

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 436

**Rachunkowość na rzecz  
zrównoważonego rozwoju.  
Gospodarka – etyka – środowisko**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kożuchowska  
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz  
Łamanie: Małgorzata Czupryńska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronach:  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska  
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2016

**ISSN 1899-3192**  
**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-591-9**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:  
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław  
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: [econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)  
[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Maria Aluchna, Olga Mikołajczyk:</b> Akcjonariusze vs. interesariusze. Przypadek raportowania zintegrowanego / Shareholders vs. stakeholders. The case of integrated reporting .....	11
<b>Joanna Antczak:</b> Wypadki chemiczne a bezpieczeństwo ekologiczne / Chemical accidents vs. ecological security .....	21
<b>Anna Balicka:</b> Sprawozdawczość środowiskowa – światowe trendy ujawniania informacji środowiskowych / Environmental reporting – world trends of disclosure of environmental information .....	30
<b>Aleksandra Banaszekiewicz, Ewa Makowska:</b> Rewizja finansowa a wiarygodność sprawozdań finansowych / Financial audit vs. financial statements credibility .....	39
<b>Aurelia Bielawska:</b> Realizacja idei społecznej odpowiedzialności biznesu w rzemiośle / The idea of Corporate Social Responsibility (CSR) in craft .....	48
<b>Ewa Chojnacka, Jolanta Wiśniewska:</b> Raportowanie danych CSR w Polsce / Reporting on CSR data in Poland.....	55
<b>Marlena Ciechan-Kujawa, Katarzyna Goldmann:</b> Analiza komparatywna wykorzystania i oceny przydatności analizy finansowej w praktyce firm audytorskich i jednostek gospodarczych w Polsce / Comparative analysis of the use and evaluation of the usefulness of financial analysis in the practice of auditing companies and business entities in Poland.....	64
<b>Anna Dąbkowska:</b> Wpływ raportu Liikanena na zmiany w regulacjach sektora bankowego w Niemczech / The impact of Liikanen report on changes in regulations of the banking sector in Germany.....	75
<b>Anna Dubel:</b> Analiza porównawcza kosztów adaptacji i zapobiegania zmianom klimatycznym / Comparative analysis of climate mitigation and adaptation costs .....	84
<b>Justyna Dyduch:</b> Możliwości wykorzystania informacji pochodzących z ewidencji księgowej w środowiskowej analizie finansowej przedsiębiorstwa – wyniki badań ankietowych / Possibility of using information from accounting records in environmental corporate financial analysis – survey research results.....	93
<b>Danuta Dziawgo:</b> Znaczenie raportowania pozafinansowego w opinii indywidualnych inwestorów / Non-financial reporting importance from individual investors' perspective.....	105

<b>Justyna Fijałkowska:</b> Raportowanie informacji niefinansowych zgodnie z nową dyrektywą UE 2014/95/EU jako wyzwanie dla przedsiębiorstw / Non-financial information reporting following UE 2014/95/UE new directive as a challenge for companies .....	115
<b>Tomasz Gabrusewicz:</b> Wybrane problemy stosowania wyceny w wartości godziwej do wyceny bilansowej / Selected aspects of applying valuation at fair value to balance sheet valuation.....	123
<b>Marzena Hajduk-Stelmachowicz:</b> Pułapki decyzyjne a system zarządzania środowiskowego / Decision-making traps related to the environmental management system.....	133
<b>Dominika Kordela:</b> Crowdfunding w Polsce – koncepcja finansowania społecznościowego / Crowdfunding in Poland – the concept of social financing .....	143
<b>Angelika Kuligowska, Michał Moszyński, Damian Walczak:</b> Ryzyko oraz jego świadomość w kontekście odpowiedzialności za szkody środowiskowe w Polsce / Risk and its awareness in the context of liability for environmental damages in Poland.....	154
<b>Agnieszka Kurdyś-Kujawska:</b> Ubezpieczenia gospodarcze jako czynnik zapewniający zrównoważony rozwój gospodarstw rolnych / Business insurances as a factor to ensure sustainable economic development of farms ...	163
<b>Małgorzata Kutera:</b> Etyczne aspekty zwalczania nadużyć finansowych / Ethical aspects of combating financial frauds .....	174
<b>Jan Michalak:</b> Raport strategiczny jako źródło informacji dla inwestorów społecznie odpowiedzialnych w Wielkiej Brytanii. Wyniki badań empirycznych / Strategic report as a source of information for socially responsible investors in UK. Empirical research results.....	186
<b>Joanna Pawłowska-Tyszko:</b> Nowe instrumenty zarządzania ryzykiem w rolnictwie krajów członkowskich UE a rozwój zrównoważony / New instruments of risk management in agriculture of the member states of the EU vs. sustainable development .....	199
<b>Kamila Prucia:</b> Projekt naukowy jako narzędzie finansowania nauki / A scientific project as a financing tool for science .....	209
<b>Ksymena Rosiek:</b> Koszty środowiskowe w sektorze wodno-kanalizacyjnym / Environmental costs in water and sewage sector .....	219
<b>Anna Serwatka:</b> Druk w polskich firmach i na uczelniach oraz jego wpływ na środowisko / Printing in Polish companies and at universities and its impact on the environment .....	231
<b>Hanna Sikacz:</b> Wpływ CSR na sytuację finansową przedsiębiorstw – przegląd badań / The impact of CSR on the corporate financial performance – a review of research.....	241
<b>Dorota Śładkiewicz, Piotr Wanicki:</b> Istota społecznej odpowiedzialności biznesu w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa / The essence of corporate social responsibility in creating company value.....	253

---

<b>Monika Sobczyk:</b> W poszukiwaniu wpływu dokonań CSR na wyniki finansowe / Searching the impact of corporate social performance on corporate financial performance .....	261
<b>Anna Spoz:</b> Wpływ finansyzacji na działalność i sprawozdawczość przedsiębiorstw / The impact of financialization on the model business of enterprises and their financial reporting .....	270
<b>Lidia Włodarska-Zoła:</b> Venture capital jako źródło finansowania przedsięwzięć innowacyjnych w świetle polityki wspierania innowacyjności / Venture capital as a source of financing innovative undertakings in the light of the policy of supporting innovativeness.....	278
<b>Aleksander Zawadzki, Marlena Rybacka:</b> Falszowanie sprawozdań finansowych w opinii biegłych rewidentów / Financial statements fraud in the opinion of auditors .....	287
<b>Katarzyna Ziętek-Kwaśniewska:</b> Terminowość płatności w transakcjach między przedsiębiorstwami w Polsce / Punctuality of payments in transactions between businesses in Poland.....	296
<b>Beata Zyznarska-Dworczak:</b> Determinanty rozwoju sprawozdawczości niefinansowej w świetle pozytywnej i normatywnej teorii rachunkowości / Factors development of non-financial reporting in the light of positive and normative accounting theory .....	307

## Wstęp

Idea zrównoważonego rozwoju wzbudza uzasadnioną uwagę zarówno w społeczeństwie, jak i w gospodarce oraz w nauce. Poszukujemy bowiem sposobu na racjonalne funkcjonowanie w złożonej rzeczywistości. Konieczne jest nie tylko naukowe opracowanie zasad zrównoważonego rozwoju, lecz także ich efektywna implementacja w praktyce gospodarczej. Nie bez znaczenia jest przy tym również społeczne poparcie dla idei zrównoważonego rozwoju.

Niewątpliwie problemy w zakresie ochrony środowiska oraz etyki prowadzonego biznesu stanowią ogromne wyzwanie rozwojowe. Nie możemy dopuścić, by stały się one barierą rozwoju naszej cywilizacji. Stąd też obecne koncepcje teoretyczne coraz częściej podkreślają konieczność ograniczania negatywnego wpływu prowadzonej działalności na interesariuszy oraz budowania wartości dodanej – rozumianej dużo szerzej niż dotychczas.

Współczesny świat spogląda na ideę zrównoważonego rozwoju z ogromną nadzieją, ponieważ oznacza ona szansę na zmianę filozofii gospodarowania z poszanowaniem zasad gospodarki rynkowej. Nie możemy tej szansy zmarnować. Ta wspaśniała idea wymaga jednak jeszcze wiele pracy, zarówno w ujęciu teoretycznym, jak i empirycznym.

Tematów badawczych więc nie brakuje. Środowisko ekonomistów z dyscypliny „finanse”, a w tym „rachunkowość”, od dawna zaangażowane jest naukowo w prace badawcze dotyczące zrównoważonego rozwoju. Jednym z przykładów aktywności i profesjonalizmu naszego środowiska naukowego jest niniejsza publikacja.

W opracowaniu opublikowano wybrane artykuły dotyczące idei zrównoważonego rozwoju w zakresie rachunkowości, których autorami są osoby z uznanych ośrodków naukowych w Polsce. Podkreślam wagę inspirujących treści poszczególnych opracowań. Istotny wkład w naukową jakość publikacji wnieśli także recenzenci. Zgłoszone przez nich uwagi i sugestie podniosły jeszcze wartość naukową opracowania.

Niniejsza publikacja jest naszym wspólnym sukcesem: autorów i recenzentów.

*Danuta Dziawgo*

**Lidia Włodarska-Zoła**

Politechnika Częstochowska  
e-mail: lidia.zola@gazeta.pl

---

## **VENTURE CAPITAL JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PRZEDSIĘWZIĘĆ INNOWACYJNYCH W ŚWIETLE POLITYKI WSPIERANIA INNOWACYJNOŚCI**

---

## **VENTURE CAPITAL AS A SOURCE OF FINANCING INNOVATIVE UNDERTAKINGS IN THE LIGHT OF THE POLICY OF SUPPORTING INNOVATIVENESS**

---

DOI: 10.15611/pn.2016.436.28

**Streszczenie:** Istotnym warunkiem umożliwiającym przedsiębiorstwom uzyskanie przewagi konkurencyjnej jest wdrażanie innowacji. Istnieje wiele czynników determinujących realizację inwestycji o wysokim potencjale innowacyjnym. Niewątpliwie jednym z nich jest uzyskanie dostępu do źródeł finansowania. Celem publikacji jest przedstawienie inwestycji venture capital jako kluczowych dla kształtowania i rozwoju gospodarki opartej na innowacjach. Niniejsze opracowanie prezentuje problematykę funkcjonowania funduszy venture capital, począwszy od genezy ich rozwoju na świecie i w Europie, poprzez zdefiniowanie pojęcia, specyfiki i branżowej struktury inwestycji venture capital. Kolejnym podjętym wątkiem jest przedstawienie złożoności procesu inwestycyjnego – pozyskiwania kapitału, wstępnej analizy i selekcji potencjalnych projektów, współpracy funduszu z przedsiębiorstwem podczas inwestycji oraz etapu realizacji zysków i wyjścia z inwestycji. Publikacja porusza również kwestię wad i zalet związanych z tą formą finansowania inwestycji.

**Słowa kluczowe:** finansowanie innowacji, venture capital.

**Summary:** A significant condition in terms of facilitating an enterprise to gain a competitive advantage is to implement innovations. There is a multitude of factors that determine the realization of investments of a high level of investment potential. One of these is undoubtedly the acquisition of access to the sources of finance. The aim of this publication is to present the investment of venture capital as being key to the shaping and development of the economy based on innovations. The herein paper presents the problematic issues of the functioning of the funds of venture capital, starting from the genesis of their development worldwide and in Europe, by means of defining the notion, specifics and sectoral structure of the investment of venture capital. Another issue undertaken is the illustration of the intricacy of the investment process – the acquisition of capital, preliminary analysis and selection of the potential projects, cooperation of the fund system with an enterprise during the course of the investment, as well as the stage of realization of profit and disinvestment. This publication shall also

touch on the issue of advantages and disadvantages associated with this form of investments financing.

**Keywords:** innovations financing, venture capital.

## 1. Wstęp

O konkurencyjności przedsiębiorstw zarówno na arenie krajowej, jak i międzynarodowej decyduje w znacznym stopniu innowacyjność oferowanych produktów, usług bądź technologii. Innowacje mają kluczowe znaczenie dla tworzenia nowych miejsc pracy, rozwoju społeczeństwa ekologicznego i poprawy jakości życia oraz utrzymania konkurencyjności Unii Europejskiej na rynku światowym. Wykreowanie innowacyjnego rozwiązania jest często efektem złożonego procesu i z reguły wypadkową wielu czynników – wiedzy, kapitału i umiejętności.

Celem opracowania jest zobrazowanie specyfiki venture capital jako znaczącej dla rozwoju gospodarki formy finansowania innowacyjnych i obciążonych wysokim ryzykiem projektów inwestycyjnych (znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju). Z raportu Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości i Krajowego Punktu Kontaktowego Competitiveness and Innovation framework Programme (CIP) *Perspektywy rozwoju rynku funduszy venture capital w Polsce* wynika, że na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej „buduje się dziś mury dla zwiększenia poziomu bezpieczeństwa, za które płaci się obniżeniem poziomu innowacyjności gospodarki” [Raport PARP, s. 6]. O. Dziekoński, sekretarz stanu w Kancelarii Prezydenta RP B. Komorowskiego, podczas warsztatów poświęconych perspektywom rozwoju funduszy venture capital w Polsce podkreślił rolę inwestycji venture capital jako „realnego wyrazu budowania lepszej, innowacyjnej rzeczywistości związanej z postępem technologicznym” [www4].

Jednym z warunków determinujących wdrożenie innowacji jest uzyskanie dostępu do finansowania. I choć współczesny rynek finansowy oferuje szerokie spektrum możliwości pozyskiwania kapitału na inwestycje, to szczególną rolę w finansowaniu projektów o wysokim poziomie innowacyjności odgrywają fundusze venture capital. Dostarczają one kapitału w fazie rozpoczęcia działalności przez przedsiębiorstwa, a więc na etapie, na którym jest on im najbardziej potrzebny i jednocześnie najtrudniejszy do uzyskania z powodu braku zdolności kredytowej warunkującej dostęp do tradycyjnych źródeł finansowania.

Innowacje znalazły się również w centrum uwagi strategii Europa 2020 przyjętej przez państwa członkowskie podczas szczytu Rady Europejskiej w czerwcu 2010 r. Jedną z siedmiu inicjatyw, przewidzianych w ramach tej strategii, jest stworzenie Unii innowacji. Projekt ten ma na celu utworzenie jednolitego rynku innowacji, poprawę warunków finansowania badań i innowacji w Europie, pobudzenie inwestycji w sektorze prywatnym oraz zwiększenie inwestycji wysokiego ryzyka w Europie



[www1]. Instrumentem finansowym przyjętym przez Parlament Europejski na rzecz wdrożenia Unii innowacji w latach 2014–2020 jest program „Horyzont 2020”, którego celem jest m.in. dofinansowanie europejskiego rynku venture capital. Beneficjentem środków są przede wszystkim przedsiębiorstwa z sektora MŚP oraz przedsiębiorstwa o średniej kapitalizacji, podejmujące działalność w zakresie innowacyjnych produktów lub usług [www1]. Innym przykładem projektu, którego celem jest m.in. zwiększenie potencjału innowacyjnego przedsiębiorstw, jest Program Operacyjny Inteligentny Rozwój 2014–2020. Jako największy w UE program finansujący badania, rozwój i innowacje, zakłada promowanie inwestycji przedsiębiorstw w badania i innowacje poprzez finansowanie innowacyjnych projektów za pośrednictwem rynku kapitałowego, zwłaszcza venture capital [Ministerstwo..., s. 26].

Instytucje unijne doceniają rolę inwestycji venture capital w rozwoju gospodarki opartej na innowacjach. Dowodzi tego implementacja wielu programów finansowych sprzyjających rozwojowi działalności innowacyjnej. W kontekście aktualności problematyki wspierania nowatorskich przedsięwzięć podjęcie tematyki niniejszej publikacji wydaje się uzasadnione.

## 2. Istota, rozwój i inwestycje sektora venture capital

Historia rozwoju rynku venture capital sięga drugiej połowy lat 40. XX w. Pierwsze przedsiębiorstwo venture capital – *American Research and Development Corporation*, zostało założone w Bostonie w Stanach Zjednoczonych w 1946 r. przez profesora Harvardu Georges’a Doriota [Sobol 2012, s. 89]. Okres ten jest porównywalny z czasem powstania tego rynku w Europie. Za pioniera funduszy typu venture capital w Wielkiej Brytanii uważa się założoną w 1945 r. *Industrial and Commercial Finance Corporation*, składającą się z pięciu najważniejszych banków komercyjnych i Banku Anglii. Głównym celem utworzenia tej korporacji było dostarczanie kapitału przedsiębiorstwom posiadającym duży potencjał wzrostowy w zamian za udziały lub akcje [Panfil 2005, s. 29]. We Francji, przy wsparciu państwa, w 1958 r. powstała pierwsza organizacja dająca początek rozwojowi rynku venture capital na kontynencie europejskim – *Sociétés de Développement Régional*, wspierająca procesy restrukturyzacji na szczeblu regionalnym, przez wnoszenie udziałów do małych i średnich przedsiębiorstw [Przybylska-Kapuścińska, Mozalewski 2011, s. 191]. Brytyjski i francuski rynek do dziś uważane są za najważniejsze ośrodki venture capital w Europie. Do połowy lat 90. XX w. venture capital w zasadzie stanowił marginalne źródło finansowania przedsiębiorstw o wysokim potencjale rozwoju, do czego w dużej mierze przyczyniała się polityka Unii Europejskiej, pomijająca aspekt rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Dopiero Traktat z Maastricht w 1992 r. stworzył podstawy do ustanowienia wspólnego rynku, wspierającego rozwój inwestycji venture capital.

W literaturze przedmiotu termin *venture capital* bardzo często używany jest zamiennie z pojęciem *private equity*. *Private equity* jest (jednak) pojęciem bardzo sze-

rokiem, odnoszącym się do inwestycji kapitałowych dokonywanych we wszystkich fazach rozwoju przedsiębiorstwa, często z zamiarem udziału w bezpośrednim zarządzaniu tym przedsiębiorstwem, podczas gdy venture capital obejmują inwestycje związane głównie z wczesną fazą rozwoju przedsiębiorstwa.

Według definicji organizacji zrzeszającej europejskie podmioty związane z inwestycjami private equity – *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), private equity jest źródłem kapitału dla przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych przeznaczonym do rozwijania nowych produktów oraz technologii, ale również do zwiększania kapitału obrotowego przedsiębiorstwa, zwiększania siły przejęć i fuzji, wzmacniania struktury bilansowej przedsiębiorstw. Może również służyć do rozwiązywania kwestii dotyczących własności i skuteczności zarządzania oraz być stosowany przy wykupie menedżerskim. Jest źródłem kapitału wykorzystywanym we wszystkich fazach rozwoju przedsiębiorstwa [www5].

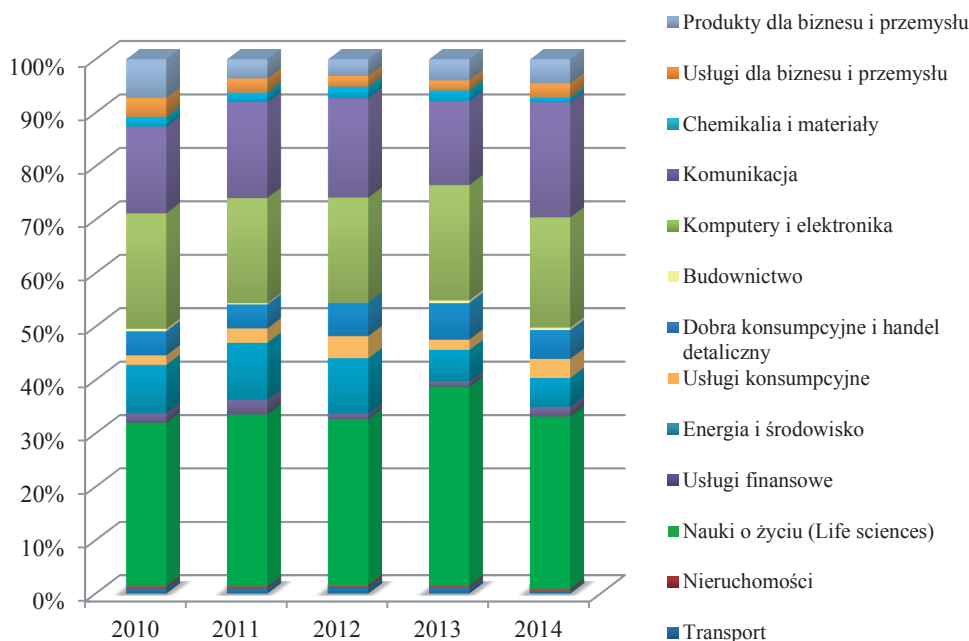
**Tabela 1.** Przykładowe definicje pojęcia venture capital w literaturze polskiej i zagranicznej

Autor (źródło)	Definicja venture capital
Oxford Dictionary of Business	kapitał inwestowany w wysoce ryzykowne projekty, w nowe firmy bądź w przedsiębiorstwa rozwijające się, w zamian za udziały w przedsięwzięciu; kapitał ten ma formę udziałowego, a nie pożyczkowego
P.A. Samuelson	fundusze inwestycyjne udostępnione na realizację wysoce ryzykownych projektów
J. Węclawski	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
P. Tamowicz	kapitał średnio- i długoterminowy, inwestowany w papiery wartościowe o charakterze udziałowym/właścicielskim (i/lub quasi-udziałowym) przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych, z zamiarem ich późniejszej odsprzedaży w celu wycofania zainwestowanego kapitału i realizacji zysków, których podstawowym źródłem jest przyrost wartości przedsiębiorstwa
K. Sobańska-Helman, P. Sieradzan	kapitał private equity inwestowany w spółki, które nie osiągnęły jeszcze dojrzałości rynkowej: inwestycje funduszy w pomysł „pod zasiew”, czyli w koncepcję biznesową, w celu zbadania możliwości jej komercjalizacji pod kątem założenia firmy, będące na wczesnych etapach rozwoju, rozpoczynające działalność na rynku oraz inwestycję w ekspansję jeszcze niedojrzałych spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Oxford Dictionary... 1996; Samuelson, Nordhaus 1985, za: Panfil 2005, s. 16; Węclawski 1997, s. 17; Tamowicz 1995, s. 17; Sobańska-Helman, Sieradzan 2013, s. 11].

Venture capital to inwestycje kapitałowe dokonywane we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa (zasiewu lub startu) oraz w fazie jego ekspansji [www5]. Z kolei amerykańskie stowarzyszenie inwestorów venture capital – *National Venture Capital Association* (NVCA), definiuje venture capital jako środki finansowe dostarczane przez profesjonalistów młodym, szybko rozwijającym się przedsiębiorstwom o dużym potencjale wzrostu [www3]. Również w literaturze pojęcie *venture capital* definiowane jest na wiele sposobów (tab. 1).

Fundusze venture capital realizują inwestycje praktycznie we wszystkich sektorach gospodarki, choć preferencje poszczególnych funduszy odnośnie do polityki inwestycyjnej i branży są różne. Strukturę branżową inwestycji venture capital w Europie w latach 2010–2014 przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Struktura wartości inwestycji venture capital w Europie w latach 2010–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA.

Jak wynika z zamieszczonego wykresu, fundusze venture capital najchętniej inwestowały w sektor związany z „naukami o życiu” (*life sciences*), a także w przedsiębiorstwa z branży „komputery i elektronika” i „komunikacja”. Najniższy poziom inwestycji widoczny jest w sektorach: „transport”, „nieruchomości” oraz „budownictwo”. Wyraźnie zauważalny jest niezmienny trend zainteresowania inwestorów venture capital tymi samymi branżami w analizowanym okresie.

### 3. Przebieg procesu inwestycyjnego

Proces inwestycyjny funduszy venture capital ma charakter cykliczny i obejmuje cztery zasadnicze stadia [Sobańska-Helman, Sieradzan 2013, s. 27]:

- Etap I: Pozyskiwanie kapitału.
- Etap II: Wstępna analiza i selekcja potencjalnych projektów inwestycyjnych oraz podjęcie inwestycji.
- Etap III: Okres realizacji inwestycji.
- Etap IV: Wyjście z inwestycji i realizacja zysków portfelowych.

Akwizycja kapitału jest pierwszym istotnym elementem procesu inwestycyjnego. Na tym etapie ma miejsce pozyskiwanie kapitału od różnych podmiotów, m.in.: banków, funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych, przedsiębiorstw i korporacji, instytucji publicznych i instytutów naukowych, agencji rządowych i osób fizycznych. Inwestorzy indywidualni i instytucjonalni, zasilając w kapitał fundusze venture capital, otrzymują alternatywną dla tradycyjnych inwestycji możliwość dywersyfikowania portfela inwestycyjnego, uwzględniającego indywidualne preferencje i skłonności odnośnie do ryzyka związanego z alokacją środków w dany projekt inwestycyjny. Strukturę źródeł finansowania funduszy venture capital determinuje wiele różnych czynników.

W ramach etapu drugiego następuje selekcja potencjalnych projektów inwestycyjnych, która ma na celu określenie wartości przedsiębiorstwa i potencjału jego rozwoju. Dla podmiotów rozpoczynających działalność wymienia się pięć podstawowych kryteriów wstępnej oceny projektu, mającego podlegać finansowaniu przez fundusz venture capital [Przybylska-Kapuścińska, Mozalewski 2011, s. 69]:

- atrakcyjna inwestycyjna koncepcja biznesu,
- kompetentna kadra menedżerska,
- wzrostowy rynek,
- agresywna strategia rozwoju,
- bariery wejścia (cena) i wyjścia ze spółki.

Właściwa ocena oraz weryfikacja kryteriów dotyczących planowanego przebiegu inwestycji pozwala określić poziom ryzyka dotyczącego projektu inwestycyjnego, co jest kwestią istotną z punktu widzenia inwestorów angażujących swój kapitał w fundusz venture capital.

W procesie decyzyjnym poprzedzającym rzeczywistą inwestycję istotne z punktu widzenia inwestora venture capital są przede wszystkim dwa cele [Przybylska-Kapuścińska, Mozalewski 2011, s. 71]:

- zminimalizowanie ryzyka dotyczącego inwestycji, co ma istotne znaczenie przy wyborze zarówno projektu inwestycyjnego, jak i przyjętej strategii inwestowania,
- osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków.

Projekty, które po wstępnej analizie zostały ocenione pozytywnie, podlegają następnie procesowi *due diligence*. Jest to złożony proces gromadzenia informacji,

a następnie przeprowadzania na ich podstawie analizy wszystkich aspektów funkcjonowania przedsiębiorstwa (tab. 2).

**Tabela 2.** Rodzaje analizy due diligence

Due diligence	Zakres tematyczny szczegółowej analizy przedsiębiorstwa
Biznesowe	obejmuje dostarczanie podstawowych informacji o przedsiębiorstwie oraz przeprowadzenie przeglądu strategicznego. Jego cele to: minimalizacja ryzyka, wsparcie przy wycenie wartości przedsiębiorstwa i wsparcie przy planowaniu procesu integracji
Finansowe	obejmuje przeprowadzenie badania przedsiębiorstwa pod kątem podatkowym i ubezpieczeniowym. Jego podstawowym celem jest rozpoznanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa oraz weryfikacja danych finansowych przedstawionych w memorandum informacyjnym w odniesieniu do rzeczywistej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa
Podatkowe	obejmuje m.in. weryfikację rodzajów podatków, jakim podlega przedsiębiorstwo, i sposobu ich naliczania. Jego celem jest określenie elementów ryzyka, jakie może wystąpić w tym obszarze, i zaproponowanie metod jego ograniczenia
W obszarze zarządzania zasobami ludzkimi	dostarcza szerokiego zakresu informacji o problemach, jakie mogą wystąpić w trakcie dokonywania procesów integracyjnych. Powinno obejmować również analizę kulturową łączonych podmiotów, która jest ważnym elementem skutecznego przepływu informacji
W obszarze sprzedaży i marketingu	dotyczy stworzenia strategii marketingowej i planu marketingowego. Jego podstawowym celem jest zrozumienie strategii działań reklamowych i marketingowych
Prawne	dotyczy zidentyfikowania i oceny potencjalnych zagrożeń wynikających z istniejących przepisów prawa lub z zawartych umów, których skutki prawne mogłyby mieć wpływ na wartość przedsiębiorstwa
W obszarze ochrony środowiska	dotyczy analizy w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa oraz przepisów regulujących kwestię ochrony środowiska, a wynikających z Jednolitego Aktu Europejskiego
Strategiczne	jego podstawowym zadaniem jest przewidywanie problemów, jakie mogą nastąpić na etapie fuzji bądź przejęcia. Pozwala określić, czy założenia dotyczące transakcji są realne i czy mogą sprawdzić się w otoczeniu biznesowym przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fołtyn 2005, s. 42].

Po finalnej ocenie projektu w ramach due diligence następuje formalne zakończenie procesu decyzyjnego, którym jest podpisanie umowy inwestycyjnej pomiędzy funduszem venture capital a przedsiębiorstwem. Umowa inwestycyjna reguluje wzajemne prawa i obowiązki stron, a zwłaszcza uszczegóławia zasady ich współpracy w okresie inwestycji [Sobańska-Helman, Sieradzan 2013, s. 101].

Formuła inwestycji funduszu venture capital sprowadza się do objęcia udziałów w finansowanym przedsiębiorstwie. W zamian za wniesiony kapitał, kontakty bizne-

sowe oraz wiedzę i doświadczenie inwestor venture capital oczekuje monitorowania bieżącej działalności przedsiębiorstwa, często poprzez bezpośrednie uczestnictwo w zarządzaniu, a także udziału w podejmowaniu strategicznych decyzji.

Wycofanie się inwestora venture capital z inwestycji polega na sprzedaży posiadanych udziałów. Fundusze mają do dyspozycji następujące możliwości wyjścia z inwestycji [Zasępa 2010, s. 90, 91]:

- wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu i ich sprzedaż za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych,
- sprzedaż spółki strategicznemu inwestorowi branżowemu,
- wykup menedżerski,
- zbycie udziałów na rzecz innego inwestora finansowego,
- umorzenie udziałów (likwidacja spółki).

W literaturze często przytaczana jest opinia, że największe korzyści finansowe fundusze venture capital mogą uzyskać z dezinwestycji zrealizowanych w drodze publicznej oferty sprzedaży akcji [Sosnowski 2014, s. 67].

Finansowanie inwestycji venture capital ma wiele zalet, ale również wad. Jako najważniejsze korzyści związane z tym instrumentem finansowym należy wskazać:

- możliwość finansowania ryzykownych innowacyjnych przedsięwzięć w fazie powstawania projektu,
- wsparcie przedsiębiorstwa specjalistycznym know-how w zakresie wielu dziedzin oraz międzynarodowych kontaktów biznesowych,
- wzrost wiarygodności i poprawa wizerunku przedsiębiorstwa.

Do zagrożeń związanych z venture capital należą głównie: konieczność podziału wypracowanych zysków z funduszem, wysoki koszt pozyskania środków kapitałowych, ograniczenie możliwości wyłącznego kierowania przedsiębiorstwem zarówno w aspekcie bieżącego zarządzania, jak i opracowywania strategii rozwoju.

#### 4. Zakończenie

Polityka wspierania innowacji prowadzona przez Unię Europejską stanowi niewątpliwie istotny czynnik motywujący przedsiębiorstwa do podejmowania działań o charakterze innowacyjnym. Źródłem zmian polityki unijnej w obszarze wspierania innowacji było przyjęcie planu rozwoju Unii Europejskiej – Strategii Lizbońskiej, zakładającej dynamiczny rozwój gospodarek państw europejskich dzięki maksymalnemu wykorzystaniu innowacyjności. Od 2000 r. nakłady przeznaczane na wspieranie innowacji w ramach unijnych programów finansowych są coraz większe. Część tych środków udostępniana jest za pośrednictwem funduszy venture capital jako źródło finansowania nowatorskich projektów o dużym potencjale wzrostu. Wśród inwestorów venture capital najbardziej pożądane są inwestycje o najwyższym stopniu innowacyjności. Stopień ten warunkuje jednocześnie ryzyko związane z daną inwestycją. Im wyższy jest poziom innowacyjności produktu bądź usługi, tym większe jest ryzyko i wyższe potencjalne zyski/straty funduszu venture capital. Dłate-

go decyzja o zaangażowaniu w konkretny projekt uzależniona jest w dużej mierze od preferencji funduszu odnośnie do podejmowanego ryzyka i oczekiwanych stóp zwrotu z inwestycji.

## Literatura

- Fołtyn W., 2005, *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*, Poltext, Warszawa.
- Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Założenia Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój.
- Oxford Dictionary of Business, 1996.
- Panfil M., 2005, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa.
- Przybylska-Kapuścińska W., Mozalewski M., 2011, *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa.
- Raport PARP, *Perspektywy rozwoju rynku funduszy venture capital w Polsce*.
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D., 1985, *Economics*, New York.
- Sobańska-Helman K., Sieradzan P., 2013, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa.
- Sobol I., 2012, *Venture capital financing from the perspective of islamic finance*, Entrepreneurship and Innovation Journal.
- Sosnowski T., 2014, *Dezinwestycje funduszy private equity metodą IPO*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Tamowicz P., 1995, *Fundusze inwestycyjne typu Venture Capital*, IBnGR, Gdańsk.
- Węclawski J., 1997, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa.
- Zasępa P., 2010, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu, Warszawa.

## Źródła internetowe

- www1, [europarl.europa.eu](http://europarl.europa.eu) (29.01.2016).
- www2, [www.evca.com](http://www.evca.com) (02.02.2016).
- www3, [www.nvca.org](http://www.nvca.org) (03.02.2016).
- www4, [www.web.gov.pl/PARP/Perspektywy rozwoju rynku funduszy venture capital w Polsce](http://www.web.gov.pl/PARP/Perspektywy-rozwoju-rynku-funduszy-venture-capital-w-polsce).
- www5, [www.investeurope.eu/about private equity/private equity explained](http://www.investeurope.eu/about-private-equity/private-equity-explained).