

**Ewa Radawiecka**

Politechnika Koszalińska

## ***VENTURE CAPITAL A WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA***

### **1. Istota *venture capital***

Na początku lat osiemdziesiątych w USA pojawiły się specjalne fundusze, których celem było finansowanie młodych, niepewnych, ale perspektywicznych projektów, aby osiągnąć ponadprzeciętne zyski. Fundusze te skupiły się na finansowaniu innowacyjnych przedsięwzięć. Przyczyniły się do intensywnego rozwoju informatyki jako gałęzi gospodarki rozwijającej się w dużym tempie, jak również do finansowania innych przedsięwzięć, takich jak restrukturyzacja nierentownych przedsiębiorstw lub inwestycje na rynku kapitałowym w niedoszacowane i rozwojowe spółki.

W praktyce powstaje wiele projektów, do realizacji których niezbędne są środki finansowe. Przy braku wystarczającej ilości kapitału własnego źródłem finansowania staje się kapitał zewnętrzny. Innowacyjne projekty obciążone są z reguły dużym ryzykiem gospodarczym. Banki nie są skłonne do podejmowania ryzyka finansowania niepewnych przedsięwzięć. Fundusze *venture capital* stały się alternatywną formą pozyskiwania kapitałów.

Główną ofertą funduszy *venture capital* jest finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Skierowana jest ona zarówno do firm, które funkcjonują już na rynku, oferując produkt lub usługę, a wprowadzenie ich na rynek ma umożliwić kapitał (*start-up financing*), jak i do takich, w których kapitał jest dostarczany na etapie organizacji przedsiębiorstwa (*seed financing*).

Podstawowe cechy przedsięwzięcia, w które skłonne są finansować fundusze, to:

- unikatowość projektu wyrażająca się zastosowaniem niepowtarzalnej technologii, zasobów wiedzy i *know-how*,
- kompetencje kadry zarządzającej i precyzyjnie przedstawiona wizja rozwoju oraz możliwość jej realizacji,
- produkt lub usługa, na który zgłaszany jest popyt rynkowy,
- dodatni wynik finansowy i jego trend.

Ocenie, przy podejmowaniu decyzji o inwestycji, poddawane są głównie trzy obszary funkcjonowania przedsiębiorstwa, a mianowicie:

- kształtująca się konkurencja na rynku oraz jego chłonność na produkt firmy,
- struktura organizacyjna przedsiębiorstwa, struktura zatrudnienia i organizacja pracy,
- struktura majątku przedsiębiorstwa.

Z założenia *venture capital* oczekuje zwrotu z kapitału wyższego niż przeciętny. Oznacza to, że w polu zainteresowania funduszy znajdują się małe, innowacyjne firmy. Wiele z nich, nie widząc perspektyw w rywalizacji z większymi od siebie konkurentami, poszukuje dla siebie niszy rynkowej, często opartej na niekonwencjonalnych rozwiązaniach lub obsłudze niewielkiego segmentu rynku. O ile dla banku innowacyjność jest synonimem niepewności i zagrożenia, o tyle dla funduszu *venture capital* może być czynnikiem zwiększającym szanse na realizację ponadprzeciętnego zysku.

## 2. Funkcjonowanie *venture capital*

Pozyskanie dodatkowego źródła finansowania majątku przebiega według określonego schematu. Jeżeli firma wyczerpała komercyjne źródła finansowania, a jej struktura finansowania jest taka, iż wymaga ona dodatkowego kapitału oprócz inwestycji właściciela, to zwraca się o finansowanie do funduszu *venture capital*. Fundusz nabywa udziały w kapitale firmy. Na ogół są to nowe udziały wydane przez spółkę z wpływów uzyskanych przez tę spółkę na zaspokojenie niektórych jej potrzeb finansowych. W niektórych przypadkach wartość wydanych udziałów może przekraczać ich wartość nominalną. Może im również towarzyszyć udostępnienie innego finansowania, jak np. kredytu. Mogą być również stosowane hybrydowe instrumenty, takie jak zamienny kapitał pożyczkowy.

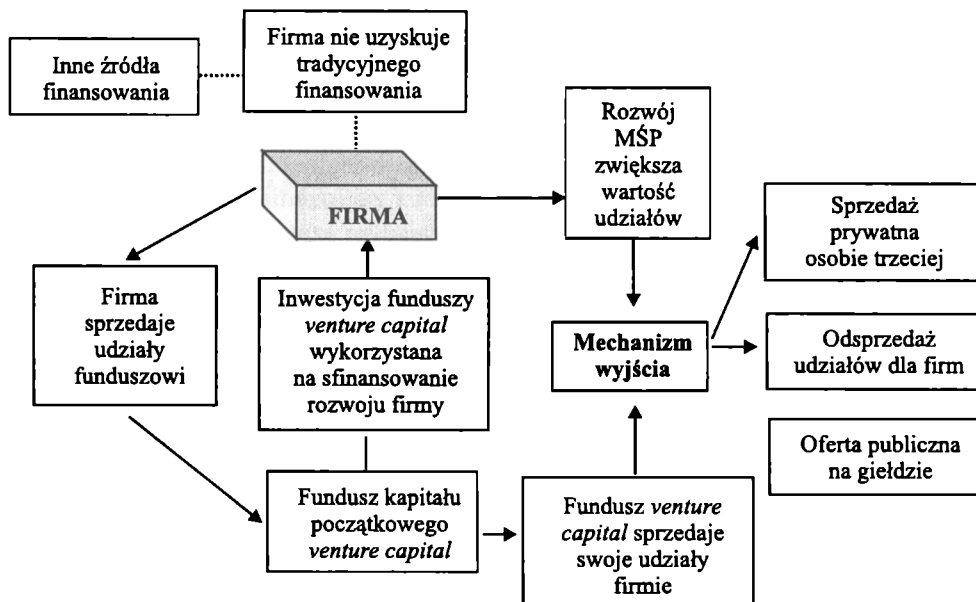
Fundusz monitoruje inwestycję przez okres jej trwania, czasami zapewniając firmie doradztwo w zakresie zarządzania. W stosownym terminie fundusz zaczyna dążyć do sprzedaży swego udziału. W przypadku efektywnych firm drogi wyjścia mogą polegać na prywatnej sprzedaży inwestycji na rzecz inwestora branżowego lub na przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej. Tego typu wyjście z inwestycji zapewnia wysoki zysk odzwierciedlający związane z nią ryzyko. W przypadku mniej wydajnych firm droga wyjścia funduszu może być trudniejsza.

W znacznej liczbie przypadków firmy przechodzą finansową restrukturyzację spowodowaną słabymi wynikami i nastąpić może utrata całego kapitału udziałowego.

Jeżeli fundusz typu *venture capital* jest dofinansowywany z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, inwestycja EFRR musi być rozliczona na koniec okresu trwania programu, gdy konieczne jest zamknięcie programu, w ramach którego fundusz był finansowany. W momencie zamknięcia zainwestowany kapitał lub pożyczki udzielone firmie uznaje się za wydatki kwalifikujące się do dofinansowania.

Przydział środków z EFRR dla funduszu typu *venture capital*, jeżeli środki te nie zostały zainwestowane lub pożyczone, zostaje anulowany. Fundusz typu *venture capital* może jednak nadal istnieć i nie musi ulec natychmiastowemu rozwiązaniu. Zy-

ski z wkładu EFRR mogą być ponownie zainwestowane w fundusz lub wykorzystane na potrzeby innych działań z zakresu rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w regionie. Przebieg procesu pozyskiwania i wyjścia z funduszu prezentuje rys. 1.



Rys. 1. Funkcjonowanie funduszy *venture capital*

Źródło: opracowanie własne na podstawie [http://ec.europa...].

Fundusze *venture capital* na bieżąco i gruntownie obserwują sytuację w spółce, ograniczając tym samym ryzyko utraty zainwestowanych środków. Ich właściciele również domagają się odpowiednich zabezpieczeń, które można osiągnąć jedynie w drodze właściwie przeprowadzonego nadzoru właścicielskiego zgodnie z zasadami ładu korporacyjnego (*corporate governance*).

### 3. Wewnętrzna stopa zwrotu jako podstawowa miara oceny rentowności inwestycji funduszy *venture capital*

Fundusze *venture capital*, podejmując decyzję o zainwestowaniu środków w określone przedsięwzięcie, poddają ocenie m.in. majątek przedsiębiorstwa.

Badając strukturę majątkową przedsiębiorstwa, ocenia się, jak dużą część inwestycji można sfinansować długiem i tym samym ograniczyć ryzyko. Fundusze wykształciły własną miarę oceny rentowności inwestycji – IRR (*Internal Return Rate*), którą jest wewnętrzna stopa zwrotu. Jest to metoda uwzględniająca przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych zmianę wartości pieniądza w czasie, zwana również stopą zwrotu lub dyskontową stopą zwrotu. Wyraża ona stopę procentową, która

spowoduje zrównanie sumy przyszłych wpływów z sumą zainwestowanego kapitału [Rachunkowość... 2003, s. 190]. Jako wskaźnik wewnętrzna stopa zwrotu jest stopą dyskontową, przy której wskaźnik wartości bieżącej netto NPV jest równy zeru:

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} - I_0 = 0,$$

gdzie:  $CF_t$  – przepływy gotówkowe w okresie  $t$ ,

$r$  – stopa dyskonta,

$I_0$  – nakłady początkowe,

$t$  – kolejne okresy (najczęściej lata) eksploatacji inwestycji.

Zakłada się, że w przypadku zaangażowania *venture capital* wewnętrzna stopa zwrotu nie może wynosić mniej niż 30-35%. Przedsięwzięcia obciążone największym ryzykiem – *seedy* i *start-upy* – muszą zapewniać wyższą stopę zwrotu niż pewniejsze finansowanie rozwoju zabezpieczone w części środkami trwałymi przedsiębiorstwa.

#### 4. Venture capital a wartość firmy

Wprowadzenie funduszu *venture capital* do firmy wymaga wypracowania takich kierunków zarządzania, które nastawione są na systematyczne zwiększanie wartości firmy. Stwarza konieczność przejścia do procesu planowania wartości, tj. zidentyfikowania sił napędowych wartości i ich wrażliwości na wzrost i wykorzystania narzędzi służących do kontroli i pomiaru wartości na poszczególnych szczeblach działalności firmy. Stąd też szczególne zainteresowanie firm finansujących swój majątek ze środków pochodzących z funduszy *venture capital* metodologią zarządzania przez wartość (*Value Based Management* – VBM). Jest to koncepcja, która daje finansowanym przedsięwzięciom szansę uzyskania przewagi konkurencyjnej na rynku [Radwiecka 2007, s. 428]. Zmiany w obszarze strategii i metod zarządzania wymuszają zmianę zasad prowadzenia szczegółowej ewidencji kosztów, zaprojektowania i wdrożenia systemu motywacyjnego i systemu komunikacji wewnętrznej i zewnętrznej. Typowym objawem wprowadzania przez fundusz *venture capital* zasad zarządzania przez wartość jest wymaganie od finansowanych firm skupienia się na rozwijaniu swych głównych kompetencji i ścisłej specjalizacji (kształtowania tzw. *core business*).

Skoncentrowanie wysiłków na podniesieniu wydajności oraz budowaniu przewagi konkurencyjnej może wyrażać się m.in. poprzez:

- rozwijanie nowych form sprzedaży,
- innowacyjną politykę cenową,
- właściwe zarządzanie kosztami (przez ich redukcję).

Z drugiej strony obszary działalności nietworzące wartości są restrukturyzowane lub sprzedawane.

Inicjatywa działań operacyjnych mających na celu wykorzystanie sił napędowych wzrostu wartości firmy powinna leżeć w takiej samej mierze po stronie menedżerów funduszu i zarządu spółki. Stąd też, podejmując decyzję o wdrożeniu *Value Based Management*, zarządcy zarówno finansowanych spółek, jak i funduszu *venture capital* muszą przyjąć założenie o obustronnym profesjonalizmie, kreatywności i gotowości do podejmowania inicjatywy. *Value Based Management* wymaga bowiem partnerskiego układu między wszystkimi stronami zainteresowanymi wynikami spółki.

## 5. Wady i zalety finansowania rozwoju firmy funduszem *venture capital*

Podstawową zaletą finansowania typu *venture capital* jest możliwość realizacji nawet bardzo ryzykownych projektów bez stosownych zabezpieczeń. Zapewnia to realizację obarczonych dużym ryzykiem przedsięwzięć w fazie projektowania produktu bądź usługi (*seed financing*) lub zakładania firmy (*start-up financing*), gdy właściciele nie dysponują odpowiednimi środkami finansowymi. Jest to również korzystne źródło finansowania, gdy firma ma już określoną pozycję na rynku i planuje ekspansję.

Finansowanie majątku kapitałem własnym na tych etapach rozwoju firmy, gdy występuje niepewność i trudno określić ryzyko kontynuacji działalności, daje w miarę stabilną sytuację w zakresie utrzymania płynności finansowej.

Zaletą *venture capital* jest również charakter zaangażowania finansowego. Kapitał z funduszu *venture capital* zwiększa kapitał zakładowy spółki. Kapitał zakładowy nie podlega zwrotowi, stanowi zatem stabilne źródło finansowania. Kapitału własnego nie obciążają koszty finansowe firmy jak w przypadku kredytu. Taka zmiana struktury bilansu zwiększa zdolności przedsiębiorstwa do zaciągania zobowiązań.

Pozycja rynkowa małych i średnich firm w początkowych fazach rozwoju jest na tyle niestabilna, że niemal każda zmiana koniunktury zmienia radykalnie ich sytuację finansową. Oznacza to, że przy niekorzystnych zmianach na rynku większość z tych firm ma problemy z utrzymaniem płynności finansowej. W przypadku finansowania inwestycji kredytem bankowym może to spowodować trudności w regulowaniu zobowiązań wobec banku. Negocjacje z bankiem są trudne oraz kosztowne i mogą okazać się nieefektywne.

Kolejną zaletą *venture capital* jako źródła finansowania jest niższy koszt procesu pozyskiwania kapitału wynikający m.in. z mniejszego kosztu przygotowania dokumentacji.

Finansowanie rozwoju firmy przez *venture capital* stwarza możliwość uzyskania wartości dodanej (*added value*) w postaci wysokiej jakości wiedzy biznesowej. Menedżerowie funduszy *venture capital* mają dużą wiedzę z zakresu finansów, marketingu i zarządzania, a to przy często sporych brakach występujących na tym polu w małych i średnich firmach daje możliwość istotnej zmiany jakościowej w tym zakre-

sie. Ma to ogromne znaczenie w wielu firmach „technologicznych”, gdyż, w większości przypadków, pomysłodawcami nowego biznesu i zarazem zarządzającymi są osoby doskonale znające zagadnienia techniczne wiążące się z projektem, którym brakuje jednak wiedzy i doświadczenia w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Obecność przedstawicieli funduszu *venture capital* w radzie nadzorczej, a czasami również w zarządzie, podnosi ogólną kulturę organizacyjną firmy.

Fundusz *venture capital*, jako inwestor, przyczynia się również do poprawy wizerunku firmy. Inne fundusze inwestycyjne, banki, a także kontrahenci skłonni są traktować taką firmę jako bardziej wiarygodną. Przyczynia się do tego świadomość faktu, że kondycja finansowa firmy, jak też realność zamierzeń biznesowych zarządu firmy, została sprawdzona przez fundusz *venture capital* o wiele solidniej, niż ma to miejsce w przypadku standardowego postępowania o przyznanie kredytu.

W sytuacji, gdy zaprojektowana struktura kapitałowa przewiduje również udział kapitału dłużnego w finansowaniu inwestycji, o wiele łatwiej jest pozyskać kredyt. Fundusz uwiarygodnia projekt i wspiera firmę w negocjacjach z bankiem.

Zaletą *venture capital* jest także możliwość zachowania w tajemnicy wielu istotnych dla działalności firmy informacji, które, w przypadku pozyskania kapitału za pomocą oferty publicznej, musiałyby być powszechnie dostępne, również dla konkurentów. W przypadku firm planujących ekspansję konieczność upowszechniania zamierzeń inwestycyjnych bądź strategicznych jest szkodliwa.

Fundusze *venture capital* nie są zainteresowane realizacją bieżącego zysku (np. w postaci dywidend), lecz reinwestycją zysków, aby umożliwić przedsiębiorstwu szybki rozwój, a w konsekwencji – wzrost wartości udziałów. Z reguły jest to zgodne z oczekiwaniami przedsiębiorców i potrzebami szybko rozwijających się firm we współczesnej gospodarce, gdzie kapitał często stanowi o przewadze konkurencyjnej.

Fundusze *venture capital* są inwestorami pasywnymi. Oznacza to, że akceptując plan działania przedsiębiorcy, nie ingerują w bieżące zarządzanie. Dzięki temu przedsiębiorca ma pełną swobodę działania w ramach zatwierdzonych przez inwestora planów. Ma to znaczenie dla przedsiębiorców, którzy mają wizję rozwoju swojej firmy i w jej konsekwentnej realizacji upatrują sukcesu.

Kolejną zaletą inwestycji *venture capital* jest permanentna i dokładna kontrola działalności spółki sprawowana przez fundusz. Efektywne wykorzystanie przez firmę wiedzy menedżerów funduszu wiąże się z prowadzeniem skutecznej, rzetelnej i aktualnej sprawozdawczości. Identyfikacja zagrożeń we właściwym czasie i wprowadzenie ewentualnych modyfikacji planów daje szansę na uniknięcie poważniejszych problemów w przyszłości.

Wadą finansowania działalności funduszem *venture capital* jest potrzeba zmiany struktury kapitałowej firmy. Efektem tego jest konieczność podziału wypracowanego zysku i podział władzy między dotychczasowego właściciela a fundusz.

Niekorzystny z punktu widzenia rentowności kapitału własnego jest fakt, że wniesiony kapitał pracuje dla funduszu, a nie dla przedsiębiorcy (w przypadku korzystania z kredytu bankowego efekty finansowe osiągnięte dzięki zaangażowaniu tego kapitału są dochodem przedsiębiorcy).

Do wad zaliczyć trzeba także zdecydowanie niższą niż w ofercie publicznej wycenę akcji oraz brak możliwości transferu branżowego *know-how*, co ma miejsce w przypadku inwestycji dokonanej przez inwestora branżowego.

Za mankament można uznać również czasowy charakter zaangażowania kapitału przez *venture capital* oraz to, że w wyniku wyjścia funduszu z firmy nabywca pakietu udziałów należących dotychczas do funduszu *venture capital* może być inwestor niezainteresowany kontynuowaniem strategii realizowanej przez przedsiębiorcę.

Każdy przedsiębiorca, rozważając możliwość finansowania swojego biznesu ze środków funduszy *venture capital*, powinien rozważyć wszelkie argumenty przemawiające za takim rozwiązaniem i przeciw niemu. Ocenic przedstawione wady i zalety pod kątem własnych możliwości, potrzeb i oczekiwań. Generalnie jednak korzyści z inwestycji *venture capital* zdecydowanie przewyższają wynikające z tego faktu ograniczenia i wpływają korzystnie na konkurencyjność zasilonych tym kapitałem firm.

## 6. Zakończenie

Pozyskiwanie środków finansowania majątku z komercyjnych źródeł często napotyka bariery wynikające z rygorystycznych przepisów bankowych i stosowanych procedur. Przyszły, prognozowany strumień pieniądza nie jest dla banku rękojmią spłaty kredytu. Stąd bank stawia wysokie wymagania dotyczące dodatkowego zabezpieczenia. Temu bardzo często nie są w stanie sprostać przedsiębiorcy. Alternatywą dla obcych źródeł finansowania majątku jest kapitał własny. Jest on ważnym elementem finansowania przedsiębiorstw. Stanowi element struktury finansowania o najwyższym ryzyku. Jednym ze źródeł pozyskiwania kapitałów własnych są fundusze *venture capital*.

Fundusze *venture capital* najchętniej podejmują ryzyko inwestycyjne w przedsiębiorstwach funkcjonujących na rynku, które posiadają określony produkt. Ważne jest, aby przyszłe inwestycje cechowały unikatowe zasoby wiedzy lub niepowtarzalne technologie, które wdrażane są przez dobrą i zmotywowaną kadrę zarządzającą.

Dostateczny kapitał własny może poprawić ocenę kredytową firmy, pozwalając jej na dostęp do kredytów komercyjnych i innych form finansowania.

## Literatura

- [1] *Rachunkowość zarządcza*, red. T. Kiziukiewicz, EKSPERT, Wrocław 2003.
- [2] Radawiecka E., *EVA – budowa systemu zarządzania przez wartość*, [w:] *Rachunkowość a controlling*, red. E. Nowak, AE, Wrocław 2007.
- [3] [www.ec.europa.eu/regional\\_policy/sources/docgener/guides/risk/risk\\_pl.pdf](http://www.ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/guides/risk/risk_pl.pdf).
- [4] [www.venture-capital.7plus.pl/z-venture-capital.php](http://www.venture-capital.7plus.pl/z-venture-capital.php).
- [5] [www.twoja-firma.pl/artykuly/517,venture-capital-sprawdzony-sposob-na-wzrost-wartosci-firmy,11.html](http://www.twoja-firma.pl/artykuly/517,venture-capital-sprawdzony-sposob-na-wzrost-wartosci-firmy,11.html).

---

## **VENTURE CAPITAL VS. THE VALUE OF A COMPANY**

### **Summary**

A lot of companies declare that their superior goal in running a business is to maximise the value of a company that is visible for their owners as well as to use the methods of management that are mainly focused on the increase in the market value growth.

The focus on the aforementioned methods of management may particularly refer to enterprises financed by institutional investors such as eg. venture capital funds.

Venture capital is a short and long-term investment capital which is characterised by a large scale of hazard and future top ranking profits. That capital is an alternative for foreign sources of financing the assets.