

**Krystyna Brzozowska**

Akademia Rolnicza w Szczecinie

## **KAPITAŁ WYSOKIEGO RYZYKA W NIWELOWANIU LUK KAPITAŁOWYCH PRZEDSIĘWZIĘĆ INNOWACYJNYCH**

### **1. Wstęp**

Kapitał jest czynnikiem warunkującym jakikolwiek rozwój gospodarczy w obrębie zarówno świata, regionów, krajów, jak i pojedynczych podmiotów gospodarczych. Generalizując, kapitałem są szczególnie zainteresowane dwie strony – poszukujący kapitału oraz posiadający nadwyżki kapitału. Poszukujący kapitału są zainteresowani dostępem do kapitału jak najtańszego, niezabezpieczonego szczególnie warunkami utrudniającymi im bieżące funkcjonowanie, a posiadający nadwyżki kapitału chcą uzyskać relatywnie jak najwyższe stopy zwrotu przy jak najniższym ryzyku.

Celem opracowania jest zbadanie możliwości wykorzystania kapitału wysokiego ryzyka do zmniejszania luk kapitałowych na początkowych etapach rozwoju przedsięwzięć o dużym stopniu innowacyjności.

### **2. Ograniczenia kapitałowe przedsięwzięć innowacyjnych**

Problem dostępu do kapitału występuje szczególnie wyraźnie w małych, startujących przedsięwzięciach, które nie mogą korzystać z dostępnych dla rozwiniętych podmiotów źródeł, takich jak kredyty, emisja akcji, fundusze *venture capital* itp., ponieważ ryzyko utraty włożonych środków może być dla posiadaczy nadwyżek kapitału zbyt wysokie. Szczególnie dotyczy to przedsięwzięć o dużym poziomie innowacyjności.

Nie bez znaczenia dla poziomu ryzyka wynikającego z innowacyjności projektu oraz wczesnego etapu jego rozwoju może być także niedostateczne przygotowanie menedżerskie przedsiębiorców, brak znajomości rynku i zasad nim kierujących. Przedsiębiorcy, często niemający żadnych doświadczeń w prowadzeniu biznesu, mają interesujący pomysł, którego wdrożenie może zapewnić stworzenie produktów

lub usług, na które jest duże zapotrzebowanie na rynku. W wielu wypadkach posiadacz pomysłu nie jest w stanie przygotować nawet założeń biznesplanu opartych na realnych przesłankach. Jest jednak przekonany, że jego pomysł na biznes przyniesie zadowalające efekty, jeśli tylko uda się uruchomić działalność.

Przedsiębiorcy posiadający ideę rozwoju nowej działalności potrzebują środków finansowych na dokończenie prac badawczych nad produktem, zbadanie pomysłu pod kątem możliwości prowadzenia działalności na skalę rynkową, opracowanie koncepcji przedsiębiorstwa, pozyskanie pomieszczeń i wyposażenia na prowadzenia działalności, zakup aktywów obrotowych, zatrudnienie pracowników, uzyskanie niezbędnych pozwoleń i koncesji itp. Na tym etapie rozwoju wartość projektu wynika przede wszystkim z jego możliwości rozwojowych, a w zasadzie jedynym źródłem finansowania kolejnych niezbędnych prac są zasoby własne niedojrzałego przedsiębiorcy lub przedsiębiorców.

### 3. Luka kapitałowa

Głównym problemem projektów znajdujących się na etapie zasiewu lub startu jest zmniejszenie „rozziw” między niezbędnymi nakładami inwestycyjnymi a dostępnymi źródłami ich finansowania. Przedsiębiorcy szukający kapitału na etapie startu mają wiele problemów z uzyskaniem finansowania na akceptowalnych warunkach. Wybór źródeł finansowania przedsięwzięcia ma charakter strategiczny i zależy od preferencji, mentalności, zamożności, przedsiębiorczości i nastawienia przedsiębiorcy. Zaangażowane kapitały stanowią mechanizm napędzający rozwój i funkcjonowanie projektu, ale równie ważne znaczenie ma sprawność i umiejętność przekonywania potencjalnych inwestorów ze strony zarządzających przedsięwzięciem, szczególnie w zakresie zarządzania zasobami finansowymi [Daszyńska-Żygadło 2003, s. 157]. Pozyskanie kapitału zależy nie tylko od etapu rozwoju przedsięwzięcia, ale także od jego wielkości. Często, ze względu na niedostatek kapitału, niemożliwa staje się, lub jest odkładana w czasie, realizacja obiecujących, nowych pomysłów. Paradoksalnie właśnie wówczas, gdy dostawcy kapitału (banki, potencjalni inwestorzy kapitałowi) nie są zainteresowani zaangażowaniem kapitałowym z powodu wysokich kosztów i ryzyka niskiego zwrotu zaangażowanych środków, przedsiębiorcy najbardziej potrzebują zewnętrznego finansowania. Natomiast w fazie wzrostu, gdy kredytodawcy i inni inwestorzy zaczynają przejawiać zainteresowanie inwestowaniem w określone przedsięwzięcie, zapotrzebowanie ze strony przedsiębiorców na zewnętrzne finansowanie znacznie się obniża [Aernoudt 2005a, s. 275].

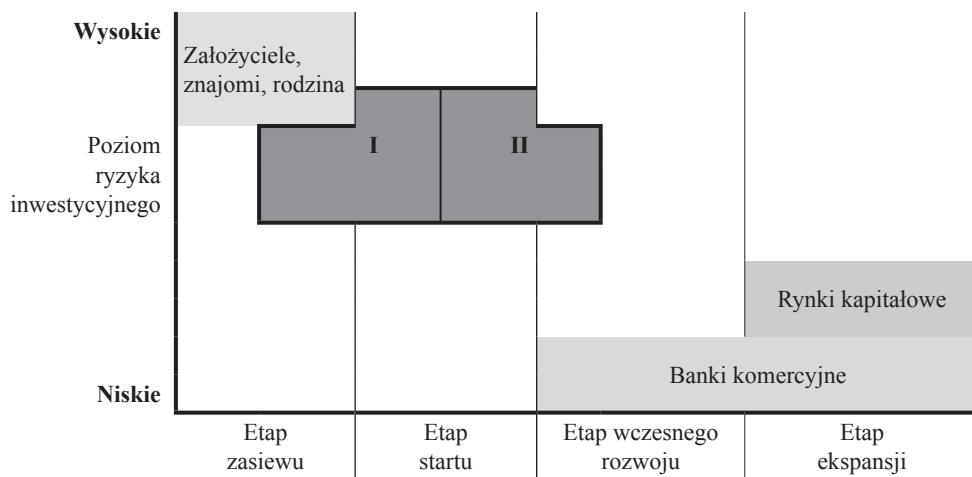
Brak pokrycia kapitałowego jest określane mianem luki kapitałowej, rozumianej jako różnica między kapitałem pozyskanym z prywatnych źródeł (*quasi-wewnętrzny*) a nakładami inwestycyjnymi koniecznymi do uruchomienia działalności [Grzywacz, Okońska 2005, s. 47]. Występowanie niedoborów kapitałowych niezbędnych do uruchomienia nowej działalności jest w teorii nazywane luką Macmillana (*Macmillan gap*). Luka Macmillana może wystąpić dwukrotnie w trakcie

„życia” przedsięwzięcia – na etapie zasiewu i startu (luka I) oraz na etapie wczesnego rozwoju (luka II).

Luka I występuje wówczas, jeśli zasoby własne pomysłodawcy lub pomysłodawców projektu oraz ich rodzin i przyjaciół są zbyt małe do uruchomienia działalności. Ograniczone zasoby finansowe inicjatorów przedsięwzięcia i brak dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania to najbardziej charakterystyczna jej cecha, będąca jednocześnie objawem słabości nowych przedsięwzięć znajdujących się na etapie zasiewu i startu.

Luka II natomiast może wystąpić wówczas, gdy osiągnięte dochody z rozpoczętej działalności są zbyt małe, aby ją rozwinąć. Rozwój działalności nie powoduje likwidowania niedoborów finansowych, ponieważ małe podmioty borykają się nadal z problemami utrzymania płynności finansowej i koniecznością ponoszenia kosztów na zwiększanie konkurencyjności i utrzymanie się na rynku. Wczesna faza przedsięwzięcia często oznacza niską płynność finansową lub nawet jej brak, co może znacznie utrudniać regulowanie zobowiązań i obniżać tempo rozwoju firmy.

Graficzne ujęcie zjawiska luki kapitałowej, w zależności od stopnia ryzyka inwestycyjnego i fazy życia projektu, przedstawiono na rys. 1.



Rys. 1. Luka kapitałowa w projektach innowacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Mayer 2001, s. 74].

Luka kapitałowa jest najczęściej wskazywanym powodem nieefektywności przedsięwzięć, w wypadku których potrzebna kwota finansowania jest za niska lub które są zbyt mało płynne i zbyt ryzykowne, by spełnić wymagania dawców kapitału obcego, głównie na etapie zasiewu i startu, wczesnego rozwoju lub w początkowej fazie ekspansji [Mikołajczyk 2006, s. 53]. Wystąpienie luki kapitałowej może

być wynikiem oddziaływania kilku czynników, takich jak [Mason, Harrison 2004, s. 161]:

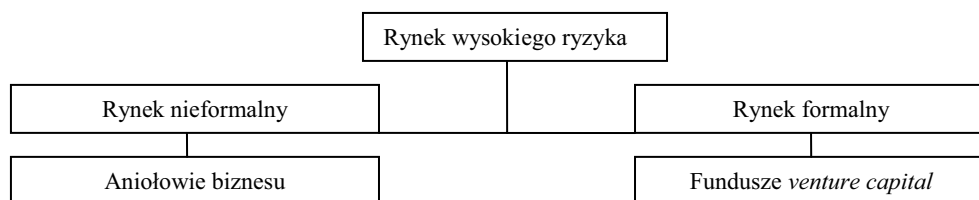
- wyższy poziom ryzyka inwestycyjnego dla przedsięwzięć znajdujących się na etapie zasiewu, startu i wczesnego rozwoju wynikającego z niewystarczającego doświadczenia menedżerskiego i/lub efektu „nowości” oferowanego produktu na niesprawdzonym rynku. Ryzyko będzie jeszcze większe w wypadku zastosowania wysoce innowacyjnej technologii,
- brak dostępu do pełnych informacji o proponowanym przedsięwzięciu, niezbędnych do podjęcia decyzji inwestycyjnej przez potencjalnych inwestorów. W celu wyeliminowania ryzyka asymetrii informacji inwestor będzie starać się o przeprowadzenie szczegółowego badania projektu. Koszty takiej oceny i *due diligence* są w większości stałe, niezależnie od wielkości inwestycji, i mogą czynić mniejsze inwestycje nieefektywnymi,
- wysoki poziom kosztów monitoringu inwestycji i wsparcia poinwestycyjnego dla inwestujących przedsiębiorstw. Takie koszty mają relatywnie większy udział w mniejszych inwestycjach, a konieczność ich pokrycia będzie wymagać lepszych (wyższych) wyników z prowadzonej działalności,
- niepewność dotycząca potencjalnych opcji wyjścia dla inwestorów zewnętrznych, oczekujących zwrotu w formie zysków kapitałowych,
- konieczność zwiększenia rozmiarów przedsięwzięcia w celu spełnienia warunków stawianych przez inwestorów zewnętrznych. Wzrost zaangażowania obcych źródeł może wiązać się (i najczęściej się wiąże) również ze zwiększeniem rozmiarów przedsięwzięcia zgodnie ze strategią potencjalnych inwestorów i pułapami inwestycyjnymi warunkującymi wejście kapitałowe na określony czas,
- obawy zewnętrznych inwestorów, głównie instytucjonalnych, co do finansowania wcześniejszych faz rozwoju przedsięwzięcia i jednocześnie utrudnianie finansowania projektu z innych źródeł w celu zapewnienia sobie możliwości inwestowania w fazach późniejszych dla uzyskania możliwie największych stóp zwrotu.

Finansowanie poszczególnych etapów rozwoju przedsięwzięcia może być bardzo zróżnicowane pod względem nie tylko struktury kapitału, ale także form wnoszonego kapitału, podejścia do ryzyka i możliwości rozwojowych. W fazie zasiewu i w fazie badań przedsiębiorca zwykle wykorzystuje swoje własne zasoby kapitałowe oraz środki pochodzące od rodziny i przyjaciół. Najczęściej pod koniec fazy badawczej wszelkie dostępne źródła są wyczerpane i przedsiębiorca musi szukać innych sposobów finansowania dalszych etapów. Ten etap może zainteresować inwestorów z rynku wysokiego ryzyka (*venture capital*), których kapitał może wypełnić zaistniałą lukę kapitałową między fazą badawczą a fazą wczesnego rozwoju i później ekspansji. Badania przeprowadzone na rynku amerykańskim na próbie obejmującej 480 przedsiębiorstw na etapie wczesnego rozwoju w latach 2001-2004 wykazały, że 18% projektów wspierało się zasobami własnymi, rodziny i przyjaciół, 9% posiadało płynność finansową pozwalającą na finansowanie działalności kapi-

tałem obrotowym i uzyskiwanymi nadwyżkami, 7% uzyskało kredyty, 3% wybrało formę *joint venture* z zewnętrznymi partnerami. Natomiast aż 63% przedsiębiorstw finansowało swoją działalność udziałami kapitałowymi inwestorów *venture capital* [Benjamin, Margulis 2005, s. 6].

#### 4. Miejsce kapitału wysokiego ryzyka w niwelowaniu luk kapitałowych

Najczęściej pod koniec fazy badawczej wszelkie dostępne źródła finansowania są wyczerpane i przedsiębiorca musi szukać innych sposobów finansowania dalszych etapów. Ten etap jest miejscem dla kapitału z rynku wysokiego ryzyka (por. rys. 2). Kapitał wysokiego ryzyka (*venture capital*) jest ściśle związany z finansowaniem nowych i innowacyjnych przedsiębiorstw, które są obciążone wysokim ryzykiem – dużo wyższym niż w podmiotach już istniejących, z reguły dysponujących większym kapitałem, większym doświadczeniem rynkowym i lepszym zabezpieczeniem prowadzonej działalności.



Rys. 2. Podział rynku *venture capital*

Źródło: opracowanie własne.

Rynek kapitału wysokiego ryzyka tworzą aniołowie biznesu i fundusze *venture capital*<sup>1</sup>, często działając w symbiozie lub uzupełniając się wzajemnie. Zaangażowanie kapitałowe aniołów biznesu, a później funduszy *venture capital* ułatwia także dostęp do innych zewnętrznych form finansowania, głównie w postaci kredytów, leasingu, obligacji<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Wraz ze zwiększającą się liczbą kwalifikowanych aniołów biznesu oraz szybkim wzrostem sieci aniołów biznesu różnice między aniołami biznesu a funduszami *venture capital* się zacierają; zauważa się coraz więcej podobieństw, jednak podstawowe różnice związane z podstawą wejścia kapitałowego nadal pozostają aktualne.

<sup>2</sup> Interesujące jest porównanie angażowania się przez anioły biznesu i banki. Aniołowie biznesu są nastawieni na „żniwa” ze swoich inwestycji, toteż zwracają szczególną uwagę na możliwości produkcyjne w przyszłości, czyli na przyszły potencjał wzrostu zakładanych firm, natomiast banki są zainteresowane głównie stabilnością podmiotów, którym udzielają kredytów, a mniej ich potencjałem wzrostu. Banki nie dysponują również takimi możliwościami sprawdzania i monitorowania działalności jak aniołowie biznesu.

Aniołami biznesu<sup>3</sup> są nazywane majątne osoby, posiadające doświadczenie w prowadzeniu działalności gospodarczej, gotowe do podejmowania ryzyka inwestycyjnego. Są one niezależne, mają wystarczające własne zasoby kapitałowe, zainteresowane są inwestowaniem części posiadanych nadwyżek finansowych w młode, innowacyjne przedsięwzięcia na etapie wczesnych faz rozwojowych [Głodek, Gołębiowski 2006, s. 22], mają również wystarczające umiejętności, by zarabiać na takich inwestycjach. Inwestorzy ci jednocześnie oddają do dyspozycji przedsiębiorstw określone *know-how* [Węclawski 2001, s. 577]. Najczęściej są to emerytowani przedsiębiorcy lub osoby nieprowadzące czynnie własnych interesów. Osoby takie, dysponując odpowiednim doświadczeniem oraz kapitałem, wspierają wybrane przedsięwzięcia w początkowej fazie ich działalności (zasiewu, startu), oczekując w przyszłości części zysków pochodzących z rozwiniętej działalności wspieranych spółek. Aniołowie biznesu mogą dzielić się z przedsiębiorcami swoimi umiejętnościami i wieloletnim doświadczeniem w prowadzeniu biznesu, kontaktami ze środowiskiem biznesowym, a dla kontrahentów mogą stanowić gwarancję wiarygodności wspieranych projektów. Przez nabycie udziałów w firmie uzyskują prawo współdecydowania o jej działalności i strategii. Mają wpływ na wszelkie zmiany zachodzące w przedsiębiorstwie, zaciąganie zobowiązań finansowych, decyzje personalne, zatwierdzanie wydatków oraz sprawozdań rocznych. Kluczem dla aniołów biznesu na wczesnym etapie rozwoju projektu jest potencjał wzrostu przedsięwzięcia [De Noble 2001, s. 360]. Ze względu na niższe koszty pośrednictwa finansowego oraz bezpośrednie angażowanie się aniołów biznesu w realizację projektu często przedsiębiorcy są bardziej zainteresowani ich udziałem niż inwestorów instytucjonalnych [Aernoudt 2005b, s. 360]. Ponadto zaangażowanie aniołów biznesu może otwierać możliwości uzyskania dodatkowego kapitału, tj. funduszy *venture capital* lub klasycznego finansowania dłużnego.

Aniołowie biznesu angażują się w przedsięwzięcie w początkowej fazie – fazie startu, niewymagającej stosunkowo wysokich kapitałów. Ich zaangażowanie zwiększa szanse na obniżenie lub nawet zlikwidowanie luki kapitałowej. Rzadko konkurują z funduszami *venture capital*, ponieważ finansują przedsięwzięcia na etapie zasiewu i startu.

W następnej fazie – fazie wczesnego rozwoju i później ekspansji – bardzo często dochodzi jeszcze jeden partner kapitałowy – fundusze *venture capital*<sup>4</sup>. Mają one charakter instytucjonalny, ich zasoby kapitałowe pochodzą od innych osób, a podstawowym celem działania jest uzyskanie maksymalnej stopy zwrotu z zain-

<sup>3</sup> Termin „anioł biznesu” został spopularyzowany przez amerykańskie środowisko artystyczne Broadwayu i pierwotnie odnosił się do osób inwestujących w realizację spektakli teatralnych.

<sup>4</sup> Wprawdzie w wielu opracowaniach podaje się, że dawcami kapitału we wstępnej fazie rozwoju, poza właścicielami i osobami z nimi spokrewnionymi, są fundusze *venture capital*, jednak w praktyce fundusze takie angażują się generalnie na etapie wzrostu. Wyjątkiem od tej zasady są specjalistyczne fundusze *venture capital* albo fundusze utworzone ze środków publicznych, których celem nie jest maksymalizowanie wartości przedsięwzięcia dla uzyskania indywidualnych korzyści funduszu.



westowanych środków pieniężnych. Wejście kapitałowe funduszy *venture capital* zapewnia przedsięwzięciu środki na zwiększenie prowadzonej działalności eksploatacyjnej, czego konsekwencją może być nawet wyeliminowanie ryzyka wystąpienia luki II. Zarządzający funduszami aktywnie włączają się w proces zarządzania projektem w celu osiągnięcia maksymalnie wysokich efektów. W momencie, gdy przedsięwzięcie osiągnie etap dojrzałości, fundusze *venture capital*, zgodnie ze swoją strategią, sprzedają swoje udziały inwestorom strategicznym lub organizują publiczną emisję akcji (IPO), podczas której sprzedają posiadane pakiety z nadzieją na uzyskanie satysfakcjonującego zwrotu.

Prywatni inwestorzy i instytucjonalni inwestorzy *venture capital*, chociaż inwestują na różnych etapach rozwoju przedsięwzięcia, uzupełniają się w rozumieniu takim, że rynek inwestorów prywatnych zapewnia kapitał na fazę zasiewu i startu dla „wylęgu” nowych przedsięwzięć. Fundusze *venture capital*, przez dostęp do sieci aniołów biznesu, mogą przekazywać aniołom propozycje inwestycyjne, które nie spełniają ich kryteriów inwestycyjnych pod względem wielkości, etapu rozwoju lub branży, np. zbyt małych lub w zbyt wczesnej fazie dla funduszy. Ponadto fundusze *venture capital* mogą zapewnić kapitał dla finansowania transakcji leżących poza możliwościami finansowymi lub doświadczeniem aniołów biznesu. Mogą także inwestować równoległe z aniołami biznesu, np. w USA fundusze *venture capital* współinwestują z aniołami biznesu w ramach sieci oraz wykorzystują umiejętności lub doświadczenie i przedsiębiorczość aniołów przy opracowywaniu i ocenie *due diligence*.

## 5. Przykłady niwelowania luk kapitałowych przez inwestorów wysokiego ryzyka

Niemal podręcznikowym przykładem wsparcia kapitałowego przedsięwzięć innowacyjnych jest projekt księgarni internetowej Amazon.com, który w ciągu 5 lat osiągnął etap ekspansji, a cena jego akcji wzrosła w tym czasie ponad 52 tys. razy. Na rysunku 3 przedstawiono, wykorzystując graficzne ujęcie rys. 1, historię finansowania Amazon.com wraz z niwelowaniem luk kapitałowych. Obie luki zostały pokryte środkami inwestorów wysokiego ryzyka – luka I środkami aniołów biznesu, a luka II w drodze nabycia akcji przez fundusze *venture capital*.

W Polsce nie ma na razie wiele przykładów zaangażowania aniołów biznesu i funduszy *venture capital* w finansowanie przedsięwzięć innowacyjnych. Wsparcia kapitałowego szukają startujące przedsiębiorstwa lub przedsiębiorcy starający się wprowadzić na rynek innowacyjny produkt. Takim przypadkiem jest spółka ANT ISS, powstała w 2002 r., która zajmuje się tworzeniem oprogramowania do integracji systemów pomiarowych i sterowania. Propozycja założycieli spółki polegała na opracowaniu rozwiązania umożliwiającego wymianę danych przez sieci telemetryczne i jego sprzedaży potencjalnym zainteresowanym. Ponieważ wykonanie tej propozycji przekraczało możliwości spółki, założyciele zgłosili się do sieci

Lewiatan BA, a także zamieścili ogłoszenie w Internecie. Jak się okazało, propozycja spotkała się z dużym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Partnerzy zdecydowali się skorzystać z pomocy anioła biznesu, który nie ujawnił publicznie swoich personaliów ani wielkości udzielonego wsparcia. Po zaangażowaniu się anioła biznesu spółka zmieniła z powodzeniem organizację i strategię swojej działalności, rozszerzyła zakres działania, m.in. na rynek brytyjski.

Wysokie	Założyciel: Jeff Bezos <b>54 000</b>		Rodzina: <b>54408</b>	
	<b>I</b>		<b>II</b>	
Poziom ryzyka	2 aniołów <b>54 408</b>		2 fundusze VC	
	20 aniołów <b>937 000</b>		<b>8 000 000</b>	
Niskie				Rynki kapitałowe <b>IPO 49 000 000</b>
	Banki komercyjne			
	Etap zasiewu	Etap startu	Etap wczesnego rozwoju	Etap ekspansji
Okres	VII 1994- VII 1995	VIII 1995- V 1996	VI 1996	V 1997

Rys. 3. Finansowanie Amazon.com w poszczególnych etapach rozwoju

Źródło: opracowanie własne.

Przykładem inwestowania przez *venture capital* jest apteka internetowa Dozdrovia.pl, która działa na rynku od lipca 2004 r., a w lutym 2005 r. pozyskała wsparcie od anioła biznesu, co pozwoliło na dofinansowanie w październiku 2005 r. przez fundusz *venture capital* MCI Management SA. Fundusz ten bardzo aktywnie współpracuje z aniołami biznesu – w swoim portfelu ma już 4 wspólne projekty [Frączek 2005, s. 2].

## 6. Zakończenie

Podstawowym problemem przedsięwzięć o wysokim poziomie innowacyjności na etapie uruchamiania i wczesnego rozwoju jest niedobór kapitałów własnych oraz brak dostępu do kapitału obcego. Wsparcie w postaci inkubatorów przedsiębior-



czości, parków technologicznych, funduszy załączkowych, funduszy pożyczkowych i poręczeniowych – wprawdzie cenne i pożyteczne – nie pozwala na uzyskanie efektu zlikwidowania luk kapitałowych, natomiast taką szansę daje kapitał wysokiego ryzyka.

Rola kapitału wysokiego ryzyka w niwelowaniu luk kapitałowych będzie zwiększać się w miarę rozwoju przedsiębiorczości i innowacyjności gospodarki. Kapitał wysokiego ryzyka stanowi nie tylko bazę do niwelowania luk, ale także przyczynia się do wzrostu „kultury” przedsiębiorczości w małych, startujących przedsiębiorstwach.

## Literatura

- Aernoudt R., *Business angels: the smartest money for starters? Plea for a renewed policy focus on business angels*, „International Journal of Business” 2005a no. 3.
- Aernoudt R., *Executive Forum: Seven Ways to Stimulate Business Angels' Investments*, „Venture Capital” 2005b no. 4.
- Benjamin G., Margulis J., *Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing*, John Wiley & Sons, 2005.
- Daszyńska-Zygałło K., *Nowoczesne źródła finansowania działalności małych i średnich przedsiębiorstw, Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, t. 1, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 974, AE, Wrocław 2003.
- De Noble A., *Review essay. Raising finance from business angels*, „Venture Capital” 2001 no. 4, s. 360.
- Frączek M., *Kim są Business Angels?*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 12.
- Głodek P., Gołębiowski M., *Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, Warszawa 2006.
- Grzywacz J., Okońska A., *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Wyd. SGH, Warszawa 2005.
- Mason C.M., Harrison R.T., *Improving access to early stage venture capital in regional economies: a new approach to investment readiness*, „Local Economy” 2004 vol. 19, no. 2.
- Mayer C., *Investment and Growth: The Role of Corporate Governance*, Economic Growth and Government Policy, HM Treasury, 2001.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*, „Bank i Kredyt” 2006 nr 3.
- Węclawski J., *Luka kapitałowa w okresie między założeniem przedsiębiorstwa a wejściem funduszy venture capital i możliwości jej finansowania*, [w:] *Zarządzanie finansami. Cele – organizacja – narzędzia*, t. 2, FRRwP, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2001.

---

## **VENTURE CAPITAL AS A COVER OF CAPITAL GAPS IN INNOVATIVE PROJECTS**

### **Summary**

The most significant obstacle of innovative projects development, because of a very high level of investment risks, is a lack of sufficient resources to cover their needs. It creates capital gaps on seed and start-up (gap I) and early development (gap II) stages. Venture capital investors – business angels and venture capital funds – aimed at term investments to achieve high rates of return – can successfully liquidate or diminish such gaps.

Examples presented in the paper have proved that venture capital can bring effects satisfying both entrepreneurs and investors.