

Karolina Daszyńska-Żygadło

FUNDUSZE *VENTURE CAPITAL* – ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INWESTYCJI MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

1. Ogólne uwarunkowania działalności inwestycyjnej małych i średnich przedsiębiorstw

W ostatnich latach rośnie znaczenie nowych, innowacyjnych przedsiębiorstw, które aby się rozwijać, prowadzą na szeroką skalę działalność inwestycyjną, poszukując równocześnie różnych, alternatywnych źródeł kapitału na sfinansowanie tej działalności.

Niewątpliwy jest związek skłonności do inwestowania małych podmiotów gospodarczych z ich działalnością innowacyjną. Niemal zawsze innowacje są czynnikiem indukującym chłonność inwestycyjną przedsiębiorstwa. Zatem skłonność do inwestowania można traktować jako pochodną skłonności do działań o charakterze innowacyjnym [5, s. 14].

Działalność inwestycyjna jest podejmowana na podstawie wewnętrznych i zewnętrznych przesłanek. Wewnętrzne to dążenie do realizacji celów, które przedsiębiorstwo zamierza osiągnąć poprzez działalność inwestycyjną. Zewnętrzne to czynniki wynikające z otoczenia przedsiębiorstwa, uwarunkowania makroekonomiczne.

Z badań przeprowadzonych na terenie województwa lubuskiego na grupie 82 małych (zatrudniających do 50 osób) i średnich (zatrudniających od 51 do 250 osób) przedsiębiorstw [4, s. 67-72] wynika, że głównym celem działalności inwestycyjnej jest maksymalizacja zysku, na drugim miejscu dla małych firm znajduje się wzrost produkcji/liczby świadczonych usług, wymiana istniejącego parku maszynowego i obniżka kosztów, natomiast dla średnich – rozwój firmy, wzrost konkurencyjności i zaspokojenie potrzeb rynkowych. W kwestii przesłanek zewnętrznych badania pokazują, że uwarunkowania makroekonomiczne mają duży wpływ na podejmowanie działalności inwestycyjnej. Zwłaszcza obecny system finansowo-podatkowy nie stanowi zachęty do podejmowania tego rodzaju działań.

Wysokie obciążenia podatkowe oraz utrudniony dostęp do finansowania bankowego stanowią raczej barierę, a nie czynnik zachęcający do inwestowania. Pokazują to nie tylko badania przeprowadzone w latach 1997-1999 jedynie na terenie województwa lubelskiego ale również Europejski Sondaż Małych i Średnich Przedsiębiorstw lub Międzynarodowy Sondaż Średnich Przedsiębiorstw przeprowadzony w 2003 r. w części dotyczącej całej Polski.

Przedsiębiorcy uważają, że rząd powinien stworzyć korzystne warunki dla działalności inwestycyjnej poprzez:

- obniżenie wysokich obciążeń podatkowych oraz stóp procentowych,
- ulgi podatkowe z tytułu działalności inwestycyjnej,
- usprawnienie systemu poręczeń kredytowych,
- stosowanie preferencyjnych kredytów bankowych.

Jeżeli weźmiemy pod uwagę tę grupę przedsiębiorstw, które potencjalnie mogą być obiektem zainteresowania funduszy *venture capital*, należy się zastanowić, jakie specyficzne cechy wyróżniają takie przedsiębiorstwo spośród wszystkich innych, które również mają potrzeby inwestycyjne. Jerzy Węclawski za publikacją niemiecką formułuje je w następujący sposób:

1) właściciel (właściciele) przedsiębiorstwa, wykonujący w nim jednocześnie funkcje kierownicze, zaangażował w nim własne zasoby kapitałowe i ponosi związane z tym ryzyko, ale dla zwiększenia możliwości wykorzystania potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa jest skłonny udostępnić udziały w nim i związane z tym uprawnienia decyzyjne funduszowi *venture capital*;

2) przedsiębiorca (przedsiębiorcy) dysponuje innowacją techniczną bądź technologiczną, którą chce wprowadzić na rynek, ale sam posiada przede wszystkim wiedzę fachową o charakterze technicznym potrzebną do jej wdrożenia, natomiast nie zawsze dysponuje przygotowaniem ekonomicznym niezbędnym do prowadzenia przedsiębiorstwa;

3) przedsiębiorstwo zmierza przez szybki rozwój innowacji, którą dysponuje, do stworzenia bądź opanowania początkowo wąskiego segmentu rynku, z zamiarem jednak jego istotnego poszerzenia w drodze zakładanej ekspansji;

4) przedsiębiorstwo dysponuje znacznym potencjałem wzrostu, wyrażającym się wysokim tempem przyrostu przychodów i rentownością przekraczającą wielkości przeciętne, zapewniającym w perspektywie kilku lat wielokrotny wzrost jego wartości rynkowej [10, s. 287-288].

2. Źródła pozyskiwania kapitału na bieżącą i inwestycyjną działalność małych i średnich przedsiębiorstw

Prężnie działające i chcące się rozwijać przedsiębiorstwo z sektora MŚP ma świadomość konieczności ciągłego inwestowania i, co za tym idzie, nadążania za postępem technicznym i technologicznym. W związku z tym jego zapotrzebowanie na kapitał jest podwyższone. Zgodnie z teorią „wydziobywanej” kolejności finan-

sowania jako pierwszy jest wykorzystywany kapitał z zysku zatrzymanego, jednak w większości przypadków nie jest to wystarczające i przedsiębiorstwo musi pozyskać kapitał z zewnątrz, wybierając optymalną i najkorzystniejszą dla siebie możliwość.

Ze względu na pozycję prawną dawcy kapitału można wyróżnić kapitał własny i obcy, natomiast ze względu na źródło pochodzenia w stosunku do przedsiębiorstwa – kapitał wewnętrzny i zewnętrzny. Kapitał własny powinien stanowić główne źródło finansowania przedsiębiorstw. Kapitał obcy zaś jest przeważnie dodatkowym źródłem finansowania działalności i rozwoju przedsiębiorstwa. Niejednokrotnie może stanowić on jednak główne źródło umożliwiające sfinansowanie zaplanowanych przedsięwzięć inwestycyjnych lub rozwojowych. Ze względu na okres wymagalności kapitał obcy można podzielić na długoterminowy (spłata powyżej jednego roku) i krótkoterminowy (spłata w okresie krótszym niż rok). Najistotniejsze źródła kapitału własnego o charakterze zarówno zewnętrznym, jak i wewnętrznym oraz źródła długoterminowego i krótkoterminowego kapitału obcego wykorzystywane w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw przedstawia tab. 1.

Tabela 1. Źródła kapitału własnego i obcego w przedsiębiorstwie

Kapitał własny	
wewnętrzny	zewnętrzny
Zysk netto	dopłaty obecnych udziałowców nowi wspólnicy fundusze <i>venture capital</i> emisja na rynku pozagiełdowym
Kapitały obce	
długoterminowe	krótkoterminowe
Kredyty bankowe długoterminowe Leasing Franchising Obligacje Pożyczki z sektora pozabankowego	kredyty bankowe krótkoterminowe zobowiązania odnawialne kredyty od dostawców kredyty od odbiorców faktoring pożyczki z sektora pozabankowego krótkoterminowe papiery dłużne

Źródło: opracowanie własne oraz [12, s. 235].

Cechą charakterystyczną i zarazem słabością małych i średnich przedsiębiorstw jest ograniczoność zasobów finansowych i ograniczony dostęp do źródeł finansowania. Taki stan jest bezpośrednio związany z obawami przedsiębiorców przed przenikaniem wraz z kapitałem obcych wpływów oraz z dyskryminującym traktowaniem małego przedsiębiorstwa przez instytucje finansowe [8, s. 124-125]. Bariery finansowe uwidaczniają się przede wszystkim w trudnościach uzyskania kredytu, w braku dostępu do rynku kapitałowego i malejących możliwościach samofinansowania. Trudności te występują nie tylko na etapie tworzenia przed-

siębiorstwa, powodując problemy z utrzymaniem płynności finansowej, ale również dotyczą ustabilizowanych średnich przedsiębiorstw, które nieustannie walczą z małymi budżetami w dziedzinach marketingu, innowacji czy dalszego kształcenia personelu [7, s. 29].

To wszystko sprawia, że tylko nieznaczna część spośród wszystkich dostępnych źródeł finansowania jest wykorzystywana przez MŚP. Podstawowe źródła i sposoby ich wykorzystywania prezentuje tab. 2.

Tabela 2. Podstawowe źródła finansowania działalności inwestycyjnej wykorzystywane przez MŚP

Źródła	Typowy wzorzec
Zasoby właściciela	we wczesnych etapach, a dalej samofinansowanie potrzeb inwestycyjnych
Rodzina i przyjaciele	we wczesnych etapach jako udział lub pożyczka oprocentowana niżej niż na rynku finansowym
Banki komercyjne	zabezpieczone krótko-, średnio- lub długookresowe kredyty, ale rzadko w fazie początkowej, jedynie w razie dostarczenia zwięzłego biznesplanu
Leasing	we wszystkich etapach według wzorców standardowych często związane ze wsparciem technicznym; może pociągać za sobą znaczne koszty
<i>Venture capital</i>	wsparcie na etapie początkowym i w fazie szybkiego wzrostu, znaczna suma, preferowane są akcje zwykłe, formalny biznesplan i rozbudowana sprawozdawczość, połączona z kontrolą zarządzania i ewentualną pomocą, doradztwem
Rynek kapitałowy	wczesna faza dojrzałości i dobre perspektywy wzrostu, akcje zwykłe lub obligacje; podlega złożonym i formalnym procedurom kontrolnym

Źródło: opracowanie własne na podstawie [8, s. 125].

Ze względu na ograniczone rozmiary niniejszego opracowania przedmiotem analizy będzie tylko jedno źródło finansowania – fundusze typu *venture capital*. Jest to bardzo ciekawe rozwiązanie dla przedsiębiorstw poszukujących kapitału średnio- lub długoterminowego, powoli rozwijające się w Polsce, aczkolwiek wciąż jeszcze niezbyt popularne i obejmujące niewielką grupę przedsięwzięć.

3. Charakterystyka funduszy *venture capital*

Przedsiębiorstwo innowacyjne, o rozwojowym profilu działalności, znajdujące się na różnym etapie życia, może podjąć decyzję o próbie skorzystania z kapitału pochodzącego z funduszy typu *venture capital*. Celowo używam tutaj słowa „próba”, ze względu na to, iż decyzja przedsiębiorstwa o chęci wykorzystania takiego kapitału wcale nie oznacza, że faktycznie fundusz tego typu zechce zainwestować w to przedsiębiorstwo.

Pierwszy krok nie zawsze należy do przedsiębiorstwa, zdarza się również, że to fundusz *venture capital* interesuje się przedsięwzięciem i proponuje przekazanie środków do dyspozycji przedsiębiorstwa w zamian za oczekiwane w przyszłości wysokie zyski.

3.1. Definicja pojęcia, cechy i zasady funkcjonowania funduszy *venture capital*

Venture capital (fundusz wysokiego ryzyka) jest formą finansowania zaliczaną do własnych źródeł kapitału. Jest to najczęściej kapitał stawiany do dyspozycji przedsiębiorstwom w celu umożliwienia im startu lub rozwinięcia działalności. Jest on lokowany w przedsięwzięciach o zwiększonym stopniu ryzyka, za które uważa się m.in. finansowanie nowo powstających firm, innowacji, projektów wynalazczych czy prac badawczych, w których ryzyko jest często zbyt wysokie, by firma mogła uzyskać kredyt bankowy. Ewentualność niepowodzenia rekompensuje inwestorom stosunkowo wysoki spodziewany zysk [2, s. 487].

W Polsce domeną funduszy *venture capital* są zwykle firmy, które mają dobry produkt i odniosły już sukces rynkowy, podbudowany szybkim wzrostem przez ostatnie lata, a którym brakuje kapitału na szybszy rozwój i zwiększenie zdolności produkcyjnych, zdobycie kolejnych nisz rynkowych lub rozwój sieci sprzedaży [9, s. 6].

Fundusz wysokiego ryzyka, udostępniając przedsiębiorcy kapitał, który staje się jego kapitałem własnym, dzieli wraz z nim ryzyko i nagrodę związaną z prowadzoną działalnością gospodarczą, nie żądając z tego tytułu zabezpieczeń, płacenia prowizji i odsetek jak w przypadku kredytu. Finansowanie przedsięwzięcia w taki sposób oznacza zgodę przedsiębiorcy na okresową współwłasność firmy. Poza wsparciem kapitałowym fundusze udzielają również pomocy w zakresie zarządzania finansami firmy i doradzają w celu maksymalizacji efektywności przeprowadzanych przedsięwzięć [2, s. 487].

Podstawowym celem inwestycji funduszu w przedsiębiorstwo jest wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Zastrzyk kapitału służy zawsze sfinansowaniu konkretnego, precyzyjnie opracowanego programu inwestycyjnego. Najczęściej jest to więc zakup nowych maszyn i linii technologicznych, rozbudowa sieci sprzedaży, zakup nowoczesnych narzędzi sterowania produkcją i procesem zarządzania. Często kapitał ten służy także restrukturyzacji finansowej czy też zwiększeniu środków obrotowych przedsiębiorstwa.

Zyski, które wypracuje firma, są z reguły w całości przeznaczone na jej dalszy rozwój, stąd podkreśla się często, że nie można liczyć na dywidendy w przedsiębiorstwie, którego udziałowcem jest *venture capital* [9, s. 6].

Fundusze dokładnie badają szanse projektów inwestycyjnych, sprawdzając informacje o partnerze i jego firmie, poznając odbiorców produktów, by przekonać się, czy sprzedaż będzie rosła. W przypadku firm rozpoczynających działalność przeprowadzają analizę rynku. Przede wszystkim jednak chcą poznać ludzi, którzy będą prowadzić lub prowadzą przedsiębiorstwo: czy są kompetentni, przekonani o sukcesie, co wiedzą o konkurencji i nowoczesnym zarządzaniu. Bardzo duże znaczenie ma strategia firmy i jej biznesplan na kilka najbliższych lat.

Fundusze *venture capital* tworzone są przez inwestorów publicznych (agencje rządowe, władze lokalne) i prywatnych (banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, korporacje, fundusze emerytalne, szkoły wyższe, osoby fizyczne). Fundusze inwestują na okres od 3 do 7 lat, potem z przedsięwzięcia wychodzą – akcje części firm wprowadzają na giełdę, udziały innych zbywają na rynku pozagiełdowym. Szukają również inwestorów strategicznych, którym sprzedają swoje udziały. Pierwotni właściciele bardzo rzadko odkupują część udziałów należących do funduszu – po zwiększeniu wartości firmy najczęściej brakuje im na to środków. W uzasadnionych przypadkach fundusz *venture capital* może podjąć decyzję o pozostaniu strategicznym inwestorem długoterminowym.

Przedsiębiorstwa, które działają na rynku, znajdują się w różnych stadiach rozwoju, są takie, które dopiero powstają, inne wchodzą na nowe rynki, jeszcze inne wymagają restrukturyzacji. Produkt finansowy oferowany w formie kapitału ryzyka musi być dostosowany do etapu, na jakim znajduje się dane przedsiębiorstwo. Na ogół możemy mówić o następujących formach finansowania oferowanych przedsiębiorstwom:

1. Finansowanie fazy „zasiewu” (*seed capital*) – tzw. kapitał nasienny, dostarczany na bardzo wczesnym etapie przedsięwzięcia w celu zbudowania prototypu produktu, przeprowadzenia wstępnych badań rynkowych, opłacenia procedury patentowej, przygotowania dokładnego biznesplanu lub skompletowania zespołu menedżerskiego. Ze względu na duże ryzyko inwestycyjne instytucje oferujące kapitał ryzyka bardzo rzadko podejmują się finansowania tego typu przedsięwzięć, oferuje go niewiele funduszy. W Polsce praktycznie nie ma instytucji, dostarczających „kapitału nasienne” na rozpoczęcie działalności firmy.

2. Finansowanie startu (*start-up*) – kapitał jest przeznaczany na rozpoczęcie działalności i na wejście przez przedsiębiorcę ze swoimi produktami na rynek. Ta forma finansowania jest również rzadko spotykana, a najczęściej związana jest z przedsięwzięciami z obszaru tzw. wysokich technologii, zwykle z sfinansowaniem końcowych prac nad rozwojem produktu i uruchomieniem przedsiębiorstwa.

3. Finansowanie wczesnego rozwoju oraz ekspansji i wzrostu – większość funduszy preferuje inwestycje w rozwój już działających firm i woli wspierać ich ekspansję na rynku – kapitał dostarczany jest wtedy głównie w celu sfinansowania dużych potrzeb inwestycyjnych lub rozwinięcie sieci dystrybucji. Inwestycje te przybierają formę dofinansowania lub dokapitalizowania firmy. Ta druga forma realizowana jest poprzez niepubliczną emisję akcji i ma kilka atutów. Po pierwsze, inwestor w postaci *venture capital* zwiększa poziom zaufania do firmy, czego wynikiem jest z kolei powodzenie publicznej emisji akcji. Ponadto *venture capital*, obejmując akcje firm wchodzących na giełdę w transzy dużych inwestorów lub w ramach emisji kierowanej, stabilizuje akcjonariat firmy.

4. Finansowanie operacji wykupu menedżerskiego – operacje te są jedną z najbardziej popularnych w krajach Europy Zachodniej form finansowania oferowanych przez kapitał ryzyka. Polegają one na sfinansowaniu transakcji zakupu przez istniejące kierownictwo firmy akcji (udziałów) od dotychczasowych właścicieli. Innym wariantem tej transakcji jest zakup akcji przez zewnętrzną grupę menedżerską, która w ten sposób przejmuje zarządzanie w firmie [1; 9].

Fazy wykorzystania *venture capital* przedstawia rys. 1.

Fazy <i>venture capital</i>	<i>Early stage</i>			<i>Expansion stage</i>	<i>Divestment</i>
	<i>seed financing</i>	<i>start up financing</i>	<i>first stage financing</i>		
Fazy przedsiębiorstwa	opracowanie koncepcji produktu	założenia przedsiębiorstwa	wdrożenie produkcji	budowa i rozbudowa kanałów dystrybucji	poszerzenie produkcji i kanałów dystrybucji
	ocena koncepcji produktu	rozwój produktu	wejście na rynek		
	koncepcja przedsiębiorstwa	przygotowanie do produkcji	pierwszy sukces rynkowy		
	analiza rynku	szczegółowa koncepcja marketingowa			
Zysk					
Strata					
Istniejące problemy	z oceną koncepcji produktu, przedsiębiorstwa i rynku	ze znalezieniem odpowiednio wykwalifikowanego personelu	ze znalezieniem odpowiedniego personelu	ze znalezieniem kapitału zewnętrznego i tworzeniem własnego wizerunku	rosnąca konkurencja, problemy organizacyjne w razie zwiększenia rozmiarów przedsiębiorstwa
Forma finansowania	kapitał własny środki zewnętrzne	<i>venture capital</i>		środki z różnych źródeł kapitałowych	kredyty bankowe gielda emisji akcji
	kredyt założycieli przedsiębiorstw <i>venture capital</i>	środki w ramach programów wspierania przedsiębiorstw		kredyty bankowe	

Objaśnienia nagłówków:

early stage – wczesna faza rozwoju,

seed financing – finansowanie fazy badawczo-rozwojowej, finansowanie „nasienne”,

start up financing – finansowanie końcowych prac nad rozwojem produktu, uruchomieniem przedsiębiorstwa,

first stage financing – dotyczy wprowadzenia nowych produktów na rynek, rozbudowy struktur produkcji i zbytu,

expansion stage – faza ekspansji,

divestment – faza sprzedaży udziałów.

Rys. 1. Finansowanie procesu tworzenia i rozwoju przedsiębiorstwa z wykorzystaniem *venture capital*

Źródło: [8, s. 139].

Obok zapewnienia kapitału instytucja oferująca finansowanie ryzyka może przedsiębiorstwu pomóc także w inny, niezwykle cenny sposób, np. jej przedstawiciele zasiadający w radzie nadzorczej to zazwyczaj fachowcy znający tajniki finansów, prawa, marketingu czy produkcji. Ich pomoc w wielu sytuacjach może okazać się nieoceniona.

Kapitał ryzyka ma jednak swoją cenę. Przede wszystkim od przedsiębiorstwa oczekuje się, że realizowany proces inwestycyjny doprowadzi do znacznego wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Dlatego też nie powinno dziwić pytanie ze strony funduszu, czy roczna stopa zwrotu z inwestycji osiągnie poziom co najmniej 30-40%. Fundusze *venture capital* są dodatkowo bardzo wymagającymi udziałowcami; ich przedstawiciele praktycznie zawsze zasiadają w radach nadzorczych, ściśle kontrolując, czy program inwestycyjny jest realizowany zgodnie z planem [1; 9]. Dodatkowo dla uzupełnienia obrazu cech charakterystycznych i zasad funkcjonowania funduszy wysokiego ryzyka tab. 3 prezentuje zalety i wady korzystania z ich usług.

Tabela 3. Zalety i wady korzystania z funduszy *venture capital*

Zalety	Wady
• dostęp do wielu form finansowania na różnym etapie rozwoju firmy, • brak stałego terminu spłaty, • ryzyko inwestycyjne rozkłada się na nowych właścicieli, • firma postrzegana jest na rynku jako instytucja kształtującą postęp technologiczny i techniczny, dzięki czemu wzrasta jej pozycja na rynku w oczach klientów i konkurentów, • poprawia się konkurencyjność przedsiębiorstwa, • firma zwiększa swoją zdolność kredytową, • udział <i>venture capital</i> wpływa na korzystniejszą strukturę bilansu, • wsparcie w dziedzinach zarządzania, możliwość korzystania z fachowej wiedzy	• podzielenie się sprawowaniem kontroli nad firmą co wiąże się z utratą samodzielności właścicieli oraz zarządu, • długi okres przygotowawczy przed finansowaniem (3-6 miesięcy), • poprawa efektywności może być związana ze znacznymi zmianami w firmie

Źródło: opracowanie własne na podstawie [1; 8, s. 138-141].

3.2. Analiza projektów inwestycyjnych prowadzona przez fundusze

Proces pozyskania środków z funduszy wysokiego ryzyka nie jest rzeczą łatwą. Przykładowo zagraniczny fundusz Kleiner Perkins otrzymuje rocznie około 2500 biznesplanów od spółek szukających finansowego wsparcia, z tej liczby tylko

ok. 100 ma szansę otrzymać zaproszenie na szczegółowy przegląd ich oferty, a faktyczne wsparcie w postaci kapitału otrzymuje tylko około 20 przedsiębiorstw [9, s. 10].

Podstawą oceny projektów są materiały i informacje pochodzące od przedsiębiorstwa oraz ze źródeł zewnętrznych. W pierwszej grupie podstawowe znaczenie ma biznesplan. Już sam sposób jego sporządzania dostarcza ważnej informacji o kwalifikacjach menedżerów przedsiębiorstwa. Dlatego niechętnie widziane są biznesplany przygotowywane przez zewnętrznych ekspertów. Dalsze informacje pozyskiwane są przede wszystkim w drodze osobistych kontaktów z przedsiębiorcą bądź jego zarządem. Fundusze uzupełniają i w razie potrzeby weryfikują te informacje na podstawie źródeł zewnętrznych. Szczególne znaczenie mają tutaj różnego rodzaju analizy rynku i raporty gospodarcze przygotowywane przez wyspecjalizowane instytucje, informacje od banków, firm doradczych, izb przemysłowych itd. [10, s. 293-296].

Analiza złożonego przez przedsiębiorstwo wniosku przebiega w kilku fazach, w których stopniowo ogranicza się liczbę ocenianych koncepcji. Ze względu na to, że każdy fundusz kieruje się określonym dla niego celem oraz polityką inwestycyjną, a także dlatego, że zapotrzebowanie na wsparcie kapitałowe jest ze strony przedsiębiorstw znacznie większe niż są w stanie pokryć fundusze, tylko niewielka część potencjalnych projektów inwestycyjnych może zostać skierowana do realizacji.

Najczęściej cały proces selekcji dzieli się na ocenę ogólną i ocenę szczegółową. Znaczenie i trudność analizy ogólnej polega na tym, aby w dużej liczbie przeglądanych projektów nie pominąć takich, które mogłyby przynieść wysoki dochód. Opiera się ona głównie na biznesplanach dostarczonych przez przedsiębiorstwo, a głównymi kryteriami oceny są: menedżerowie – ich kwalifikacje i umiejętności oraz skłonność do współpracy z zewnętrznym kapitałodawcą; stopień innowacyjności produktu i jego potencjał rynkowy; finanse – odpowiedni wzrost dochodów i rentowność.

Analiza ogólna pozwala wyselekcjonować przedsiębiorstwa, które wydają się mieć znaczny potencjał rozwoju, natomiast analiza szczegółowa musi z jednej strony potwierdzić to pozytywne wrażenie przez dokładne zbadanie wiarygodności przedsięwzięcia, a z drugiej – przygotować podstawy do sformułowania przedsiębiorstwu oferty inwestycyjnej [10, s. 293-296]. Analiza ta opiera się na źródłach wewnętrznych oraz weryfikacji informacji przedstawionych przez przedsiębiorstwo za pomocą źródeł zewnętrznych. W skład standardowego zestawu dokumentów, które przedsiębiorstwo musi na tym etapie przedstawić wchodzi:

- 1) bilanse i rachunki wyników – za ostatnie kilka lat w przypadku przedsiębiorstw już istniejących, a symulacyjne dla jednostek dopiero stworzonych;

- 2) informacje o stosunkach kapitałowych w przedsiębiorstwie – kapitał własny, ciche rezerwy, pożyczki udzielone przez wspólników na rzecz spółki i ich zobowiązania;

3) plany i analizy dotyczące rozwoju przedsiębiorstwa na tle branży, projekcje zysku przeprowadzone na podstawie planowanych inwestycji oraz sprzedaży na rynku krajowym i zagranicznym, projekcje zadłużenia przedsiębiorstwa oraz jego obsługi, wariantowe plany finansowe określające dochodowość i płynność przedsiębiorstwa.

Po pozytywnym zakończeniu weryfikacji wniosków o zasilenie kapitałowe fundusz przystępuje do fazy przygotowania i wynegocjowania warunków umowy o wniesieniu udziałów do przedsiębiorstwa. Jest to przedmiotem szeregu wyborów i decyzji dotyczących formy prawnej finansowania, wielkości nabywanych udziałów, przewidywanej długości okresu zaangażowania kapitałowego oraz warunków ich wcześniejszego wycofania, pierwszeństwa w obejmowaniu dalszych udziałów, pozycji menedżerów funduszu w przedsiębiorstwie itd.

W celu ograniczenia ryzyka inwestycyjnego fundusze nabywają z reguły udziały mniejszościowe, ale zapewniają sobie również szereg uprawnień wykraczających poza przysługujące zwykłemu inwestorowi. Dotyczą one np. udziału menedżerów funduszu w organach decyzyjnych przedsiębiorstwa, szerokiego dostępu do informacji istotnych dla bieżącej oceny jego rozwoju [10, s. 293-296].

3.3. Zakończenie współpracy z funduszem *venture capital*

Zasilenie kapitałowe przedsiębiorstwa przez fundusz *venture capital* ma z założenia określony horyzont czasowy. Nie zawsze jest on podawany z góry w umowie, zawartej z funduszem o wniesienie udziałów do przedsiębiorstwa, w postaci określonego terminu, ale wynika ze stopnia osiągnięcia celu inwestycji, jakim jest wzrost wartości przedsiębiorstwa i możliwa do zrealizowania stopa zwrotu z zaangażowanego przez fundusz kapitału. Czas i sposób wycofania się funduszu z udziału w przedsiębiorstwie zależy zatem od sukcesu odniesionego przez to przedsiębiorstwo.

Dezinwestycja może być przeprowadzona na kilka różnych sposobów:

1. Przekształcenie przedsiębiorstwa w spółkę akcyjną i sprzedaż jego akcji na giełdzie – jest możliwe tylko w przypadku osiągnięcia ewidentnego sukcesu rynkowego przez przedsiębiorstwo. Jest to rozwiązanie spotykane dość często, a jednocześnie jest ono najbardziej opłacalnym sposobem wycofania się z inwestycji. Akcje posiadane przez instytucję *venture capital* sprzedawane są najczęściej w kilku transakcjach giełdowych na rzecz z góry wybranego inwestora.

2. Sprzedaż akcji/udziałów inwestorowi strategicznemu – rozwiązanie stosowane najczęściej. Przedsiębiorstwo musi wykazywać się wysoką rentownością i dobrymi perspektywami rozwoju. Znalezienie inwestora strategicznego nie jest jednak rzeczą łatwą, gdyż fundusze *venture capital* nabywają z reguły udziały mniejszościowe, ale kandydatami do przejęcia udziałów mogą być inwestorzy branżowi zainteresowani danym produktem czy technologią, a także instytucje finansowe dokonujące inwestycji portfelowych.

3. Sprzedaż menedżerom – innym rozwiązaniem, rzadziej stosowanym, ale też realnym, może być sprzedaż akcji/udziałów obecnemu kierownictwu firmy, pracownikom czy też pozostałym właścicielom. Dzieje się tak najczęściej w przypadku projektów, które skończyły się umiarkowanym sukcesem i co prawda zapewniają rentowność, ale na tyle niską, że nie budzą zainteresowania inwestorów zewnętrznych.

4. Umorzenie akcji/udziałów – część przedsięwzięć zasilanych kapitałem *venture capital* kończy się niepowodzeniem i fundusze w umowach o wniesieniu udziałów zastrzegają sobie możliwość wcześniejszego niż planowano wycofania. W sytuacji gdy nie ma możliwości odzyskania całości zaangażowanego kapitału, pozostaje umorzenie akcji/udziałów [9, s. 15; 10, s. 300-301].

4. Podsumowanie

Tak przedstawia się proces wykorzystania funduszy typu *venture capital* przez przedsiębiorstwo, które ma zwiększone zapotrzebowanie na kapitał w związku z planowanymi inwestycjami: począwszy od podjęcia decyzji o skorzystaniu z takiego funduszu, poprzez skonstruowanie wniosku, analizę tego wniosku przez fundusz oferujący kapitał ryzyka, negocjacje umowy o wniesienie udziałów do przedsiębiorstwa, współpracę z funduszem, aż po wyjście funduszu *venture capital* z przedsiębiorstwa.

Obszar rynku finansowego, jaki tworzą fundusze *venture capital*, jest stosunkowo mały z punktu widzenia liczby korzystających z ich usług przedsiębiorstw oraz łącznej kwoty zaangażowanych środków finansowych. Jednak jest to dziedzina szczególnie ciekawa i godna zainteresowania ze względu na to, jaki rodzaj przedsięwzięć jest przedmiotem wsparcia. Są to różnego rodzaju innowacje, których popularyzacja decyduje o postępie technicznym i ma bardzo duże znaczenie dla podnoszenia konkurencyjności małych i średnich przedsiębiorstw w gospodarce.

Literatura

- [1] Chmielewska D., Antonowicz M., *Fundusze Venture Capital w Polsce*, „Poradnik Przedsiębiorcy” na www.parp.gov.pl
- [2] *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, red. B. Piasecki, PWN, Warszawa-Lódź 1998.
- [3] Europejski Sondaż Małych i Średnich Przedsiębiorstw, Grant Thornton, Warszawa 2003.
- [4] Jędrzejczak J., *Działalność inwestycyjna małych i średnich przedsiębiorstw w województwie lubuskim*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2001 nr 7.
- [5] Kuczowicz K., Kuczowicz J., *Skłonność małych przedsiębiorstw do inwestowania*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2000 nr 3.
- [6] Międzynarodowy Sondaż Średnich Przedsiębiorstw, Grant Thornton i Konfederacja Pracodawców Polskich, Warszawa 2003.

-
- [7] Mroczek E., *Konkurencyjność małych i średnich przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej*, „Przegląd Organizacji” 1998 nr 4.
- [8] Safin K., *Zarządzanie małą firmą*, AE, Wrocław 2002.
- [9] Tamowicz P., Rot P., *Informator. Fundusze venture capital w Polsce*, PARP, Warszawa 2002.
- [10] Węclawski J., *Decyzje inwestycyjne funduszy venture capital*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 974, AE, Wrocław 2003.
- [11] Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.
- [12] *Zarządzanie małym i średnim przedsiębiorstwem*, red. M. Strużycki, Difin, Warszawa 2002.

VENTURE CAPITAL – SOURCE OF FINANCING INVESTMENTS OF SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES

Summary

Dynamically acting, innovational enterprise belonging to the sector of SME's is aware of the necessity of continuous investing which means keeping up to the technical and technological progress. According to that, sources of financing business activities cannot only originate from the detained profit. Potential sources of financing investment activities of small and medium enterprises are venture capital funds. The aim of this elaboration is to present the possibilities of using this kind of financing by SME's. It shows the whole process of cooperation with venture capital – starting from making the decision of using venture capital funds by the enterprise and ending at finishing the cooperation with venture capital.

Mgr Karolina Daszyńska-Żygadło jest doktorantką w Katedrze Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.