

Andrzej Dąbkowski

Finansowanie innowacji - Venture Capital

Zarządzanie. Teoria i Praktyka nr 1 (3), 55-75

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.

Andrzej Dąbkowski

Akademia Finansów w Warszawie
Wyższa Szkoła Handlowa w Kielcach

FINANSOWANIE INNOWACJI – VENTURE CAPITAL**Streszczenie**

Venture Capital stanowią rodzaj funduszy inwestycyjnych wysokiego ryzyka. Szybki wzrost funduszy inwestycyjnych nastąpił po 1946-1947 roku, kiedy to dwóch naukowców z Bostonu powołało do życia ARD, przekształcone później w SBIC – Small Business Investment Corporation. Firmy te, wspierane przez rząd amerykański, zgromadziły ponad 300 mld \$. Dzięki tym funduszom udało się sfinansować wiele innowacyjnych wynalazków, a w konsekwencji powstał INTEL, Microsoft, DEC, American Express, Lotus Development itd. razem z Aniołami Biznesu (Business Angels), dzięki którym powstało Apple, IBM, ALCOA, Dolina Krzemowa w Kalifornii i wiele innych tego typu przedsięwzięć innowacyjnych. W praktyce obok Venture Capital egzystuje Venture Management oraz Corporate Venture. Ponadto fundusze Venture Capital otrzymują firmy innowatora odpowiednią ilość udziałów, dzięki czemu, po wprowadzeniu tej spółki na giełdę, w przypadku sukcesu zarówno wynalazcy, jak i fundusz Venture Capital osiągają ogromne zyski. Przykładowo za 1 \$ udziału w firmie INTEL otrzymano na giełdzie 14 686 \$.

W procesie poszukiwań kapitału na innowacje – te w rodzaju *high-tech* oraz *non high-tech*, w tym także na nowoczesne usługi, instytucje finansowe starały się znaleźć formy i środki umożliwiające dopływ kapitału dla bardziej ryzykownych przedsięwzięć i to zarówno w sferze wytwarzania nowoczesnych dóbr jak i usług. Instytucjami takimi nie były jednak banki, ale głównie różnego rodzaju fundusze. W Europie pierwsze tego typu rozwiązania zaproponowało Societe Generale w 1822 roku w Belgii – tworząc mechanizmy alokacji kapitału w przedsięwzięcia rokujące duże szanse powodzenia. Kolejne wysiłki zmierzające do dostarczenia kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom dostrzegł w 1931 roku lord Macmillan, który uznał konieczność utworzenia takiego sys-

temu finansowania MSP, który by działał niejako obok bankowych kredytów inwestycyjnych – trudno odstępnych w owym czasie dla MSP. Pojawiło się wtedy nawet pojęcie luki Macmillana (*Macmillan Gap*). W praktyce Macmillan próbował znaleźć taki sposób finansowania MSP i ich innowacji, aby pomimo wysokiego ryzyka udało się sfinansować przedsięwzięcie rozwojowe MSP, któremu z natury rzeczy bank odmawiał finansowania.

Ten właśnie system określono pojęciem *Venture capital* (rozumiany jako kapitał wysokiego ryzyka). Innymi słowy za *Venture capital* uważa się dziś „Kapitał średnio i długoterminowy inwestowany w papiery wartościowe o charakterze udziałowym (właścicielskim lub quasi-udziałowym) w przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie”.

Definicję taką sformułowało Europejskie Stowarzyszenie *Venture Capital* – EVCA – European Venture Capital Association (obecnie ponad 1000 członków). Rozwinął ją J. Węclawski pisząc, że jest to „Kapitał własny wnoszony na ograniczony okres czasu przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw, dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcyjną lub 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 poprzez sprzedaż udziałów”. Pojęcie *Venture capital* pojawiło się po raz pierwszy w przededniu II wojny światowej w 1939 roku na Konwencji Amerykańskiego Stowarzyszenia Bankierów Inwestycyjnych i zostało sformułowane przez jego prezydenta Jean Wittera.

Inicjatywa sektora prywatnego doprowadziła do powstania ARD – American Research and Development Corporation. Sukcesem ARD stało się sfinansowanie budowy minikomputera przez firmę DEC- Digital Equipment Corporation w roku 1958. Inwestycja o początkowej wartości 70 tys. \$ przyniosła dochód 350 mln \$ – co udowodniło, że ponadprzeciętny zwrot z inwestycji jest nie tylko możliwy, ale i realny. Niezwykłym impulsem dla Rozwoju *Venture Capital* była przeforsowana w senacie przez Lyndona Johnsona ustawa o programie utworzenia i działania – SBIC, (aktem Kongresu USA z 1958 roku) – *Small Business Investment Companies* – SBIC. Określono w nim zasady zasilania środkami publicznymi prywatnych funduszy *Venture Capital*. W uproszczeniu zasady te sprowadzają się do tego, iż każdy dolar prywatnego inwestora powiększany jest o 5 \$ inwestora publicznego. Inwestor prywatny musi jednak swe udziały ulokować w SBIC na co najmniej 5 lat uzyskując zarówno zwolnienie z podatku od zysku jak i stosowne ulgi podatkowe.

Od tego czasu wiele rządów starało się stworzyć mechanizmy i systemy w jakimś stopniu substytuujące lukę finansowania MSP – poprzez tworzenie mechanizmów „lewarowania” za pomocą środków publicznych kapitałów prywatnych typu *Venture capital*. Działając w oparciu o program SBIC banki mogły posiadać duże udziały w inwestycjach typu *Venture Capital*. W praktyce

banki wykupowały udziały w pośrednich funduszach *Venture Capital* starając się mieć wpływ na interesujące innowacje rokujące szanse na duże zyski. Interesującą ilustracją wykorzystania funduszy *Venture Capital* była historia ośmiu naukowców w tym Roberta Noyce, Egen Klainer i Gordon Moore, którzy opuścili firmę wynalazcy tranzystora Williama Shckleya – Semiconductor Laboratory i założyli za pomocą bankiera Artura Rocka oraz Shermana Fairchilda firmę Fairchild Semiconductor, przekształconą w 1968 roku w Intel Corporation. Finansowanie powstania i rozwoju firmy Intel przyniosło funduszowi *Venture Capital* ponad trzynastotysięczny wzrost z inwestycji – czyli akcja o wartości 1 \$ osiągnęła wartość 13686 \$. W latach 70-tych wiele firm z San Francisco przeniosło się 30 mil na południe do Sand Hill Road aby stać się geograficzną i finansową częścią Krzemowej Doliny. Firma Kleiner Perkins Caufield&Byers, która pierwsza uczyniła ruch w tamtym kierunku, stała się przykładem nowego stylu prowadzenia inwestycji *Venture Capital*. Tak powstał Tandem Computers stanowiący obecnie oddział Compaq Computers. W ciągu ostatnich ponad 60 lat, niezliczona ilość amerykańskich, szybko rozwijających się firm – związanych z nowoczesnymi technologiami uzyskała finansowanie poprzez *Venture Capital*. Do nich zaliczyć należy Apple Computers, Silicon Graphics, Intel, Lotus Development, Netscape, Oracle, Seagate, Federal Express, Sun Microsystems, 3Com. Yahoo, DEC, Cisco Systems, HP, Amazon.com, America Online, Microsoft, American Express, Xerox, a nawet IBM. Co więcej dzięki *Venture capital* powstały i rozwinęły się nowe branże przemysłu takie jak: biotechnologie, półprzewodniki, oprogramowanie baz danych, Internet, minikomputery, łączność cyfrową itd. W ten sposób *Venture Capital* stał się niezwykle ważną częścią amerykańskiego narodowego systemu innowacji.

Łącznie kapitały *Venture Capital* szacowane są w USA na poziomie 300 mld \$. W ostatnim ćwierćwieczu z danych analitycznych wynika, że obecnie łączne zainwestowane fundusze *Venture Capital* przekraczają 196 mld \$, w wyniku dynamicznego i ciągłego rozwoju tej formy inwestowania. Ich dominującą formą są tzw. spółki technologiczne. *Venture Capital* w Unii Europejskiej – według danych EVCA- Yearbook – Europejskie Stowarzyszenie Inwestorów Private Equity i *Venture Capital* szacowane jest na około 70 mld Euro. Rocznie inwestycje te obejmują kwoty od 400-2500 mln Euro. Oczywiście kryzys z lat 2007-2010 wpłynął również na poziom inwestycji *Venture Capital*, jednak spadki te nie były znaczące. Co więcej od końca 2009 notuje się powolny, ale systematyczny wzrost inwestycji *Venture Capital*. Dzieje się tak dlatego, że wobec większych trudności w pozyskaniu kredytu inwestycyjnego w banku komercyjnym, wiele przedsiębiorstw stara się znaleźć inne źródło kapitału, w tym zwłaszcza na inwestycje w innowacyjne. W praktyce Fundusze *Venture Capital* (jak wspomniano wyżej) traktować można jako kapitał średnio i długoterminowy o wysokim stopniu ryzyka, ale i ponadprzeciętnym oczekiwanym zysku. Innymi słowy dawca kapitału wchodzi jako udziałowiec do spółki innowacyjnej (przeważnie technologicznej) na okres od 2 do 10 lat, wspomagając ją

nie tylko kapitałowo, ale i poprzez współuczestnictwo w zarządzaniu spółką, zwłaszcza w skutecznym wdrożeniu nowej technologii czy usługi. Przedsięwzięcia inwestycyjne finansowane z funduszy *Venture Capital* muszą się zatem cechować – odpowiednim rozmachem. Powinny stwarzać wizję masowych zastosowań, rozwój danego przedsięwzięcia – i to w taki sposób, aby możliwe było opanowanie istotnej części właściwego produktowi rynku.

Jest oczywiste, że źródłem kapitału funduszy *Venture Capital* mogą być – fundusze bezpośrednie – utworzone przez z góry określoną grupę inwestorów. Powołują oni zwykle zamknięty fundusz *Venture Capital*, tworzony zazwyczaj na sfinansowanie jednego projektu - przedsięwzięcia inwestycyjnego.

Znacznie większe są jednak fundusze pośrednie. Konstruowane są z kapitału wnoszonego przez banki, firmy ubezpieczeniowe, wielkie korporacje, wyższe uczelnie, instytuty badawcze itd. Udziałowcy ci mają zwykle swoje odrębne cele np. w przypadku dużych korporacji – motywem jest – pozyskanie młodych zdolnych wynalazców i innowatorów, którym korporacje takie chcą oferować doskonałe warunki tworzenia i rozwoju.. Tego typu działania określane są pojęciem *Corporate Venture*.

Istnieje również pojęcie *Venture Management*. Określenie to obejmuje mechanizmy wspomaganie procesu innowacyjnego przez fundusze *Venture Capital* w zakresie wyłącznie procesów zarządzania, wdrażania i marketingu. Innymi słowy inwestor w określonym horyzoncie czasowym wspomaga procesy zarządcze w taki sposób, aby wdrożenie innowacyjnego rozwiązania technicznego i technologicznego było możliwie i skuteczne, a zarazem trwało możliwie krótko.

W praktyce klasyfikacji funduszy *Venture Capital* można dokonać w oparciu o różne kryteria: formy organizacyjno-prawne, strategie inwestycyjne, wielkości środków finansowych, pochodzenie kapitału, cele działalności, zasięg terytorialny itd. Pierwszy podział to podział ze względu na fundusz statutowy lub umowny. W pierwszym przypadku nie istnieje podział na fundusz i spółkę zarządzającą. Kapitałodawca jest jednocześnie zarówno udziałowcem, jak i inwestorem. W związku z tym kapitałodawcom przysługują prawa majątkowe oraz korporacyjne. W tym przypadku zachodzi możliwość bezpośredniego wpływu na decyzje majątkowe oraz istnieje system kontroli nad majątkiem. Fundusz umowny to z kolei fundusz zbudowany z dwóch niezależnych podmiotów – funduszu *Venture Capital*, a także spółki zarządzającej środkami funduszu złożonej z profesjonalnych menedżerów. Istnieje wtedy stosunek korporacyjny pomiędzy inwestorami, a spółka zarządzająca. Z kolei sposób gromadzenia funduszu rozstrzyga o tym, czy mamy do czynienia z funduszem zamkniętym czy otwartym. Fundusz zamknięty tworzony jest w z góry określonej wysokości, w oparciu o ograniczoną i stałą liczbę udziałowców. Nie wyklucza to jednak drogi do podniesienia kapitału metodą ustanowienia nowych udziałów czy emisji akcji, z reguły jednak dla dotychczasowych inwestorów. Fundusz tego typu tworzony jest najczęściej na określony horyzont czasowy, a często tylko dla ściśle określonego projektu.

Natomiast fundusz otwarty gromadzi kapitał poprzez sprzedaż na rynku jednostek uczestnictwa i nie posiada z góry określonego poziomu kapitału. Powoduje to w konsekwencji dużą fluktuację kapitału, ponieważ jednostki uczestnictwa można sprzedawać na rynku wtórnym. Istnieją oczywiście dalsze podziały funduszy *Venture Capital* np. na mega fundusze, *mainstream funds*, *second tier funds* itd. Ponadto istnieje także podział na fundusze niezależne i fundusze zależne. Pierwsze z nich oparte są na kapitale osób fizycznych i instytucji finansowych takich jak: banki, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe. Jedynym celem tych funduszy jest maksymalizacja zysku przy sprzedaży udziałów. Natomiast fundusze zależne tworzą przedsiębiorstwa mające za główny cel umożliwienie sobie dostępu do nowoczesnej technologii. Czasami wyróżnia się jeszcze pośrednią formę funduszu *Venture Capital* w formie podporządkowanej – typu *semi-captive affiliates*. Ponadto dla pełnego obrazu klasyfikacji funduszy wyróżnia się fundusze uniwersalne i specjalistyczne. Fundusze uniwersalne właściwie interesują się każdą, a właściwie większością branż i sektorów gospodarki, natomiast fundusze specjalistyczne wybierają określone branże, czy preferowane instrumenty finansowe. Terytorialny podział wyróżnia fundusze *Venture Capital* międzynarodowe (globalne), ponad regionalne, ogólnokrajowe czy wreszcie regionalne. Inny podział to podział ze względu na funkcję pochodzenia zgromadzonego przez nie kapitału np. fundusz pochodzący od założyciela banku, towarzystwa ubezpieczeniowego, przedsiębiorstwa, czy pochodzący z pozyskanego kapitału z rynku kapitałowego oraz fundusz gospodarujący finansami publicznymi. Oczywiście łączenie funduszy publicznych z funduszami niepublicznymi tworzy tzw. fundusze mieszane. W praktyce ważna jest również zależność terminu (okresu czasu) – pomiędzy akwizycją kapitału, a jego przeznaczeniem- w takim przypadku rozróżniamy fundusze ślepe *blind pool*, które najpierw gromadzą kapitał, a następnie poszukują projektów inwestycyjnych oraz (jak już wcześniej wspomniano) fundusze zorientowane na z góry określony projekt. Są to typowe fundusze typu *specified pool*. Jest to proces poszukiwania finansowania dla ściśle określonego projektu. W konsekwencji zasadne wydaje się stwierdzenie – „kto jest zazwyczaj” inwestorem tworzącym fundusz *Venture Capital*. W zasadzie można mówić o siedmiu rodzajach inwestorów: osobach indywidualnych, przedsiębiorstwach (w tym duże przedsiębiorstwa i korporacje), bankach, towarzystwach ubezpieczeniowych, funduszach emerytalnych, instytucjach publicznych, uczelniach i instytutach badawczo-naukowych. Jak już wcześniej wspomniano każdy z inwestorów posiada w zasadzie inną motywację.

Przykładowo *Corporate venturing* – jak zauważono wyżej stara się pozyskać młodych wynalazców do swojej korporacji. Uczestnictwo w funduszu pozwala takim firmom przechwycić ich już we wczesnej fazie działania. Natomiast inną formę pozyskania młodego zdolnego i przedsiębiorczego wynalazcy czy innowatora stosują Aniołowie biznesu określane w języku angielskim pojęciem BA – Business Angel. Typowy Anioł biznesu to osoba fizyczna o dużym kapitale

i doświadczeniu – która zwykle należy do typu osoby przedsiębiorczej „zawdzięczającej wszystko samemu sobie” i tym doświadczeniem chce się podzielić z wybranym przez siebie młodym przedsiębiorczym innowatorem.

Aniołowie biznesu stanowią pewną formę *Venture Capital* polegającą, w największym skrócie, na pozyskaniu inwestorów-osób fizycznych, wkraczających z własnymi kapitałami w bardzo wczesnej fazie rozwoju małego i średniego przedsiębiorstwa – MSP spełniającego podstawowe kryteria systemu finansowania typu *Venture Capital*. Przez fazę taką rozumieć należy *seed and first stage financing*, a więc ten etap rozwoju projektu, w którym ryzyko inwestowania jest największe. Co więcej Aniołowie biznesu potrafią wyszukać obiecującego młodego wynalazcę – któremu na określonych warunkach udostępnią kapitał konieczny do wdrożenia i rozpowszechnienia innowacyjnego projektu. *Business Angels* angażują swoje własne kapitały w kwotach średnio do 10 tys. \$ do 1 mln \$ licząc na zwrot kapitału (ROE) na poziomie 20-30%,

podczas gdy w klasycznym systemie *Venture Capital* – ROE szacowane jest na poziomie 50-70%. Aniołowie biznesu, podobnie jak to ma miejsce w przypadku *Venture Capital*, angażują się w projekt (transakcję) na okres od 3 do 7 lat, zakładając przy tym, że stosownym kontraktem zabezpieczony zostaje obligatoryjny wykup od niego akcji za określona cenę. Nie wchodząc w szczegóły warto odnotować fakt istnienia Archaniołów, tj. osób nie tyle zarządzających inwestycjami aniołów, ale głównie wyszukującym młodych zdolnych wynalazców i innowatorów. Funkcje te pełnią zazwyczaj maklerzy giełdowi, biura maklerskie, finansowe firmy doradcze, prawnicy, specjaliści od inżynierii finansowej. Warto odnotować fakt, że to nie młody zdolny wynalazca poszukuje Anioła biznesu – to Anioł biznesu poprzez Archanioła poszukuje przedsiębiorczego wynalazcy legitymującego się niebanalnym pomysłem. W praktyce aniołowie to osoby, które odniosły już znaczący sukces finansowy, i pragną – posiadając poczucie odpowiedzialności społecznej – wesprzeć entuzjazmem i kapitałem osoby wkraczające na podobną drogę rozwoju. Za klasyczny już przykład Aniołów biznesu podaje się czterech biznesmenów którzy w 1911 roku założyli IBM. Drugim klasycznym przykładem Anioła biznesu jest milioner Mellon, który młodemu innowatorowi użyczył 25 tys. \$ – i tak powstał największy na świecie koncern aluminiowy ALCOA.

Zasadne wydaje się odnotowanie faktu, iż w przypadku wspólnego sukcesu –zdarzają się problemy z „wyprowadzeniem” Anioła biznesu ze spółki – w takim przypadku Anioł staje się Business Devil. Liczbę aniołów biznesu ocenia się na około 300 tys. osób w USA, w Polsce mamy ich zaledwie około 300. Aniołowie biznesu są stowarzyszeni w różnych krajach w taki sposób, który ułatwia im wymianę wiedzy o poszczególnych projektach inwestycyjnych, wynalazcach itd. W USA jest to tzw. Stowarzyszenie ACNET, w Unii Europejskiej EBAN – European Business Angels Network zaś w Polsce POLBAN – Polish Business Angels Network.

Na tle tej charakterystyki Business Angels, uzasadnione wydaje się odnotowanie faktu, iż *Venture Capital* wkracza do podmiotu prawa i jego projektu w określonych fazach rozwoju. Wejście to ma zazwyczaj miejsce nieco później niż w przypadku Aniołów biznesu, a mianowicie w fazę drugą i trzecią (*second stage and third stage financing*). *Venture Capital* w tych fazach obejmuje odpowiednio 40% do 60% całości wolumenu *Venture Capital*. Pozostałe fazy tj. wspomniana już faza wstępna (*seed financing*), faza startu (*start-up financing*) oraz faza czwarta (*fourth stage financing*) stanowią odpowiednio 2-5%, 15-20% oraz 10-15%. Szczególnie interesującą jest faza czwarta, w której to następuje sfinansowanie kosztów dopuszczenia do obrotu giełdowego spółki MSP, a więc między innymi publicznej emisji akcji, sfinansowania prospektu emisyjnego i dokapitalizowania spółki.

W przypadku *Venture capital* szczególnego znaczenia nabierają przedsiębiorstwa innowacyjne, nowatorskie, tak w sensie technologicznym, jak i menedżerskim. Na tle tych rozważań i problemów warto zainteresować istotą tego instrumentu finansowania MSP, jakim jest niewątpliwie *Venture Capital*. Najogólniej rzecz ujmując w dyspozycji MSP pozostają przeróżne formy zasilania finansowego, które nie są jednocześnie kredytami inwestycyjnymi czy też pożyczkami bankowymi. Są to *Private Placement*, fundusze mikro, fundusze inwestycyjne krajów członków Unii Europejskiej, fundusze pomocowe samej Unii Europejskiej, fundusze Agencji Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, a w jakimś zakresie *leasing*, *factoring*, *forfeiting*, *franchising*, fundusze Gwarancyjne BGK, regionalne fundusze gwarancyjne, fundusze KUKE, fundusze *mezzanine*, fundusze *hedgingowe* itd. Jak z tego wynika, *Venture Capital* jest tylko jedną z form dostarczania kapitału do przedsiębiorstwa na określonych warunkach, w określonych fazach jego rozwoju oraz po spełnieniu szeregu wymogów koniecznych do uruchomienia finansowania w tym systemie.

Pogłębiając zatem ocenę mechanizmów efektywnego funkcjonowania systemu *Venture Capital*, nie sposób nie zwrócić uwagi czytelnika na sukcesy tej formy finansowania procesów powstawania i rozwoju firm. Jak wspomniano wcześniej, dynamiczny rozwój *Venture Capital* miał miejsce po drugiej wojnie światowej w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii, z pewnym opóźnieniem we Francji i w Republice Federalnej Niemiec, nie ominął też Azji i Japonii. W tej ostatniej Fundusze *Venture Capital* szacowane są na co najmniej 70 mld \$ do 90 mld \$. Największe wartości fundusze te osiągają w Japonii oraz w Chinach. Wspólną cechą wszystkich beneficjentów funduszy *Venture Capital* był w początkowej fazie rozwoju fakt, iż nie były one nikomu znane, a ich produkty budziły wątpliwości nawet wśród znawców i ekspertów z danej branży. Przecież w początkowej fazie powstawania i rozwoju firmy INTEL, Apple czy Hewlett&Packard i Xerox nikt nie wierzył w sukces wynalazku układu scalonego, w tym zwłaszcza banki. Zwracały się one z prośbą o opinie do konkurentów – ci jednak wystawiali zwykle negatywne sugerując, że projekty te nie gwarantują sukcesu, co więcej są wręcz podejrzane naukowo- przykładowo taką opinię

wydano układom scalonym Intela. I gdyby nie fundusze *Venture Capital* – wielu nowoczesnych produktów po prostu nie by było. Negatywne opinie zbiegały się zwykle z brakiem kapitału własnego innowatorów- Hewlett i Packard mieli przecież jedynie dwa garaże wycenione na około 10 tys. \$ każdy. Chcieli oni natomiast pozyskać kredyt inwestycyjny w wysokości ponad 100 tys. \$ na budowę drukarki igłowej.

W efekcie firmy te, jak i innowatorzy je tworzący, w fazie ich powstawania i początkowego rozwoju nie były dostatecznie wiarygodne dla banków, nie posiadały odpowiednio wysokich zabezpieczeń kredytów, stanowiąc tym samym dla instytucji finansowych zbyt wysokie ryzyko. W tym bowiem okresie produkty tych firm wydawały się bankom niepewne, nierokujące sukcesu na rynku, a w opinii ekspertów z danej branży wątpliwe użytkowo oraz rynkowo. Znalazły się w owym czasie jednak odważne osoby fizyczne i instytucje, które zaryzykowały własne kapitały w celu sfinansowania nowatorskich, innowacyjnych – aczkolwiek ryzykownych przedsięwzięć inwestycyjnych. To właśnie działanie leży niejako u źródeł idei oraz sukcesów *Venture Capital*.

Innymi słowy, osoby fizyczne, podmioty prawa handlowego posiadające nowy innowacyjny produkt, nieznan na rynku, który wprawdzie nie musi, ale może odnieść na nim sukces, starają się pozyskać źródło finansowania dla tego typu przedsięwzięcia inwestycyjnego. Z drugiej zaś strony, znajdują się prywatni inwestorzy finansujący bezpośrednio i pośrednio tego typu przedsięwzięcia z nadzieją uzyskania za wyższe ryzyko ponad przeciętnych zysków.

W największym zatem skrócie, *Venture Capital* charakteryzuje się kilkoma wzajemnie sprzężonymi cechami. Po pierwsze wysokiemu ryzyku towarzyszy nadzieja i oczekiwanie znaczącego sukcesu, po drugie dostarczenie *Venture Capital* związane jest zawsze z udziałem inwestora w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Oznacza to, że dostarczeniu kapitału towarzyszy najczęściej dostarczenie *know-how* w zakresie zarządzania (nie jest to, zatem kapitał spekulacyjny). Po trzecie kapitał ten wnoszony jest na ograniczony okres zwykle w przedziale od 5 do 10 lat (w systemie *Business Angels* od 3 do 7 lat).

Istnieją wreszcie inne różnice odgraniczające *Venture Capital* od innych form finansowania udziałowego, szczególnie odnoszące się do spółek udziałowych, kapitałowych, spółek holdingowych, publicznych emisji akcji itd.

Venture Capital interesując się małym i średnim przedsiębiorstwem czyni to zazwyczaj w fazie, w której podmiot taki nie ma zdolności emisji papierów wartościowych, jego zapotrzebowanie na kapitał jest niewielkie, a udziały kapitałowe sprzedawane są poza zorganizowanym rynkiem kapitałowym. Udziały te, zatem nie są papierem wartościowym w takim sensie jak akcje, obligacje. Ponadto, co jest istotne, są obciążone wysokim ryzykiem, które w miarę rozwoju produktu i lokowania go efektywnie na rynku stopniowo maleje.

Konfrontując *Venture Capital* z kredytem bankowym warto również zauważyć, że głównymi wyróżnikami są tu dylematy braku możliwości stosownego zabezpieczenia kredytu inwestycyjnego przez małe i średnie przedsiębiorstwo,

zwłaszcza w przypadku kredytu inwestycyjnego na dość słabo udokumentowane przedsięwzięcie produkcyjne, mała wiarygodność dla banku samego podmiotu kredytobiorcy, brak środków finansowych ze strony MSP na tzw. udział własny itd. Ze strony *Venture Capital* tego typu problemy w zasadzie nie stanowią przeszkody w pozyskaniu kapitału, o ile oczywiście dane przedsięwzięcie produkcyjne czy organizacyjne nie budzi wątpliwości inwestorów.

Co więcej, ta właśnie „słabość” kredytu bankowego leżała u podstaw tworzenia się mechanizmów *Venture Capital* w odniesieniu do innowacyjnych przedsięwzięć proponowanych przez nieposiadających żadnych realnych kapitałów pomysłodawców. Doskonałym, wręcz klasycznym przykładem tego stanu rzeczy, było powstanie i rozwój wspomnianej uprzednio firmy Digital Equipment Corporation – DEC. ARD - American Research and Development Corporation jako inwestor wyłożyła w roku 1958, 100 tys. \$ (za 70 tys. \$ nabyto 77% akcji DEC natomiast 30 tys. \$, tj. pozostałą kwotę stanowiła pożyczka). Sukces rynkowy DEC spowodował, że po wprowadzeniu akcji DEC na giełdę papierów wartościowych wartość tej inwestycji wzrosła w roku 1972 do 490 mln \$, przynosząc dochód 350 mln \$. Podobnie przedstawiała się historia sukcesu takich wspomnianych uprzednio firm jak Xerox, American Express, Apple, Intel, Compaq, Lotus Development Corporation oraz Microsoft. Wszystkie te firmy miały problemy z pozyskaniem odpowiednich kredytów w bankach, a same firmy i ich produkty w owym czasie nie wydawały się nadmiernie interesujące nie mówiąc już o ich niskiej wiarygodności i niskim kapitale zakładowym.

Natomiast dla inwestorów *Venture Capital* stały się one godnym do podjęcia ryzykiem. W przypadku firmy Apple jej założycielom nie tylko nie udawało się przekonać do projektu mikrokomputera banków, ale nawet potentatów z branży informatycznej.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na wspomnianą uprzednio organizację ARD-American Research and Development Corporation. Organizację tę można pojmować jak prekursora *Venture Capital* na rynku amerykańskim. Powstała bowiem w roku 1946 z zamiarem nie tylko inwestowania w młode przedsiębiorstwa starające się wprowadzić na rynek nowe, innowacyjne produkty, ale i w celu wspomagania procesów realizacji tych przedsięwzięć. Jak z tego wynika, była to zorganizowana forma tworzenia funduszy *Venture Capital* nazwana formą pośrednią, w przeciwieństwie do formy bezpośredniej, w której jeden lub kilku inwestorów wykladało na określony projekt niezbędne kapitały.

Jak już wspomniano wcześniej, zorganizowane formy tworzenia *Venture Capital* zwykle wspomagają rządy poszczególnych krajów zachęcając inwestorów do tworzenia stosownych funduszy. Tak też postąpił kongres USA wydając przywołaną na wstępie ustawę o utworzeniu sieci SBIC – Small Business Investment Companies, określającą podstawy i zasady zasilania środkami publicznymi prywatnych funduszy *Venture Capital*. Nie wchodząc w szczegóły, zauważyć można, iż podobnie postąpiło wiele krajów, opierając się na doświadczeniach USA.

Jednak w USA, jak już wcześniej stwierdzono, fundusze *Venture Capital* w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia dynamicznie się rozwijały, a przyrost ten szacować można na kilka miliardów dolarów rocznie. Natomiast liczbę firm SBIC z ponad 700, skonsolidowano do ilości nieco ponad 230 (w celu zwiększenia ich potencjału kapitałowego) natomiast inwestycje typu *Venture Capital* objęły ponad 2000 firm w skali ostatniej dekady lat. W praktyce inwestorzy cały czas poszukują nowych i efektywnych działań w eksperymentalne i ryzykowne przedsięwzięcia i mają z tego ogromne zyski. Wszystko to za sprawą funduszy *Venture Capital* – w relacjach: ryzyko – spekulacja – kapitał. Domeną *Venture Capital* są zazwyczaj spółki technologiczne, chociaż obok nich pojawiły się również przedsiębiorstwa wysoce zainteresowane biotechnologiami, chemią, medycyną, farmacją no i oczywiście usługami konsumpcyjnymi. Do tych spółek, ogólnie uznawanych za wzrostowe należą także spółki teleinformatyczne, finansowe, motoryzacyjne, przemysłu materiałów budowlanych itd. W ostatniej dekadzie lat i to pomimo kryzysu, *Venture Capital* zaangażował się w sektor teleinformatyczny w 66,5%, w medycynę i biotechnologię w 19,3%, w usługi finansowe w 4,5%, w pozostałe dziedziny w 9,7%. Pozostaje pytanie – czy pozyskanie środków finansowych z funduszy *Venture Capital* jest łatwe. Otóż nic bardziej mylnego. Przykładowo fundusz Kleiner Perkins, który pomógł stworzyć i sfinansować ponad 200 spółek – otrzymuje rocznie ponad 2500 business planów. Z tej liczby zwykle tylko 100 otrzymuje zaproszenie na szczegółowy przegląd złożonej oferty. Z tego realny kapitał otrzymuje od 20-40 spółek. W Polsce *Venture Capital* realizuje zwykle zyski poprzez odsprzedaż spółki inwestorowi branżowemu lub poprzez wprowadzenie spółki na parkiet giełdowy. Średni okres inwestycji *Venture Capital* w spółki wzrostowe wynosi około 5 lat. Ponieważ ryzyko jest duże, oczekują wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału wynoszącej średnio 50% w skali roku. Niektóre transakcje przechodzą jednak najśmielsze oczekiwania – np. fundusz Benchmark Capital zakupił w 1997 roku za 5 mln \$ 22% akcji spółki eBay, która zajmuje się aukcjami za pośrednictwem Internetu. Już w 1999 wartość akcji tej spółki wynosiła 2,5 mld \$ (500-krotne przebicie).

W Polsce działają 32 fundusze *Venture Capital* z kapitałami od 5 do 450 mln Euro.

Szacuje się, że w roku 1996 kapitały zgromadzone w funduszach *Venture Capital* w USA były pięciokrotnie wyższe niż w Europie. Zauważyć warto, że w ostatniej dekadzie lat liczba *Venture Capital* w Europie stale wzrasta, przyrost ten szacuje się na niemal trzykrotny w tymże okresie tj. w latach 2000-2005, a w latach 2005-2007 (do czasu kryzysu z lat 2007-2010) wzrost był również trzykrotny.

Na tym tle zasadne staje się skonstatowanie, że Europa *Venture Capital* wykorzystywać zaczęła dopiero w latach sześćdziesiątych i siedemdziesiątych, a jej prekursorem po drugiej wojnie światowej na naszym kontynencie była Wielka Brytania (poza oczywiście wspomnianym wcześniej historycznym kro-

kiem Societe Generale z ubiegłego stulecia). Na wyróżnienie zasługuje również Francja i Niemcy. W pierwszym przypadku w roku 1985 inwestycje *Venture Capital* pozyskały wyraźne preferencje poprzez zwolnienie z podatku dochodowego oraz z podatku od zysków, pod warunkiem zainwestowania przez spółkę *Venture Capital* co najmniej 50% środków w MSP nienotowane na giełdzie. Akcje te ponadto należało utrzymać przez co najmniej pięć lat reinwestując dywidendę. We Francji *Venture Capital* osiągnął w roku 1966 wartość 8 mld \$. W roku 2010 wielkość ta kilkakrotnie wzrosła.

W Niemczech za początek drogi uznać należy rok 1975, kiedy to Ministerstwo ds. Rozwoju i Innowacji utworzyło pilotażowy program *Venture Capital*. Powołano tam specjalne spółki kapitałowe Kapitalbeteiligungsgesellschaften oraz Venture-Capital-Gesellschaften promujące tę formę dokapitalizowania innowacyjnych MSP. Łącznie kapitały funduszy *Venture Capital* przekroczyły w Unii Europejskiej 75 mld Euro.

W krajach Azji i Pacyfiku dominującą pozycję zajmuje Japonia, ale *Venture capital* ma swoje miejsce również na rynkach finansowych Korei Południowej, Tajwanu, Chinach (Hongkong), Singapuru itd.

W Polsce, jak i w innych Krajach Europy Środkowej i Wschodniej, fundusze *Venture Capital* pojawiły się w dekadzie lat dziewięćdziesiątych. Charakterystyczną cechą funduszy *Venture Capital* w tej części Europy był i jest znaczący udział kapitału zagranicznego. Ma to miejsce zarówno w Polsce, na Węgrzech i w Czechach.

W Polsce fundusze *Venture Capital* „wystartowały” ponad 14 lat temu. W roku 1998 dysponowały kwotą 1,5 mld \$. Obecnie jest to kwota szacowana na ponad 4 mld \$ – i to pomimo kryzysu światowego. Od roku 1996 kapitał ten wzrósł kilkakrotnie. Jednak 99% źródeł kapitału *Venture Capital* w Polsce pochodzi ze źródeł zagranicznych (rządów wielu krajów, agencji rządowych, organizacji międzynarodowych itd.). W tej statystyce 74% to źródła europejskie, składają się na to fundusze emerytalne -55%, banki 36% oraz firmy ubezpieczeniowe 9,5%. Największym udziałowcem funduszy *Venture Capital* w Polsce (po stronie banków) jest EBOR –Europejski Bank odbudowy i Rozwoju, znaczącymi inwestorami są również ABN Amro, IFC, Deutsche Bank, 3i Group PLC, ING Bank.

Tempo wzrostu *Venture Capital* hamuje niski poziom wiedzy bankowców na temat ich temat, system podatkowy, lęk przed możliwością powstania trudności w zbyciu walorów funduszy *Venture Capital* oraz, co nie bez znaczenia, niski poziom realizacji procesów restrukturyzacyjnych i prywatyzacyjnych, do których wykorzystać można z powodzeniem właśnie te fundusze. Do mechanizmów tych zaliczyć można restrukturyzację MBO lub MBI jak również MBO/MBI tj. *Management By Out*, przy której kapitały wspomagają procesy wykupu przedsiębiorstwa przez menedżerów z własnego przedsiębiorstwa, *Management By In*, w którym procesy te dokonywane są przez menedżerów z zewnątrz oraz *Management By Out/Management by In*, w którym zakup przedsiębiorstwa ma

miejsce przez struktury mieszane menedżerów. Ponadto *Venture Capital* można angażować w procesy zakupu przedsiębiorstwa na zasadzie LBO – *Leveraged By Out* tj. zakupu przy wykorzystaniu obcego kapitału do spłaty ceny zakupu przedsiębiorstwa i spłacie kapitału z bieżących *cash-flow*. *Venture Capital* wykorzystywany jest w części jako uzupełnienie potrzebnego kapitału. W praktyce zapobiega to procesom wrogiego przejęcia firmy. LMBO tj. **Leveraged Management By Out** polega na wykorzystaniu *Venture Capital* na takich samych zasadach jak LBO, jednak inwestorzy zewnętrzni starają się pozostawić w rękach istniejących menedżerów niewielką część udziałów.

W metodzie SPIN-OFF *Venture Capital* wykorzystany jest z kolei do sfinansowania transferu wiedzy technologicznej z jednego przedsiębiorstwa do drugiego jak również procesów organizacyjno-technologicznych związanych z tym transferem. *Venture Capital* stosowany jest również do finansowania procesów typu *Turn Around* tzn. przejścia przedsiębiorstwa do innej branży przy zachowaniu efektu synergii. Znacznie rzadziej wykorzystuje się fundusze *Venture Capital* do procesów typu MEBO i EBO *Management Employment By Out* oraz *Employment By Out* (zwłaszcza w Polsce), to jest sytuacji wykupu przedsiębiorstwa przez wszystkich pracowników łącznie z menadżerami lub tylko przez pracowników. Źródłem kapitału dla tego typu transakcji jest jednak w pierwszym rzędzie leasing pracowniczy, a dopiero na drugim miejscu *Venture Capital*. Procesy te w Polsce hamują głównie związki zawodowe z obawy o swoje dochody i etaty.

Dla porządku wymienić należy również wspomniane uprzednio pojęcie *Venture management*, w którym fundusze *Venture* wykorzystywane są do przyspieszenia postępu technologicznego w młodych i innowacyjnych przedsiębiorstwach o wysoce elastycznych strukturach organizacyjnych, w których menedżerowie zainteresowani są nowymi technikami, technologiami oraz wynalazkami.

Podjmując następną próbę scharakteryzowania warunków praktycznego wykorzystywania *Venture Capital* w Polsce zwrócić należy uwagę na kilka ważnych czynników.

Pierwszy z nich to fakt zainteresowania inwestorów nie tylko dostarczeniem kapitału, ale i aktywny udział w procesie zarządzania oraz, co nie mniej istotne, dostarczenie *know-how*. A więc *Venture Capital* nie jest biernym dostarczycielem spekulacyjnego kapitału inwestowanego w warunkach wysokiego ryzyka, ale dawcą kapitału aktywnie uczestniczącym w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Środki finansowe *Venture Capital*, podobnie jak i w innych krajach, wnoszone są na okres od 2 do 10 lat. Oczywiście małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce mają dodatkowe dylematy z wykorzystaniem *Venture Capital*. Należy do nich taki stopień organizacji rynku kapitałowego, który znacząco utrudnia dostęp MSP do *Venture Capital*, choćby poprzez wyraźnie mniejszą zdolność MSP do emisji papierów wartościowych. Ponadto poważnym problemem jest konieczność osiągnięcia przez MSP minimum kosztu jednostkowego, tj. regresja kosztu jednostkowego w stosunku do wielkości produkcji i zbytu.

Zasadne staje się podkreślenie faktu, że udziały kapitałowe MSP sprzedawane są poza wysoko zorganizowanym rynkiem kapitałowym i nie są w tym sensie papierami wartościowymi (akcjami lub obligacjami).

Są zatem obciążone większym ryzykiem. To zaś skutkuje tym, że nie wywołują one znaczącego zainteresowania inwestorów.

W praktyce listę czynników hamujących rozwój *Venture Capital* w Polsce można znacząco wydłużyć. Na łamach tej publikacji warto jedynie wspomnieć o kilku najistotniejszych. Należy do nich: podwójne opodatkowanie inwestora *Venture Capital*, brak uznania za koszty przychodu, strat z tytułu upadłości spółek portfelowych, obciążenie VAT w przypadku likwidacji przedsiębiorstw w celu zmiany jego formy prawnej, brak rozwiniętego rynku tzw. wyjść kapitałowych oraz wspomniane uprzednio słabości usług bankowych, a także niespójność polityki finansowej państwa.

Nie sposób nie wspomnieć też o czynnikach sprzyjających rozwojowi *Venture Capital* w Polsce. Zaliczyć do nich można wzrastającą otwartość gospodarki na innowacje, powstanie powszechnych towarzystw emerytalnych, przychylność władz regionalnych, stopniowy rozwój Giełdy Papierów Wartościowych oraz możliwość tworzenia zamkniętych funduszy *Venture Capital* (ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 21 lutego 1999).

Zasadne wydaje się podkreślenie faktu, iż kryzys z lat 2007-2010 nie wpłynął na znaczący spadek wartości funduszy *Venture Capital* ani na ich aktywność. W efekcie działania tych procesów, bez trudu można dojść do paradoksalnego wniosku, że w naszym kraju funduszy typu *Venture Capital* nie brakuje, natomiast brak jest dobrych i interesujących projektów. Projektów dobrze udokumentowanych o poprawnie opracowanym business planie.

Spróbujmy teraz zastanowić się nad potencjalnymi beneficjentami funduszy *Venture Capital* w Polsce. Z punktu widzenia struktury popytu na fundusze tego typu, zarówno korporacje, w tym nawet KTN – korporacje transnarodowe, jak i duże przedsiębiorstwa, posiadają wiedzę i umiejętności wystarczające do tego aby wykorzystać właściwie *Venture Capital* i *Corporate Venture*. Nieco gorzej przedstawia się sytuacja wykorzystania tychże funduszy przez typowe MSP. A przecież tych przedsiębiorstw jest najwięcej, i to one obok przedsiębiorczych innowatorów i wynalazców korzystają z funduszy *Venture Capital*. Pamiętać bowiem należy, że w naszym kraju istnieje ponad 3,5 mln MSP (choć aktywnych MSP jest nieco mniej), co stanowi 99,76% wszystkich przedsiębiorstw, natomiast w Unii Europejskiej liczba tego typu przedsiębiorstw szacowana jest na ponad 19,2 mln, co również oznacza, iż jest to ponad 99% wszystkich przedsiębiorstw. Wiedzieć też należy, że w przedsiębiorstwach tego typu pracuje ponad 2/3 czynnych zawodowo obywateli UE, co oznacza, że liczba ta przekracza 105 mln osób. Ponadto, zarówno w Polsce jak i w Unii Europejskiej dominującą grupę przedsiębiorstw w ramach MSP stanowią mikroprzedsiębiorstwa. W Unii Europejskiej mikroprzedsiębiorstwa to prawie 49% wszystkich MSP,

przy czym w Portugalii i Hiszpanii wielkość ta jest jeszcze większa i przekracza 65%. W Polsce relacje są podobne.

W Unii Europejskiej pojęcie mikroprzedsiębiorstwa nieco różni się od dotychczasowej polskiej klasyfikacji (tak statystycznej jak i finansowej). Jednak formalnie rzecz biorąc w Ustawie z dnia 19.11.1999 w artykułach 54 i 55, zawierających regulacje prawne z zakresu działalności gospodarczej zróżnicowania te zniesiono z dniem 1 stycznia 2001. Jednak w procesie akcesji Polski do Unii Europejskiej oraz w 7 lat po przystąpieniu Polski do UE standardy te się wyrównały zarówno w rozumieniu statystyk jak i form rozliczeń kapitałowych. Nie zmieniło to oczywiście dylematów związanych z dostępem do kapitału dla MSP, zwłaszcza w sytuacji kiedy projekt inwestycyjny dotyczył innowacyjnego produktu czy usługi. Problem ten pogłębił się w latach kryzysu tj. od grudnia 2007 do 2010 roku. Pamiętać jednak należy, że tylko 12% do 14% MSP to przedsiębiorstwa innowacyjne, dążące do zmiany, starające się pozyskać nie tylko nowy produkt i nową technologię, ale i nowe rynki zbytu, podejmujące coraz to nowe wyzwania i ryzyko nierutynowego działania. Te jednak organizacje stają się jeszcze bardziej ryzykowne w opinii banków – szczególnie w okresie kryzysu. Najogólniej rzecz ujmując, stwierdzić można, że polskie banki szacują, iż poziom ryzyka kredytu inwestycyjnego dla MSP wynosi 75% i to niezależnie od faktu, że w przypadku pożyczek dla MSP np. z Funduszu Mikro poziom złych pożyczek waha się w przedziale 2-7%. Ten wysoki poziom zwrotności, wynika po prostu z tego, iż pożyczki te pożyczkobiorcy wzajemnie poręczają sobie. Łatwo też stwierdzić, że im biedniejszy kraj w Unii Europejskiej tym ma więcej mikroprzedsiębiorstw, na przykład w Hiszpanii mikroprzedsiębiorstwa to ponad 67% wszystkich MSP, a w takich krajach jak Polska, Słowacja, Rumunia i Bułgaria, mikroprzedsiębiorstw w ogólnej masie MSP jest 70-80%.

Jest to pośrednio sprzężone z makroekonomicznymi uwarunkowaniami wzrostu. Jednak rozwój MSP traktuje się jako jeden z podstawowych czynników, zdolnych realnie przyczynić się do wchłonięcia nadwyżek siły roboczej, zarówno ze sfery restrukturyzowanych i prywatyzowanych przedsiębiorstw, jak i ogromnego nawisu siły roboczej ze sfery rolnictwa. Jak udowodniły to ostatnie badania fundusze *Venture Capital* najefektywniej przyczyniają się do wzrostu zatrudnienia z tytułu zainwestowanego kapitału w tworzenie i rozwój MSP.

Ten wzrost zatrudnienia dotyczy zazwyczaj osób z wyższymi kwalifikacjami.

W praktyce wyposażanie MSP w kapitały, a ściślej rzecz biorąc w procesy i procedury udrażniające dostęp do różnych źródeł finansowych, jest w chwili obecnej dość zróżnicowane, ponieważ w dekadzie lat dziewięćdziesiątych utworzono wiele funduszy i linii kredytowo-pożyczkowych, które jednak wypełnione zostały efektywnymi działaniami tylko w pewnej ich części (z różnych zresztą powodów). Do tego typu funduszy zaliczyć można Fundusz Mikro, Fundusze Rozwoju MSP, fundusze regionalne, fundusz kredytowy KUKE –

Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych, wspomniane uprzednio fundusze *mezzanine*, kapitały typu *Business Angels*, fundusze Unii Europejskiej itd.

Pokreślić należy też, że fundusze *Venture Capital* w Polsce interesują się bardziej firmami średnimi niż małymi tj. projektami o większej skali zaangażowania kapitałowego. Choć trudno tą tezę obronić danymi statystycznymi za ostatnie lata. Nie ulega wątpliwości, że kapitały typu *Venture Capital* w Polsce pochodzą głównie z zagranicy i nie są małe. Szacuje się, że łącznie kwoty te osiągnęły poziom ponad 4 mld Euro – i to pomimo kryzysu.

Interesujące jest również i to, że stopniowo funduszami tymi będą się interesować w większym stopniu fundusze emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe. Podwyższy to zapewne skalę środków w pośrednich systemach finansowania projektów i co z tym związane zwiększy się potencjał możliwości finansowania projektów, nie tylko *high-tech* ale i *low-tech* oraz *non-high-tech*.

Co więcej pojawią się zapewne większe możliwości finansowania procesów restrukturyzacji oraz dokończenia procesów prywatyzacji opartych na procedurach MBO i MBI, a nawet MEBO i EBO.

Ważnym elementem sukcesu *Venture Capital* jest także wspomniana uprzednio faza ekspansji przedsiębiorstwa. Wiąże się ona z możliwością wykorzystania dźwigni finansowej, a ściślej rzecz biorąc otwarciem podmiotowi prawa typu MSP drogi na Giełdę Papierów Wartościowych. Problem ten sprowadza się do tworzenia mechanizmów obniżających niejako progi wejścia na giełdę przedsiębiorstwom typu MSP. Progi te jednak są niemałe, składa się na nie zazwyczaj brak kapitałów niezbędnych do udokumentowania odpowiedniego standingu finansowego firmy przez ostatnie kilka lat, brak środków na opracowanie prospektu emisyjnego, brak środków na dopuszczenie do obrotu giełdowego, w tym na pokrycie kosztów badania standingu firmy oraz sporządzania sprawozdań w trakcie uczestnictwa w obrocie giełdowym.

Innymi słowy, konieczne stało się utworzenie systemu łagodzenia wymogów w tym zakresie dla MSP. W Polsce wyjścia kapitałowe dla tego typu podmiotów prawa organizuje WGPW – Warszawska Giełda Papierów Wartościowych w formie trzech pakietów: rynku podstawowego, rynku równoległego, a także rynku wspólnego w formie CTO – Centralnej Tabeli Ofert. Ten ostatni element rozumieć należy jako zorganizowany rynek poza giełdowy przeznaczony głównie dla MSP. Tenże właśnie rynek nie tworzy wymogów co do minimalnego kapitału akcyjnego, wartości księgowej i wartości emisji. Podkreślić należy, że wspomniane wyżej CTO jest rynkiem publicznym, niescentralizowanym, do którego dostęp zapewniają biura maklerskie. W USA ten rodzaj rynku określa się pojęciem *Over-The-Counter-Market* (na te rynki trafił Intel i Microsoft). Rynków takich w USA jest dziesięć. Na giełdzie londyńskiej rynki określa się je jako *Unlisted Security Market*. W Niemczech w tej sferze występują trzy rynki: urzędowy *Amtlicher Markt*, rynek regulowany *Geregelter Markt* oraz wolny *Geregelter Freivekehr Markt*.

Podjmując następnie próbę skrótowego choćby zaprezentowania podstawowych funduszy *Venture Capital* w Polsce warto odnotować fakt, iż pierwszym funduszem w Polsce był Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości, skapitalizowany w oparciu o środki rządu USA. Amerykański Kongres uchwalając tzw. SEED Act (Support for East European Democracies) w 1990 roku, spowodował, że utworzono wspomniany wyżej fundusz, zasilając go kapitałem 240 mln \$.

Z biegiem czasu funduszy typu *Venture Capital* przybywało, a ich kapitał rósł w przedziale od 25 do 500 mln Euro. Oczywiście obok klasycznych funduszy *Venture Capital* w finansowanie inwestycji włączył się EBOR, brytyjski fundusz Know-How, unijny program PHARE/STRUDER – który część funduszy przeznaczył na Regionalne Fundusze Kapitałowe w Katowicach i Łodzi. Natomiast kapitał publiczny pochodzenia krajowego wspiera fundusze regionalne, z których największą kapitalizację 100 mln PLN posiada Fundusz Górnośląski. Fundusze *Venture Capital* w Polsce rozwijają się dość dynamicznie i to pomimo kryzysu z lat 2007-2010. Dziś za największe z nich uważa się: Fundusz Enterprise Investors, Polski Prywatny Fundusz Kapitałowy I i II, Towarzystwo Inicjatyw Społeczno-Gospodarczych – TISE, Poltrust, Poland Partners, IFC, Renaissance Capital, UNP Holding, Pioneer Investment Fund, Caresbac, White Eagle Fund, Polish Private Equity Fund, Central Poland Fund, Poland Investment Fund, Poland Poland Partners, Poland Growth Fund itd.. Fundusze te ze względów podatkowych zarejestrowane są głównie w Wielkiej Brytanii, w Kanadzie i w USA, nie mówiąc już o rajach podatkowych (off-shore). Do Polski przybyły również fundusze zorientowane na rynki Europy środkowo-wschodniej takie między innymi jak: Advent, AIG, Dresdner Kleinwort Capital, DBG, Raifeisen 3TS Venture Partners z udziałem 3I, BMP/CEEV, Baring Communications Equity oraz Environmental Investment Partners – zainteresowany inwestycjami w ochronę środowiska. Jako jeden z sukcesów w Polsce *Venture Capital* uznaje sprzedaż akcji Computer Land za cenę ośmiokrotnie wyższą od kwoty wydanej na zakup tych akcji przez Fundusz Enterprise Investors. Na marginesie warto odnotować że fundusz ten ma kapitał łączny na poziomie 100 mln Euro, a realizowane inwestycje szacowane są na 1-5 mln Euro. Największym inwestorem w Enterprise Venture Fund I jest George Kaiser Family Foundation, która z siostrzaną spółką Argonaut Ventures, zaangażowała dotychczas ponad 1,7 mld \$ w fundusze *Venture Capital*. Enterprise Venture Fund I powstał w odpowiedzi na zapotrzebowanie polskiego rynku na kapitał przeznaczony na finansowanie rozwoju MSP. Wśród beneficjentów tego funduszu wymienić należy firmy: (wspomniany wyżej – ComputerLand), Asseco – Comp Rzeszów, Teta, Aster City, Netia, Orange Romania, Orange Slovakia, Bulgarian Telecommunication Company itd. Ważne jest również i to, że fundusze *Venture Capital* zaangażowały się w Polsce w procesy prywatyzacji i wykupów menedżerskich, i to już w chwili utworzenia NFI- Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (Magna Polonia, Nova Polonia Private Equity, grupa BRE, NFI Jupiter

– III i XI NFI). Obecnie fundusze te stają się ważnym ogniwem w spinaniu inżynierii finansowej dla projektów inwestycyjnych finansowanych w znaczącej części przez fundusze Unii Europejskiej.

Przeglądając obecne udane przykłady wykorzystania *Venture Capital* warto odnotować zakup przez eBay 4,1 mld \$ za Skype Estonia, kolejnym przykładem może być sukces One-2-One który przyniósł funduszowi MCI Management 5873% stopy zysku, a w ciągu pięciu lat kilka tysięcy% stopy zysku. Za udane przykłady wykorzystania Funduszy *Venture Capital* uznaje się także – Aster City, Pożegnanie z Afryką oraz kilka sieci sklepów typu Grycan, e-Farm, E-Katalyst, e-inkubator, Internet investment Fund.

Syntetycznie ujmując, dylematy rozwoju zastosowań funduszy *Venture Capital*, stwierdzić niewątpliwie można, iż jest to na pewno jeden z ważnych mechanizmów znakomicie uzupełniających dostęp do kapitału w sytuacji kiedy kredyt inwestycyjny jest poza zasięgiem MSP. Dlatego też inwestycje typu PE/VC-*Private Equity/Venture Capital* osiągnęły w Polsce poziom ponad 5 mld Euro. Kryzys jedynie zmniejszył tempo przyrostu tych inwestycji w Polsce. Konstatacja ta dotyczy również zdolnego innowatora mającego ryzykowny pomysł na biznes, produkt czy usługę. Jednak jeśli projekt jest interesujący, to zakłada się, że bez trudu możliwe będzie znalezienie inwestora indywidualnego lub odpowiedni fundusz typu *Venture Capital*. Jak pokazują doświadczenia amerykańskie i europejskie *Venture Capital* – pomimo kryzysu rozwija się nadal dynamicznie, a w naszym kraju istniejące fundusze tego typu mają dostatecznie duże kapitały do tego, aby sprostać wielu interesującym projektom. Co więcej, zasadne jest też stwierdzenie, że w znacznie większym niż dotychczas stopniu wykorzystać należy fundusze *Venture Capital* do procesów prywatyzacji i restrukturyzacji we wspomnianych wyżej trybach MBO, MBI, LBO, MBO/MBI, LMBO, *Venture Management* i *Spin-Off*.

Należy bowiem pamiętać, że w roku 2010 mamy do sprywatyzowania jeszcze około 400 przedsiębiorstw państwowych oraz ponad 1500 jednoosobowych spółek skarbu państwa. Specjaliści z tego zakresu twierdzą wręcz, iż liczba przedsiębiorstw państwowych w Polsce winna oscylować wokół 90-110.

Jest to jednak zadanie bardzo trudne, ponieważ przyspieszanie tych procesów może w określonych regionach kraju kreować napięcia społeczne z uwagi na wysoki poziom bezrobocia, a jak wiadomo prywatyzacja i restrukturyzacja prawie zawsze racjonalizuje poziom zatrudnienia. Rodzi się zatem pytanie, czy większe koszty ponosimy utrzymując przedsiębiorstwo państwowe ze znacznymi stratami przez wiele lat, nie płacąc zazwyczaj zobowiązań w stosunku do ZUS i Skarbu Państwa, czy też ogłaszając jego upadłość i wypłacając stosowne odprawy z Funduszu Gwarantowanych Świadczeń Pracowniczych. Przed takim dylematem stoi wielu wojewodów oraz Ministerstwo Skarbu Państwa. Problem z wielokrotnia niezwykle wysoki poziom zużycia maszyn i urządzeń, co oznacza konieczność dokonania szeregu inwestycji. W przeciwnym przypadku koszty

funkcjonowania takiego przedsiębiorstwa znacząco przyczyniają się do jego coraz wyższych strat, nie mówiąc już o przerostach zatrudnienia.

Jest oczywiste, że dla takich podmiotów prawa jedynym wyjściem jest budowa na ich gruzach zdrowego przedsiębiorstwa typu MSP, któremu to przedsiębiorstwu zapewnić można dostęp do kredytów inwestycyjnych i właśnie do *Venture Capital*, o ile spełni ono warunki ich pozyskania, w tym zwłaszcza przeprowadzi odpowiedni *reengineering* i zmiany w profilu produkcji.

Do tego jednak potrzebne jest właściwe kierownictwo przedsiębiorstwa państwowego, odpowiedzialny zarząd nowotworzonego podmiotu prawa oraz, co nie mniej istotne, mądry Syndyk Masy Upadłościowej przedsiębiorstwa państwowego. Nie należy również lekceważyć związków zawodowych, w tym zwłaszcza tych które zawładnęły umysłami pracowników w niezwykle pejoratywny sposób. Jest oczywiste, że najbliższe dwa lata tj. do roku 2012 wykorzystać trzeba do przeprowadzania takich właśnie form prywatyzacji i restrukturyzacji pozostałych przedsiębiorstw państwowych. Jest ich już wprawdzie niewiele ale nie można zapominać o ogromnej liczbie niewydolnych jednoosobowych spółek skarbu państwa. Jest to zadanie niezwykle trudne, jednakże do skutecznej realizacji tego zadania może się przyczynić między innym wykorzystanie funduszy *Venture Capital* ponieważ fundusze te zdobyły doświadczenia w procesach działania NFI.

Nie negując zatem innych form prywatyzacji i restrukturyzacji, szczególnie tych kapitałowych, zwrócić należy uwagę na fakt, iż szczególnie użyteczne dla naszej gospodarki byłoby pozyskiwanie inwestorów strategicznych na poziomie 10 mld \$ rocznie przez najbliższe 10 lat (taki bowiem poziom inwestycji zagranicznych miał miejsce w Polsce w najlepszych latach ostatniej dekady XX wieku). Być może po spadku inwestycji tego typu do poziomu 7 mld \$ poziom inwestycji może być nawet niższy. Zatem do poziomu 10 mld \$ powrócimy zapewne za kilka lat po zakończeniu kryzysu, i to pomimo bardzo zachęcających warunków oferowanych przez PAIZ- Polską Agencję Inwestycji Zagranicznych i jej następców.

Nie można również zapominać, że członkostwo Polski w Unii Europejskiej znacząco powiększyło spektrum dostępnych polskim MSP funduszy *Venture Capital*, ale i ułatwiło dostęp do rynków kapitałowych Unii Europejskiej, choćby tylko z tytułu pełnego swobodnego przepływu kapitałów.

Ponadto staranna analiza sukcesów rozwoju MSP w wyniku korzystania przez nie z funduszy *Venture Capital*, wyraźnie wskazuje na fakt, że są one zdecydowanie lepszym mechanizmem przeciwdziałania bezrobociu niż jakiegokolwiek inne formy finansowania i rozwoju dużych przedsiębiorstw. Innymi słowy, MSP przyspieszające swój rozwój dzięki funduszom *Venture Capital* tworzą znacznie więcej nowych miejsc pracy niż duże przedsiębiorstwa. To wszystko wskazuje na to, iż tworzyć należy możliwie najbardziej sprzyjające warunki do tworzenia i rozwoju MSP. Warto w tym miejscu przytoczyć wyniki badań Wharton Econometric and Forecasting Association oraz National Venture

Capital Assotiation, z których wynika, że MSP finansowane przez *Venture Capital* utworzyły w USA 4,3 mln nowych miejsc pracy i w roku 2000 zysk na poziomie 736 mln \$. Wyniki te w porównaniu z dynamiką przyrostu nowych miejsc pracy w dużych przedsiębiorstwach w USA są imponujące. Tego typu firmy wytwarzają aż 7,4% PKB przy zatrudnieniu 3,3% ogółu miejsc pracy w USA. Oczywiście *Venture Capital* nie jest optymalnym źródłem finansowania dla wszystkich. Kiedy firma działa na stabilnym rynku, a swoją ekspansję jest w stanie sfinansować z zysku i kredytów bankowych, to nie ma potrzeby sięgania po relatywnie droższy kapitał z funduszy *Venture Capital*. Jednak w sytuacji kryzysu, kiedy banki są bardziej niż niechętnie udzielaniu kredytu inwestycyjnego – zwłaszcza na przedsięwzięcia prawdziwie innowacyjne lecz ryzykowne – to *Venture Capital* jest naprawdę odpowiednim rozwiązaniem. W krajach takich jak Polska, to jest takich w których innowacje nie mogą tylko pochodzić od inwestora strategicznego (zagranicznego), konieczne jest wypracowanie własnych mechanizmów unowocześniania gospodarki. Przy czym nie chodzi tu tylko o innowacje technologiczne, wynalazki, ale i o nowoczesne instrumenty zarządzania, współczesną inżynierię finansową.

Warto także podkreślić istotny aspekt użyteczności funduszy *Venture Capital* – mają one nadal kluczowe znaczenie dla rozwoju przemysłu w wielu krajach wysokorozwiniętych, w tym zwłaszcza w obszarach wysokiej technologii. W Polsce gdzie systematycznie (pomimo kryzysu) staramy się zmniejszyć dystans do innych krajów, istnieje potrzeba zapewnienia funduszom *Venture Capital* właściwego rozwoju. Jest to proces bardzo trudny, ze względu na to, że mamy początkujący rynek kapitałowy, konserwatywne i archaiczne banki nieskłonne do finansowania w kryzysie przedsięwzięć o charakterze innowacyjnym. Dodatkowo menedżerowie z MSP mają zazwyczaj niewystarczającą wiedzę na temat innych niż kredyt czy pożyczka źródeł kapitału. Wszystko to razem hamuje dynamiczny rozwój *Venture Capital* w Polsce. Jest też w Polsce niewielu Aniołów biznesu. Oceniając zatem realnie obecną pokryzysową sytuację, skonstatować należy, że dla młodego dynamicznie rozwijającego się MSP – *Venture Capital* jest jednym z niewielu źródeł kapitału, który może sfinansować wysoce innowacyjny produkt czy usługę. Zauważyć także trzeba, iż korzyści z inwestycji *Venture Capital* zdecydowanie przewyższają wynikające z tego faktu ograniczenia i wpływają korzystnie na konkurencyjność zasilanych tym kapitałem przedsiębiorstw. Według EVCA- European *Venture Capital* Association firmy zasilane przez fundusze *Venture Capital* zwiększają zyski w tempie 35% rocznie, eksport o 34% na rok, a sprzedaż produktów w tempie pięciokrotnie wyższym, niż firmy z listy 100 najlepszych firm brytyjskich (według danych Financial Times). Możliwe, że i polskim przedsiębiorcom uda się osiągnąć takie wyniki, zwłaszcza, iż jesteśmy nadal społeczeństwem przedsiębiorczym i nawet w kryzysie radzimy sobie całkiem dobrze. Sięganie w szerszym zakresie po fundusze *Venture Capital* stanie się koniecznością. Reasumując warto stwierdzić, że szybki przyrost kapitału akumulowanego przez nowy polski system emerytalny

już w roku 2010 zgromadzi ponad 220 mld PLN co oznacza w przybliżeniu kwotę ponad 55 mld Euro, a do tego doliczając kapitały banków i firm ubezpieczeniowych uzyskamy istotną szansę uzupełnienia dotychczasowych, niemałych przecież, głównie jednak zagranicznych źródeł finansowania *Venture Capital*. Ponadto działalność Krajowego Funduszu Kapitałowego (funduszu funduszy) oraz możliwość uzyskania wsparcia przez fundusze *seed capital* ze środków funduszy strukturalnych powinny znacząco wpłynąć na wzrost inwestycji w spółki na początkowym etapie rozwoju. Do tego potrzebni są jednak profesjonalni menedżerowie inwestycyjni oraz innowacyjne projekty zgłaszane przez krajowych wynalazców i innowatorów.

Literatura

1. Adamowicz E., *Venture Capital jako forma finansowania rozwoju przedsiębiorstw w Polsce*, wyd. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006.
2. Biuletyn Analiz UKIE 2006, Nr 16.
3. Cochrane J., *The risk return of venture capital*, wyd. National Bureau of Economic Research, London 1989.
4. *Contribution from the Commission on innovation and financial markets in the context of globalization and economic growth*, posiedzenia Rady ECOFIN 2006, 2007, 2008.
5. *Employment contribution of Private equity and Venture Capital in Europe*, European Private Equity & Venture Capital Association, Londyn XII 2005.
6. *Global Entrepreneurship Monitor – 2001*, Executive Report, London 2002.
7. Grzywacz J., Okońska A., *Venture Capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Wyd. SGH, Warszawa 2005.
8. Kornasiewicz A., *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2004, 2007.
9. Lewandowski L., *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODKKK, Gdańsk 2000.
10. Podedworny H., Żynel M., *Venture Capital, Kapitał wysokiego ryzyka w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw*, Wyd. WES, Białystok 2000.
11. Szaflarska B., Kasperczyk I., *Firma 2000 – Finansowanie rozwoju firmy*, wyd. USAID, Warszawa 1999.
12. Tamowicz T., *Wspieranie rynku venture capital przez władze publiczne*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1999.
13. *Venture Capital szansą dla przedsiębiorczych*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy Departament Przedsiębiorczości, Warszawa 2005.
14. Węclawski J., *Venture Capital – Nowy instrument finansowania*, Wyd. PWN, Warszawa 2007.

15. Załącznik III do Komunikatu *Realizacja wspólnotowego Programu Lizbońskiego: Finansowanie rozwoju MSP – tworzenie europejskiej wartości dodanej, dostęp do źródeł finansowania: dalsze działania*, SEC (2006) 842.

Abstract

Venture Capital is a kind of high risk funds. The high growth of Venture Capital starts in 1946-1947 in USA. Two of USA scientist's erected ARD – American Research and Development Companies lately SBIC – Small Business Investment Corporation. Over 700 SBIC Companies collect over 300 mld \$. The main target of above mentioned group was financing inventors (high tech and non high tech). Owing Venture Capital arise Intel, Lotus Development, American Express, Microsoft, DEC and many others innovations companies. Together with Business Angels funds arise Apple, IBM, ALCOA, Silicon Valley in California. Usually Venture Capital supports not only capital but also knowledge in management. Practically beside of Venture Capital exist Venture Management and Corporate Venturing. The Venture Capital fund usually obtain certain amount of shares of invention company with expectation of high value growth of their share on Stock Exchange. For example for 1 \$ of Intel share, growth was on the level of 14 686 \$.