

*Tomasz Sosnowski*<sup>\*</sup>

## **ROLA KAPITAŁU RYZYKA WE WSPIERANIU DZIAŁALNOŚCI INNOWACYJNEJ PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE**

### **1. WSTĘP**

Przedsiębiorstwa działające na rynku w XXI w. funkcjonują w niezwykle złożonym i dynamicznym otoczeniu. Stawia ono przed nimi coraz poważniejsze wymogi i kreuje potrzebę przedstawiania nowych dowodów wypełniania oczekiwań klientów. Jednym z nich są innowacje.

Poziom innowacyjności przedsiębiorstw od wielu lat jest przedmiotem zainteresowania zarówno świata nauki, praktyków gospodarczych, jak i polityków. W 2000 r. na szczycie w Lizbonie zostały ogłoszone priorytety polityki gospodarczej krajów będących członkami Unii Europejskiej. Za jej główny cel uznano budowę silnej i najbardziej konkurencyjnej gospodarki na świecie, opartej na wiedzy, zdolnej rozwijać się w sposób zrównoważony<sup>1</sup>, a środkiem do jego realizacji ma być wspieranie działalności badawczo-rozwojowej oraz inicjowanie działań o charakterze innowacyjnym<sup>2</sup>.

Zasadniczym celem niniejszego opracowania jest próba identyfikacji znaczenia działalności funduszy kapitału ryzyka w kreowaniu innowacyjności przedsiębiorstw w Polsce oraz poszukiwanie zależności pomiędzy polityką inwestycyjną funduszy a poziomem innowacyjności przedsiębiorstw. Bezpośrednią przesłanką realizacji tego celu jest znalezienie odpowiedzi na pytanie, czy kapitał podwyższonego ryzyka odgrywa ważną rolę we wspieraniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw w Polsce, gdyż – jak pisze L. Lewandowska –

---

<sup>\*</sup> Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

<sup>1</sup> E. Haliżak, *Strategia Lizbońska – globalna strategia poprawy konkurencyjności gospodarczej Unii Europejskiej*, [w:] E. Haliżak, R. Kuźniar, J. Symonides (red.), *Globalizacja a stosunki międzynarodowe*, Oficyna Wydawnicza BRANTA, Bydgoszcz 2003, s. 119.

<sup>2</sup> H. G. Adamkiewicz-Drwiłło, *Konkurencyjność przedsiębiorstwa w świetle Strategii Lizbońskiej*, [w:] J. Bieliński (red.), *Konkurencyjność przedsiębiorstw w świetle Strategii Lizbońskiej*, CeDeWu.PL, Warszawa 2005, s. 27.

wyduje się on wręcz predestynowany do finansowania innowacji stymulujących wzrost gospodarczy<sup>3</sup>.

Cel pracy został zrealizowany w oparciu o analizę danych liczbowych z zakresu działalności inwestycyjnej funduszy kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce. Podstawowym źródłem danych empirycznych wykorzystanych w opracowaniu są informacje publikowane przez European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK) oraz Główny Urząd Statystyczny (GUS).

## 2. POJĘCIE I ROLA INNOWACJI W ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTW

Zagadnienie innowacji jest szeroko dyskutowane w literaturze przedmiotu głównie od pierwszej połowy XX w. W tym czasie powstało wiele teorii i nurtów badawczych.

Za pioniera badań nad innowacjami uznawany jest J. Schumpeter. Podał on krytyce teorie ekonomiczne uznające cenę za główny wyznacznik walki konkurencyjnej, wskazując na innowacje jako podstawowe źródło konkurencji oraz na istnienie prawidłowości drogi rozwoju ekonomicznego przez proces innowacyjny<sup>4</sup>. Jego zdaniem tylko działalność innowacyjna zapewnia powstanie coraz bardziej efektywnych struktur gospodarczych<sup>5</sup>, a innowacje to nowe kombinacje różnych materialnych elementów i produkcyjnej siły człowieka. Ich istota wyraża się w:

- wytwarzaniu nowego produktu lub wprowadzenie na rynek towarów o nowych właściwościach,
- posługiwaniu się nową metodą produkcyjną,
- znalezieniu nowego rynku zbytu,
- zdobyciu nowych źródeł surowców,
- wprowadzeniu nowej organizacji<sup>6</sup>.

Schumpeterowskie podejście zyskało popularność w środowisku naukowym i praktyce działania przedsiębiorstw. Pozwala ono pojmować innowacje nie tylko w skali globalnej, ale również znajduje zastosowanie w przypadku pojedynczych organizacji.

<sup>3</sup> L. Lewandowska, *Finansowanie w kontekście pozycji konkurencyjnej firmy*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 136.

<sup>4</sup> S. Marczuk, *J. Schumpeter redivivus a „nowa gospodarka”*, [w:] K. Jaremczuk (red.), *Uwarunkowania rozwoju przedsiębiorczości – szanse i zagrożenia*, PWSZ w Tarnobrzegu, Tarnobrzeg 2003, s. 40.

<sup>5</sup> K. Szatkowski, *Istota i rodzaje innowacji*, [w:] M. Brzeziński (red.), *Zarządzanie innowacjami technicznymi i organizacyjnymi*, Difin, Warszawa 2001, s. 18.

<sup>6</sup> S. Mikosik, *Teoria rozwoju gospodarczego Josepha A. Schumpetera*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 68–69.

W literaturze przedmiotu występują też liczne definicje innowacji, różniące się swym zakresem od wskazanego powyżej (zob. tab. 1).

Tabela 1

## Wybrane definicje innowacji

| Definicja                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Źródło                                                                                                                                                                         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 2                                                                                                                                                                              |
| Ucieleśnienie, kombinacja lub synteza wiedzy w postaci oryginalnych, ważnych i cenionych nowych produktów, procesów lub usług.                                                                                                                                                                                                  | R. Leucke, <i>Zarządzanie kreatywnością i innowacją</i> , Wydawnictwo MT Biznes, Czarnów 2005, s. 20.                                                                          |
| Zmiana w metodach wytwarzania i w produktach, bazująca na nowej lub niewykorzystanej dotąd wiedzy.                                                                                                                                                                                                                              | <i>Zarządzanie innowacjami technicznymi i organizacyjnymi</i> , M. Brzeziński (red.), Difin, Warszawa 2001, s. 19.                                                             |
| Pierwsze handlowe wprowadzenie (zastosowanie) nowego produktu, procesu lub urządzenia.                                                                                                                                                                                                                                          | Ch. Freeman, <i>The Economics of Industrial Innovation</i> , F. Printer, London 1982, s. 7.                                                                                    |
| Każda zmiana w produkcji polegająca na przyswojeniu nowej wiedzy.                                                                                                                                                                                                                                                               | <i>Zarządzanie innowacjami technicznymi i organizacyjnymi</i> , M. Brzeziński (red.), Difin, Warszawa 2001, s. 19.                                                             |
| Proces lub skutek procesu oceniany przez przedsiębiorstwo jako nowy lub korzystny.                                                                                                                                                                                                                                              | W. Kotarba, <i>Organizacja wynalazczości w przedsiębiorstwie</i> , ZWK TiR, Warszawa 1987, s. 7.                                                                               |
| Twórcze zmiany występujące w systemie społecznym, strukturze gospodarczej, technice i przyrodzie.                                                                                                                                                                                                                               | W. Janasz, K. Janasz, A. Świadek, J. Wiśniewska, <i>Strategie innowacyjne przedsiębiorstw</i> , Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2001, s. 190.                                |
| Jakiegokolwiek dobro, usługa lub pomysł, który jest postrzegany przez kogoś jako nowy.                                                                                                                                                                                                                                          | Ph. Kotler, <i>Marketing. Analiza, planowanie, wdrażanie i kontrola</i> , Gebethner & Ska, Warszawa 1994, s. 322.                                                              |
| Innowacja to każda celowo wprowadzona zmiana stanu obiektów i/lub relacji między nimi.                                                                                                                                                                                                                                          | I. Bielski, <i>Innowacje w kreowaniu zdolności konkurencyjnej przedsiębiorstwa</i> , Wydawnictwa Uczelniane Uniwersytetu Technologiczno-Przyrodniczego, Bydgoszcz 2007, s. 41. |
| Cały proces obejmujący jej tworzenie, projektowanie, realizację, adaptację i wykorzystanie, który zmierza do praktycznego zastosowania nowego produktu lub nowej metody wytwarzania.                                                                                                                                            | W. Janasz, I. Leskiewicz, <i>Identyfikacja i realizacja procesów innowacyjnych w przedsiębiorstwie</i> , Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 1995, s. 23.                        |
| Celowo zaprojektowana przez człowieka zmiana dotycząca produktu, metod wytwarzania, organizacji pracy i produkcji oraz metod zarządzania, zastosowana po raz pierwszy w danej społeczności, celem osiągnięcia określonych korzyści społeczno-gospodarczych, spełniająca określone kryteria techniczne, ekonomiczne i społeczne. | J. Baruk, <i>Zarządzanie wiedzą i innowacjami</i> , Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2006, s. 102.                                                                            |

Tabela 1 (cd.)

| 1                                                                                                                                                                                                                                                    | 2                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kierowany wysiłek organizacji na rzecz rozwoju nowych produktów lub usług bądź nowych zastosowań dla produktów lub usług już istniejących.                                                                                                           | R. W. Griffin, <i>Podstawy zarządzania organizacjami</i> , Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 424. |
| Tworzenie lub modyfikowanie procesów, wyrobów, technik i metod działania, które są postrzegane przez organizację jako nowe oraz postępowe w danej dziedzinie i prowadzą do zwiększenia efektywności wykorzystania zasobów będących w jej dyspozycji. | J. Penc, <i>Innowacje i zmiany w firmie</i> , Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1999, s. 143.            |
| Całościowy proces, obejmujący koncepcję teoretyczną, wynalazek techniczny oraz jego wdrożenie i dyfuzję.                                                                                                                                             | A. Pomykański, <i>Zarządzanie innowacjami</i> , Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa–Łódź 2001, s. 17.        |

Źródło: opracowanie własne.

Abstrahując od rozważań nad szczegółową analizą wyróżnionych definicji innowacji, można stwierdzić, iż wszystkie one akcentują element nowości oraz zmiany. Należy również zauważyć, iż istota procesu innowacji ma charakter niezwykle złożony i wielowymiarowy. L. Berliński postuluje, aby rozpatrywać ją w czterech ujęciach<sup>7</sup>:

- czynnościowym – w odniesieniu do procesów i procedur, np. faza koncepcyjno-badawcza, projektowo-wdrożeniowa, stosowanie i eksploatacja<sup>8</sup>,
- przedmiotowym – w odniesieniu do obszarów działania przedsiębiorstwa, np. produkcja<sup>9</sup>, rynek<sup>10</sup>,
- podmiotowym – kogo innowacja dotyczy, np. sektor, branża, przedsiębiorstwo,
- atrybutowym – w odniesieniu do charakterystycznych cech innowacji, np. horyzont czasu, efekty ekonomiczne, złożoność.

Zgodnie ze standardami przyjętymi<sup>11</sup> przez Główny Urząd Statystyczny działalność innowacyjna jest określana jako szereg działań o charakterze naukowym (badawczym), technicznym, organizacyjnym, finansowym i handlowym (komercyjnym), których celem jest opracowanie i wdrożenie nowych lub istotnie ulepszonych produktów i procesów, przy czym produkty te i procesy są nowe przynajmniej z punktu widzenia wprowadzającego je przedsiębiorstwa<sup>12</sup>.

<sup>7</sup> L. Berliński, *Projektowanie i ocena strategii innowacyjnych*, AJG, Bydgoszcz 2003, s. 57–61. Por. W. Janasz, K. Janasz, A. Świadek, J. Wiśniewska, *Strategie innowacyjne przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2001, s. 194; J. Baruk, *Zarządzanie wiedzą i innowacjami*, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2006, s. 95.

<sup>8</sup> Por. R. W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 424–426.

<sup>9</sup> Zob. S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo przemysłowe*, PWE, Warszawa 1988, s. 173.

<sup>10</sup> Zob. Ch. Freeman, *The economics of Industrial Innovation*, F. Printer, London 1982, s. 7.

<sup>11</sup> Za „Oslo Manual. Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data”.

<sup>12</sup> *Nauka i Technika w 2006 r.*, GUS, Warszawa 2007, s. 122.

Rozumienie innowacji w taki sposób jest zgodne z tzw. modelem systemowym. Przyjmuje się w nim, iż źródłem działalności innowacyjnej nie jest tylko i wyłącznie obszar naukowo-badawczy. Innowacje są efektem licznych złożonych i wielokierunkowych interakcji między jednostkami, organizacjami i środowiskiem, w którym te jednostki działają<sup>13</sup>.

Innowacje są istotnym składnikiem działalności rozwojowej przedsiębiorstw, które chcą osiągnąć sukces na rynku. Nie mogą one jednak stanowić celu samego w sobie, a powinny być postrzegane jako środek do realizacji celów przedsiębiorstwa<sup>14</sup>. Innowacje jako wynik twórczej działalności ukierunkowanej na wprowadzanie zmian w systemie funkcjonowania organizacji, dotyczącej produktów, procesów lub zarządzania, która spełnia jej potrzeby i przynosi korzyści w postaci rozwoju, należy uznać współcześnie w przedsiębiorstwach za jedną z podstawowych kwestii<sup>15</sup>.

W literaturze przedmiotu coraz częściej akcentuje się, iż głównym celem funkcjonowania jednostek gospodarczych jest maksymalizacja ich wartości dla właścicieli<sup>16</sup>. Innowacje uznaje się w tej kwestii za niezbędny czynnik warunkujący rozwój przedsiębiorstwa, stając się ważnym czynnikiem wzrostu ich konkurencyjności<sup>17</sup>. Są one środkiem do uzyskania przewag konkurencyjnych<sup>18</sup>. Niezbędne nakłady na finansowanie działalności innowacyjnej przedsiębiorstw mogą pochodzić zarówno z wewnętrznych źródeł kapitału, jak i od inwestorów zewnętrznych. W tym kontekście działalność innowacyjna przedsiębiorstw wydaje się niezwykle istotna z punktu widzenia inwestycji funduszy *venture capital/private equity*.

### 3. ISTOTA VENTURE CAPITAL I PRIVATE EQUITY

*Venture capital* można zdefiniować jako kapitał inwestowany w wysoce ryzykowne przedsięwzięcia z sektora małych i średnich przedsiębiorstw, z zakresu

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 123

<sup>14</sup> K. Szatkowski, *op. cit.*, s. 26.

<sup>15</sup> J. Sę p, *Konkurencyjność w dobie globalizacji*, [w:] J. Ł u n a r s k i (red.), *Zarządzanie innowacjami. Podstawy zarządzania innowacjami*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Rzeszowskiej, Rzeszów 2007, s. 37.

<sup>16</sup> Zob. *Value Based Managment*, A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), Poltext, Warszawa 2008, s. 50; W. J a n a s z, *Innowacje w działalności przedsiębiorstw w integracji z Unią Europejską*, Difin, Warszawa 2005, s. 56.

<sup>17</sup> J. S z k u t n i k, *Innowacyjność w tworzeniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa dystrybucji energii elektrycznej*, [w:] J. B o g d a n i e n k o, M. K u z e l a, I. S o b c z a k (red.), *Uwarunkowania budowania konkurencyjności przedsiębiorstw w otoczeniu globalnym*, Wydawnictwo Adam Marszałek, 2007, s. 41.

<sup>18</sup> K. Szatkowski, *op. cit.*, s. 26.

nowoczesnych technologii<sup>19</sup>. Wraz z rozwojem rynku i gospodarki odstąpiono od tak wąskiego pojęcia *venture capital*, zarówno w literaturze krajowej, jak i zagranicznej.

J. Węclawski określa *venture capital* jako kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów<sup>20</sup>. Podejście to akcentuje głównie pionierski charakter działalności podmiotów będących przedmiotem inwestycji oraz wysokie ryzyko inwestycyjne.

P. Tamowicz, definiując *venture capital*, określa go jako kapitał średnio- i długoterminowy, inwestowany w papiery wartościowe o charakterze udziałowym/właścicielskim (i/lub quasi-właścicielskim) przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych, z zamiarem ich późniejszej odsprzedaży dla wycofania zainwestowanego kapitału i realizacji zysków, których podstawowym źródłem jest przyrost wartości przedsiębiorstwa<sup>21</sup>.

Podejście to jest znacznie szersze od prezentowanego wcześniej i posiada ogólny charakter. Fakt ten należy uznać na słabą stronę tej definicji i może to prowadzić do błędnej interpretacji zjawiska. P. Tamowicz podkreśla głównie fakt przekazania środków spółce będącej przedmiotem inwestycji w nadziei na wzrost jej wartości, co umożliwi realizację oczekiwanych zysków. W tym ujęciu pominięty pozostał element nowoczesności działalności prowadzonej przez spółkę. Wysokie ryzyko nie zostało również uwzględnione jako immanentna cecha inwestycji tego typu.

Natomiast M. Panfil precyzuje pojęcie *venture capital*, podkreślając, iż odnosi się ono do inwestowania w kapitały udziałowe przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju (tzn. zasiew lub start) lub w fazie ekspansji<sup>22</sup>.

Przedstawione powyżej definicje akcentują różne cechy charakterystyczne inwestycji *venture capital* (zob. tab. 2).

<sup>19</sup> Ch. C. Cleif, *Venture Capital in Europe*, [w:] *Venture Capital Markets for Regeneration of Industry*, J. M. Gibb, Amsterdam 1984, [za:] M. Panfil, *Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 16.

<sup>20</sup> J. Węclawski, *Venture Capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 17.

<sup>21</sup> P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu Venture Capital*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1995, s. 8.

<sup>22</sup> M. Panfil, *Fundusze Private Equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 18–19.

Tabela 2

Cechy inwestycji *venture capital* według definicji

| Autor          | Cechy <i>venture capital</i> |            |                      |               |                      |
|----------------|------------------------------|------------|----------------------|---------------|----------------------|
|                | wysokie ryzyko inwestycji    | sektor MSP | spółki nie-publiczne | innowacyjność | wczesne fazy rozwoju |
| Ch. C. Cleffie | +                            | +          | –                    | +             | –                    |
| P. Tamowicz    | –                            | –          | +                    | –             | –                    |
| J. Węclawski   | +                            | +          | –                    | +             | –                    |
| M. Panfil      | –                            | –          | +                    | –             | +                    |
| EVCA           | +                            | –          | –                    | –             | +                    |

+ ozn. uwzględnienie danej cechy w definicji.

– ozn. brak danej cechy w definicji.

Źródło: opracowanie własne.

Pojęcie *venture capital* bywa zamiennie stosowane z pojęciem *private equity*, choć ten ostatni termin jest określeniem szerszym w stosunku do poprzedniego. Określenie *private equity* odnosi się do inwestowania środków finansowych w papiery wartościowe o charakterze właścicielskim przedsiębiorstw nienotowanych na publicznym rynku, niezależnie od fazy ich rozwoju, w celu uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Zatem należy podkreślić, iż *venture capital* jest segmentem inwestycji kapitałowych nazywanych *private equity*<sup>23</sup>.

Działalnością podmiotów na rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Europie zajmuje się kompleksowo European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). Wspiera ona rozwój tego rynku oraz gromadzi dane dotyczące podejmowanych przez fundusze działań inwestycyjnych. Od wielu lat pozostaje podstawowym źródłem informacji o *venture capital* i *private equity*. Organizacja ta w następujący sposób definiuje obie kategorie<sup>24</sup>:

– *private equity* – inwestycje kapitału właścicielskiego w przedsiębiorstwa nienotowane na publicznym rynku papierów wartościowych. Kapitał ten może być wykorzystany do rozwoju nowych produktów i technologii w celu zwiększenia kapitału obrotowego, dokonywania przejęć oraz do wzmocnienia bilansu przedsiębiorstwa. Może on mieć również wpływ na podejmowanie decyzji odnośnie do struktury właścicielskiej oraz zarządzanie. W zakres działalności fun-

<sup>23</sup> A. Kornasiewicz, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21.

<sup>24</sup> <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>, 10.12.2008 r.

duszy *private equity* wchodzą również wykupy menedżerskie oraz udział w procesach związanych z dziedziczeniem w firmach rodzinnych.

– *venture capital* – kapitał współudziałowy inwestowany w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju (tzw. *start-up*, zasiew) lub w fazie ekspansji. Wynagrodzeniem ponoszonego przez inwestora wysokiego ryzyka jest oczekiwany ponadprzeciętny zysk z zainwestowanego kapitału.

Aktywność inwestycyjna kapitału podwyższonego ryzyka obejmuje więc swym zakresem wiele różnorodnych aspektów finansowania działalności przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji funduszy tego typu (zob. tab. 3). Tak znaczące zróżnicowanie wewnętrznej struktury *private equity* sprawia, iż poszczególne jego elementy mogą mieć odmienny wpływ na wspieranie działalności innowacyjnej spółek portfelowych.

Tabela 3

Etapy finansowania działalności przez fundusze *private equity/venture capital*

| Typ kapitału          |                        | Faza rozwoju przedsiębiorstwa                                                                                               |
|-----------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Private equity</i> | <i>Venture capital</i> | kapitał inicjujący ( <i>seed capital</i> )                                                                                  |
|                       |                        | kapitał na uruchomienie przedsięwzięcia ( <i>start up</i> )                                                                 |
|                       |                        | kapitał na rozwój przedsiębiorstwa ( <i>expansion</i> )                                                                     |
|                       |                        | kapitał przeznaczony na uratowanie przedsiębiorstwa przed upadłością ( <i>rescue capital/turnaround</i> )                   |
|                       |                        | kapitał odtworzeniowy ( <i>replacement capital</i> ), w tym refinansowanie długu bankowego ( <i>refinancing bank debt</i> ) |
|                       |                        | finansowanie fuzji i przejęć ( <i>acquisition</i> )                                                                         |
|                       |                        | finansowanie wykupów ( <i>managment buy-out, managment buy-in</i> )                                                         |
|                       |                        | finansowanie wycofania spółki z publicznego obrotu ( <i>venture purchase of quoted shares</i> )                             |

Źródło: opracowanie własne na podstawie „EVCA Yearbook” 2006.

Należy jednak zaznaczyć, iż fundusze *venture capital* przeznaczone są do wspierania proinnowacyjnych przedsięwzięć. Przedmiotem ich działalności jest inwestowanie kapitału w przedsiębiorstwa dopiero rozpoczynające działalność lub chcące poszerzyć jej zakres. Innowacje są niezwykle istotne dla zbudowania silnej pozycji przedsiębiorstwa na konkurencyjnym rynku oraz uzyskania prze-

wag konkurencyjnych<sup>25</sup>. Obejmują one swym zakresem działalność całego przedsiębiorstwa. Są odpowiedzią organizacji na dynamiczne zmiany w jej otoczeniu. Im więcej innowacji przedsiębiorstwo wprowadza, tym szybszy jest jego wzrost<sup>26</sup>. Środki pochodzące z funduszy *venture capital/private equity* przeznaczone są na rozwój nowych produktów, dotychczas niezwyfikowanych przez rynek, czy pozyskanie nowych klientów, zarówno z dotychczasowego, jak i nowego rynku<sup>27</sup>. Kapitał z tego typu funduszy na ogół kierowany jest do małych i średnich przedsiębiorstw, dysponujących innowacyjnym produktem bądź usługą<sup>28</sup>.

#### 4. POLITYKA INWESTYCYJNA FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY* W POLSCE A INNOWACYJNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTW

Wpływ działalności funduszy *venture capital/private equity* na poziom innowacyjności gospodarki postrzegać można przez pryzmat branż, w których funkcjonują przedsiębiorstwa będące przedmiotem ich inwestycji, czyli tzw. spółki portfelowe. Do przeprowadzenia analizy branżowej niezbędne jest jednak dokonanie odpowiedniej klasyfikacji najbardziej innowacyjnych branż w gospodarce.

W wyniku badań, przedstawionych w publikacji *Polska. Raport o konkurencyjności 2006. Rola innowacji w kształtowaniu przewag konkurencyjnych*, wskazane zostały branże charakteryzujące się najwyższym poziomem innowacyjności w Polsce<sup>29</sup>. Wykorzystując liniową funkcję agregacji, autorzy tego raportu opracowali pojedynczy indeks odzwierciedlający innowacyjność poszczególnych branż w gospodarce. Materiał źródłowy, niezbędny do przeprowadzenia analizy, pochodził z badań przeprowadzanych przez Główny Urząd Statystyczny – Community Innovation Survey. Wykonano je w oparciu o ujednoliconą metodologię statystyczną opracowaną przez Eurostat, uwzględniającą mierniki różnych aspektów działalności innowacyjnej<sup>30</sup>. Badanie przeprowadzono oddzielnie

<sup>25</sup> Zob. I. Bielski, *Innowacje w kreowaniu zdolności konkurencyjnej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwa Uczelniane Uniwersytetu Technologiczno-Przyrodniczego, Bydgoszcz 2007, s. 43.

<sup>26</sup> J. Penc, *Zarządzanie innowacyjne. Sterowanie zmianami w procesie integracji europejskiej*, Wyższa Szkoła Studiów Międzynarodowych w Łodzi, Łódź 2007, s. 110.

<sup>27</sup> Zob. *Zarządzanie, Teoria i Praktyka*, A. K. Kozmiński, W. Piotrowski (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 142–143.

<sup>28</sup> J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 45.

<sup>29</sup> *Polska. Raport o konkurencyjności 2006. Rola innowacji w kształtowaniu przewag konkurencyjnych*, M. A. Weresa (red.), Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006, s. 190.

<sup>30</sup> Do pomiaru poziomu innowacyjności wykorzystywane są różne standardowe wskaźniki, np.: wielkość nakładów na działalność innowacyjną, wielkość nakładów na B+R, liczba innowacyjnych przedsiębiorstw, liczba patentów, wielkość eksportu nowoczesnych produktów, itp.

dla sektora usług (12 działów dwucyfrowych) oraz sektora przemysłu (23 działy przetwórstwa (sekcja D) oraz górnictwo węgla (sekcja C))<sup>31</sup>.

W sektorze usług za najbardziej innowacyjne uznano:

- 1) usługi badawczo-rozwojowe,
- 2) ubezpieczenia i fundusze emerytalne,
- 3) usługi komputerowe,
- 4) usługi pocztowe i telekomunikacyjne,
- 5) pośrednictwo finansowe.

Natomiast wśród branż przemysłowych najbardziej innowacyjne w Polsce są:

- 1) produkcja wyrobów tytoniowych,
- 2) produkcja chemikaliów (w tym farmaceutyków),
- 3) przetwórstwo ropy naftowej i paliw nuklearnych,
- 4) produkcja maszyn biurowych i komputerów,
- 5) produkcja aparatury radiowej, TV i komunikacyjnej.

Charakterystyka polityki inwestycyjnej stosowanej przez fundusze *venture capital/private equity* dokonana została w oparciu o dwa kryteria, tzn. preferowane branże inwestycyjne, w których potencjalni beneficjenci powinni prowadzić działalność, oraz dokonane inwestycje w latach 2003–2007. Informacje zawarte w tab. 4 wskazują na preferencje 34 funduszy kapitału podwyższonego ryzyka dotyczące branż inwestycyjnych.

Najwięcej funduszy *venture capital/private equity* wymieniło jako preferowane w swoim portfelu inwestycyjnym spółki z branż telekomunikacji i IT. Aż 55,9% funduszy uważa te branże za najbardziej atrakcyjne inwestycyjnie. Nie wiele mniejszym zainteresowaniem cieszą się przedsiębiorstwa działające w branży medycznej (52,9%). Połowa funduszy (50%) ulokowałaby również chętnie środki w spółkach związanych z mediami, usługami finansowymi czy pozostałymi usługami. W dalszej kolejności znajdują się bardziej tradycyjne branże, jak produkty przemysłowe i konsumpcyjne (47,1%) oraz energetyka (44,1%). Mniejszym zainteresowaniem cieszą się natomiast przedsiębiorstwa działające w przemyśle przetwórczym (38,2%), ochronie środowiska (38,2%), branży chemicznej (35,3%), budownictwie (32,4%), biotechnologii (32,4%), czy świadczące usługi dla biznesu (32,4%). Aż 23,5% badanych funduszy nie wskazało żadnej preferowanej branży.

Z powyższej analizy wynika, iż kapitał podwyższonego ryzyka jest zainteresowany inwestycjami w branżach najbardziej innowacyjnych. Przesłanek do takiego działania należy upatrywać w celach funduszy.

<sup>31</sup> Szerzej: *Polska. Raport o konkurencyjności 2006...*, s. 184–195.

Tabela 4

Preferencje inwestycyjne funduszy *venture capital/private equity* według branż\*

| Preferowana branża     | Fundusz VC/PE   |                                      |
|------------------------|-----------------|--------------------------------------|
|                        | liczba funduszy | udział w liczbie funduszy ogółem [%] |
| IT                     | 19              | 55,9                                 |
| Media                  | 17              | 50,0                                 |
| Medycyna               | 18              | 52,9                                 |
| Ochrona środowiska     | 13              | 38,2                                 |
| Produkty konsumpcyjne  | 16              | 47,1                                 |
| Telekomunikacja        | 19              | 55,9                                 |
| Usługi dla biznesu     | 11              | 32,4                                 |
| Usługi finansowe       | 17              | 50,0                                 |
| Automatyka przemysłowa | 10              | 29,4                                 |
| Budownictwo            | 11              | 32,4                                 |
| Chemia i materiały     | 12              | 35,3                                 |
| Elektronika            | 10              | 29,4                                 |
| Energetyka             | 15              | 44,1                                 |
| Produkty przemysłowe   | 16              | 47,1                                 |
| Biotechnologia         | 11              | 32,4                                 |
| Przemysł przetwórczy   | 13              | 38,2                                 |
| Przemysł ciężki        | 1               | 2,9                                  |
| Transport              | 9               | 26,5                                 |
| Pozostałe usługi       | 17              | 50,0                                 |
| Inne                   | 13              | 38,2                                 |
| Brak preferencji       | 8               | 23,5                                 |

\* Wyniki podane w tabeli nie sumują się, ponieważ fundusze wskazywały więcej niż jedną preferowaną branżę.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji zamieszczonych na stronie internetowej Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych: [www.ppea.org.pl](http://www.ppea.org.pl), 10.10.2008 r.

Odmienny obraz stosowanej przez fundusze kapitału ryzyka polityki inwestycyjnej otrzymujemy analizując wielkość zainwestowanych dotychczas środków w określone branże (zob. tab. 5).

Tabela 5

Inwestycje funduszy *venture capital/private equity* dokonane w latach 2003–2007 według branż (w tys. euro)

| Sektor                           | 2003    |       | 2004    |       | 2005    |       | 2006    |       | 2007    |       |
|----------------------------------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------|
|                                  | kwota   | %     | kwota   | %     | kwota   | %     | kwota   | %     | kwota   | %     |
| Rolnictwo                        | 34      | 0,0   | 522     | 0,4   | 0       | 0,0   | 0       | 0,0   | 9 167   | 1,6   |
| Chemia i materiały               | 1 780   | 1,3   | 2 250   | 1,7   | 0       | 0,0   | 0       | 0,0   | 0       | 0,0   |
| Nauki biologiczne                | 6 160   | 4,6   | 1 052   | 0,8   | 114     | 0,1   | 3 046   | 1,0   | 9 855   | 1,7   |
| Komputery i elektronika użytkowa | 1 679   | 1,3   | 0       | 0,0   | 28 376  | 18,4  | 0       | 0,0   | 26 263  | 4,6   |
| Media                            | 39 514  | 29,7  | 43 958  | 33,8  | 8 606   | 5,6   | 164 977 | 56,2  | 14 001  | 2,4   |
| Produkty konsumpcyjne i handel   | 33 882  | 25,4  | 5 257   | 4,0   | 65 785  | 42,7  | 9 219   | 3,1   | 23 782  | 4,2   |
| Pozostałe usługi                 | –       | –     | –       | –     | –       | –     | –       | –     | 64 788  | 11,3  |
| Produkty przemysłowe             | 3 923   | 2,9   | 17 365  | 13,4  | 38 209  | 24,8  | 60 633  | 20,6  | 138 028 | 24,2  |
| Usługi dla biznesu               | 1 453   | 1,1   | 10 719  | 8,2   | 0       | 0,0   | 103     | 0,0   | 2 600   | 0,5   |
| Transport                        | 1 234   | 0,9   | 945     | 0,7   | 9 675   | 6,3   | 7 460   | 2,5   | 135 178 | 23,7  |
| Budownictwo                      | 1 997   | 1,5   | 22 734  | 17,5  | 0       | 0,0   | 5 001   | 1,7   | 22 367  | 3,9   |
| Energia i środowisko             | 6 919   | 5,2   | 3 667   | 2,8   | 0       | 0,0   | 0       | 0,0   | 0       | 0,0   |
| Usługi finansowe                 | 31 527  | 23,7  | 21 563  | 16,6  | 3 216   | 2,1   | 41 437  | 14,1  | 125 453 | 22,0  |
| Inne                             | 3 089   | 2,3   | 0       | 0,0   | 0       | 0,0   | 1 847   | 0,6   | 0       | 0,0   |
| Razem                            | 133 191 | 100,0 | 130 032 | 100,0 | 153 981 | 100,0 | 293 723 | 100,0 | 571 482 | 100,0 |
| w tym sektor <i>high-tech</i>    | 41 194  | 30,9  | 43 958  | 33,8  | 36 983  | 24,0  | 164 977 | 56,2  | 261     | 0,0   |

Źródło: opracowanie własne na podstawie „EVCA Yearbook” 2004, 2005, 2006, 2007, 2008.

Dane liczbowe zaprezentowane w tab. 5 pokazują, iż w 2003 r. fundusze *venture capital/private equity* najwięcej środków zainwestowały w spółki, których działalność związana była z mediami. W branży tej ulokowano środki o wartości 39 514 tys. euro, czyli 29,7% sumy inwestycji w tym roku. Zbliżony udział w ogólnej kwocie inwestycji miały też spółki prowadzące działalność handlową i produkcyjną dóbr konsumpcyjnych (25,4%) oraz jednostki świadczące usługi finansowe (23,7%). Przedsiębiorstwa z pozostałych branż otrzymały niewielką część wszystkich środków zainwestowanych w tym okresie.

W 2004 r. nastąpił wzrost zainteresowania funduszy *venture capital/private equity* przedsiębiorstwami powiązanych z mediami. Udział środków zainwestowanych w te spółki wzrósł do 33,8% ogólnej kwoty inwestycji dokonanych w tym roku, w wyniku czego do branży tej trafiło 43 958 tys. euro. Znacząca część środków trafiła do jednostek prowadzących działalność w branżach: budownictwo (17,5%), świadczenie usług finansowych (16,6%) oraz wytwarzanie produktów przemysłowych (13,4%).

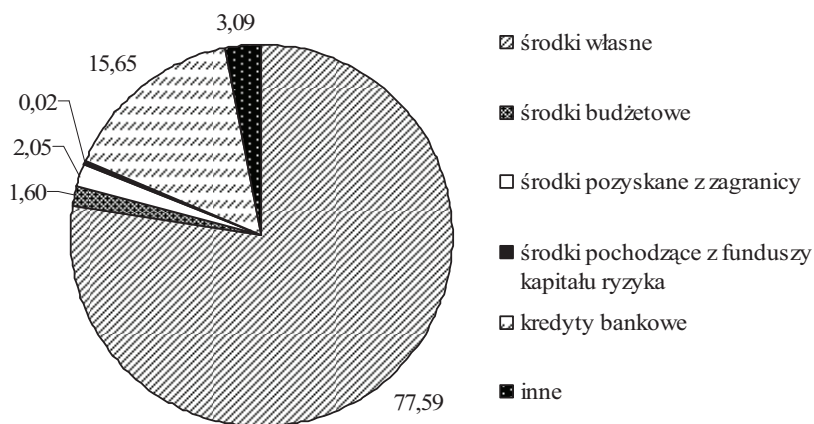
W roku 2005 najwięcej środków fundusze *venture capital/private equity* zainwestowały w przedsiębiorstwa zajmujące się wytwarzaniem produktów konsumpcyjnych i prowadzące działalność handlową. Do spółek tych trafiło 65 758 tys. euro, co stanowiło 42,7% ogólnej wartości środków przeznaczonych na działalność inwestycyjną w tym roku. Dużym zainteresowaniem ze strony kapitału podwyższonego ryzyka cieszyły się jednostki zajmujące się produkcją wyrobów przemysłowych (24,8%) oraz działalnością związaną z komputerami i elektroniką użytkową (18,4%). Spółki działające w pozostałych branżach miały stosunkowo nieduży udział w ogólnej kwocie inwestycji.

Odmienne obraz polityki inwestycyjnej stosowanej przez analizowane podmioty można zaobserwować w 2006 r. Fundusze *venture capital/private equity* najchętniej inwestowały w spółki, których działalność związana była z mediami. Przedsiębiorstwa z tej grupy otrzymały środki w wysokości 164 977 tys. euro, czyli ponad 56% wszystkich środków zainwestowanych w tym roku. Podobnie jak w roku poprzednim, dużym zainteresowaniem ze strony funduszy cieszyły się przedsiębiorstwa wytwarzające produkty przemysłowe (20,6%). Znaczna część środków trafiła również do spółek świadczących usługi finansowe (14,1%). Przedsiębiorstwa z innych branż miały niewielki udział w ogólnej wartości inwestycji dokonanych w tym roku.

Fundusze *venture capital/private equity* najwięcej posiadanych środków zainwestowały w 2007 r. w działalność związaną z wytwarzaniem produktów przemysłowych. W branży tej ulokowano 24,2% wszystkich zainwestowanych w tym roku środków, czyli 138 028 tys. euro. Podobnym zainteresowaniem cieszyły się przedsiębiorstwa z branży transportowej, do której trafiły środki w wysokości 135 178 tys. euro (23,7%), oraz spółki świadczące usługi finansowe (22,0%).

Zaprezentowane w tab. 5 dane wskazują, iż pewna część środków zainwestowanych przez kapitał podwyższonego ryzyka w latach 2003–2007 trafiła do spółek z tzw. sektora *high-tech*<sup>32</sup>. W latach 2003–2005 udział ten wynosił kolejno 30,9, 33,8 oraz 24,0%. W roku 2006 nastąpił znaczący wzrost sumy środków zainwestowanych w te przedsiębiorstwa do kwoty 164 977 tys. euro, co stanowiło ponad połowę (56,2%) sumy wszystkich inwestycji. Natomiast w roku 2007 nastąpił drastyczny spadek inwestycji w spółki tego rodzaju, a udział w ogólnej kwocie inwestycji był śladowy.

Można powiedzieć, że w analizowanym okresie nastąpił wyraźny wzrost aktywności inwestycyjnej funduszy *venture capital/private equity* w Polsce. Począwszy od 2005 r. dynamika przyrostu sumy zainwestowanych środków rocznie wynosi prawie 100%. Świadczy to o rosnącej roli kapitału podwyższonego ryzyka w finansowaniu rozwoju działalności gospodarczej. Chociaż fundusze sygnalizują chęć inwestowania środków w przedsiębiorstwa z branż uznawanych za innowacyjne (zob. tab. 4), to środki trafiają głównie do przedsiębiorstw działających w bardziej tradycyjnych obszarach gospodarki (zob. tab. 5). Z branż uznawanych za najbardziej innowacyjne tylko inwestycje w rozwój usług finansowych zaczynają odgrywać znaczącą rolę. Stosowana polityka inwestycyjna powoduje, iż fundusze *venture capital/private equity* w Polsce nie odgrywają jak dotąd znaczącej roli w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw (zob. rys.1).



Rys. 1. Źródła finansowania innowacji w Polsce w 2006 r. (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Żołnierski (red.), *Innowacyjność 2008. Stan innowacyjności, projekty badawcze, metody wspierania, społeczne determinanty. Raport*. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2008, s. 17.

<sup>32</sup> Zob. „EVCA Yearbook” 2006, s. 337.

Polskie przedsiębiorstwa prawie 78% nakładów na działalność innowacyjną finansują ze środków własnych. Pozostała część środków przeznaczonych na innowacje pochodzi z zewnętrznych źródeł finansowania, przy czym najważniejszą rolę odgrywa kredyt bankowy. Zaledwie 0,02% ogólnej kwoty przeznaczonej na działalność innowacyjną pochodzi z funduszy kapitału ryzyka.

Struktura źródeł finansowania działalności innowacyjnej przedsiębiorstw w Polsce nie jest jednakowa dla wszystkich jednostek. Widoczne są znaczące różnice, w zależności m. in. od wielkości przedsiębiorstwa (zob. tab. 6).

Tabela 6

Struktura źródeł finansowania innowacji w przedsiębiorstwach w 2006 r. z uwzględnieniem liczby zatrudnionych osób (w %)

| Liczba zatrudnionych osób | Środki |           |                       |                                       |                 |
|---------------------------|--------|-----------|-----------------------|---------------------------------------|-----------------|
|                           | własne | budżetowe | pozyskane z zagranicy | pochodzące z funduszy kapitału ryzyka | kredyty bankowe |
| 10–49                     | 50,97  | 1,56      | 8,64                  | 0,16                                  | 36,68           |
| 50–249                    | 60,43  | 2,34      | 4,13                  | 0,05                                  | 28,27           |
| Powyżej 249               | 86,17  | 1,35      | 0,67                  | 0,00                                  | 9,19            |

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Żołąnierski (red.), *Innowacyjność 2008. Stan innowacyjności, projekty badawcze, metody wspierania, społeczne determinanty. Raport*. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2008, s. 17.

Przeważającym źródłem finansowania działalności innowacyjnej, niezależnie od liczby zatrudnionych osób, pozostają środki własne. Zauważyć można jednak, iż udział ten zwiększa się wraz ze wzrostem wielkości przedsiębiorstwa. Jednostki zatrudniające od 10 do 49 osób około połowy nakładów na innowacje pokrywały ze środków własnych, natomiast w przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 249 osób udział ten wyniósł ponad 86%. Odwrotna relacja występuje w przypadku kredytów bankowych. To źródło kapitału do sfinansowania nakładów na innowacje częściej wykorzystywały firmy mniejsze niż te, w których zatrudnienie przekracza 249 osób. Pozostałe źródła finansowania miały stosunkowo niewielkie znaczenie.

Fundusze *venture capital/private equity*, niezależnie od liczby zatrudnionych osób w przedsiębiorstwie, miały śladowy udział w strukturze źródeł finansowania działalności innowacyjnej. Zauważyć jednak można, iż w grupie przedsiębiorstw zatrudniających od 10 do 49 osób udział funduszy kapitału ryzyka jest większy (0,16%) niż w przedsiębiorstwach, gdzie pracuje od 50 do 249 osób (0,05%). Jednostki, w których zatrudnienie kształtuje się powyżej 249 pracow-

ników, nie korzystały ze wsparcia finansowego funduszy *venture capital/private equity* przy wprowadzaniu innowacji.

## 5. ZAKOŃCZENIE

Przeprowadzone rozważania nad istotą funkcjonowania kapitału ryzyka wskazują, iż fundusze *venture capital* powinny brać aktywny udział w stymulowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw. Wdrażanie innowacji odgrywa kluczową rolę w kreowaniu przewag konkurencyjnych, a to z kolei pozwala na dynamiczny wzrost wartości spółek będących przedmiotem inwestycji.

Zaprezentowane w pracy wyniki badań empirycznych wskazują, iż kapitał ryzyka jest zainteresowany inwestycjami w spółki funkcjonujące w obszarach gospodarki uznawanych w Polsce za najbardziej innowacyjne. Analiza działalności (polityki) inwestycyjnej w latach 2003–2007 pokazuje jednak, iż przeważająca część środków z funduszy *venture capital/private equity* trafia do przedsiębiorstw prowadzących działalność w branżach o niższym poziomie innowacyjności.

Należy więc stwierdzić, że fundusze *venture capital/private equity* mogą wspomagać rozwój innowacyjnych przedsiębiorstw, stosując określoną politykę inwestycyjną, aczkolwiek w polskich warunkach udział tej formy finansowania działalności innowacyjnej jak dotąd nie odgrywa znaczącej roli.

Tomasz Sosnowski

## THE ROLE OF RISK CAPITAL IN SUPPORTING INNOVATIVE BUSINESS ACTIVITY OF ENTERPRISES IN POLAND

The essential aim of this article is to point out the role of venture capital/private equity funds for financing innovative business activity of enterprises in Poland and the analysis of relationships between funds investment policy and the level of business innovation. This policy has been analysed in two scopes:

- preferred investment sector,
- sectoral distribution of investments in 2003–2007.

The data used in this study have been published by European Private Equity and Venture Capital Association, Polish Private Equity Association and Polish Central Statistical Office.

**Key words:** venture capital, private equity, innovation, risk capital, investment policy.