

Agnieszka Raczevska

Aktywność inwestorów "venture capital" w Europie

Ekonomiczne Problemy Usług nr 62, 137-145

2011

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

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

AGNIESZKA RACZEWSKA

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

AKTYWNOŚĆ INWESTORÓW *VENTURE CAPITAL* W EUROPIE

Wprowadzenie

Małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) stanowią podstawę funkcjonowania współczesnych gospodarek europejskich, które zawdzięczają temu sektorowi swój dynamiczny wzrost. Mimo że w ostatnich latach tematyka makroekonomicznego znaczenia sektora małych i średnich przedsiębiorstw jest coraz częściej poruszana i podkreślana na forum publicznym, to przedsiębiorstwa te wciąż napotykać na wiele barier utrudniających bądź wręcz uniemożliwiających ich powstawanie i rozwój. Jedną z nich jest utrudniony dostęp do źródeł finansowania.

Występowanie luki kapitałowej, czyli braku dostępu do kapitału długoterminowego niezbędnego do rozwoju przedsiębiorstw w początkowych fazach ich istnienia, jest zjawiskiem, które dotyczy nie tylko gospodarki polskiej, ale znane jest także w innych, bardziej rozwiniętych krajach. Obecnie poszukuje się rozwiązań mających złagodzić skutki występowania luki kapitałowej i ułatwić przedsiębiorstwom sektora MŚP dostęp do kapitału zewnętrznego. Jednym z takich rozwiązań, którego znaczenie podkreśla się i propaguje w wielu krajach Europy oraz w Stanach Zjednoczonych, jest działalność inwestorów oferujących kapitał podwyższonego ryzyka (ang. *venture capital*) – zarówno tych instytucjonalnych, jak i prywatnych.

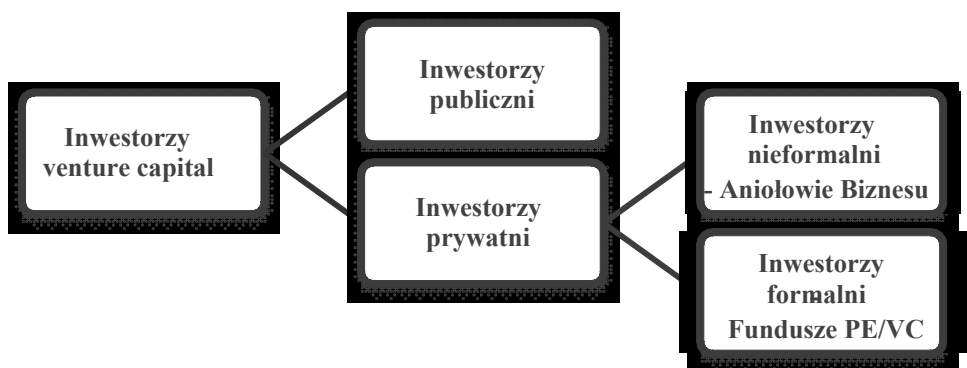
Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie oraz próba oceny aktywności inwestorów *venture capital* w Europie na przestrzeni lat 2006–2008.

1. Pojęcie oraz charakterystyka inwestycji *venture capital*

Venture capital można zdefiniować 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”¹.

Inwestycje *venture capital* mają więc charakter udziałowy, co oznacza, że kapitał dostarczany w tej postaci zalicza się do kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Wnoszony jest on przez inwestora na pewien określony czas (zazwyczaj na kilka lat) i po uzyskaniu satysfakcjonującej stopy zwrotu następuje wyjście inwestora ze spółki (sprzedaż udziałów). Inwestycje *venture capital* dokonywane są w perspektywiczne przedsiębiorstwa niepubliczne, tj. nienotowane na giełdzie papierów wartościowych. Są to często bardzo młode firmy, których działalność i pomysł biznesowy dają jednak dużą szansę na sukces, a co za tym idzie – dynamiczny wzrost wartości przedsiębiorstwa. Należy przy tym jednak pamiętać, że oczekiwaniu na ponadprzeciętną stopę zwrotu z inwestycji towarzyszy wysokie ryzyko, które musi zaakceptować inwestor, chcący działać na rynku *venture capital*.

Dawcami *venture capital* mogą być osoby prywatne i instytucje. Choć zazwyczaj kapitał ten ma charakter prywatny, to występują również publiczni inwestorzy *venture capital*. Klasyfikację dawców *venture capital* zaprezentowano na rys. 1.



Rys. 1. Grupy dawców *venture capital*

Źródło: opracowanie własne.

¹ J. Węclawski, *Venture Capital – nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997, s. 17.

Prywatny kapitał podwyższonego ryzyka może być dostarczany na dwa sposoby. Pierwszym z nich są inwestycje bezpośrednie, dokonywane przez osoby prywatne lub ich grupy. Są to tzw. Aniołowie Biznesu, czyli „przedsiębiorcy i biznesmeni o dużym doświadczeniu zawodowym, posiadający znaczny majątek osobisty, samodzielnie inwestujący zgromadzone oszczędności na okres kilku lat w akcje lub udziały niepowiązanych z nimi osobiście małych i średnich przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, na ogół będących we wczesnym stadium rozwoju i wykazujących się dużym potencjałem wzrostu swojej wartości”². Inwestorzy ci, oprócz środków finansowych, mogą przekazać przedsiębiorstwu cenne doświadczenie oraz kontakty, które mają realne szanse przełożyć się na dynamiczny wzrost wartości firmy. Jest to tzw. kapitał menedżerski, którego znaczenie podkreślono w innej definicji *Business Angels*, zgodnie z którą Aniołowie Biznesu to „prywatni inwestorzy, którzy dysponując odpowiednim doświadczeniem oraz kapitałem, wspierają wybrane małe i średnie przedsiębiorstwa, głównie w początkowej fazie ich działalności. Przekazują im zarówno swoją wiedzę, doświadczenie i technologie, jak i środki finansowe. W zamian mogą otrzymać część zysków przedsiębiorstwa”³. Wsparcie merytoryczne i biznesowe ze strony inwestora jest szczególnie ważne dla młodych przedsiębiorców.

Drugą formą zaangażowania kapitału podwyższonego ryzyka są inwestycje pośrednie, dokonywane przez wyspecjalizowane instytucje – fundusze *venture capital*. Fundusze te kupują udziały lub akcje firmy nienotowanej na giełdzie i starają się, aby jej wartość znacząco wzrosła, tak by po kilku latach odsprzedać swe udziały lub akcje z zyskiem⁴. Warto podkreślić, że ta strategia, stosowana zarówno przez fundusze *venture capital*, jak i inwestorów nieformalnych w postaci *Business Angels*, nie jest nastawiona na maksymalizację bieżących zysków, lecz jest strategią średnio- lub długoterminową, nastawioną na pomnażanie wartości firmy. Taka strategia inwestycyjna daje dużą szansę na dynamiczny rozwój przedsiębiorstwa. Inwestor finansowy oraz przedsiębiorca mają wspólny cel (wzrost wartości przedsiębiorstwa), obie strony transakcji wspólnie wypracowują zysk, ale również wspólnie ponoszą ryzyko ewentualnego niepowodzenia przedsięwzięcia. Gwarantuje to determinację inwestora do działania z pełnym zaangażowaniem na rzecz rozwoju przedsiębiorstwa, w którym ulokowany został kapitał.

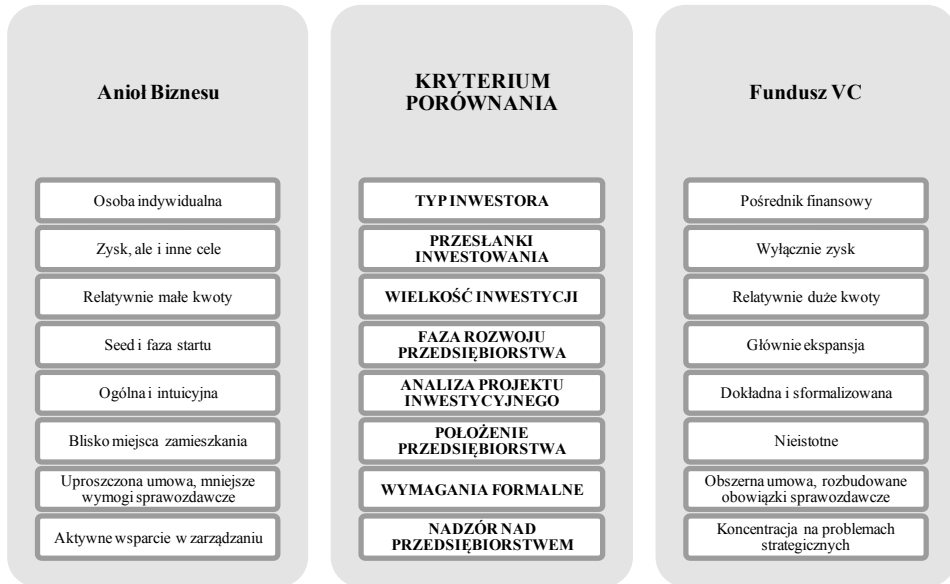
² P. Tamowicz, *Business Angels. Pomocna dłoń kapitału*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2007, s. 8.

³ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie Biznesu w sektorze MŚP*, Difin, Warszawa 2007, s. 50.

⁴ A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 54–55.

2. Różnice pomiędzy formalnymi i nieformalnymi inwestorami *venture capital*

Mimo że w wielu aspektach działalność formalnych (fundusze) oraz nieformalnych (Aniołowie Biznesu) inwestorów *venture capital* jest podobna, jednak występuje między nimi także kilka zasadniczych różnic, które przedstawiono na rys. 2.



Rys. 2. Grupy dawców *venture capital*

Źródło: P. Tamowicz, *Business Angels. Pomocna dłoń kapitału*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2007, s. 9.

Pod względem opisaną aktywności *venture capital* w Europie najważniejszymi kryteriami porównania są „wielkość inwestycji” oraz „faza rozwoju przedsiębiorstwa”. Fundusze to inwestorzy formalni, zarządzający środkami zgromadzonymi od innych podmiotów. Kapitał ten pochodzi w głównej mierze od dużych instytucji finansowych, które ciągle podlegają procesom konsolidacji i w związku z tym poszukują coraz większych inwestycji. Dzięki temu, że kapitał, którym dysponują, pozyskiwany jest na rynku, fundusze mogą gromadzić i przeznaczać na inwestowanie znaczne środki finansowe, co może w istotny sposób determinować wybór potencjalnych obiektów inwestycyjnych z punktu widzenia wysokości inwestycji oraz fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Natomiast Aniołowie Biznesu, inwestujący własne środki we własnym imieniu, dysponują nieporównywalnie mniejszym kapitałem niż inwestorzy instytucjonalni.

3. Finansowanie przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju przez inwestorów *venture capital* w Europie

Analiza intensywności zaangażowania inwestorów *venture capital* w finansowanie przedsiębiorstw znajdujących się na wczesnych etapach rozwoju wymaga w pierwszej kolejności zdefiniowania poszczególnych faz. Europejskie Stowarzyszenie Inwestorów *Private Equity/Venture Capital* (*European Private Equity & Venture Capital Association*, EVCA) wyróżnia trzy fazy inwestowania, w które angażowany jest kapitał podwyższonego ryzyka (fazy te odpowiadają etapom rozwoju przedsiębiorstwa). Są to⁵:

- faza zasiewu (inaczej załączkowa, ang. *seed stage*) – obejmuje finansowanie wstępnych, potencjalnie zyskownych pomysłów, jeszcze przed założeniem przedsiębiorstwa;
- faza startu (ang. *start-up*) – faza obejmująca finansowanie rozwoju produktu i wstępnego marketingu; spółki korzystające z tego typu finansowania mogą być w trakcie tworzenia lub na progu działalności, jednak przed sprzedażą produktu;
- faza ekspansji (ang. *expansion capital*) – finansowanie wzrostu i rozwoju spółki, zarówno po, jak i przed osiągnięciem progu rentowności.

Statystyki prowadzone przez EVCA są jednym z najważniejszych źródeł informacji o działalności funduszy *venture capital* w Europie. Natomiast w zakresie inwestycji dokonywanych przez inwestorów nieformalnych, czyli Aniołów Biznesu, główną rolę jako źródła informacji spełnia Europejska Sieć Aniołów Biznesu (*European Business Angels Network*, EBAN). Jest to organizacja zrzeszająca krajowe sieci Aniołów Biznesu z całej Europy (a także narodowe federacje, w skład których wchodzi sieci *Business Angels* funkcjonujące w danym kraju). EBAN prowadzi cykliczne badania aktywności europejskich Aniołów Biznesu⁶, jednak należy pamiętać, że badania te obejmują tylko inwestorów zrzeszonych w sieciach. Nieznane są natomiast dokładne dane empiryczne dotyczące działalności Aniołów Biznesu, którzy nie są zrzeszeni w żadnej organizacji⁷. Z tego też względu wszystkie dane liczbowe dotyczące działalności Aniołów Biznesu, które zostały przedstawione w niniejszym artykule, dotyczą wyłącznie aktywności inwestorów zrzeszonych w sieciach.

⁵ Definicje zaczerpnięte ze strony internetowej Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK), zrzeszającego inwestorów instytucjonalnych w postaci funduszy. PSIK jest członkiem EVCA. www.psik.org.pl/new/slowniczek.php (25 listopada 2010 r.).

⁶ Za pomocą ankiet rozsyłanych do sieci, które zostały zidentyfikowane przez EBAN w Europie.

⁷ Według EBAN niezależnych Aniołów Biznesu jest zdecydowanie więcej niż inwestorów zrzeszonych w sieciach.

W tabeli 1 zaprezentowano dane dotyczące wartości inwestycji dokonywanych przez fundusze *venture capital* oraz Aniołów Biznesu w Europie na przestrzeni lat 2006–2008⁸. Analizą objęte zostały trzy fazy inwestowania (rozwoju przedsiębiorstwa) uznawane za typowe dla kapitału podwyższonego ryzyka, tj. zasiew, start i ekspansja⁹.

Tabela 1
Wartość inwestycji *venture capital* dokonywanych przez fundusze *venture capital* oraz Aniołów Biznesu w latach 2006–2008 (w tys. euro)

Formalny/ nieformalny rynek <i>venture capital</i>	2006		2007		2008	
	Fundusze	Aniołowie Biznesu	Fundusze	Aniołowie Biznesu	Fundusze	Aniołowie Biznesu
Wartość inwestycji (w tys. euro), w tym w poszczególnych fazach:	17 431 564	149 474	12 123 074	184 203	13 868 372	218 697
zasiew (seed)	236 084	-	170 670	-	293 609	-
start	6 777 776	-	2 287 142	-	2 409 490	-
ekspansja ¹⁰	10 417 704	-	9 655 262	-	11 165 273	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie EVCA Statistics oraz EBAN Statistics Compendium (lata 2006–2008).

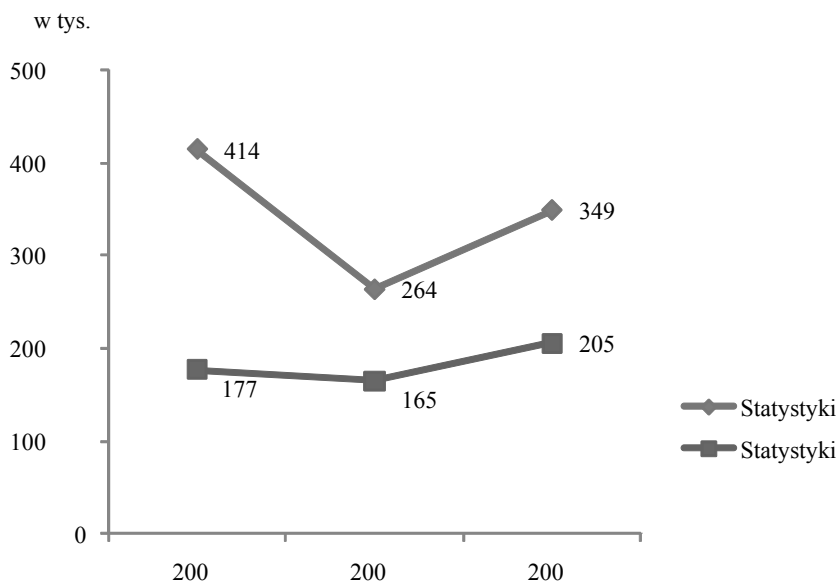
⁸ Wprawdzie dostępne są już dane za 2009 rok odnośnie do aktywności funduszy, jednak najnowszy raport na temat rynku *Business Angels* prezentuje informacje na temat działalności tych inwestorów w roku 2008. Stąd wybór roku 2008 jako ostatniego okresu objętego analizą.

⁹ Podział ustalono w zakresie inwestycji dokonywanych przez fundusze, natomiast aktywność inwestycyjna Aniołów Biznesu pokazana jest za pomocą zagregowanych wartości, gdyż z założenia są to inwestycje dokonywane w małe przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju. Fundusze zaś inwestują także w przedsiębiorstwa dojrzałe (wartość tego rodzaju inwestycji, angażowanych np. w wykupy menedżerskie, znacznie przekracza wysokość środków przeznaczanych na inwestycje w przedsiębiorstwa młode), dlatego też EVCA, opracowując statystyki rynku funduszy, prezentuje dane według szczegółowego podziału na fazy.

¹⁰ Od 2008 roku EVCA zmieniła metodologię w zakresie podziału na poszczególne fazy inwestowania. Fazę „ekspansji” zastąpiły dwa nowe etapy – „venture późniejszy etap” oraz „wzrost”, przy czym „venture późniejszy etap” zakwalifikowano jeszcze do wczesnych etapów rozwoju przedsiębiorstwa, typowych dla *venture capital*, natomiast „wzrost” już do etapów późniejszych. Na potrzeby niniejszej analizy i w celu zachowania porównywalności danych na przestrzeni analizowanych lat przedstawiono dane według metodologii stosowanej przed 2008 rokiem.

Z przedstawionych w tabeli 1 danych wyraźnie widać, że inwestycje dokonywane przez fundusze w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju mają zdecydowanie większą wartość niż środki zaangażowane przez Aniołów Biznesu. Potwierdza to postawioną wcześniej tezę, że fundusze dysponują dużo większymi kapitałami niż inwestorzy prywatni. W raportach przygotowywanych przez EBAN wartość inwestycji dokonywanych przez *Business Angels* porównuje się wyłącznie z inwestycjami w fazie *seed*, dokonywanymi przez fundusze. Jednak nawet w tym przypadku (poza rokiem 2007, gdzie aktywność funduszy zmniejszyła się we wszystkich fazach) wartość inwestycji dokonywanych przez fundusze przekracza wartość zaangażowania inwestorów prywatnych.

Dysproporcje pomiędzy wysokością środków, którymi dysponują oraz które lokują poszczególne grupy inwestorów nie pozostają bez wpływu na średnią wartość inwestycji, dokonywanych przez te podmioty. Na rys. 3 przedstawiono kształtowanie się średnich wartości inwestycji w fazie *seed*, dokonywanych na europejskim rynku przez fundusze oraz Aniołów Biznesu w latach 2006–2008.



Rys. 3. Zmiany średniej wartości inwestycji dokonywanej przez fundusze (statystyki EVCA) oraz Aniołów Biznesu (statystyki EBAN) w fazie *seed* (lata 2006–2008; w tys. euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Statistics Compendium 2009*, EBAN, Brussels 2009, s. 25.

Wyższa wartość środków, które lokują fundusze, determinuje kształtowanie się średniej wartości inwestycji na zdecydowanie wyższym poziomie niż w przy-

padku inwestycji Aniołów Biznesu. Fundusze inwestują więc w pojedynczy projekt większe kwoty niż *Business Angels*. Zjawisko to, związane z tzw. podażą dużych kapitałów, może stanowić barierę w dostępie do tego rodzaju finansowania dla najmniejszych przedsiębiorstw, które potrzebują stosunkowo niewielkich kwot kapitału potrzebnego do realizacji zaplanowanych przedsięwzięć inwestycyjnych.

Podsumowanie

Według szacunków EBAN w Europie może działać ok. 75 tys. Aniołów Biznesu¹¹ dokonujących inwestycji na kwotę 4 mld euro rocznie¹². Jednak nawet te szacunki stawiają inwestorów prywatnych za funduszami, których zaangażowanie w przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju sięga kilkunastu mld euro rocznie. Przedstawione statystyki nie świadczą jednak o tym, że Aniołowie Biznesu odgrywają mało ważną rolę w finansowaniu młodych przedsiębiorstw. Należy zwrócić uwagę na fakt, że inwestycje na wczesnych etapach rozwoju firm, dokonywane przez fundusze w Europie, wciąż stanowią niewielki odsetek całkowitej wartości ich portfeli¹³. Natomiast gdy weźmie się pod uwagę tylko najwcześniejszą fazę rozwoju przedsiębiorstwa, wówczas różnica pomiędzy wartościami inwestycji tych podmiotów staje się naprawdę niewielka. Aniołowie Biznesu są niezwykle ważnym źródłem finansowania dla najmniejszych i najmłodszych firm, które potrzebują stosunkowo niewielkich środków finansowych. Dla przedsiębiorstw takich dostęp do kapitału oferowanego przez fundusze może być utrudniony (świadczy o tym chociażby wyższa niż w przypadku *Business Angels* średnia wartość inwestycji dokonywanych przez tych inwestorów). Dalszy rozwój rynku Aniołów Biznesu jest więc jak najbardziej pożądany.

¹¹ Łącznie, tj. zarówno w sieciach, jak i poza nimi.

¹² Zob. *Statistics Compendium 2009*, EBAN, Brussels 2009, s. 3.

¹³ Np. w 2009 roku inwestycje w najwcześniejszej fazie rozwoju/inwestowania, tj. fazie *seed*, stanowiły zaledwie 0,6% całkowitej wartości inwestycji dokonanych przez fundusze. Zdecydowana większość środków finansowych inwestorów instytucjonalnych angażowana jest w wykupy menedżerskie.

VENTURE CAPITAL INVESTORS ACTIVITY IN EUROPE**Summary**

Small and medium-sized enterprises (SMEs) give the basis and are responsible for the development of today's European economy. Despite its role, SME's must cope with many obstacles and barriers limiting their growth. One of the most important problems for them is a lack of long term capital, which is necessary for their dynamic development. However, many of European countries try to find a solution to this problem. Raising activity of venture capital investors could be the answer. In the hereby article, the author presents the activity of venture capital investor in 2006–2008 and tries to estimate their role in financing the growth of SMEs.

Translated by Agnieszka Raczewska