Krzysztof MENCEL

VENTURE CAPITAL JAKO SPOSÓB FINANSOWANIA I WSPOMAGANIA ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTW

1. Proces finansowania typu *venture capital*

1.1. Definicja *venture capital*

Określenie *venture capital* znalazło już swoje stałe miejsce również w polskim języku świata biznesu. Choć, jak na razie, jest ono znane głównie teoretycznie, gdyż przykłady praktycznych rozwiązań tego rodzaju finansowania występują w Polsce sporadycznie. Nawet wówczas są to przede wszystkim instytucje zagraniczne, np. Polsko-Amerykański Fundusz Rozwoju Przedsiębiorczości.

Powstanie i działalność funduszy *venture capital* wiąże się niewątpliwie z potrzebą wspierania przedsiębiorczości, szczególnie w jej początkowych fazach. Jest to jeden z wielu sposobów finansowania przedsiębiorstw, jednak ma on cechy specyficzne, które powodują, że jego znaczenie jest szczególnie istotne dla rozwoju firm. Jedna z definicji przedstawia *venture capital* następująco: „*Venture capital* jest to kapitał inwestowany przez profesjonalnych inwestorów w przedsiębiorstwach o dużym potencjale rozwojowym lub w obiecujących przedsięwzięciach"[1].

Wyróżnia się następujące cechy finansowania *venture capital*:

1) jest to finansowanie przede wszystkim w formie wnoszenia kapitału do przedsiębiorstwa,

2) zakłada aktywny udział inwestora w przedsięwzięciu,

3) wymaga stosunkowo długiego okresu oczekiwania na realizację zysków,

4) przynosi wysokie zyski dzięki dochodom ze sprzedaży posiadanego kapitału[2].

---

[1] Por. Materiały informacyjne publikowane przez Europejskie Stowarzyszenie Venture Capital (European Venture Capital Association – EVCA).

[2] Por. **Ch. Bovaird**, Introduction to Venture Capital Finance, Pitman, London 1990, s. 4.

Innymi słowy, celem funduszy *venture capital* jest aktywne wspieranie tworzenia i rozwoju przedsiębiorstw przede wszystkim przez dostarczanie niezbędnego kapitału. W ramach tego procesu szczególnie ważna jest ścisła współpraca z przedsiębiorcą i udostępnianie mu kompleksowego wsparcia przez profesjonalne doradztwo i udział w bieżącym zarządzaniu. Jednym z założeń działalności funduszy *venture capital* jest nastawienie na inwestowanie w długim horyzoncie czasowym, a nie na realizację krótkoterminowych zysków.

1.2. Fazy procesu inwestycyjnego

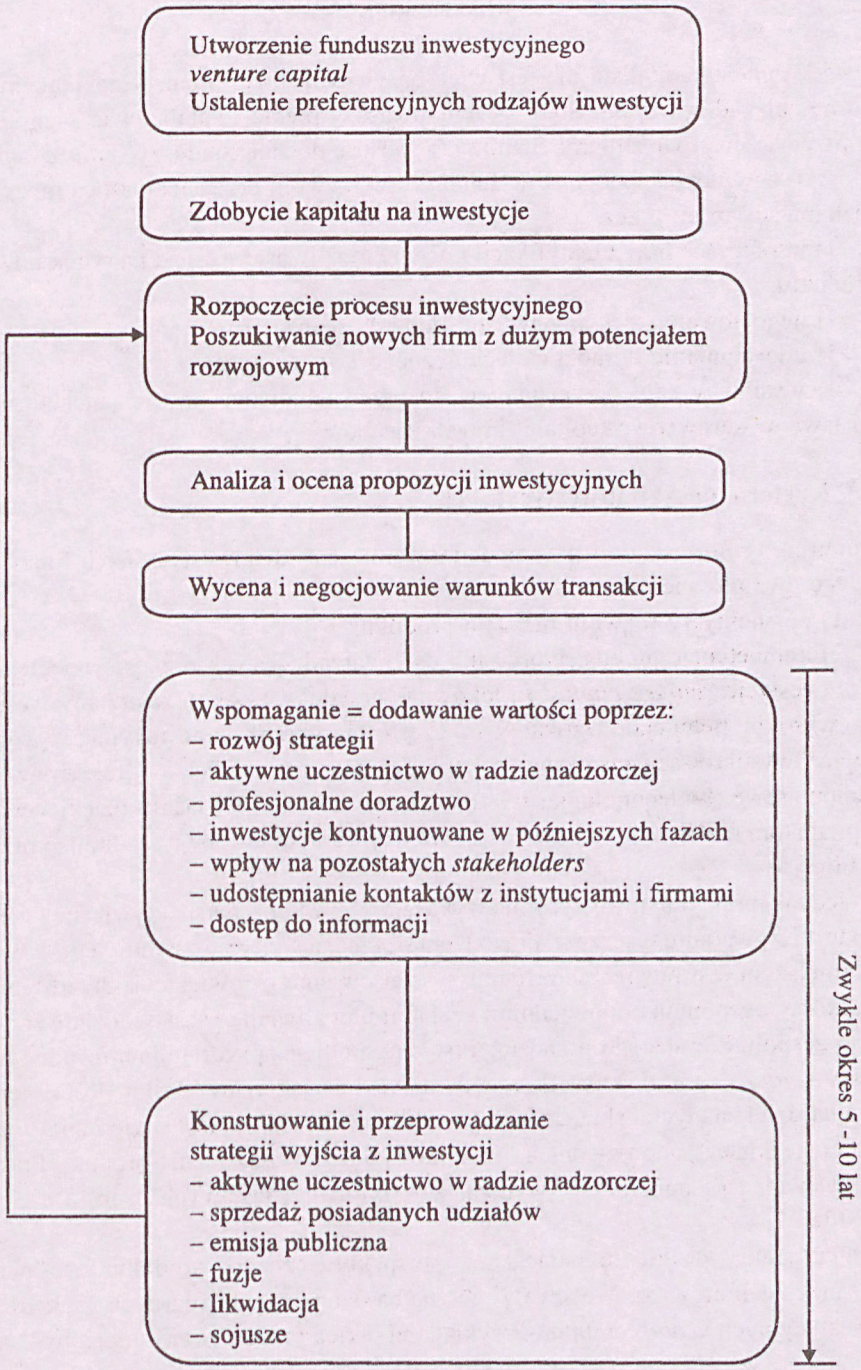
W procesie udziału funduszy *venture capital* w finansowaniu przedsiębiorstw można wyróżnić określone stadia, które przedstawia poniższy schemat.

Proces ten rozpoczyna się w momencie utworzenia funduszu – firmy, która zamierza działać w sektorze *venture capital*. Twórcy funduszu muszą zdecydować o dziedzinach, w których zamierzają szukać okazji do inwestowania. Dziedziny zainteresowania mogą być wyróżnione według następujących czynników:

1) przemysłu (np. oprogramowanie komputerowe, biotechnologia),
2) stadium rozwoju przedsięwzięcia (faza wstępna, faza rozruchu),
3) kryterium geograficzne (wyłącznie krajowe inwestycje, ekspansja zagraniczna).

Przesądzenie preferencji obszarów inwestowania jest podstawowym warunkiem rozpoczęcia starań o przyciągnięcie inwestorów wnoszących kapitał. W momencie gdy udało się uzyskać środki finansowe, rozpoczyna się właściwy proces inwestowania. Menedżerowie funduszu poszukują atrakcyjnych propozycji inwestycyjnych. Na początku działalności wymaga to dużej aktywności z ich strony oraz sprzyjających okoliczności. Z chwilą gdy fundusz ma już znaną markę na rynku inwestycyjnym, inicjatywa przechodzi w ręce przedsiębiorców. Wielu zgłasza się z projektami inwestycyjnymi, chcąc przekonać menedżerów funduszu o wyjątkowych perspektywach właśnie tego przedsięwzięcia. Rolą osób zarządzających funduszem jest szczegółowa analiza tych ofert od kątem faktycznych szans powodzenia. Dla projektów zaakceptowanych przygotowuje się strukturę finansowania. Wymaga to często trudnych negocjacji warunków finansowania z przedsiębiorcą, który z reguły stara się zachować jak największą kontrolę i udział w przyszłych zyskach nowego przedsięwzięcia. Pomimo uprzywilejowanej roli inwestora jako dostarczającego finanse, przedsiębiorca, który zdaje sobie sprawę z wartości projektu, często otrzymuje korzystne warunki transakcji. Następuje wówczas udostępnianie finansowania przez fundusz *venture capital*. Może się to odbywać z wykorzystaniem różnych instrumentów finansowych, z reguły drogą wniesienia kapitału udziałowego.

Przekazanie funduszy nie oznacza zakończenia udziału funduszu *venture capital* w przedsięwzięciu. Podstawowym założeniem *venture capital* jest aktywna współpraca z przedsiębiorcą w rozwoju przedsiębiorstwa i zwiększaniu jego war-



Schemat procesu inwestycyjnego *venture capital*

Źródło: **W. D. Bygrave, J. A. Timmons**, Venture capital at the crossroads, Harvard Business School Press, Boston 1992, s. 14

tości. *Venture* kapitalista nie jest więc pasywnym inwestorem, oczekującym tylko na należne mu zyski. Stara się inicjować, wspierać i katalizować zachodzące w przedsiębiorstwie zmiany. Stanowi to wartość dodaną funduszy *venture capital*.

Aktywny udział specjalistów funduszu w rozwoju przedsiębiorstwa może być realizowany m.in. przez:

1) współpracę przy identyfikacji i ocenie możliwości wejścia na rynek nowego produktu,

2) negocjowanie z wykonawcami podczas realizacji inwestycji,

3) udostępnianie doradztwa technicznego i w zarządzaniu,

4) wysiłki w celu przyciągnięcia do przedsiębiorstwa nowych menedżerów, dostawców surowców, kapitału, innych zasobów[3].

1.3. Kryteria decyzji inwestycyjnych

Fundusze *venture capital* przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych biorą pod uwagę dwa główne czynniki:

1) perspektywy rozwoju branży i produktu,

2) kompetencje przedsiębiorcy lub osób zarządzających przedsięwzięciem.

Inwestycje *venture capital* są lokowane przede wszystkim w przemysł o bardzo wysokim potencjale wzrostowym; często są to branże innowacyjne, wykorzystujące wysoko zaawansowane technologie, jak np. osprzęt i oprogramowanie komputerowe, biotechnologia, telefonia komórkowa. To właśnie dzięki *venture* kapitalistom możliwe było powstanie i rozwój wielu innowacyjnych branż i przedsiębiorstw.

Jednak praktyka inwestycyjna wykazała, że wybór perspektywicznego produktu nie gwarantuje jeszcze powodzenia przedsięwzięcia. Czynnikiem o wiele istotniejszym jest powierzenie funduszy właściwemu człowiekowi. Przedsiębiorcy, którzy dysponują odpowiednimi cechami umożliwiającymi stworzenie sprawnego zespołu kierującego przedsiębiorstwem, podlegają szczególnej uwadze funduszy *venture capital*, które osiągnęły sukces inwestycyjny. Arthur Rock, jeden z najbardziej znanych i skutecznych inwestorów *venture capital* stwierdził: „Jeżeli uda ci się znaleźć odpowiednich ludzi, mogą oni zawsze zmienić produkt. Prawie każdy błąd, jaki popełniłem, wynikał z wyboru niewłaściwych osób, a nie pomysłów"[4].

Przypadki idealnego połączenia perspektywicznego produktu i sprawnego przedsiębiorcy zaowocowały w najbardziej spektakularnych sukcesach inwestycyjnych *venture capital*. Przykładami takich przedsięwzięć mogą być: Ap-

---

[3] Por. ibidem, s. 13

[4] Por. ibidem, s. 8.

ple Computer, Lotus Development Corporation, Digital Equipment Corporation (DEC), Sun Microsystems, Compaq Computer Corporation i Genetics Institute.

2. Wykorzystanie *venture capital* w poszczególnych fazach rozwoju przedsiębiorstw

Ze względu na to, że inwestorzy *venture capital* zajmują się dostaczaniem finansowania przedsiębiorstwom, występuje naturalny związek pomiędzy cechami inwestycji a fazami rozwoju przedsiębiorstw. *Venture capital* jest bardzo uniwersalnym sposobem finansowania i może być wykorzystywany na wielu etapach cyklu życia przedsiębiorstw. Inwestycje w poszczególnych stadiach rozwoju będą się charakteryzowały odmiennymi cechami związanymi ze specyfiką potrzeb przedsiębiorstw. Podstawowe różnice pomiędzy inwestycjami w różnych fazach dotyczą:

1) wielkości angażowanego kapitału,
2) ryzyka i okresu zwrotu inwestycji.

W praktyce wyróżnia się wiele typów inwestycji, których nazwy są powiązane z etapami cyklu życia. Mówi się nawet o cyklu życia inwestycji *venture capital*, dojrzewają one bowiem wraz z przedsiębiorstwem.

Generalnie fazy inwestycji *venture capital* można podzielić na wczesne i późne. Do wczesnych zaliczamy:

1) finansowanie wstępne,
2) faza rozruchu,
3) wczesny wzrost.

Z późnych faz inwestycji największe znaczenie mają:

1) ekspansja – szybki wzrost,
2) MBO/MBI – przejęcia firm przez zespoły menedżerskie.

2.1. Wczesne fazy inwestycji

2.1.1. Finansowanie wstępne – prefinansowanie. Prefinansowanie (*seed capital*) dotyczy wstępnego etapu tworzenia przedsiębiorstwa, przed rozpoczęciem przez nie faktycznej działalności. Definicja prefinansowania według Europejskiego Stowarzyszenia Venture Capital (EVCA) brzmi następująco: jest to „Finansowanie udostępniane dla prowadzenia badań naukowych, analizy i rozwoju wstępnej koncepcji, zanim przedsiębiorstwo osiągnie fazę rozruchu"[5]. Etap ten jest bardzo istotny w rozwoju przedsiębiorstwa, wymaga dużej staranności i czasu dla opracowania wszystkich szczegółów.

---

[5] EVCA Yearbook '94: EVCA/KPMG 1994.

Potrzeby finansowe na etapie wstępnym są zwykle stosunkowo nieduże, zwłaszcza dla małych i średnich przedsięwzięć. Wyjątek stanowią badania naukowe nad opracowaniem nowoczesnych technologii, mających przełomowe znaczenie w rozwoju nauki, co wymaga ogromnych nakładów finansowych. W wypadku mniej kapitałochłonnych przedsięwzięć przyszli przedsiębiorcy starają się wykorzystywać w miarę możliwości własne środki finansowe. Chcąc zachować pełną kontrolę nad przyszłym przedsiębiorstwem, bardzo niechętnie sięgają po zewnętrzne źródła kapitału.

Z drugiej strony należy stwierdzić, że instytucje finansowe odnoszą się z dużą ostrożnością do finansowania wstępnych etapów rozwoju przedsiębiorstw, ze względu na trudność oszacowania perspektyw powodzenia przedsięwzięcia. Występujące ryzyko finansowe jest tu niewątpliwie pochodną ryzyka marketingowego. Zrozumienie konieczności znalezienia nabywców dla produktu lub usługi musi towarzyszyć nawet najbardziej nowatorskim rozwiązaniom technologicznym. Podstawowym czynnikiem sukcesu jest bowiem połączenie technicznej wiedzy i pomysłów z rzeczywiście istniejącą niszą rynkową.

Czynnik zarządczy jest równie istotny jak marketingowy. Jak wykazała praktyka gospodarcza, dla powodzenia przedsięwzięcia konieczne są nie tylko nowatorskie pomysły techniczne, ale przede wszystkim umiejętności menedżerskie przedsiębiorców. Jest to jedna z podstawowych zasad inwestycji *venture capital*: poszukiwanie ludzi dysponujących odpowiednim potencjałem zarządczym, mogącym zamienić potencjalną szansę w rzeczywisty, późniejszy sukces rynkowy. Niestety na etapie rozwoju koncepcji właściwie niemożliwe jest zweryfikowanie faktycznych zdolności menedżerskich przyszłych przedsiębiorców.

Inwestorzy *venture capital* określają fazę wstępną rozwoju przedsiębiorstwa jako najbardziej ryzykowną i stosunkowo niechętnie angażują się w finansowanie takich działań. Wpływa na to również bardzo długi horyzont czasowy do momentu realizacji zysków z inwestycji (7 - 10 lat). Przewyższa on często nawet oczekiwania inwestorów nastawionych na długoterminowe inwestowanie.

Inwestycje we wstępnej fazie mogą jednak okazać się bardzo zyskowne dla funduszy *venture capital*. Na tym etapie przedsiębiorcy trudno jest określić wartość własnej oferty transakcyjnej. Doświadczona kadra funduszy *venture capital* wykorzystuje ten fakt, negocjując wyjątkowo korzystne warunki inwestycji, dotyczące wpływu na działalność przedsiębiorstwa i udziału w przyszłych zyskach. W tej fazie potrzebne jest nie tylko wsparcie finansowe, ale przede wszystkim profesjonalne doradztwo w zakresie rozwoju produktu, planowania oraz marketingu. Za udostępnienie przedsiębiorcy profesjonalnego wsparcia jest on gotowy oddać znaczną część przyszłych zysków. Jako kluczowe czynniki sukcesu takich inwestycji można wskazać:

1) posiadanie przez kadrę funduszy *venture capital* doświadczenia i umiejętności zarządzania projektami,

2) umiejętność sprawnej współpracy inwestorów z technologami i naukowcami,

3) zaakceptowanie przez inwestora długiego okresu oczekiwania na realizację inwestycji[6].

2.1.2. Rozruch przedsiębiorstwa. Kolejna faza rozwoju przedsiębiorstwa, a zarazem etap inwestycji *venture capital*, może stanowić naturalną konsekwencję prowadzonych w fazie wstępnej badań. EVCA definiuje inwestycje rozruchowe (*start-up*) jako „Finansowanie rozwoju produktu, stworzenie odpowiednich mocy produkcyjnych oraz wstępnego marketingu"[7]. Inwestycje w rozruch przedsiębiorstwa uważane są powszechnie za najbardziej odpowiadające idei finansowania *venture capital*. Z reguły przedsiębiorca wyczerpuje wówczas definitywnie własne zasoby finansowe i intensywnie poszukuje finansowego wsparcia, gdyż faza ta wymaga większych nakładów kapitałowych niż faza poprzednia.

Ryzyko inwestycyjne w fazie rozruchu jest nieco wyższe niż w wypadku fazy wstępnej. Wynika to przede wszystkim z zaangażowania większych środków finansowych. Z drugiej strony łagodząco na poziom ryzyka wpływa niewątpliwie możliwość skuteczniejszej kontroli działań przedsiębiorcy oraz większa przewidywalność przyszłego rozwoju przedsiębiorstwa.

Dobrze przeprowadzone inwestycje w fazę rozruchu stanowią niewątpliwie źródło sukcesów największych i najbardziej skutecznych funduszy *venture capital*. Choć prawdą jest również stwierdzenie, że największe porażki miały tu swoje początki. Faza ta jest najbardziej wymagająca dla specjalistycznej kadry funduszy, gdyż wiąże się z wszechstronną pomocą dla przedsiębiorcy, zwłaszcza w zarządzaniu i marketingu. Z reguły przedsiębiorca nie dysponuje jeszcze profesjonalnym zespołem zarządzającym, a jego własne umiejętności są często niewystarczające. Dlatego też dla osób rozpoczynających działalność gospodarczą, istotne jest wybranie do współpracy funduszu *venture capital* dysponującego zespołem specjalistów doświadczonych w realizacji inwestycji właśnie w tej fazie.

Fundusze *venture capital* przywiązują o wiele większą wagę do posiadania szczegółowych biznes planów w fazie rozruchu niż w fazie poprzedniej. Wymaga się wskazania potencjalnego rynku zbytu i formalnych rozwiązań organizacyjnych przyszłej działalności. Wielkość, wzrost rynku i zakładany udział rynkowy są bardzo dokładnie analizowane, aby ograniczyć możliwość porażki. Obecnie zdecydowanie więcej funduszy *venture capital* jest gotowych do zaangażowania się w fazę rozruchu niż w fazę wstępną, jakkolwiek nadal ustępuje to liczbie funduszy preferujących późniejsze etapy rozwoju.

---

[6] Por. **Ch. Bovaird**, op.cit., s. 37.

[7] EVCA Yearbook '94: EVCA/KPMG 1994.

2.1.3. Wczesny wzrost[8]. W wielu wypadkach rozwijające się przedsiębiorstwa potrzebują kontynuacji wsparcia finansowego w kolejnej fazie, którą EVCA definiuje następująco: jest to „Finansowanie przedsiębiorstw, które zakończyły fazę rozwoju produktu i wymagają kolejnego wsparcia finansowego dla rozwinięcia produkcji i sprzedaży. Nie osiągają jeszcze zysków z działalności"[9].

Z reguły przedsiębiorstwo ponosi straty w początkowym okresie swojej działalności. Kapitał wniesiony w fazie rozruchu został już skonsumowany, zaś zaciągnięty kredyt obrotowy na działalność może przewyższać kapitał własny przedsiębiorstwa. Przychody ze sprzedaży mogą być początkowo zbyt małe, aby zagwarantować kontynuację działalności. Sytuacja ta zmusza do trudnej decyzji starania się o dokapitalizowanie przedsiębiorstwa. Przedsiębiorca nie jest skłonny do podejmowania takich decyzji, gdyż oznacza to kolejne ograniczenie jego kontroli nad biznesem oraz zmniejszenie udziału w przyszłych zyskach. Jednak alternatywą może być szybkie bankructwo.

Szukając wsparcia kapitałowego, przedsiębiorca zwraca się najczęściej do funduszu, który udzielił mu już finansowania w fazie wstępnej lub fazie rozruchu, gdyż trudno jest znaleźć nowych inwestorów dla przedsiębiorstwa nie przynoszącego jeszcze zysków. Dotychczasowi dostawcy kapitału są bardziej skłonni do dalszego zaangażowania finansowego, gdyż znają oni już specyfikę przedsiębiorstwa i cechy przedsiębiorcy, któremu zaufali, oferując poprzednio środki finansowe. Odmowa dalszej pomocy wiąże się z ryzykiem utraty już wniesionego kapitału w wypadku bankructwa firmy. Taka sytuacja daje także funduszowi *venture capital* okazję do zwiększenia swego udziału w przedsiębiorstwie i większe zyski w przyszłości. Przedsiębiorca musi jednak uwzględniać w negocjacjach, że fundusz będzie oczekiwał wzrostu kontroli nad przedsiębiorstwem, zwiększając znacznie swoje zaangażowanie w jedno przedsiębiorstwo, z czym wiąże się wyższe ryzyko.

Niekiedy pojawia się również inna przyczyna finansowania tej fazy rozwoju. Niekiedy przedsiębiorstwa rozwijają się bardzo szybko już w tej wczesnej fazie i wykazują tak wysoki dalszy potencjał wzrostowy, że nie wystarcza własnych środków do sfinansowania tego wzrostu. Sytuacja ta zmienia jednak znacznie sposób poszukiwania inwestorów. Pojawia się szansa na przyciągnięcie nowych funduszy oprócz dotychczasowych dostawców kapitału. Stosunkowo łatwo jest także przekonać nowych inwestorów venture capital do zaangażowania się w szybko rozwijającą się firmę.

---

[8] Inwestycje w tej fazie mają bardzo różne odpowiedniki w języku angielskim: *second – round finance*, *other early stage* lub *follow – on investment*.

[9] EVCA Yearbook '94: EVCA/KPMG 1994.

2.2. Późne fazy inwestycji[10]

Można dostrzec w ostatnich latach tendencję do wzrostu zaangażowania funduszy *venture capital* w późniejsze stadia rozwoju firmy. Wynika to przede wszystkim z faktu, że przedsiębiorstwa są już bardziej stabilne, co zwiększa przewidywalność ich dalszego rozwoju i przez to obniża ryzyko związane z inwestycjami.

2.2.1. Faza ekspansji – szybkiego wzrostu. Analizując wzrost i rozwój istniejących przedsiębiorstw, można wyróżnić dwie zasadnicze drogi, którymi mogą być one realizowane:

1) wzrost samodzielny – wewnętrzny,
2) wzrost przez akwizycje – przejęcia innych biznesów.

Wzrost samodzielny oznacza tworzenie przez przedsiębiorstwo nowych zakładów, wprowadzanie nowych produktów i wchodzenie na nowe rynki. Wzrost przez akwizycje ma podobne cele, natomiast są one realizowane przez przejęcie innych przedsiębiorstw w całości lub zakup poszczególnych aktywów. Wzrost wewnętrzny finansowany jest zazwyczaj ze środków kredytowych. Natomiast inwestorzy *venture capital* angażują się często w finansowanie przejęć. Inwestycje w przejęcia charakteryzują się stosunkowo niskim ryzykiem i krótkim okresem zwrotu.

Sytuacja jest stosunkowo prosta, gdy fundusz *venture capital* zainwestował już poprzednio w przedsiębiorstwo zamierzające dokonać przejęcia, czyli ma dobrą znajomość i zaufanie do przedsiębiorstwa i przedsiębiorcy. Wówczas negocjacje przebiegają z reguły sprawnie, a przedstawienie profesjonalnego biznes planu stanowi wystarczającą podstawę podjęcia decyzji o udzieleniu finansowania. Natomiast gdy fundusz nie miał poprzednio kontaktów z przedsiębiorstwem, wówczas występuje konieczność przeprowadzenia długotrwałych negocjacji, obejmujących wszystkie strony transakcji (przedsiębiorcę dokonującego przejęcia, inwestora – fundusz *venture capital* oraz właściciela przedsiębiorstwa przejmowanego). W tym wypadku inwestor musi przeprowadzić dodatkowe analizy sytuacji obu przedsiębiorstw zaangażowanych w przejęcie, aby stwierdzić obiektywne ryzyko i szanse powodzenia transakcji.

Jednym ze specyficznych rodzajów finansowania przejęcia jest sytuacja, gdy fundusz *venture capital* ma udziały w przedsiębiorstwie, które ma zostać przejęte. Taka akwizycja może odbyć się z inicjatywy przedsiębiorcy, który uważa, że najlepszą opcją dalszego rozwoju przedsiębiorstwa może być przejęcie przez większy podmiot. Inicjatorem może być także fundusz *venture capital*, który utracił przekonanie o perspektywach dalszego rozwoju tego przedsiębiorstwa i chciałby

[10] Ang. *later stage financing*.

usunąć tę inwestycję z portfela inwestycyjnego. Takie przejęcie wykorzystywane jest również jako sposób realizacji zysków z inwestycji.

2.2.2. MBO – *management buyouts*. MBO oznacza przejęcie przedsiębiorstwa przez grupę jego menedżerów lub pracowników. Odbywa się to przez wykup od właścicieli przedsiębiorstwa całości lub części akcji. W latach osiemdziesiątych przejęcia przedsiębiorstw przez menedżerów stały się bardzo popularne. Menedżerowie z reguły wykorzystują okazje, gdy właściciele mają zamiar wycofać się z przedsiębiorstwa, odsprzedając akcje.

MBO występuje najczęściej w czterech sytuacjach:

1) utrata znaczenia przedsiębiorstwa dla interesów grupy – profil działalności przedsiębiorstwa przestaje odpowiadać strategii rozwoju holdingu; kontrolujący grupę inwestorzy podejmują decyzję o jego sprzedaży,

2) problemy w spółce macierzystej – kłopoty finansowe spółki macierzystej powodują, że właściciele często podejmują trudną decyzję o sprzedaży udziałów w spółce zależnej, aby zdobyć środki finansowe,

3) odejście na emeryturę głównego udziałowca – wycofujący się właściciel często preferuje sprzedaż akcji długoletnim menedżerom lub pracownikom niż przejęcie przedsiębiorstwa przez inwestorów zewnętrznych,

4) strategia obronna przed przejęciem – aby uchronić przedsiębiorstwo przed przejęciem przez nieprzyjaznych inwestorów, menedżerowie sami decydują się na wykup jego akcji, gwarantując sobie w ten sposób zachowanie w przyszłości stanowisk pracy[11].

Finansowanie *management buyouts* odbywa się przez wniesienie kapitału i z wykorzystaniem dłużnych instrumentów finansowych. W transakcjach MBO przeważa forma wspomagania kapitałowego, zwłaszcza wówczas, gdy niemożliwe jest finansowanie długiem przy istniejącym wysokim zadłużeniu przedsiębiorstw.

Inwestycje w przejęcia przedsiębiorstw przez menedżerów, jako finansowanie późnych faz rozwoju, odznaczają się stosunkowo niskim ryzykiem. Również krótki okres realizacji zysków z inwestycji (zwykle 2 - 3 lata) przyciąga potencjalnych inwestorów. Spowodowało to niezwykle duże zainteresowanie funduszy *venture capital* w finansowaniu MBO. Jednak fakt dużego zaangażowania funduszy niesie za sobą również negatywne strony. MBO stało się po prostu zbyt popularne w inwestycjach *venture capital*. Zbyt duża ilość środków i chętnych do finansowania przejęć spowodowała brak rozwagi w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Wspomaganie otrzymywały również zespoły menedżerów, które wcale nie gwarantowały rozwoju przedsiębiorstwa i przez to dużych zysków dla inwestora. Zwiększyła się znacznie liczba nietrafionych inwestycji.

---

[11] Por. **Ch. Bovaird**, op.cit., s. 50.

2.2.3. MBI – *management buyins*. MBI oznacza przejmowanie przedsiębiorstw przez grupę menedżerów, lecz w odróżnieniu od MBO grupa ta nie była poprzednio zatrudniona w przedsiębiorstwie. MBI charakteryzuje się dużym podobieństwem do MBO w finansowaniu transakcji, jednak występuje tu inny rodzaj ryzyka inwestycyjnego. Ryzyko to jest związane z:

1) możliwym konfliktem pomiędzy nową kadrą menedżerską a dotychczasowymi menedżerami i pracownikami,

2) możliwym brakiem znajomości przedsiębiorstwa i przemysłu przez przejmującą grupę menedżerów[12].

Jeśli menedżerowie przejmujący przedsiębiorstwo nie pracowali w nim poprzednio, nie znają oni jego specyfiki. Z reguły są oni zaskakiwani przez wewnętrzne problemy przedsiębiorstwa, których, mimo dokładnej analizy, nie udało im się przewidzieć. Często zdarza się, że nie mają oni dużego doświadczenia i wiedzy o przemyśle, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo. Wszystko to stawia dodatkowe wymagania dla ich umiejętności menedżerskich i zwiększa ryzyko niepowodzenia. MBI wymaga więcej dodatkowych wysiłków ze strony inwestorów funduszy *venture capital* dla zminimalizowania istniejącego ryzyka. Wiąże się to z koniecznością profesjonalnego wspomagania nie tylko dla przedsiębiorstwa, ale także oddzielnie dla nowej kadry menedżerskiej, nie wpominając już o konieczności dodatkowych analiz wstępnych dla stwierdzenia potencjalnej synergii pomiędzy przedsiębiorstwem a nową kadrą menedżerską.

3. Uwagi końcowe

Venture capital jest jednym ze źródeł finansowania rozwoju przedsiębiorstwa, które są dostępne na rozwiniętych rynkach finansowych. Specyficzne cechy tego sposoby finansowania powodują jednak, że jest on szczególnie skuteczny we wspomaganiu przedsiębiorczości. W początkowych fazach rozwoju przedsiębiorstwa muszą stawić czoła problemowi uzyskania zewnętrznego finansowania dla dopracowania koncepcji produktu i uruchomienia działalności. Bezwzględna wielkość ponoszonych nakładów nie jest wówczas zbyt duża, jednak z reguły przekracza możliwości samodzielnego finansowania przez przedsiębiorcę.

Niestety jest to również okres, kiedy zdobycie zewnętrznego finansowania jest najtrudniejsze. Trudno jest wówczas przekonać potencjalnych inwestorów o szansach powodzenia przedsięwzięcia, szczególnie w wypadku konserwatywnie nastawionych instytucji finansowych, np. banków. *Venture capital* pojawiło się właśnie po to, aby wspomagać takie przedsięwzięcia. W wielu krajach przyczyniło się znacznie do powstania rozbudowanego sektora małych i średnich przedsię-

[12]Por. ibidem, s. 58.

biorstw o wysokim potencjale rozwojowym. Ważną cechą działalności funduszy *venture capital* jest aktywne wspomaganie przedsiębiorstw w zarządzaniu i marketingu, których to kompetencji często brak w nowo powstałych podmiotach gospodarczych.

Wydaje się, że aktywni inwestorzy *venture capital* mogliby stanowić ważny czynnik wspomagający także rozwój przedsiębiorstw w polskiej gospodarce. Wielu przedsiębiorców, posiadając perspektywiczne pomysły na prowadzenie zyskownego biznesu, nie może uzyskać finansowego wsparcia umożliwiającego uruchomienie działalności. *Venture capital* może przyczynić się do rozwiązania najważniejszych problemów polskich prywatnych przedsiębiorstw, problemów, którymi są:

1) brak środków na finansowanie bieżącej działalności i rozwoju,

2) niskie kompetencje profesjonalne menedżerów.

Dotychczas jednak fundusze *venture capital* odgrywają marginesową rolę na rynku finansowym w Polsce. Problemem ograniczającym ich rozwój jest przede wszystkim zbyt niski poziom stabilności polskiej gospodarki, który niesie za sobą ryzyko inwestycyjne przekraczające możliwości akceptacji nawet funduszy „o podwyższonym ryzyku", czyli *venture capital*. Problemem jest również niski stopień rozwoju polskiego rynku kapitałowego, który jest niezbędnym narzędziem płynności inwestycji typu *venture capital*. Pozostaje mieć nadzieję, że w najbliższej przyszłości zostaną stworzone warunki umożliwiające wzrost sektora *venture capital*, który może skutecznie przyczynić się do rozwoju przedsiębiorczości w Polsce.

VENTURE CAPITAL AS A WAY OF FINANCING AND SUPPORTING ENTERPRISE GROWTH

Summary

Venture capital is a way of financing enterprises growth which concentrates above all on undertakings of higher investment risk. The high investment risk results from the fact that these are undertakings concerning the initial phases of the life cycle of innovative products. Financing in the form of venture capital takes place first of all by bringing share capital into an enterprise. Return on investment is executed by re-selling of the shares owned when the market value of the enterprise is much higher. This frequently takes a long time, therefore these investments are long-term and medium-term. An important feature of investment of venture capital type is an active cooperation between an enterprise and investment fund whose specialists provide professional support in management and marketing.

The phases of venture capital investment are linked with the cycle of an enterprise's life. Generally, early and late phases of investment are differentiated. The early ones include:

1) seed capital,
2) start-up,
3) second round finance.

MBO/MBI (management buyouts and buyings) as well as financing of expansion phase of an enterprise are significant in the late phases of investment. Venture capital is the biggest in the early phases of enterprise development.