

Alina GORCZYŃSKA
Politechnika Śląska
Wydział Organizacji i Zarządzania
Instytut Ekonomii i Informatyki

KAPITAŁ PODWYŻSZONEGO RYZYKA JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PRZEDSIĘWZIĘĆ INNOWACYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie znaczenia funduszy podwyższonego ryzyka w finansowaniu przedsięwzięć innowacyjnych, w oparciu o przykład funduszy działających w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. W dobie wzrastającej konkurencji globalnej innowacje są ważnym źródłem wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw. Powstaje jednak problem z finansowaniem działań innowacyjnych. Jest to widoczne zwłaszcza w małych i średnich firmach, które nie mogą pozyskiwać środków z rynku papierów wartościowych. W tej sytuacji rozwiązaniem zdaje się być kapitał podwyższonego ryzyka.

RISK CAPITAL AS A SOURCE OF FINANCING INNOVATIVE VENTURES OF ENTERPRISE

Summary. The aim of this paper is to present the importance of risk capital funds in the financing of innovative projects, based on the funds operating in the region of Central and Eastern Europe. In the age of increasing global competition innovation is an important source of growth competitiveness. But the problem is associated with the financing of innovative activities. It is particularly apparent in relation to small and medium-sized businesses that cannot raise funds from the securities market. In this situation the solution appears to be the risk capital.

1. Wprowadzenie

Współczesne otoczenie, charakteryzujące się postępującymi procesami globalizacyjnymi związanymi z liberalizacją przepływu dóbr i kapitału rozwojem nowych środków transportu

i technik telekomunikacyjnych, zwiększa konkurencję pomiędzy podmiotami gospodarczymi. Konkurentami stają się bowiem przedsiębiorstwa funkcjonujące w różnych zakątkach świata. Jako źródło wzrostu konkurencyjności, a z czasem i osiągnięcia trwałej przewagi konkurencyjnej¹, uznaje się innowacje. Rozumiane jako „wprowadzenie czegoś nowego, nowatorstwo”², przyczyniają się do tworzenia nowych produktów, rozwiązań technologicznych w zakresie: produkcji, dystrybucji, sprzedaży nowych lub istniejących wyrobów, a także nowych rozwiązań w organizacji i zarządzaniu. W efekcie pozwalają danemu przedsiębiorstwu uzyskać dystans wobec jego konkurentów.

W celu realizacji innowacji przedsiębiorstwo musi podejmować działania innowacyjne, które stanowią rodzaj inwestycji. Jak każda inwestycja, wiążą się one z nakładami finansowymi. Działania innowacyjne wymagają wysokich kwot środków finansowych, a okres ich zwrotu zazwyczaj jest długi. Ponadto ryzyko związane z finansowaniem innowacji jest stosunkowo wysokie, gdyż istnieje spore prawdopodobieństwo niepowodzenia prowadzonych działań. Stąd też przedsiębiorstwa napotykają na bariery związane z pozyskaniem kapitału na finansowanie tego typu działań. W szczególności dotyczy to małych i średnich firm, które nie mają możliwości pozyskania środków finansowych z rynku papierów wartościowych, poprzez emisję akcji bądź obligacji. Wówczas źródłem finansowania staje się kredyt bankowy, który jednak może być niedostępny (ze względu na zbyt wysokie ryzyko finansowania dla banku), bądź też zbyt trudny do uzyskania (ze względu na wysokie wymagania co do form zabezpieczeń, a także wysokie oprocentowanie związane z ryzykownym przedsięwzięciem). W takiej sytuacji ważnym źródłem finansowania przedsięwzięć innowacyjnych może okazać się kapitał podwyższonego ryzyka. Kapitał ten oferowany jest poprzez fundusze *venture capital* oraz *private equity*. Fundusze te: z jednej strony dostarczają kapitał, z drugiej zaś pełnią funkcję doradczą. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie znaczenia funduszy podwyższonego ryzyka w finansowaniu przedsięwzięć innowacyjnych, w oparciu o fundusze działające w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

¹ Poprzez przewagę konkurencyjną najczęściej rozumie się „zdolność przedsiębiorstwa do robienia czegoś, czego nie potrafią konkurenci lub przynajmniej robienia tego lepiej od nich”. Rue L.W., Holland Ph.G.: *Strategic Management: Concepts and Experiences*. McGraw – Hill Book Company, New York 1986, s. 432. W literaturze można znaleźć wiele określeń przewagi konkurencyjnej. Przegląd definicji można znaleźć w pozycji: Stankiewicz M.J.: *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalnych*. TNOiK Dom Organizatora, Toruń 2002, s. 165-174.

² Dubisz S. (red.): *Słownik języka polskiego*. PWN, Warszawa 2008, t. I, s. 1218.

2. Istota innowacji i przedsięwzięć innowacyjnych

Jako twórcę koncepcji innowacji w ekonomii uznaje się J.A. Schumpetera. Autor ten za innowację uznał pierwsze zastosowanie danego rozwiązania w podstawowych obszarach funkcjonalnych przedsiębiorstwa. Odrzucał natomiast stosowanie rozważanego pojęcia w odniesieniu do dyfuzji nowych koncepcji do nowych produktów, przedsiębiorstw, przemysłów itd. Schumpeter stosował określenie „imitacja” dla nazwania kolejnych zastosowań innowacji³. Przedstawionego poglądu nie podzielają wszyscy zainteresowani tematem przedstawiciele ekonomii oraz nauk o zarządzaniu. Część autorów utożsamia innowację z tzw. nowością subiektywną i odnosi ją do dobra, usługi lub pomysłu, który jest postrzegany przez kogoś jako nowy. I tak np. P. Kotler i P. Drucker jako innowację traktują każdą koncepcję będącą nowością dla jej nowego użytkownika⁴. Zakładają więc, że pomysł istnieje już od dawna, ale może on być innowacyjny dla podmiotu, który stosuje go po raz pierwszy.

W związku z powyższym, można wyróżnić dwa podejścia w odniesieniu do innowacji – węższe i szersze. W niniejszym artykule – innowacje będą rozumiane w znaczeniu szerszym i traktowane jako proces obejmujący różnorodne czynności, prowadzące do tworzenia, rozwijania i wprowadzania nowych wartości w produktach lub nowych połączeń środków i zasobów, które są nowością dla tworzącej je lub wprowadzającej jednostki⁵. Powyższa definicja wskazuje na fakt, iż proces innowacyjny związany jest z realizacją czynności, a więc działań. Stąd też innowacje wiążą się z realizacją działań innowacyjnych, które dotyczą przedsięwzięć, w wyniku których kreowane są nowe rozwiązania dla danego podmiotu gospodarczego.

Działania innowacyjne mogą mieć różny charakter, można wymienić działania: kreatywne oraz imitujące, radykalne i stopniowe, popytowe (inicjowane przez rynek) oraz podażowe (inicjowane przez naukę i technikę), krajowe i międzynarodowe, strategiczne oraz taktyczne itd.⁶ Z punktu widzenia niniejszego artykułu istotny jest podział działań innowacyjnych wg przedmiotu innowacji, w ramach którego wyróżnia się innowacje:

- produktowe, których efektem jest dobro, usługa lub pomysł postrzegany jako nowy;
- procesowe, które wiąże się z wdrożeniem nowego lub udoskonaleniem dotychczasowego procesu produkcji;

³ Janasz W., Koziół K.: Determinanty działalności innowacyjnej przedsiębiorstw. PWE, Warszawa 2007, s. 57.

⁴ Janasz W., Koziół K.: Determinanty..., s. 59.

⁵ Niedzielski P., Rychlik K.: Innowacja i kreatywność. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006, s. 25.

⁶ Wallis A., Zaleska B.: Innowacja jako czynnik wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw, [w:] Birski A. (red.): Innowacyjność, jakość, przedsiębiorczość – szansą konkurencyjności. Uniwersytet Warmińsko-Mazurski, Olsztyn 2008, s. 96.

- organizacyjne – odnoszące się do wszystkich nowych, nowatorskich czynności niezwiązanych bezpośrednio z procesem produkcji;
- marketingowe – nowatorskie działania dotyczące klientów i rynku, na którym działają.

Przedstawiona klasyfikacja wskazuje na różnorodność działań innowacyjnych. Ich wspólną cechą jest nowatorski charakter, a także (powinno być) osiągnięcie efektu w postaci wzrostu konkurencyjności⁷. Wymienione działania mogą bowiem przynieść różne skutki, w postaci: nowej oferty rynkowej, wyższej jakości, niższych kosztów produkcji wyrobów (bez wpływu na jakość), sprawniejszej i tańszej organizacji przedsiębiorstwa, wyższej sprzedaży uzyskiwanej dzięki nowym formom reklamy, dystrybucji, promocjom itd. W konsekwencji działania te powinny przełożyć się na wyższą dochodowość przedsiębiorstwa i tym samym podwyższyć konkurencyjność podmiotu gospodarczego.

Warto również zaznaczyć, że działania innowacyjne mogą dotyczyć zarówno przedsiębiorstw rozwijających się, jak i dojrzałych. Mogą bowiem odnosić się do różnych etapów rozwoju młodych przedsiębiorstw, np. faz badań i rozwoju, wprowadzania produktu na rynek. Mogą również być prowadzone w dojrzałych firmach, które chcą podwyższyć bądź utrzymać dany poziom konkurencyjności. Stąd też pracują nad nowym produktem, technologią, próbują wprowadzać nowe rozwiązania w zakresie zarządzania i marketingu.

3. Kapitału podwyższonego ryzyka w finansowaniu przedsięwzięć innowacyjnych

Literatura przedmiotu poprzez kapitał podwyższonego ryzyka rozumie zasoby finansowe finansujące inwestycje o charakterze udziałowym, połączone ze wsparciem menedżerskim, skierowane zazwyczaj do przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym przez inwestora okresie⁸. Kapitał wysokiego ryzyka jest dostarczany poprzez fundusze *private equity* oraz *venture capital*. Różnica pomiędzy wymienionymi funduszami polega na tym, iż *venture capital* dotyczy finansowania przedsiębiorstw we wczesnym rozwoju, natomiast *private equity* – we wszystkich fazach rozwoju⁹. Stąd też czasami *venture capital* są traktowane jako segment inwestycji *private equity*¹⁰.

⁷ Konkurencyjność przedsiębiorstwa rozumiana jest jako zdolność do sprostania konkurencji i zapewnienia relatywnie wysokiego dochodu. Stankiewicz M.J.: *Konkurencyjność...*, s. 36.

⁸ Sobańska K., Sieradzan P.: *Inwestycje Private equity/Venture capital*. KeyText, Warszawa 2004, s. 13

⁹ Panfil M.: *Fundusze private equity*. Difin, Warszawa 2005, s. 8.

¹⁰ Gladstone D., Gladstone L.: *Venture Capital Handbook. An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*. "Financial Times", Prentice Hall, Londyn-New York 2001, s. 8.

Fundusze podwyższonego ryzyka stanowią stosunkowo atrakcyjną formę finansowania działań innowacyjnych ze względu na fakt, iż z jednej strony występują jako „dostawcy” średnio- i długoterminowego kapitału umożliwiającego realizację inwestycji, zaś z drugiej strony starają się brać czynny udział w sprawowaniu nadzoru oraz wspierać zarząd w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa¹¹. Fundusze podwyższonego ryzyka inwestują kapitał w przedsiębiorstwa, zwłaszcza małe i średnie, posiadające perspektywy rozwojowe. Zaangażowanie funduszy w formie kapitału udziałowego (najczęściej przez nabycie pakietu kontrolnego) powoduje, że uzyskanie korzyści ekonomicznych z takiej inwestycji może następować jedynie przez wzrost rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Fundusze starają się zatem zagwarantować sobie możliwość wpływania na decyzje strategiczne i operacyjne firmy, aby maksymalizować proces wzrostu wartości. Pełnią funkcję tzw. aktywnych inwestorów finansowych, poza finansowaniem średnio- i długoterminowym, dokonując transferu wiedzy finansowej i zarządczej. Należy zaznaczyć, iż inwestycje takie cechuje wysoki poziom ryzyka, gdyż finansowane przedsiębiorstwo nie ma ugruntowanej pozycji rynkowej ani sprawnej organizacji lub wymaga przeprowadzenia działań restrukturyzacyjnych.

Fundusze podwyższonego ryzyka mogą wspierać finansowo oraz służyć doradztwem w ramach różnych faz działalności podmiotów gospodarczych. Jak wcześniej wspomniano, fundusze *venture capital* swoją działalność skupiają na wczesnych stadiach rozwoju podmiotów gospodarczych. Mogą one finansować: badania i rozwój pierwotnej koncepcji przedsięwzięcia, zanim firma osiągnie fazę rozruchu (faza *seed*), następnie rozwój produktu i wstępny marketing (etap *start-up*), a także działalność przedsiębiorstw, które zakończyły etap rozwoju produktu i wymagają dodatkowych środków finansowych na uruchomienie produkcji i sprzedaż oraz jej dalszy rozwój (etap *later stage venture*). Z kolei fundusze *private equity* służą kapitałem i doradztwem przedsiębiorstwom w dalszych etapach ich rozwoju. Finansować mogą firmy w fazie wzrostu (faza *growth*) – a więc stosunkowo dojrzałe, które poszukują kapitału na rozszerzenie działalności np. wejście na nowe rynki, rozszerzenie asortymentu. Ponadto mogą zajmować się refinansowaniem przedsiębiorstwa, w tym jego zadłużenia bankowego (*replacement capital*) oraz finansowaniem podmiotów, które napotykać na trudności finansowe, np. ze zbytem wyrobów, zarządzaniem (etap *rescue*). Ważną część działalności funduszy *private equity* stanowi finansowanie wykupów

¹¹ Nadzór właścicielski sprawowany przez fundusze *venture capital* polega przede wszystkim na obecności przedstawicieli funduszu w organach spółek (zarząd i rada nadzorcza) oraz przez formalne procedury (statut lub umowa spółki, porozumienie między wspólnikami). Frąckowiak W. (red.): Fuzje i przejęcia. PWE, Warszawa 2009, s. 85.

(przejęć) podmiotów gospodarczych (faza *buyout*), które mogą przyjąć zarówno formę wykupów menedżerskich (MBO)¹², jak i wykupów lewarowanych (LBO)¹³.

Fundusze, jako formy finansowania przedsięwzięć innowacyjnych, mają wiele zalet. Po pierwsze, oprócz wspomnianej funkcji „dostawców” kapitału, pełnią funkcję doradczą. Aktywnie bowiem biorą udział w formułowaniu strategii i współdecydują przy podejmowaniu kluczowych decyzji dla nowo powstałego podmiotu. Po drugie fundusze nastawione są na finansowanie w średnim/długim okresie, którego efektem powinien być wzrost wartości przedsiębiorstwa podejmującego innowacyjne działania. Takie założenie powoduje, że fundusze mogą działać agresywnie, nastawiając się na intensywny rozwój. Znając perspektywy, są w stanie ponieść chwilową stratę spowodowaną dynamicznymi inwestycjami prorozwojowymi¹⁴. Natomiast sytuację taką niekoniecznie byliby w stanie zaakceptować inni dawcy kapitału, np. banki, akcjonariusze (inwestorzy giełdowi). Po trzecie, fundusze podwyższonego ryzyka mogą dokonywać inwestycji w okresie dekonunktury, w czasie, gdy dostęp do kapitału jest utrudniony¹⁵. Można wręcz stwierdzić, iż okres *bessy* to dobry czas na „zakup firmy”, gdyż w tym momencie wycena spółek giełdowych jest stosunkowo niska. Ponadto, ze względu na problemy z pozyskaniem dodatkowych źródeł finansowania, pozycja negocjacyjna funduszu jest silniejsza. Dlatego też w tym okresie przedsiębiorstwa są bardziej skłonne do kompromisu w zakresie ustalenia wartości sprzedaży. Należy jeszcze dodać, że finansowanie w ramach funduszy podwyższonego ryzyka ma charakter kapitału własnościowego, a więc nie podlega spłacie w wymaganym okresie i nie jest obciążone dodatkowymi kosztami finansowymi w tym zakresie (jak np. kredyt bankowy odsetkami). Poza tym jest dostępne dla przedsiębiorstw nie tylko emitujących swe papiery wartościowe na giełdzie.

¹² Wykupy menedżerskie odnoszą się do transakcji, w których główną grupę w wykupie przedsiębiorstwa stanowią menedżerowie. W przypadku połączeń funduszy *private equity* oraz wykupów menedżerskich, rola funduszy sprowadza się głównie do finansowania procesu konsolidacji oraz kontroli realizacji wytyczonych celów. Natomiast za funkcję doradczą, związaną z opracowaniem i przeprowadzaniem działań nakierowanych na wzrost wartości nowo powstałej jednostki, odpowiedzialni są menedżerowie (dotychczas funkcjonujących podmiotów lub jednego z podmiotu). W przedstawionym przypadku fundusze pełnią rolę inwestora biernego, czyli dostawcy kapitału, uzupełniającego strukturę finansowania transakcji konsolidacji. Frąckowiak W. (red.): *Fuzje...*, s. 86.

¹³ Fundusze *private equity*, finansując wykupy podmiotów gospodarczych, mogą nie posiadać wystarczającej ilości własnych środków, stąd też własne transakcje wspomagają kapitałem obcym. Kapitał ten zazwyczaj pochodzi z zaciągniętego na ten cel kredytu bankowego bądź też emisji dłużnych papierów wartościowych. W takiej sytuacji fundusze *private equity* przybierają formę wykupów lewarowanych LBO. Wrzesiński M.: *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO)*. K.E.Liber, Warszawa 2000, s. 26.

¹⁴ Garski K.: *Pomost nad bessą*. „Manager Magazin”, 01.12.2008.

¹⁵ Według danych Preqin, londyńskiej firmy zajmującej się badaniami rynku *private equity* (PE), najlepsze okazje do wykupu spółek niepublicznych nadarzają się zwykle w okresach kryzysów gospodarczych. Wówczas transakcje przynoszą funduszom PE największe zyski. Kowalewski O., Janradło M., Chilimoniuk-Przeździecka E.: *Niepubliczne okazje*. „Magazyn Forbes”, 27.08.2009.

To, co jest rozpatrywane jako zaleta, może jednak w praktyce okazać się problemem. Fakt, że fundusze podwyższonego ryzyka dostarczają kapitał własnościowy i wpływają na decyzje przedsiębiorstw, może tworzyć w nowo powstałym przedsiębiorstwie konflikty. Będzie to miało miejsce w sytuacji, gdy dotychczasowy właściciel nie będzie gotowy poddać się stałej weryfikacji i ostrym zmianom prowadzonej dotychczas polityki. Ponadto należy zaznaczyć, że fundusze podwyższonego ryzyka nie finansują wszystkich przedsiębiorstw. Są one otwarte jedynie na podmioty, które posiadają problemy finansowe i które mają perspektywy rozwojowe (najczęściej z branż wschodzących np. informatyka, biotechnologia) oraz jasno sprecyzowane cele długofalowe. Warto też zaznaczyć, że finansowanie własne jest zawsze droższe od finansowania obcego. Muszą się z tym liczyć właściciele, którzy oddają „w ręce” funduszy swe przedsiębiorstwa.

4. Rola funduszy podwyższonego ryzyka w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej

Rozpatrując znaczenie funduszy podwyższonego ryzyka w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych, warto najpierw przedstawić ogólne tendencje rozwoju funduszy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Od roku 2003 w omawianym regionie można zauważyć wzrost aktywności funduszy. O ile na początku badanego okresu ich inwestycje wynosiły ok 450 mln euro, to w 2006 roku już ponad 1 600 mln euro, a w 2007 roku 2 344 mln euro. W kolejnych latach, 2008 i 2009, wartość inwestycji ustaliła się na zbliżonym poziomie 2,5 mld euro. Przy czym warto zaznaczyć, że w 2009 roku w Europie ogółem miał miejsce spadek aktywności inwestycyjnych funduszy o blisko 60%¹⁶.

Wzrost inwestycji dokonywanych w analizowanym okresie przez fundusze podwyższonego ryzyka w Europie Środkowo-Wschodniej świadczy o rozwoju tej formy finansowania. Należy jednak zauważyć, że – w porównaniu z aktywnością inwestycyjną funduszy w Europie (ogółem) – działalność inwestycyjna w naszym regionie jest wciąż niska. W 2009 roku wynosiła jedynie 11% wszystkich inwestycji dokonywanych przez fundusze na starym kontynencie¹⁷.

¹⁶ W 2009 roku wartość inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka w Europie wynosiła 22 690 468 euro, podczas gdy w 2008 roku – 52 674 787 euro. Na taki spadek inwestycji miał wpływ kryzys *suprime*, a w szczególności spadek akcji kredytowych związanych z wykupami lewarowanymi. [z:] Central and Eastern Europe Statistics 2009. Special Paper is published by the European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), Brussels, July 2010, s. 7.

¹⁷ Wartość inwestycji dokonanych przez fundusze *private equity* w 2009 roku w Europie wynosiła 22 690 468 euro, przy czym w Europie Środkowo-Wschodniej 2 455 783 euro. [z:] Central....

Działalność funduszy podwyższonego ryzyka skupia się na finansowaniu różnych faz rozwoju podmiotów gospodarczych¹⁸. Wartość oraz ilość inwestycji funduszy wg faz rozwoju przedsiębiorstwa w krajach Europy Środkowo-Wschodniej przedstawia tabela 1.

Tabela 1

Wartość oraz ilość inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka według faz rozwoju przedsiębiorstwa w 2008 i 2009 roku w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (w tys. euro)

	2008 rok		2009 rok	
	kwota inwestycji	ilość	kwota inwestycji	ilość
zasiew (<i>seed</i>)	4 305	12	1 561	4
<i>start-up</i>	27 124	48	10 562	18
<i>venture</i> – późniejszy etap	94 407	49	31 295	13
finansowanie wzrostu	795 600	53	390 861	47
restrukturyzacja	568	2	6 800	3
refinansowanie	5 000	2	170 745	5
wykupy	1 552 994	45	1 843 960	38
razem	2 479 998	207	2 455 783	123

Źródło: Central and Eastern Europe Statistics 2009. Special Paper is published by the European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), Brussels, July 2010.

Pod względem wartości najpopularniejszą formą inwestycji było finansowanie wykupów. Stanowiły one w 2008 roku 63%, a w 2009 roku 75% wszystkich dokonanych przez fundusze inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej. Na kolejnym miejscu uplasowało się finansowanie etapu wzrostu, które w omawianych latach stanowiło odpowiednio 32% i 16%. Rozpatrując z kolei ilość przedsiębiorstw w Europie Środkowo-Wschodniej, których działalność była finansowana przez fundusze *private equity* oraz *venture capital*, to najwięcej inwestycji dokonano na etapie wzrostu przedsiębiorstwa (w 2008 roku 53, a w 2009 – 47). Następnie fundusze najchętniej inwestowały w wykupy, fazy *start-up* oraz *venture* – – późniejszy etap. W 2008 r. inwestycje w dwie ostatnie fazy dominowały nad inwestycjami w wykupy. W 2009 roku sytuacja ta się odwróciła. Przyczyną był duży, sięgający prawie dwóch trzecich, spadek aktywności inwestycyjnej funduszy *venture capital*. Z kolei znaczna rozbieżność pomiędzy wartością a ilością inwestycji finansowania fuzji i przejęć wynika z dużej wartości (dojrzałych) przedsiębiorstw jako formy inwestycji funduszy w wykupy. Analizując bowiem dane, zauważyć można, że aż 63% inwestycji w wykupy dotyczyło dużych i mega dużych przedsiębiorstw (o wartości kapitału powyżej 300 mln euro)¹⁹. Natomiast niższy wartościowo udział w finansowaniu przedsiębiorstw we wczesnych fazach

¹⁸ Poszczególne formy inwestycji, wyodrębnione ze względu na fazę rozwoju przedsiębiorstwa, zostały omówione w części teoretycznej artykułu.

¹⁹ Central..., s. 24.

rozwoju, a zarazem wysoka ilość przedsiębiorstw finansowanych funduszami podwyższonego ryzyka w fazach wzrostu, *start-up* i *venture* – późniejszy etap, świadczą o tym, iż na tych etapach przedsiębiorstwa wykazują ilościowo większe, ale niższe pod względem wartości, zapotrzebowanie na kapitał związany z finansowaniem działalności innowacyjnej, a prawdopodobnie jego uzyskanie z innych źródeł jest problematyczne.

Rozpatrując branże, które cieszą się największym zainteresowaniem funduszy podwyższonego ryzyka, zauważamy, że pod względem wartości zainwestowanego w 2009 roku kapitału, najbardziej atrakcyjna okazała się produkcja dóbr konsumpcyjnych (35% ogółu inwestycji – jednak tak wysoki udział wynikał z kilku, transakcji wykupu o dużych wartościach przeprowadzonych w 2009 roku). Na kolejnych miejscach uplasowały się: branża telekomunikacyjna (22%), energetyczna (11%) oraz usługi finansowe (10%). Na uwagę zasługuje branża informatyczna, której finansowanie przez fundusze w 2009 roku wzrosło 3-krotnie w porównaniu do roku 2008. Natomiast analizując ilość przedsiębiorstw, można zaobserwować, że najchętniej finansowane były jednostki z branży telekomunikacyjnej (26% inwestycji), a następnie produkcja dóbr konsumpcyjnych (17%), branża informatyczna (11%), energetyczna (9%) oraz tzw. *life science*, tj. branża medyczna, farmaceutyczna, biotechnologia (8%). Dane potwierdzają przedstawione w części teoretycznej rozważania, że fundusze podwyższonego ryzyka są zainteresowane przede wszystkim finansowaniem podmiotów podejmujących działalność innowacyjną w branżach rozwojowych, do których należy zaliczyć wyżej wymienione.

Biorąc pod uwagę kierunki geograficzne inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej, w 2009 roku koncentrowały się one przede wszystkim w pięciu krajach: w Czechach, w Polsce, w Rumunii, w Bułgarii i na Węgrzech. Wartość inwestycji w tych krajach zaangażowanych w finansowanie przedsięwzięć innowacyjnych stanowiła 93% całkowitej wartości inwestycji w regionie. W 2009 r. rekordową ilość inwestycji zanotowano w Czechach, gdzie ich wartość wyniosła 1,4 mld euro, co stanowiło prawie 60% wszystkich inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej. Był to jednak rok wyjątkowy dla naszych południowych sąsiadów, gdyż stanowił efekt kilku wielomilionowych transakcji wykupów.

Zawężając rozważania do Polski, pod względem aktywności inwestycyjnej funduszy podwyższonego ryzyka uplasowała się ona na drugim miejscu w regionie. W latach 2008 i 2009 analizowane inwestycje wyniosły odpowiednio 628 mln i 268 mln euro, nastąpił zatem spadek o ponad 57%. Zarówno w 2009, jak i 2008 roku dominowały inwestycje, które skupiały się na finansowaniu procesu wykupów. Stanowiły one około 75% wszystkich inwestycji w Polsce. Należy jednak zaznaczyć, iż spadek inwestycji w Polsce w 2009 roku

był spowodowany spadkiem finansowania fuzji i przejęć przez fundusze *private equity*²⁰. Tak więc skutki kryzysu finansowego związane z ograniczeniem akcji kredytowej i związanych z nią wykupów lewarowanych, stały się również zauważalne na rynku polskim. Jest to sytuacja zbieżna z sytuacją w Europie. Warto zaznaczyć, iż w Polsce finansowanie fazy wzrostu przedsiębiorstw w ostatnich dwóch latach było na zbliżonym poziomie (ponad 60 mln euro) i w 2009 roku stanowiło prawie 30% wszystkich inwestycji. Tak więc przedsięwzięcia innowacyjne w młodych, rozwijających się firmach stanowią ważną część inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka w Polsce i nie ulegają wpływom koniunkturalnym.

5. Podsumowanie

Podsumowując przedstawione rozważania, można stwierdzić, że fundusze podwyższonego ryzyka są wykorzystywaną na coraz szerszą skalę formą finansowania innowacji. Dotyczy to zarówno działań w ramach przedsiębiorstw dopiero rozwijających się, jak i dojrzałych jednostek, wciąż wzrastających lub dokonujących zmian strukturalnych. Potwierdzają to dane dotyczące wartości inwestycji w Europie Środkowo-Wschodniej. Tendencje te odnoszą się również do Polski. Jak wynika z danych, od początku lat dziewięćdziesiątych, od kiedy pojawiły się fundusze podwyższonego ryzyka w Polsce, wartość dokonywanych przez nie inwestycji rośnie. Średnia wartość inwestycji w Polsce w latach 90. XX w. wynosiła 543 mln, natomiast w 2008 roku – 628 mln. W roku 2009 wartość analizowanych inwestycji gwałtownie spadła, czego przyczyną był kryzys na rynkach finansowych i w związku z tym – ograniczenie źródeł finansowania. Jednakże najnowsze dane wskazują na powrót optymizmu wśród inwestujących w Europie Środkowo-Wschodniej funduszy podwyższonego ryzyka²¹. Główną przesłanką wzrostu optymizmu są przewidywania, że tempo wzrostu gospodarczego w naszym regionie będzie wyższe niż w Europie Zachodniej²².

²⁰ W 2009 roku wartość inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka w wykupy wynosiła 198 mln euro, podczas gdy w 2008 roku – 509 mln euro. Nastąpił więc spadek o ponad 60%.

²¹ Indeks optymizmu został opracowany na podstawie odpowiedzi udzielonych firmie Deloitte przez specjalistów zajmujących się funduszami *private equity* w Europie Środkowej. Dla każdego okresu obliczany jest średni stosunek udzielonych odpowiedzi pozytywnych do sumy udzielonych odpowiedzi pozytywnych i negatywnych. Średnią odnosi się do okresu bazowego, którym w danym przypadku jest wiosna 2003 r., kiedy to zaczęto prowadzić przedstawione badanie. [www.deloitte.com].

²² Leading the way or jumping the gun? Central Europe Private Equity confidence survey. Deloitte, October 2009, [www.deloitte.com].

Bibliografia

1. Central and Eastern Europe Statistics 2009. Special Paper is published by the European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), Brussels, July 2010.
2. Frąckowiak W. (red.): Fuzje i przejęcia. PWE, Warszawa 2009.
3. Garski K.: Pomost nad bessą. „Manager Magazin”, 01.12.2008.
4. Gladstone D., Gladstone L.: Venture Capital Handbook. An Entrepreneur’s Guide to Raising Venture Capital. “Financial Times”, Prentice Hall, Londyn-New York 2001.
5. Janasz W., Kozioł K.: Determinanty działalności innowacyjnej przedsiębiorstw. PWE, Warszawa 2007.
6. Leading the way or jumping the gun? Central Europe Private Equity confidence survey. Deloitte, October 2009, [www.deloitte.com].
7. Niedzielski P., Rychlik K.: Innowacja i kreatywność. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006.
8. Niepubliczne okazje. „Magazyn Forbes”, 27.08. 2009.
9. Panfil M.: Fundusze private equity. Difin, Warszawa 2005.
10. Rue L.W., Holland Ph.G.: Strategic Management: Concepts and Experiences, McGraw – Hill Book Company, New York 1986.
11. Dubisz S. (red.): Słownik języka polskiego. PWN, Warszawa 2008, t. I.
12. Sobańska K., Sieradzan P.: Inwestycje Private equity/Venture capital. KeyText, Warszawa 2004.
13. Stankiewicz M.J.: Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalnych. TNOiK Dom Organizatora, Toruń 2002.
14. Wallis A., Zaleska B.: Innowacja jako czynnik wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw, [w:] Birski A. (red.): Innowacyjność, jakość, przedsiębiorczość – szansą konkurencyjności. Uniwersytet Warmińsko-Mazurski, Olsztyn 2008.
15. Wrzeński M.: Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). K.E.Liber, Warszawa 2000.

Abstract

This article presents the importance of risk capital funds in financing the innovative ventures of enterprises. In view of the increasing number and growing competition, there is a need to raise new capital to finance innovative investments. Innovations in fact constitute a source of competitive advantage. From the available sources of funding, the majority is aimed at large businesses, listed on stock exchanges. The problem arises in the case of other

enterprises. In this respect, the solution may be risk capital. Venture capital and private equity funds, in addition to the functions of capital donors, serve in an advisory capacity. In recent years, we can observe the increase in value of investment funds in innovative ventures. Considerations are supported by empirical analysis of risk capital funds in Central and Eastern Europe.