

Monika Mirowska*

**VENTURE CAPITAL ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM
BUSINESS ANGELS**

Dynamiczny rozwój sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MSP), obserwowany w Polsce od kilku lat, często napotyka na barierę dostępu do środków finansowych. Wysokie oprocentowanie kredytów bankowych, żądanie zabezpieczeń przekraczających możliwości potencjalnych kredytobiorców oraz mała skłonność do ponoszenia ryzyka przez banki sprawiają, że tradycyjne formy finansowania są niedostępne dla tej grupy podmiotów gospodarczych. Ponadto większość przedsiębiorców uznaje system bankowy za jedyną instytucję stanowiącą źródło pozyskania środków finansowych. Przekonanie to wynika głównie z braku wiedzy o innych formach finansowania, jak na przykład *venture capital*. Nader często zdarza się również, iż w przypadku nieuzyskania kredytu bankowego przedsiębiorcy nie poszukują alternatywnych źródeł finansowania. W konsekwencji może prowadzić to do zaniechania wdrażania projektów rozwojowych czy też zatrzymania ekspansji przedsiębiorstw.

Tymczasem rozwój rynku finansowego wskazuje, że coraz liczniejsza jest grupa kapitałodawców gotowych inwestować swoje środki w warunkach ponadprzeciętnego ryzyka, oczekując z tego tytułu odpowiednio wysokich zysków. Stąd chciałabym przybliżyć *venture capital* jako źródło finansowania MSP. Instrument ten jest najbardziej popularny w Stanach Zjednoczonych, gdzie narodził się pod koniec lat czterdziestych, ale zdobywa również coraz większe zaufanie wśród dawców kapitału w krajach Unii Europejskiej.

1. KONCEPCJA FINANSOWANIA ZA POŚREDNICTWEM VENTURE CAPITAL

Do charakterystycznych cech inwestycji typu *venture capital* zalicza się:
a) dostarczanie kapitału właścicielskiego przedsiębiorstwom nienotowanym na rynku publicznym (finansowanie typu *private equity*);

* Mgr, doktorantka w Katedrze Finansów i Bankowości UŁ.

- b) inwestowanie w innowacyjne przedsiębiorstwa we wczesnych etapach rozwoju oraz intensywnie rozwijające się;
- c) długoterminowy charakter inwestycji (3–7 lat);
- d) współudział kapitałodawców w zarządzaniu przedsiębiorstwem (dostarczanie *know-how* oraz wszechstronne doradztwo);
- e) wysokie ryzyko inwestycji;
- f) inwestowanie w inwestycje o wysokiej stopie zwrotu (zyski nie są realizowane z dywidend, zwrot z inwestycji osiągany jest w momencie „wyjścia” z inwestycji w formie wzrostu wartości kapitału zainwestowanego w udziały własnościowe).

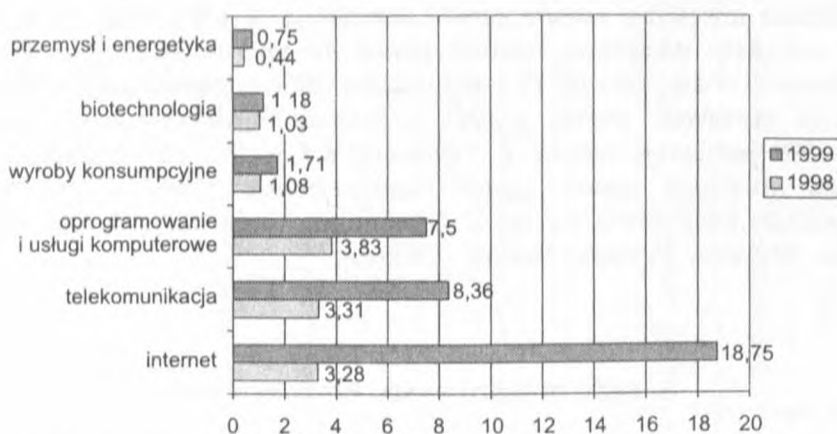
Przyjęcie z zewnątrz dodatkowego kapitału o charakterze właścicielskim zapewnia przedsiębiorstwu wiele korzyści. Nowy współwłaściciel przejmuje na siebie część ryzyka, a więc następuje jego rozproszenie, co pozytywnie wpływa na ocenę całego przedsiębiorstwa. Uzyskane w ten sposób środki pomagają również poprawić *standing* przedsiębiorstwa w ocenie banku i stwarzają możliwość uzyskania kredytu bankowego.

Ponadto stanowią one tanie źródło finansowania, ponieważ płacenie dywidendy odroczone jest do czasu osiągnięcia przez firmę zysków. Przede wszystkim jednak dopływ dodatkowego kapitału stanowi dla przedsiębiorstwa impuls do przyspieszonego rozwoju i zapewnienia sobie lepszej pozycji na rynku.

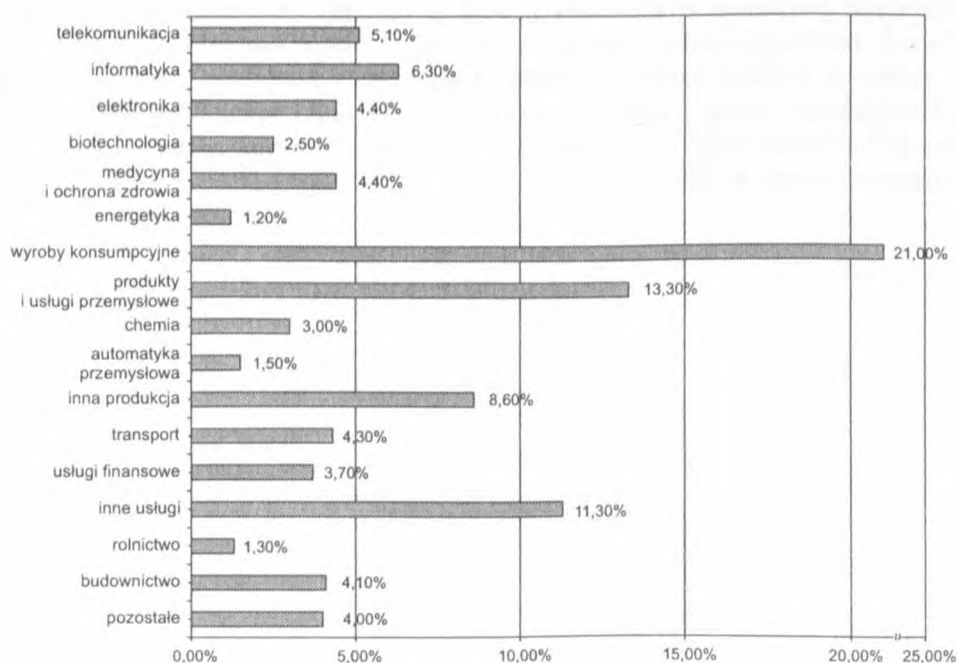
2. SFERY INWESTOWANIA *VENTURE CAPITAL*

Venture capital jest często utożsamiany z finansowaniem przedsiębiorstw pochodzących z sektorów gospodarki stosujących wysoko rozwiniętą technikę. Gdy rynek ten dopiero się rozwijał, siłą rzeczy koncentrował się na branżach związanych z *high-tech* (mikroelektroniką, biotechnologią, techniką pomiarową itp.), gdyż były one dla niego najbardziej atrakcyjne. Z tego względu z *venture capital* zaczęto utożsamiać branże stosujące tzw. technologie przyszłości. Jednakże ciągły postęp techniczny powoduje, że nieustannie, jedynie z różnym nasileniem, pojawiają się sposoby wytwarzania, produkty i usługi określane jako innowacyjne. Zastosowania *venture capital* nie można zatem ograniczać do określonych dziedzin działalności. Wszędzie tam, gdzie pojawiają się innowacje obiecujące dobre perspektywy pomnożenia wartości kapitału otwiera się pole dla inwestowania *venture capital*.

Przykładowo, w USA od lat osiemdziesiątych następuje wyraźne przesuwanie się zaangażowania *venture capital* od inwestycji *high-tech* do inwestycji w sektory o niższym rozwoju technologicznym (*low-tech*), w szczególności do sektora usług (wyspecjalizowany handel detaliczny, zarządzanie szpitalami itp.).



Wykres 1. Inwestycje *venture capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1998–1999 (w mld dolarów). Za: Z. Domaszewicz, *Venture capital, wzbiera potok pieniędzy* („Gazeta Wyborcza” 15 lutego 2000, s. 20)



Wykres 2. Udział branż w całości inwestycji *venture capital* w Europie w latach 1995–1997. Za: *European Venture Capital Association Yearbook 1995, 1996* („Zaventem”, London, s. 68)

Obecnie inwestycje *venture capital* przeżywają w USA rozkwit, w roku 1999 osiągnęły rekordową wartość ponad 48 mld dolarów. Oznacza to 151% wzrost w stosunku do 19,2 mld dolarów jakie zainwestowano w 1998 r.¹ Rozkład inwestycji *venture capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1998–1999 prezentuje wykres 1. Odmienny niż w Stanach Zjednoczonych rozkład inwestycji *venture capital* między branże przemysłu na rynku europejskim przedstawia wykres 2. Dominujący udział na tym rynku mają Wielka Brytania, Francja, Niemcy i Włochy.

3. FAZY INWESTOWANIA *VENTURE CAPITAL*

Zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na kapitał i możliwości jego pozyskiwania ulegają zmianom w zależności od stadium zaawansowania projektu. Można w tym zakresie zaobserwować występowanie cyklu rozwojowego będącego pochodną cyklu życia produktu (usługi). W poszczególnych jego fazach zachodzą istotne zmiany w zakresie stopnia dojrzałości technicznej i rynkowej wyrobu (usługi), ryzyka związanego z podjęciem jego produkcji (świadczenia), szans osiągnięcia zysku, możliwości i sposobów pozyskania środków finansowych itp. Klasyczne fazy inwestowania *venture capital* są zaprezentowane w tab. 1.

¹ Z. Domaszewicz, *Venture capital – wzbiera potok pieniędzy*, „Gazeta Wyborcza”, 15 lutego 2000, s. 20.

Tabela 1

Zestawienie cech klasycznych faz finansowania

Fazy finansowania	Fazy początkowe			Fazy ekspansji		Wejście na giełdę
	finansowanie zasiewów	finansowanie fazy startu	finansowanie fazy pierwszej	finansowanie fazy drugiej	finansowanie fazy trzeciej	
Fazy rozwoju przedsiębiorstwa	tworzenie przedsiębiorstwa	rozwój do dojrzałości produkcji	wprowadzenie produktu na rynek	wzrost	intensyfikacja	dojrzałość
Zadania do realizacji	określenie koncepcji produktu; koncepcja przedsiębiorstwa analiza rynku	utworzenie przedsiębiorstwa; przygotowanie produkcji; koncepcja marketingu	rozpoczęcie produkcji; wprowadzenie produktu na rynek	stworzenie i rozbudowa kanałów dystrybucji	rozbudowa zdolności produkcyjnych i wykorzystanie potencjału rynkowego; wypieranie konkurentów; nowe warianty produktów	
Zapotrzebowanie na kapitał	małe	duże	duże	duże	duże	normalne
Źródła finansowania przedsiębiorstwa	kapitał własny + <i>venture capital</i> + subwencje			+ nowi kapitałodawcy VC + pierwsze kredyty	+ dalsze kredyty bankowe	+ emisja akcji
Dostępność kredytów	żadna	żadna	mała	rosnąca	wystarczająca	wystarczająca
Dostępność subwencji	duża	duża	mała	brak	brak	brak

Tabela 1 (cd.)

Fazy finansowania	Fazy początkowe			Fazy ekspansji		Wejście na giełdę
	finansowanie zasiewów	finansowanie fazy startu	finansowanie fazy pierwszej	finansowanie fazy drugiej	finansowanie fazy trzeciej	
Dostępność kapitału udziałowego	mała	bardzo mała	bardzo mała	rosnąca	wystarczająca	wystarczająca
Koszty wejścia inwestora	bardzo niskie	niskie	rosnące	wysokie	bardzo wysokie	bardzo wysokie
Potencjał zysku	bardzo wysoki	bardzo wysoki	bardzo wysoki	wysoki	wysoki	normalny
Ryzyko produktu	bardzo wysokie	wysokie	małe	małe	małe	małe
Ryzyko rynku	bardzo wysokie	bardzo wysokie	wysokie	wysokie	normalne	normalne
Zapotrzebowanie na wsparcie w zarządzaniu	małe	bardzo duże	bardzo duże	malejące	małe	małe
Problemy do rozwiązania	trudności oceny szans innowacji na rynku	poszukiwanie kompetentnych menedżerów	skompletowanie fachowej załogi	poszukiwanie odpowiednich dawców kapitału obcego; tworzenie image firmy	rosnąca konkurencja; problemy organizacyjne związane z rozwojem przedsiębiorstwa po osiągnięciu określonej skali działalności	

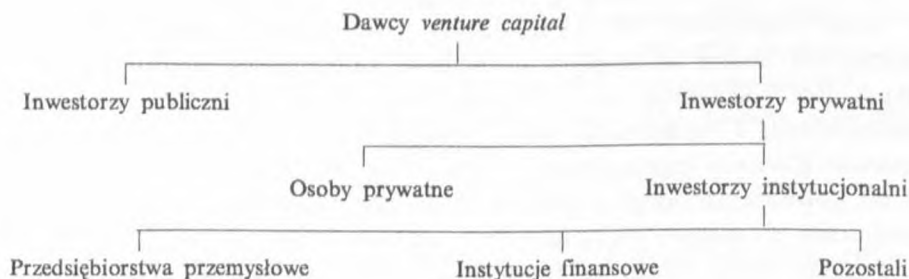
Źródło: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997, s. 30.

4. FORMY INWESTOWANIA *VENTURE CAPITAL*

Venture capital może być wnoszony do przedsiębiorstwa bezpośrednio przez samych kapitałodawców lub za pośrednictwem wyspecjalizowanych funduszy *venture capital*.

Bezpośrednimi inwestorami są z reguły osoby czy grupy osób, wywodzące się z kręgów rodziny bądź znajomych właściciela przedsiębiorstwa oferującego udziały. W fazie badań i rozwoju innowacyjnego produktu właściwie nie ma on możliwości pozyskania kapitału ze źródeł instytucjonalnych, poza ewentualnymi subwencjami państwowymi na wspieranie postępu technicznego. Jednocześnie kwota kapitału potrzebnego w tej fazie rozwoju przedsiębiorstwa jest zwykle niewielka i może on być dostarczony przez indywidualnych inwestorów.

Najbardziej typowe dla rozwiniętego rynku *venture capital* są inwestycje dokonywane za pośrednictwem funduszy *venture capital*. Zajmują się one przede wszystkim wyszukiwaniem interesujących obiektów inwestowania, dokonują analizy szans jego powodzenia, wspomagają przedsiębiorstwa w zarządzaniu oraz przeprowadzają dezinvestycję zaangażowanego kapitału.



Schemat 1. Grupy dawców *venture capital*. Za: J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw* (PWN, Warszawa 1997, s. 59)

Wśród kapitałodawców *venture capital* można wyróżnić 5 podstawowych grup (por. schemat 1):

- prywatni inwestorzy,
- duże przedsiębiorstwa,
- fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe,
- banki,
- instytucje publiczne.

5. BUSINESS ANGELS

W odniesieniu do grupy prywatnych inwestorów na szczególną uwagę zasługują tzw. *business angels*. Są to bogaci indywidualni inwestorzy, wnoszący kapitał bezpośrednio w postaci cichych udziałów, przy czym inwestycja ta nie ma charakteru rodzinnego, gdyż *business angels* wywodzą się spoza najbliższego kręgu przedsiębiorcy².

Ze względu na charakter inwestycji i dążenia inwestorów do zachowania anonimowości w wielu krajach brak jest dokładnych danych co do rozmiarów i struktury nieformalnego rynku *venture capital*, choć np. w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii szacunki wskazują na poważną skalę tego zjawiska. Na podstawie badań segmentu małych i średnich przedsiębiorstw przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych w 1980 r. ustalono m. in., iż *business angels* stanowią podstawowe źródło kapitału dla małych firm pragnących rozpocząć działalność gospodarczą³.

Indywidualni inwestorzy dysponując odpowiednio niższymi zasobami finansowymi angażują się z reguły w finansowanie innowacyjnych projektów we wczesnych fazach rozwoju, gdy zapotrzebowanie na kapitał jest stosunkowo niewielkie. Z drugiej strony ryzyko inwestycyjne na tym etapie jest tak duże, że odstrasza inwestorów instytucjonalnych.

Business angels angażują się w rozwój młodych przedsiębiorstw nie tylko w formie kapitałowej, ale także udzielając wsparcia w zarządzaniu, co jest niezmiernie istotne ze względu na słabość kadry zarządzającej. Właściciele takich firm posiadają na ogół wykształcenie techniczne, a brakuje im doświadczenia i umiejętności menedżerskich. Odpowiednia osoba potrafiąca właściwie kierować przedsiębiorstwem mogłaby w znacznym stopniu przyczynić się do powodzenia całego przedsięwzięcia, jednakże jej zatrudnienie przerasta możliwości finansowe większości firm sektora MSP.

Poprzez swój udział w finansowaniu innowacyjnych podmiotów indywidualni inwestorzy chcą pełnić aktywną rolę w ich zarządzaniu, wnosząc wiedzę techniczną, specjalistyczne umiejętności oraz doświadczenie zawodowe. Dlatego też inwestycje tego typu dokonywane są najczęściej w branży znanej, w której *business angels* zdobyli doświadczenie i wyrobili sobie kontakty handlowe.

Motywy udzielenia wsparcia młodemu przedsiębiorstwu nie zawsze jest perspektywa wysokiego zysku w przyszłości. Indywidualnych inwestorów przyciąga m. in. możliwość kontaktu z nowoczesną techniką, potrzeba

² A. Lumme, C. Mason, M. Suomi, *Informal Venture Capital: Investors, Investments and Policy Issues in Finland*, Kluwer Academic Publisher, 1998, s. 11.

³ *Ibidem*, s. 12–13.

samorealizacji oraz idealistyczne wizje wspierania postępu, tworzenia innowacyjnych produktów itp.

Od połowy lat dziewięćdziesiątych w krajach Unii Europejskiej zauważalny jest wzrost zainteresowania problematyką *business angels*, ich rolą w dostarczaniu kapitału oraz fachowego wsparcia na rzecz rozwoju przedsiębiorczości. Nieformalny *venture capital* stanowi również ważny element narodowych, regionalnych i lokalnych programów na rzecz tworzenia nowych, innowacyjnych przedsiębiorstw, szczególnie w branżach tzw. wysokich technologii. Jednakże w celu pozyskania indywidualnych inwestorów do tej formy finansowania istotne staje się poznanie ich cech, preferencji i oczekiwań. Poniższą charakterystykę *business angels* oparto na badaniach przeprowadzonych w Finlandii w latach 1994–1996⁴.

Większość inwestorów pragnących okazać finansowe wsparcie oraz fachową pomoc innowacyjnym jednostkom podejmowało wcześniej własną działalność gospodarczą i to dzięki niej dysponują obecnie wolnymi zasobami środków finansowych. Znacznie rzadziej kapitał wnoszony do spółki pochodzi z innego źródła, jak np. spadek czy zyski z inwestycji w akcje spółek giełdowych. Z reguły są to także ludzie wykazujący ponadprzeciętne zdolności menedżerskie, odważni i przedsiębiorczy.

Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych *business angels* analizują następujące czynniki:

- status i kondycję finansową przedsiębiorstwa, wypłacalność przedsiębiorcy i możliwość pozyskania kapitału z innych źródeł, zezwolenia, licencje itp.;
- kompetencje, doświadczenie i zaangażowanie kadry kierowniczej;
- produkt/usługa (stopień rozwoju produktu, prostota, konkurencyjność, innowacyjność, nowatorstwo);
- branża, sektor, pozycja danego rynku w gospodarce (perspektywy wzrostu, eksportu itp.)
- możliwość aktywnego zaangażowania się w działalność przedsiębiorstwa.

Wiele projektów inwestycyjnych odrzucanych jest na samym początku. Prywatny inwestor podejmuje szybką decyzję, czy dane przedsięwzięcie odpowiada jego preferencjom, czy produkt lub usługa ma szanse powodzenia, a kadra kierownicza właściwe kwalifikacje i umiejętności. Dalszy etap selekcji polega na dokładnej analizie business planu, sprawozdań z dotychczasowej działalności firmy itp. Dochodzi wówczas do pierwszego spotkania zainteresowanych stron. Następnie po przeprowadzeniu negocjacji zapada decyzja dotycząca stopnia zaangażowania kapitałowego, kosztu pozyskania kapitału i pozostałych warunków kontraktu (por. schemat 2).

⁴ Na podstawie A. Lumme, C. Mason, M. Suomi, *op. cit.*

do obrotu giełdowego, choć jest to najbardziej rentowny sposób wyjścia z inwestycji. Wysokie koszty oraz często wygórowane wymogi formalne powodują, iż ta forma zrealizowania przedsięwzięcia dostępna jest jedynie dla dużych firm.

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych sprawnie działający rynek *venture capital*, w tym jego nieformalna część, czyli działalność *business angels*, stanowią niezbędne dopełnienie rynku akcji, obligacji i operacji bankowych. Przypisuje się im istotne znaczenie w procesie wzrostu gospodarczego, przede wszystkim z punktu widzenia innowacyjności gospodarki. Dlatego też istotne staje się promowanie tej formy finansowania oraz stwarzanie sprzyjających warunków funkcjonowania rynku *venture capital*, m. in. poprzez:

- ulgi podatkowe,
- regulacje prawne zmierzające do ograniczenia ryzyka inwestycyjnego,
- tworzenie pozagiełdowych rynków obrotu papierami wartościowymi,
- zakładanie lub wspieranie centrów wynalazczości, parków technologicznych, instytucji doradczych itp.

Można również przyjąć, że także w Polsce istnieje grupa bogatych inwestorów gotowych wesprzeć realizację innowacyjnych projektów widząc w tym szansę na pomnożenie kapitału. Z drugiej strony zapotrzebowanie na wolne środki finansowe jest ogromne, bowiem ograniczony dostęp do kapitału stanowi podstawowy problem, z jakim borykają się małe i średnie przedsiębiorstwa w naszym kraju.

Monika Mirowska

VENTURE CAPITAL WITH A SPECIAL CONSIDERATION OF BUSINESS ANGELS

Venture capital can be defined as equity capital provided by firms or individuals who invest in young, rapidly growing companies which have the potential to develop into significant business. Venture capitalists work in partnership with entrepreneurs of the business assisting at the strategic level and providing support and advice based on their expertise, experience and network of contacts. It is a long-term investment, typically between 3 to 7 years. Annual dividends are either absent or play a minor role in the total returns as the venture capital investor is rewarded by the capital gain at the realisation of an exit of its equity stake through a trade sale or flotation of the business on a secondary stock market. Venture capital is originated in the USA in the late 1940s. Since 1970s its popularity has been rapidly growing, also in Europe.

Business angels are wealthy private individuals, usually with an entrepreneurial or business background who provide small amounts of equity capital and professional support to businesses in which they have no family connection.