

Jerzy Węclawski

Finansowanie innowacji przez inwestorów "venture capital" w aspekcie procesów decyzyjnych

Ekonomiczne Problemy Usług nr 102, 310-319

2013

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.

JERZY WĘCŁAWSKI

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

FINANSOWANIE INNOWACJI PRZEZ INWESTORÓW *VENTURE CAPITAL* W ASPEKTCIE PROCESÓW DECYZYJNYCH

Wprowadzenie

Postęp techniczny i leżące u jego podstawy innowacje stanowiły od zawsze siłę napędową rozwoju gospodarczego i budowania przewagi konkurencyjnej. Znaczna część innowacji jest dziełem indywidualnych osób bądź przedsiębiorców, którzy nie dysponują kapitałem niezbędnym do jej wdrożenia i upowszechnienia przez podjęcie i rozwój działalności gospodarczej. Formą finansowania innowacji są inwestycje *venture capital* realizowane zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Problemem na jaki napotykają inwestorzy tego typu kapitału jest wysokie ryzyko związane z finansowaniem innowacji. Procesy decyzyjne w odniesieniu do inwestorów *venture capital* wykazują dlatego określoną specyfikę przejawiającą się w sposobie oceny i selekcji projektów inwestycyjnych oraz zabezpieczania interesów kapitałodawców.

Celem niniejszego artykułu jest określenie, w jakim stopniu inwestorzy *venture capital* biorą pod uwagę innowacyjność finansowanego projektu i wspierają jego realizację przez przedsiębiorstwo. Przyjęto następującą hipotezę badawczą: wysokie ryzyko związane z finansowaniem innowacji skłania inwestorów *venture capital* do uwzględnienia w ramach procesu decyzyjnego rozbudowanych kryteriów oceny i ostrej selekcji projektów inwestycyjnych oraz określania w umowach o wniesienie kapitału klauzul, zapewniających im odpowiedni wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Przedmiotem zainteresowania są innowacje wprowadzane przez firmy nowo powstające i małe przedsiębiorstwa. Ze względu na dużą stratyfikację rynku kapitału podwyższonego ryzyka, problemy te będą analizowane w odniesieniu do różnych grup inwestorów. Stosunkowo słaby rozwój inwestycji *venture capital* w Polsce determinuje przeprowadzenie analizy opisanego zagadnienia w dużym stopniu na podstawie doświadczenia lepiej rozwiniętych rynków krajów zachodnich.

1. Innowacje w strategiach inwestorów *venture capital*

Klasyczne ujęcie finansowania za pomocą *venture capital*¹ przyjęte w artykule, można scharakteryzować na podstawie kilku powiązanych ze sobą elementów. Po pierwsze, jest to finansowanie innowacyjnych projektów, które nie zostały jeszcze poddane weryfikacji rynkowej, a tym samym generują wysokie ryzyko, ale jednocześnie stwarzają szanse osiągnięcia wysokich zysków. Po drugie, inwestorzy wnoszą do przedsiębiorstw długoterminowy kapitał własny, co stanowi podstawę do ich udziału w wykonywaniu nadzoru właścicielskiego i udzielania wsparcia w zarządzaniu. Po trzecie, przedmiotem finansowania są małe i średnie przedsiębiorstwa, znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju.

Geneza powstania funduszy *venture capital* związana jest z finansowaniem przedsięwzięć z zakresu wysokich technologii. W miarę rozwoju rynku *venture capital* i rosnących możliwości akwizycji kapitału, liczba innowacyjnych projektów tego typu była zbyt mała do pełnego zagospodarowania oferowanych środków finansowych. Stąd przedmiotem finansowania stawały się innowacyjne przedsiębiorstwa z branż o niższym poziomie rozwoju technologicznego, a z czasem także przedsięwzięcia pozatechniczne. Poza tym, poszukując nowych możliwości inwestycyjnych, oferenci kapitału wysokiego ryzyka zaczęli dostrzegać atrakcyjność innowacji wprowadzanych w branżach tradycyjnych. Można zatem stwierdzić, że współcześnie inwestorzy *venture capital* podejmują się finansowania innowacji w szerokim rozumieniu tego terminu. Stanowią je nowe bądź ulepszone produkty (wyroby i usługi) oraz procesy, nowe metody organizacyjne i marketingowe.

Finansowanie innowacji wiąże się dla inwestorów *venture capital* z ponadprzeciętnym ryzykiem, wyższym niż występujące przy alternatywnych formach zaangażowania kapitału. Dezagregacja ogólnego ryzyka inwestycyjnego wskazuje, że składają się na nie elementy, które mają charakter niezależny od inwestora (ryzyko techniczne, prawne, rynku zaopatrzeniowego, rynku zbytu) oraz takie, które mogą być przez niego, przynajmniej w pewnym zakresie, kształtowane (ryzyko oceny i selekcji projektów, planowania, realizacji)². Ryzyko techniczne występuje ze szczególną siłą w odniesieniu do projektów innowacyjnych, zwłaszcza znajdujących się we wczesnych fazach realizacji. Inwestorzy *venture capital* nie mają na nie wpływu i albo je akceptują, albo rezygnują z inwestycji. Ryzyko prawne występuje w przypadku braku ochrony patentowej produktu bądź kolizji interesów związanych z podejmowaniem produkcji w obszarach wrażliwych społecznie (genetyka, medycyna, biotechnologia). Innowacyjny charakter projektu może stwarzać problemy w pozyskaniu surowców, materiałów, urządzeń bądź wykwalifikowanej kadry niezbędnych do podjęcia produkcji. W przypadku nowości rynkowych powstaje niepewność co do akceptacji ich przez odbiorców, chłonności rynku i szybkości jego rozwoju, okresu pojawienia się i natężenia konkurencji. Pozostałe ryzyko może być natomiast w określonym stopniu ograniczane przez odpowiednie działania inwesto-

¹ Zgodnie z powszechnie przyjętą terminologią *venture capital* obejmuje fazy zasiewów, startu i ekspansji – por. *Pan-European Private Equity. Performance Benchmarks Study*, EVCA, June 2010, s. 18.

² J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 107.

rów na etapie oceny i selekcji projektów oraz ich realizacji. Będzie to przedmiotem analizy w dalszej części artykułu.

Fundusze *venture capital* przyjmują różne strategie inwestycyjne z punktu widzenia finansowanych faz rozwoju przedsiębiorstwa, kwot zaangażowanych środków, branż, obszaru działania. Należy wskazać, że jedynie część z nich, głównie ze względu na wysokie ryzyko, finansuje innowacje wdrażane przez małe i średnie przedsiębiorstwa we wczesnych fazach jego rozwoju. W USA, w latach 2001–2010 do przedsiębiorstw w fazie zasiewów kierowanych było przeciętnie 2,2% wartości inwestycji *private equity*, a do przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju 6,6%. Zdecydowanie więcej środków przeznaczono dla przedsiębiorstw w fazie ekspansji, bo 16,2%³. Pozostałe środki kierowano na późne stadia rozwoju, przejęcia, wykupy menedżerskie, restrukturyzacje. W Europie struktura inwestowania *venture capital* według faz rozwoju przedsiębiorstwa w latach 2005–2009 była następująca: zasiewy 0,4%, *start-up* 5,5%, późniejsze fazy 11,7%. Na wszystkie inwestycje w analizowanym okresie przeznaczono 47,2 mld euro a korzystało z nich w ciągu roku około 4 tys. przedsiębiorstw⁴. Wskazuje to na znacznie większe zainteresowanie inwestorów amerykańskich finansowaniem typu *venture capital* niż europejskich. Polska wypadła na tym tle szczególnie słabo, gdyż fundusze *venture capital* na inwestycje we wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa przeznaczały poniżej 1% nakładów. W szybko rozwijających się krajach azjatyckich proporcje te były skrajnie odmiennie. W Chinach w latach 2001–2010 fundusze *venture capital* finansowały co prawda fazy zasiewów incydentalnie, ale na *start-up* przeznaczały 11%, a na ekspansję aż 41% nakładów inwestycyjnych. Podobna była struktura inwestycji w Indiach: 7% *start-up*, 49% – ekspansja⁵.

2. Przebieg procesu inwestycyjnego

Inwestycje realizowane przez fundusze *venture capital* przebiegają w kilku następujących po sobie etapach: proces akwizycji kapitału, pozyskiwanie projektów inwestycyjnych i dokonywanie ich oceny, selekcja projektów i negocjowanie warunków umowy, okres nadzoru nad spółką i wspierania jej rozwoju, dezinvestycja. Inwestycje aniołów biznesu różnią się jedynie brakiem akwizycji kapitału, bo tym dysponują już inwestorzy, natomiast w to miejsce może być stosowane tworzenie konsorcjów. Z punktu widzenia prowadzonych rozważań szczególne znaczenie ma pozyskiwanie innowacyjnych projektów, ich ocena i selekcja oraz wsparcie w realizacji. Tych elementów procesu decyzyjnego będzie dotyczyła dalsza analiza.

Pozyskiwanie projektów przez inwestorów *venture capital* napotyka na silną barierę informacyjną. Dysponenci tych projektów tworzą stosunkowo liczną, ale mało przejrzystą zbiorowość wynalazców i przedsiębiorców. Z jednej strony potrzebują oni wsparcia finansowego i menedżerskiego dla ich wdrożenia bądź rozwoju,

³ Thomson Reuters; www.thomsonone.com (27.09.2012).

⁴ 2010 EVCA Yearbook. EVCA, June 2010, s. 51, 58.

⁵ „Asian Venture Capital Journal”, Database; www.asianfn.com (26.09.2012).

a z drugiej – wyrażają obawę przed zbyt wczesnym ujawnieniem posiadanej innowacji konkurentom oraz utraty kontroli nad przedsiębiorstwem w przypadku przyjęcia zewnętrznego inwestora kapitału właścicielskiego. Pozyskiwanie projektów może przybrać formę pasywnego oczekiwania na zgłoszenia ze strony przedsiębiorców, potrzebujących wsparcia kapitałowego bądź aktywne poszukiwanie atrakcyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych przez dysponentów kapitału⁶.

Istotnym problemem w procesie pozyskiwania, oceny i selekcji projektów jest asymetria informacji i konflikt interesów pomiędzy przedsiębiorcami a inwestorami *venture capital*⁷. Przedsiębiorcy starają się nie ujawniać negatywnych informacji o swojej firmie z obawy o utratę możliwości pozyskania inwestora. Do nasilenia problemu asymetrii informacji dochodzi w sytuacji, gdy dodatkowo występuje konflikt interesów. Przedsiębiorca zmierza do rozwoju swojej firmy i zachowania kontroli nad nią. Natomiast inwestor *venture capital* będzie zainteresowany wzrostem wartości przedsiębiorstwa i realizacji możliwie wysokiej stopy zwrotu ze sprzedaży posiadanych udziałów. W wyniku występowania tych relacji, współpraca pomiędzy przedsiębiorcą a inwestorem, zgodnie z zasadami teorii agencji, może prowadzić do negatywnej selekcji projektów. Inwestorzy *venture capital* próbują pokonywać zjawisko asymetrii informacji przez sięganie do zewnętrznych źródeł wiedzy o przedsiębiorstwie i stosowaniu rozbudowanych procedur oceny i wyceny projektu. Inną konsekwencją asymetrii informacji jest specjalizowanie się inwestorów w finansowaniu tych branż bądź faz rozwoju przedsiębiorstwa, w których dysponują odpowiednimi kompetencjami. Może to być jednak szczególnie trudne i kosztowne w przypadku inwestowania w innowacyjne produkty i technologie oraz przedsiębiorstwa znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju. Powstaje dylemat czy koszty poniesione na tego typu analizy zostaną zrekompensowane przez odpowiednio wysokie stopy zwrotu.

Znaczna liczba projektów branych pod uwagę przez inwestorów *venture capital* sprawia, że procedura ich oceny i selekcji rozdzielona jest na dwa etapy. Pierwszy, oceny ogólnej, opiera się na biznes planach. Analiza uwzględnia kryteria zmierzające do stwierdzenia zgodności projektu ze strategią przyjętą przez inwestora, takie jak: rodzaj inwestycji, minimalne wymagane stopy zwrotu, branża, rodzaj transakcji, warunki wejścia i wyjścia⁸. Ma ona za zadanie określenie z jednej strony ryzyka związanego z projektem, a z drugiej potencjału jego rozwoju. Ponieważ analiza na tym etapie obejmuje znaczą liczbę projektów i musi następować ich ostra selekcja, z punktu widzenia inwestora *venture capital* występuje ryzyko pominięcia innowacyjnych przedsięwzięć, które mogłyby stać się „gwiazdami” w jego portfelu, ale nie zostały docenione. Historia inwestycji *venture capital* dostarcza wielu przykładów innowacyjnych przedsięwzięć, które były odrzucane przez kolejnych potencjalnych inwestorów (np. Apple, Skype).

Drugi etap analizy projektów inwestycyjnych może być bardziej szczegółowy,

⁶ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestorzy private equity/venture capital*, Wyd. Key Text, Warszawa 2004, s. 40.

⁷ S. Reissig-Tuhst, M. Brettel, P. Witt, *Vertragsgestaltung durch Venture Capital-Gesellschaften*, „Finanz Betrieb” 2004, nr 9, s. 636.

⁸ M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 122.

gdyż obejmuje znacznie mniejszą liczbę obiektów. Podstawowym narzędziem służącym do przeprowadzania analizy szczegółowej jest *due diligence*. Strategiczne *due diligence* zmierza do oceny segmentu rynku, na którym działa przedsiębiorstwo, trendów jego rozwoju, a w szczególności strategii konkurentów i trendów technologicznych, weryfikacji biznes planu pod kątem analizy przychodów ze sprzedaży, kosztów i źródeł finansowania, planów inwestycyjnych, oceny potencjału i możliwości rozwoju firmy w ramach przyjętej strategii biznesowej⁹. Badania odnoszące się do inwestycji *venture capital* wskazują na dużą zbieżność kryteriów stosowanych przez inwestorów w różnych krajach. Najczęściej stosuje się takie kryteria, jak: jakość i doświadczenie kadry menedżerskiej, atrakcyjność koncepcji biznesu, w tym innowacyjność produktu, potencjał rynku oraz stopień konkurencji, bariery wejścia i wyjścia z inwestycji¹⁰. Zasadniczą rolę przypisuje się przy tym ocenie kadry zarządzającej przedsiębiorstwem, gdyż to od jej umiejętności i determinacji będzie w decydującej mierze zależał sukces przedsięwzięcia¹¹.

Pozytywny dla projektu inwestycyjnego wynik selekcji prowadzi do podjęcia przez inwestora *venture capital* negocjacji dotyczących warunków umowy o finansowaniu. Także na tym etapie, w przypadku braku porozumienia stron, dochodzi do rezygnacji z podjęcia współpracy. Inwestorzy *venture capital* dla likwidacji bądź ograniczenia problemu hazardu moralnego stosują w ramach zawieranych z przedsiębiorstwami umów inwestycyjnych kilka rodzajów rozwiązań. Po pierwsze, dostarczają kapitał udziałowy w transzach, uzależniając ich przekazanie od osiągnięcia określonych wskaźników. Jest to praktykowane zwłaszcza w odniesieniu do przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju i pozwala ograniczyć straty dzięki odpowiednio wczesnemu wycofaniu się z dalszego finansowania. Po drugie, inwestorzy wprowadzają do umowy wiele klauzul zabezpieczających ich interesy (prawo weta w odniesieniu do strategicznych decyzji, gwarancje przekazania pełnych informacji o spółce, preferencje w przypadku jej likwidacji, wpływ na decyzje o ewentualnej sprzedaży udziałów przez założycieli przedsiębiorstwa, zakaz podejmowania dodatkowego zatrudnienia przez założyciela itd.)¹².

Istotnym elementem inwestycji *venture capital*, mającym z jednej strony na celu ograniczenie ryzyka jej niepowodzenia, a z drugiej wsparcia przedsiębiorstwa w rozwoju jest udział inwestora w jego gremiach decyzyjnych. Ma to szczególne znaczenie w odniesieniu do przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, gdyż ich menedżerowie często mają bardzo dobrą wiedzę techniczną związaną z wdrażanym produktem ale deficyt wiedzy i umiejętności w sprawach finansów i marketingu. Inwestorzy *venture capital* unikają jednak mieszania się w sprawy zarządzania operacyjnego i koncentrują się na zajmowaniu się sprawami strategicz-

⁹ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *Kapitał wysokiego ryzyka*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s. 69.

¹⁰ V.H. Peemöller, T. Geiger, H. Barchet, *Bewertung von Early-Stage-Investments im Rahmen der Venture Capital-Finanzierung*, „Finanz Betrieb” 2001, nr 5, s. 340.

¹¹ J. Eberhart, *Auswahlkriterien für „start-up“-Investments*, „Finanz Betrieb” 2000, nr 5, s. 338.

¹² S. Reissig-Tuhst, M. Brettel, P. Witt, *op.cit.*, s. 639.

nymi i ułatwianiu nawiązywania kontaktów biznesowych¹³. Przyjmują w przedsiębiorstwie rolę członków rad nadzorczych i kontrolnych, doradców, sparring partnerów, osób zaufania.

Decydujące znaczenie dla określenia jakości inwestora *venture capital* ma to, jak potrafi on jakościowe cechy związane z projektem (innowacyjność produktu, zaangażowanie założycieli przedsiębiorstwa, entuzjazm nabywców nowości rynkowych) przełożyć na wyniki ilościowe (wzrost produkcji, opanowanie znaczącego segmentu rynku, wzrost wartości przedsiębiorstwa)¹⁴. Ogromną rolę odgrywa w tym zakresie aktywny nadzór właścicielski inwestorów oraz ich zaangażowanie we wspieranie przedsiębiorstwa, czyli wniesienie przez nich wartości dodanej ponad kapitał właścicielski.

3. Znaczenie aniołów biznesu dla wsparcia innowacji

Nieformalni inwestorzy *venture capital*, określane często mianem „aniołów biznesu”, tworzą mało przejrzystą grupę ze względu na indywidualny charakter dokonywanych inwestycji i brak wobec nich wymogów sprawozdawczych. Najbardziej rozwinięty rynek aniołów biznesu występuje w USA. Liczba aktywnych inwestorów w latach 2002–2009 kształtowała się na poziomie 235 tys. Wartość dokonywanych inwestycji wynosiła przeciętnie 21 mld USD w skali roku, a ich liczba dochodziła do 50 tys. rocznie¹⁵. Aniołowie biznesu finansowali przy tym głównie branże o wysokim rozwoju technicznym (informatyka, medycyna, biotechnologia). W innych krajach o rozwiniętych rynkach *venture capital*, ze względu na ich potencjał gospodarczy, liczba aniołów biznesu była odpowiednio mniejsza i wynosiła 40 tys. w Wielkiej Brytanii, 25 tys. w Niemczech i po kilka we Francji, Holandii, Szwecji, Finlandii¹⁶. Rynek ten wykazuje jednak tendencję rozwojową a rozmiary wsparcia przedsiębiorstw w początkowych fazach rozwoju są znaczące.

Aniołowie biznesu odgrywają szczególną rolę w finansowaniu innowacji z kilku powodów. Po pierwsze, z racji swoich relatywnie niewielkich kwot inwestycji siłą rzeczy koncentrują się na wspieraniu małych i średnich przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju¹⁷. Po drugie, aniołami biznesu są z reguły osoby z doświadczeniem zawodowym w tworzeniu przedsiębiorstw i kierowaniu

¹³ M. Dierkes, Ch. Weber, *Investitionsentscheidungen klassischer Venture Capital-Gesellschaften und Corporate Venture Capital-Gesellschaften*, „Finanz Betrieb” 2002, nr 11, s. 690.

¹⁴ F. Eisele, M. Habermann, R. Österle, *Die Beteiligungsauswahl durch Venture Capital-Gesellschaften: Entscheidungskriterien bei Projekten unterschiedlicher Reife*, „Finanz Betrieb” 2003, nr 6, s. 413.

¹⁵ P. Zasepa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*. CeDeWu, Warszawa 2010, s. 76.

¹⁶ K. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 111–129; J. Węclawski, *Indywidualni inwestorzy na rynku venture capital*, w: *Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym*, red. D. Dziawgo, Wyd. Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 403–404.

¹⁷ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 58.

nimi oraz mające kontakty biznesowe z racji aktualnej bądź dotychczasowej pracy. W związku z tym w dużym zakresie angażują się we wspieranie finansowanego przedsiębiorstwa przez pomoc w zarządzaniu nim oraz nawiązywaniu kontaktów biznesowych. Po trzecie, aniołowie biznesu kierują się w swoich decyzjach inwestycyjnych nie tylko kryteriami finansowymi (zysk z inwestycji, dochód z samozatrudnienia), ale także pozafinansowymi. Do podjęcia inwestycji aniołów biznesu zachęcają motywy społeczne (wspieranie rozwoju dziedzin służących dobru ogólnemu, rozwoju własnego regionu, ograniczanie bezrobocia), altruistyczne (przekazywanie doświadczeń młodym przedsiębiorcom, udostępnianie kontaktów biznesowych, dążenie do niesienia pomocy innym) bądź hedonistyczne (chęć udziału w tworzeniu przedsiębiorstwa, udział we wprowadzaniu nowych technik i technologii na rynek, dążenie do utrzymania aktywności zawodowej i wpieranie przedsiębiorczości)¹⁸.

Proces inwestycyjny w grupie inwestorów nieformalnych przebiega na podobnych zasadach, jak opisano powyżej, ale wykazuje pewne specyficzne cechy. Po pierwsze, dotarcie przedsiębiorców do nieformalnego inwestora *venture capital* jest poważnie utrudnione, gdyż przywiązują oni dużą wagę do anonimowości i nie upowszechniają informacji o swojej aktywności inwestycyjnej. Przełamaniu tej bariery służą w pewnej mierze sieci tworzone przez aniołów biznesu. Po drugie, aniołowie biznesu analizują mniejszą liczbę projektów i rzadko korzystają przy tym ze wsparcia zewnętrznego. W związku z tym, decyzje mogą zapadać szybciej, a koszty administracyjne związane z ich podejmowaniem i późniejszego wsparcia przedsiębiorstwa są niższe. Relatywnie niższa może być dzięki temu oczekiwana stopa zwrotu. Dla zwiększenia wolumenu inwestycji, dywersyfikacji ryzyka oraz poszerzenia zakresu kompetencji przy analizie projektów i udzielaniu wsparcia w zarządzaniu, aniołowie biznesu często tworzą syndykaty. Dokonując analizy projektu, biorą pod uwagę takie czynniki, jak: kondycję finansową przedsiębiorstwa, innowacyjność produktu, perspektywy rozwojowe branży, kompetencje, doświadczenie i zaangażowanie kadry kierowniczej, możliwości własnego zaangażowania się w działalność przedsiębiorstwa, ryzyko przedsięwzięcia, lokalizację przedsiębiorstwa¹⁹. Po trzecie, aniołowie biznesu mogą bardziej intensywnie wspierać przedsiębiorstwo w rozwoju. Wynika to z tego, że angażują się jednocześnie w mniejszą liczbę projektów niż fundusze *venture capital*, dokonują niekiedy samozatrudnienia w finansowanym przedsiębiorstwie i wybierają firmy położone stosunkowo blisko ich miejsca zamieszkania. Zakres ich wsparcia jest szerszy i nie ogranicza się do udziału w pracach rady nadzorczej lecz rozciąga się także na sprawy bieżące²⁰.

Należy wskazać, że aktywność aniołów biznesu ma ogromne znaczenie dla wsparcia działalności innowacyjnej w skali lokalnej²¹. Może służyć budowaniu specjalizacji branżowej miejscowej gospodarki i jej przewag konkurencyjnych.

¹⁸ I. Nittka, *Informelles Venture Capital und Business Angels*, „Finanz Betrieb” 2000, nr 4, s. 254.

¹⁹ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu...*, s. 61.

²⁰ H.H. Peters, H.R. Steller, *Erfolgsbeitrag von Business Angels bei Unternehmensgründung*, „Finanz Betrieb” 2002, nr 9, s. 555.

²¹ E. Färber, *Networking – Corporate Venture Capital – Business Angels*, BVK Jahrbuch 1999, Berlin 1999, s. 46.

O znaczeniu finansowania przedsiębiorców dysponujących oryginalnym pomysłem na biznes przez aniołów biznesu mogą jednak najdobitniej świadczyć przykłady spektakularnych sukcesów w skali globalnej (np. Google, Amazon.com).

4. Inwestycje funduszy *venture capital* we wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa

Podstawowe znaczenie na rynku kapitału wysokiego ryzyka mają fundusze *venture capital/private equity*. Jako profesjonalni pośrednicy finansowi mają możliwość sięgania do ogromnych zasobów kapitału oferowanych na rynku finansowym. Ponieważ działają na zlecenie swoich mocodawców, którymi są dostarczyciele kapitału, muszą wykazać się oczekiwaną przez nich stopą zwrotu. Ma to określony wpływ na ich politykę inwestycyjną – wyznaczanie stosunkowo wysokich minimalnych limitów zaangażowania finansowego, inwestowanie w przedsiębiorstwa, znajdujące się na dalszych etapach rozwoju, specjalizację branżową części z nich. Jedynie nieliczne fundusze *venture capital* specjalizują się w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju bądź podejmują taką działalność w ograniczonym zakresie dla zdywersyfikowania swoich portfeli inwestycyjnych. Fundusze *venture capital* finansują jedynie niewielką część inwestycji we wczesnych fazach rozwoju, to należy jednak wskazać, że ich współpraca z aniołami biznesu pozwala na przejmowanie od nich udziałów w spółkach, które rozwijają się pomyślnie i wymagają nakładów kapitałowych, przekraczających możliwości inwestorów indywidualnych.

Osobną grupę funduszy inwestycyjnych tworzą quasi-fundusze *venture capital*. Są to podmioty finansowane ze środków publicznych, których działalność inwestycyjna jest z reguły nakierowana na wsparcie rozwoju regionalnego. Pochodzenie kapitału sprawia, że fundusze te w swojej działalności kierują się nie tylko celami komercyjnymi, ale i pozakomercyjnymi (wspieranie rozwoju przedsiębiorczości, tworzenie nowych miejsc pracy, pobudzanie rozwoju regionalnego itd.). Ma to także określone przełożenie na specyfikę procesu inwestycyjnego i można wskazać kilka różnic w stosunku do klasycznego jego przebiegu. Po pierwsze, projekty inwestycyjne mogą być wskazywane bądź narzucane przez założycieli funduszu, ale także inicjowane przez sam fundusz. Po drugie, fundusze wyznaczają minimalny limit kapitałowy na poziomie określonym przez lukę podażową, występującą na danym rynku. Po trzecie, znaczenie poszczególnych kryteriów oceny projektów wykazuje różnice w stosunku do funduszy komercyjnych²².

Quasi-fundusze *venture capital* były w przeszłości podmiotami silnie wspieranymi przez państwo w okresie tworzenia rynku *venture capital* (USA, Francja, Niemcy), a współcześnie znajdują wsparcie we wschodzących gospodarkach jako instrument finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw oraz stymulowania innowacji²³.

²² J. Świdzka, *Quasi-fundusze venture capital*. Difin, Warszawa 2008, s. 170–180.

²³ H. Sumer, M. Erer, *Venture Capital als Finanzierungsinstrument für türkische KMUs*, w: *Finanzmanagement aktuell*, red. H. Pernsteiner, Linde, Wien 2008, s. 319.

5. Rola *corporate venture capital* w finansowaniu innowacji

Duże przedsiębiorstwa występują na rynku *venture capital* jako inwestorzy bierni bądź aktywni. Dostępne źródła statystyczne nie rozróżniają tych dwóch rodzajów inwestycji dokonywanych przez korporacje. W USA, w latach 2001–2003 udział przedsiębiorstw w nowo zgromadzonych środkach przez fundusze *venture capital* wynosił 9%²⁴, a w Europie w latach 2005–2009 w skali roku przeciętnie 3,6%²⁵. Przekłada się to odpowiednio na kwoty 3 mld USD i 2,4 mld euro w skali roku, co jest istotnym wsparciem, biorąc pod uwagę, że w grę wchodzi finansowanie małych przedsiębiorstw.

Inwestycje bierne polegają na wnoszeniu udziałów do funduszy *venture capital*, funkcjonujących jako niezależni pośrednicy finansowi. Przedsiębiorstwo, jako kapitałodawca, zapewnia sobie w ten sposób wgląd w portfel inwestycyjny funduszu i w razie pojawienia się w nim firmy, dysponującej interesującym produktem bądź technologią może ją przejąć w ramach dezinvestycji jako inwestor strategiczny. Następuje to jednak w odniesieniu do firm znajdujących się w okresie ekspansji, gdy początkowa innowacja została pozytywnie zweryfikowana przez rynek i inwestor przejmujący ją może jedynie przyczynić się do jej upowszechnienia przez rozwój produkcji na masową skalę.

Aktywna rola we wspieraniu innowacji w małych i średnich firmach związana jest natomiast z inwestycjami za pomocą własnego funduszu. Wielkie korporacje, nawet jeżeli kwota ich nakładów na finansowanie za pomocą *venture capital* jest stosunkowo niewielka, odgrywają znaczącą rolę we wspieraniu powstawania i rozwoju innowacji, gdyż skupiają w swoich portfelach nawet po kilkaset spółek z różnych krajów. Są to z reguły przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju. Korporacje podejmując działalność tego typu mają na celu zapewnienie sobie bezpośredniego dostępu do innowacji, pojawiających się na rynku, wspieranie przeprowadzanych w nich samych *spin-off*, upowszechnianie swoich standardów systemowych wśród współpracujących z nimi dostawców i odbiorców²⁶.

Badania prowadzone w odniesieniu do inwestycji *corporate venture capital* wskazują, że decyzje inwestycyjne są podejmowane w większości w sposób zespołowy, co biorąc pod uwagę wysokie i zróżnicowane kompetencje menedżerów korporacji, niewątpliwie przekłada się na ich jakość²⁷. Dokonując wyboru przedsiębiorstw będących przedmiotem finansowania, jako decydujące kryterium brane są pod uwagę wiedza i doświadczenie jego menedżerów oraz gotowość do współpracy z inwestorem. Dużą wagę przywiązuje się także do stopnia innowacyjności produktu, wysokości oczekiwanej stopy zwrotu, potencjału rynku. W przypadku dojścia inwestycji do skutku, menedżerowie finansowanego przedsiębiorstwa oczekują przede wszystkim wsparcia w rozwiązywaniu problemów o charakterze strategicznym, pomocy w pozyskaniu środków na dalsze finansowanie, doradztwa, udziału

²⁴ *NVCA Yearbook 2004*, NVCA, New York 2004.

²⁵ *2010 EVCA Yearbook, op.cit.*, s. 32

²⁶ M. Lorenz, C.W. Seeliger, *Corporate Venture Capital*, „Finanz Betrieb” 2000, nr 10, s. 659.

²⁷ M. Dierkes, Ch. Weber, *Investitionsentscheidungen...*, s. 684.

w nawiązywaniu kontaktów biznesowych. Nie oczekują natomiast angażowania się w zarządzanie operacyjne.

Przedsiębiorcy decydujący się na przyjęcie, jako udziałowców, korporacji mają świadomość, że w przypadku osiągnięcia sukcesu rynkowego ich przedsiębiorstwo będzie w ramach dezinvestycji przejęte przez korporację. Nie musi to co prawda oznaczać jego likwidacji, gdyż może ono kontynuować działalność jako podmiot od niej zależny. Mając jednak świadomość takich konsekwencji skorzystania z finansowania, właściciele wymagają premii za ryzyko przejęcia bądź liczą na kontynuację kariery zawodowej w strukturach korporacji. Z drugiej jednak strony pojawienie się jako inwestora korporacji, zmniejsza ryzyko ekonomiczne, gdyż jest to inwestor branżowy o znaczących zasobach kapitałowych, rzeczowych i ludzkich, który będzie angażował się w doprowadzenie przedsiębiorstwa do sukcesu²⁸.

Podsumowanie

Małe i średnie przedsiębiorstwa dysponujące innowacyjnym produktem bądź technologią napotykać często na brak kapitału niezbędnego do ich wprowadzenia na rynek i rozwoju. Ważnym źródłem finansowania jest w tym przypadku *venture capital*. Ze względu na wysokie ryzyko związane z tego typu przedsięwzięciami proces decyzyjny podejmowany przez inwestorów kapitału wysokiego ryzyka opiera się na specyficznych kryteriach i prowadzi do ostrej selekcji projektów. Konsekwencją jest niekiedy odrzucanie innowacyjne projektu o ogromnym potencjale wzrostu. W przypadku podjęcia się finansowania przez inwestora *venture capital* przedsiębiorstwo może liczyć na uzyskanie wartości dodanej w formie wsparcia w zarządzaniu ze strony anioła biznesu bądź menedżerów funduszu.

FINANCING OF INNOVATIONS BY VENTURE CAPITAL INVESTORS IN VIEW OF DECISION-MAKING PROCESS

Summary

Financing of innovative projects run by small and middle enterprises with venture capital support involves a number of specific risks. The Principal-Agent Problem leads to adverse selection and moral hazard. Business Angels, corporate venture capital funds, independent funds consider various targets determining their investment policies. It is reflected in procedures of selection and assessment of investment projects and securing investors' rights. Nevertheless projects' assessment criteria are rather similar to all the investors. Enterprise management and project innovation are crucial points. Investment agreement is an important issue providing investor's security. Setting milestones to achieve, staging of venture capital investments, structuring capital (different combinations of equity and debt capital) or protective clauses are common practice here.

Translated by Mariusz Kicia

²⁸ M. Lorenz, C.W. Seeliger, *Corporate Venture Capital...*, s. 660.