanse realizacji projektów. Główniej analizie poddają przedsiębiorców i menedżerów. Dla wielu funduszy kadra zarządzająca jest wizytówką – jednym z ważniejszych czynników branych pod uwagę przy podjęciu decyzji przez inwestora o nabyciu w nim udziałów. Do przeprowadzenia oceny wniosku, fundusz venture capital żąda przedstawienia opisu stanowisk pracy wraz z informacjami dotyczącymi wykształcenia i doświadczenia zawodowego. Ocena kwalifikacji przeprowadzana jest na podstawie: dyplomów, kursów, szkoleń, certyfikatów. Bardzo istotne jest także doświadczenie i osiągnięte dotychczas wyniki w zarządzaniu przedsiębiorstwem [Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, 2002].

Kolejnym elementem poddawany analizie jest produkt. W tym przypadku szczególne znaczenie ma jego technologia wykonania, stopień nowoczesności, możliwości wprowadzenia w przyszłości jego nowych generacji, spełnianie przez produkt norm bezpieczeństwa i ochrony środowiska. W zależności od projektu, przedmiotem analiz ze strony inwestora mogą być dotychczasowe rezultaty prac badawczych i rozwojowych, opinie na temat prototypów oraz reakcje rynku.

Inwestorzy analizują również rynek, na którym działa przedsiębiorstwo. Najważniejsze dla oceny rynku jest określenie typu konkurencji, popytu na produkt i przewidywanego dalszego rozwoju rynku, rodzaju występujących grup klientów i ich wymagań odnośnie ceny, jakości oraz obsługi.

Przedsiębiorstwo starające się o pozyskanie finansowania venture capital zobowiązane jest do złożenia odpowiednich dokumentów finansowych, takich jak: bilans, rachunek zysków i strat oraz zestawienie przepływów pieniężnych, najczęściej za okres 3 lat. Ocena finansowych aspektów projektów uwzględnia również koszty wniesienia udziałów kapitałowych do przedsiębiorstwa, planowane kształtowanie się płynności, wysokość kapitału własnego potrzebnego do sfinansowania projektu, warunki, na jakich wnoszone są udziały oraz możliwości i koszty skorzystania z dodatkowych źródeł finansowania [Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, 2006].

Naturalną kolejną rzeczą, gdy zostaną osiągnięte założone cele venture capital, jest dezinvestycja. Wycofanie inwestycji może być realizowane na kilka sposobów: sprzedaż akcji inwestorowi strategicznemu, wprowadzenie przedsiębiorstwa na giełdę, sprzedaż menedżerom lub umorzenie akcji. Często łączy się sprzedaż inwestorowi strategicznemu i wejście na giełdę lub sprzedaż pracownikom i wejście na giełdę.

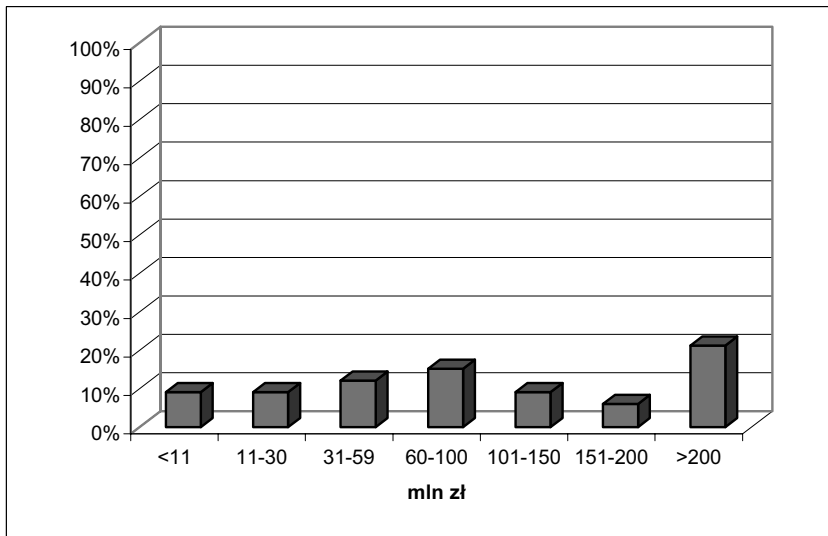
3. Fundusze venture capital w okresie prywatyzacji w Polsce

Do sprawnego funkcjonowania rynku venture capital potrzebne jest spełnienie szeregu warunków tworzących jego stronę popytową, podażową i funkcjonalną.

Niezależnie od faktu, że fundusze venture capital z założenia dokonują inwestycji w przedsięwzięcia o ponad przeciętnym stopniu ryzyka, to w Polsce pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX wieku istniało dodatkowo wysokie ogólne ryzyko inwestycyjne. W związku z tym dawcy venture capital stosowali bardziej ostrożne strategie inwestycyjne niż w krajach o bardziej ustabilizowanej gospodarce. Z tego względu, część funduszy inwestowała tylko w przedsiębiorstwa już istniejące na rynku oraz starała się dokonywać dużej dywersyfikacji portfela inwestycji.

Na rynku polskim działało i nadal działa 37 funduszy venture capital, w głównej mierze utworzonych przez podmioty zagraniczne i dysponujące publicznym oraz prywatnym kapitałem [9].

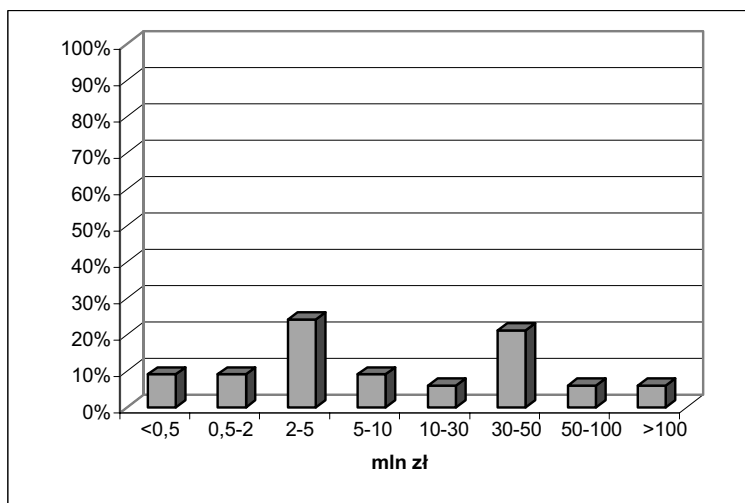
W latach dziewięćdziesiątych tylko 21% funduszy venture capital – istniejących wówczas na rynku polskim, dysponowało kapitałem większym niż 200 mln zł., 15% posiadało kapitał w granicach od 60 do 100 mln zł., a 12% posiadało kapitał od 31 do 59 mln zł. Dokładne zestawienie danych na temat wielkości kapitału będącego w posiadaniu funduszy przedstawiamy na rysunku 1.



Rys. 1. Wielkość kapitału będąca w dyspozycji funduszy venture capital działających na rynku polskim w latach dziewięćdziesiątych xx wieku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: [4].

Jedna czwarta funduszy preferowała inwestycje o wartości od 2 do 5 mln zł. Podobna wielkość angażowała w jedną inwestycję nie więcej niż 50 mln zł., ale nie mniej niż 30 mln zł. Tylko 6% venture capital przeznaczala na jedną inwestycję więcej niż 100 mln zł. Wielkość preferowanych przez fundusze inwestycji przedstawia rysunek 2.

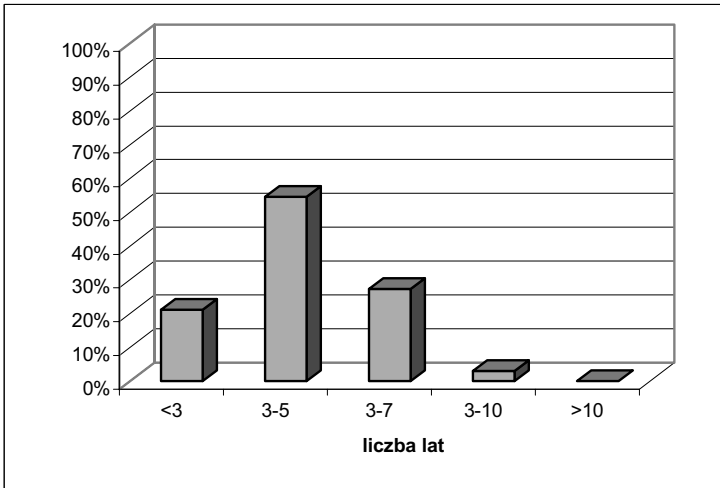


Rys. 2. Preferowana wielkość inwestycji przez fundusze venture capital działające na rynku polskim w latach dziewięćdziesiątych xx wieku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: [4].

Ponad połowa funduszy (55%) inwestowała w przedsięwzięcia trwające od 3 do 5 lat, 21% w przedsięwzięcia trwające od 3 do 7 lat. Nikt natomiast nie inwestował w przedsięwzięcia trwające dłużej niż 10 lat. Preferowany w latach dziewięćdziesiątych czas inwestycji przedstawiono na rysunku 3.

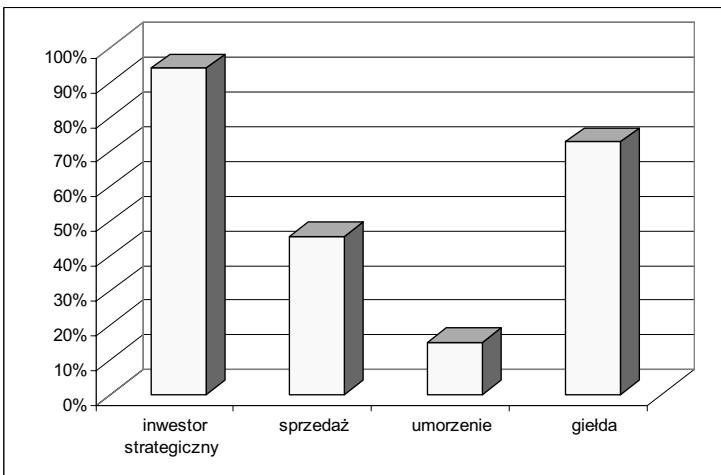
Naturalną kolejną rzeczą przy finansowaniu za pomocą venture capital jest dezinvestycja. Po osiągnięciu celu, a tym samym zdobyciu pewnej pozycji na rynku przez przedsiębiorstwo, następuje wycofanie udziałów. Dla typowego dawcy venture capital najważniejsze jest kiedy i w jaki sposób będzie mógł zrealizować oczekiwany zysk. Termin i warunki wycofania udziałów z przedsiębiorstwa mają zatem istotne znaczenie zarówno dla dawcy venture capital, jak i samego przedsiębiorstwa. Fundusze działające na polskim rynku (w latach dziewięćdziesiątych) korzystały jednocześnie z kilku sposobów dezinvestycji. Najczęściej sprzedawały udziały inwestorowi strategicznemu (94%), wchodziły na giełdę (73%) oraz sprzedawały udziały pracownikom (45%). Często dwie ostatnie opcje były



Rys. 3. Preferowany czas inwestycji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: [4].

ze sobą łączone. Część udziałów odsprzedawano pracownikom, a część trafiała na giełdę. Rzadko korzystano z umorzenia (15%). Dokładne zestawienie danych przedstawia rysunek 4.



Rys. 4. Sposoby dezinvestycji preferowane przez fundusze działające na rynku polskim w latach dziewięćdziesiątych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z: [4]

Pod koniec lat dziewięćdziesiątych większość inwestycji dokonywana była w przedsiębiorstwa duże istniejące już jakiś czas na rynku, dlatego aż 73% dezinwestycji odbywała się poprzez giełdę. W przypadku małych i średnich przedsiębiorstw ten rodzaj odsprzedaży udziałów był ograniczony ze względu na brak odpowiedniego sektora rynku wtórnego do obrotu papierami MSP.

O zapotrzebowaniu w Polsce na venture capital może świadczyć fakt, że do spółki Enterprise Investors, zarządzającej kapitałami Polsko-Amerykańskiego Funduszu Przedsiębiorczości i Polskiego Prywatnego Funduszu Kapitałowego napłynęło w ciągu 5 lat kilka tysięcy wniosków, z których szczegółowej analizie poddano ok. tysiąca, aby wybrać do realizacji – 46 [2]. Charakterystyczne było to, że na rynku polskim żaden z funduszy venture capital nie finansował fazy zasiewów.

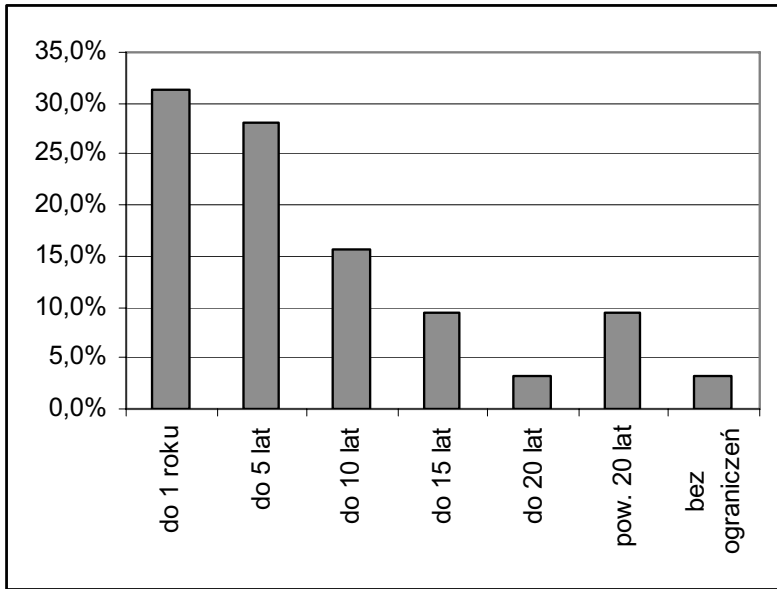
W związku z wyższym ryzykiem, fundusze inwestujące w Polsce oczekiwały odpowiednio wyższych stóp zwrotu z zaangażowanego kapitału niż w krajach zachodnich. Duża część inwestycji dokonywana była w tradycyjne branże, takie jak: przemysł chemiczny, budownictwo, handel, co było wynikiem stosunkowo słabego rozwoju w Polsce branż zaliczanych do wysokiej techniki.

4. Fundusze venture capital w Polsce po roku 2000

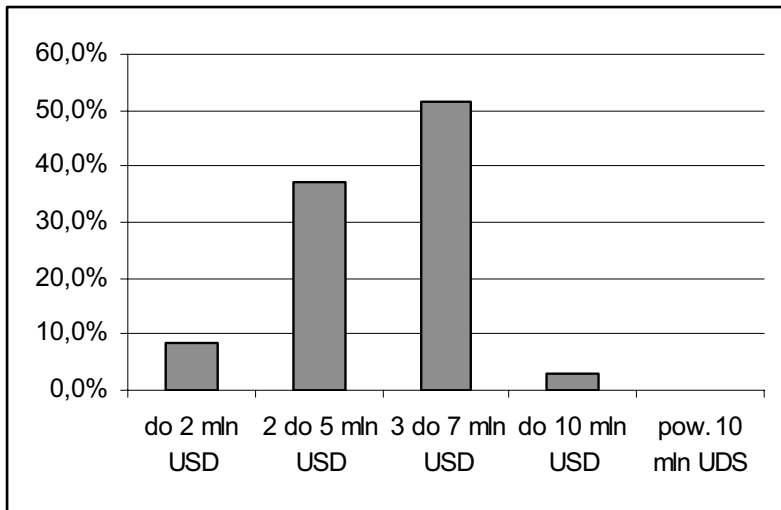
Wraz rozwojem gospodarki polskiej zaczęły następować istotne zmiany na rynku venture capital. Inwestorzy zaczęli postrzegać Polskę jako mniej ryzykowny kraj, co zaowocowało wydłużeniem czasu trwania inwestycji. Przeciętny czas inwestycji wynosi od 3 do 7 lat (31%), prawie 30% inwestuje swoje kapitały od 2 do 5 lat. Jednak spory odsetek funduszy realizuje również inwestycje długofalowe, obejmujące nawet okres piętnastu i dwudziestu lat. Dokładne dane przedstawiono na rysunku 5

Z danych zaprezentowanych na rysunku 6 można wnioskować, że większość inwestycji jest obecnie przeznaczona dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw, o czym może świadczyć fakt, iż znacząco się obniżyła przeciętna wartość pojedynczej inwestycji. Prawie połowa dokonanych inwestycji mieściła się w przedziale od 3 do 7 mln USD. Ponad 30% inwestycji zawierała się w granicach od 2 do 5 mln USD, ale na uwagę zasługuje fakt, że prawie 10% inwestycji była mniejsza niż 2 mln USD.

Zmianie uległy również sposoby dezinwestycji. Ważnym wydarzeniem było uruchomienie 30 lipca 2007 roku sektora giełdy do obrotu papierami małych i średnich przedsiębiorstw, co niewątpliwie przyczyni się do dalszego rozwoju finansowania venture capital.

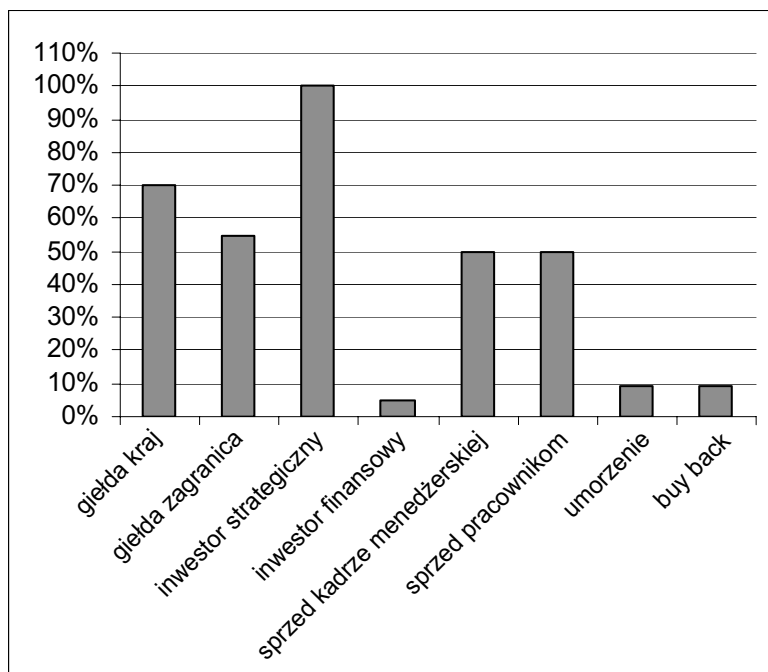


Rys. 5. Przeciętny czas trwania inwestycji venture capital w Polsce po roku 2000.
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową [3].



Rys. 6. Preferowana wartość pojedynczej inwestycji przez fundusze venture capital działające na rynku polskim po roku 2000.
 Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową [9].

Ten sektor giełdy umożliwia inwestorom wyjście z przedsiębiorstwa poprzez odsprzedaż udziałów lub akcji inwestorom portfelowym. Inwestorzy odsprzedawali również swoje udziały na giełdzie zagranicznej i inwestorom strategicznym. Łączono również ze sobą niektóre opcje, np. sprzedaż inwestorowi strategicznemu i giełdę lub sprzedaż pracownikom i giełdę. Wyniki badań przedstawiono na rysunku 7.



Rys. 7. Sposoby dezinwestycji preferowane przez fundusze venture capital, działające w Polsce po roku 2000.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową [9].

5. Wnioski

Rynek venture capital w Polsce napotykał i wciąż jeszcze napotyka na wiele barier. Można do nich zaliczyć między innymi: brak odpowiedniej polityki publicznej czy słabą podaż kapitałów ze strony źródeł krajowych.

Polskie banki i przedsiębiorstwa dotychczas w minimalnym stopniu uczestniczyły kapitałowo w klasycznych funduszach venture capital. Banki, tradycyjnie nastawione na finansowanie działalności przedsiębiorstw, z dużą rezerwą podchodzą do kredytowania innowacyjnych przedsięwzięć. Wynika to z kilku powo-

dów: zasady ostrożności, określającej politykę banków oraz awersji do ryzyka, co powoduje, że nawet w przypadku wysokich możliwych zysków banki nie inwestują bez specjalnych zabezpieczeń (np. gwarancji państwa) w młode innowacyjne przedsiębiorstwa. Poza tym przepisy prawa bankowego wyznaczają górne limity angażowania środków w udziały przedsiębiorstw. Problemem dla banków jest również dostosowanie swoich systemów ocen do coraz krótszych cykli życia wyrobów i coraz krótszych faz rozwoju przedsiębiorstw innowacyjnych. Ponadto banki preferują takie sposoby finansowania, które zapewniają im bieżącą obsługę wyłożonego kapitału w postaci spłaty rat kapitałowych i odsetek. Angażowanie kapitału w przedsięwzięcia, które przyniosą zwrot zainwestowanych środków dopiero po kilku czy kilkunastu latach, jest dla nich tym trudniejsze do zaakceptowania, im słabiej rozwinięty jest rynek, na którym można sprzedać zakupione udziały. Jednak w tym aspekcie na rynku polskim, na przestrzeni analizowanych lat, zaszły istotne zmiany.

Od lipca 2007 roku funkcjonuje giełda New Connect, na której notowane są aktywa sektora małych i średnich przedsiębiorstw, co powinno zachęcić inwestorów do inwestowania w innowacyjne małe i średnie przedsiębiorstwa. W początkowym okresie funkcjonowania funduszy venture capital na rynku polskim, były ograniczone możliwości dezinwestycji. W głównej mierze inwestorzy odsprzedawali swoje udziały inwestorowi strategicznemu, wprowadzali przedsiębiorstwa na giełdę lub sprzedawali część udziałów pracownikom. Większość inwestycji w tym okresie została wykorzystana przy prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, dlatego też była możliwość sprzedaży udziałów na WGP, gdzie nie notowano małych i średnich przedsiębiorstw. Wraz z rozwojem rynku finansowego w Polsce możliwości dezinwestycji zwiększyły się. Można do nich zaliczyć: oprócz giełdy krajowej, giełdę zagraniczną, możliwość pozyskania inwestora strategicznego, inwestora finansowego, sprzedaż udziałów pracownikom i kadrze menedżerskiej, umorzenie oraz. Dezinwestycja, czyli zrealizowanie oczekiwanego zysku inwestora, jest naturalną kolejną rzeczą przy finansowaniu venture capital. Dlatego też wzrost możliwości odsprzedaży udziałów, po ustabilizowaniu się pozycji firmy, przyczynia się do rozwoju analizowanego rynku.

Można też zauważyć istotne zmiany w odniesieniu do preferowanej wielkości pojedynczej inwestycji. W latach dziewięćdziesiątych, jak już wcześniej wspomniano, większość funduszy venture capital została wykorzystana przy prywatyzacji, dlatego też wielkość pojedynczych inwestycji kształtowała się na poziomie 10–30 mln zł lub wynosiła od 30 do 50 mln, były również inwestycją na kwotę 100 mln zł, co z pewnością nie było skierowane do małych lub średnich przedsiębiorstw. Przedstawione w tabeli 2 dane potwierdzają jeszcze raz tezę, że większość inwestycji została wchłonięta przez prywatyzację. Po roku 2000 fundusze venture capital nie preferują w ogóle inwestycji powyżej 30 mln zł.

Nie zmienił się zasadniczo preferowany czas inwestycji, nadal większość funduszy inwestuje na okres od 3 do 7 lat. Jednak w latach dziewięćdziesiątych nikt nie inwestował powyżej 10 lat, ze względu na to, że gospodarka polska była postrzegana przez inwestorów jako ryzykowna i mało stabilna. Po roku 2000, część funduszy zdecydowała się na realizację długofalowych inwestycji, obejmujących nawet 15 i 20 lat. Jednak stanowią one jeszcze mniejszość. Na takie inwestycje decyduje się ok. 10% inwestorów.

Reasumując, należy stwierdzić, że na przestrzeni lat 1990–2007, na rynku venture capital zaszły istotne zmiany, jednak finansowanie za pośrednictwem tego instrumentu finansowego wymaga ukształtowania się sprzyjających warunków otoczenia. Zaliczyć do nich można: postęp technologiczny, system ekonomiczny, prawny i społeczny. Do czynników ekonomicznych wpływających na rozwój rynku venture capital należy zaliczyć przede wszystkim: wzrost gospodarczy stwarzający silne zapotrzebowanie na nowe technologie, produkty i usługi, rozwój rynku finansowego, na którym z jednej strony występują zasoby kapitału, a z drugiej możliwa jest sprzedaż udziałów w przedsiębiorstwie po zakończeniu okresu finansowania. W ramach systemu prawnego kraju, szczególnego znaczenia dla powstania i rozwoju finansowania za pośrednictwem venture capital, mają takie elementy, jak: normy prawne sprzyjające zakładaniu firm, zapewniające ochronę wprowadzonych przez nie innowacji, przepisy podatkowe zachęcające do finansowania działalności gospodarczej czy programy rządowe wspierające rozwój innowacyjnych jednostek.

Literatura

- [1] Büschgen H., *Banken und Venture-Capital-Finanzierung*, „Die Bank” 1985, nr 6.
- [2] Krajewski J., *Poszukiwacze zyskownych przedsięwzięć*, „Businessman” 1995, nr 11.
- [3] *Performance Measurement and Asset Allocation Private Equity Funds*, EVCA, March 2004.
- [4] Tamowicz P., Rot P., *Fundusze venture capital w Polsce.*, Zapolex Sp. z o.o, Warszawa 2002.
- [5] Werde T., *Venture Capital*. Bergisch Gladbach, Köln 1987.
- [6] PARP, *Informator: Fundusze venture capital w Polsce*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa 2002.
- [7] Dane Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową ze strony: [www. ibngr.edu.pl](http://www.ibngr.edu.pl) (data aktualizacji 2006).
- [8] www.pfsl.pl
- [9] www.parvp.gov.pl