

Bartłomiej Gabriel*

Pierwsze stadia venture capital na rynku polskim oraz europejskim

Wstęp

W przypadku świeżo powstałych lub dopiero mających powstać przedsięwzięć dostęp do typowych źródeł zewnętrznego finansowania (np. kredytu bankowego) bywa utrudniony — cenną alternatywą może okazać się wtedy venture capital.

Zjawisko to mieści się w zakresie private equity czyli pozagiełdowego finansowania firm przez prywatnych inwestorów¹, wyspecjalizowane fundusze *start-up* i zasiewowe — działające w jego ramach — są jednym z najważniejszych źródeł finansujących tego typu przedsięwzięcia w dojrzałych gospodarkach rynkowych.

Celem niniejszego artykułu jest ukazanie specyfiki finansowania w formie venture capital, a następnie sprawdzenie, na ile znaczący w Europie jest polski rynek PE/VC, a w szczególności ta jego część, która dotyczy początkowych etapów urzeczywistniania pomysłów — realizacji ich w formie powstawania na rynku różnorodnych przedsięwzięć gospodarczych. Dlatego artykuł koncentruje się przede wszystkim na ukazaniu roli oraz udziału najwcześniejszych stadiów tej formy finansowania — tak istotnych dla innowacyjności i efektywności na początku istnienia przedsiębiorstw, a w konsekwencji dla rozwoju całej gospodarki. Podstawą dla warstwy empirycznej artykułu są głównie dane dotyczące wartości rynku PE/VC ogółem oraz rynku pierwszych dwóch stadiów finansowania w Polsce na tle wartości rynku europejskiego i Europy Środkowo-Wschodniej, obejmują one lata 2004-2011.

* Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, bgabriel@wzr.ug.edu.pl, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot

¹ Można się spotkać z wymiennym lub łącznym stosowaniem tych pojęć — mówi się np. o rynku PE-VC lub PE/VC, należy jednak pamiętać, że klasycznie pojmowany venture capital jest pojęciem węższym od private equity, choć często traktuje się je jako pojęcia tożsame.

1. Istota finansowania charakterystycznego dla venture capital

Venture capital jako metoda wprowadzenia kapitału do spółki wyróżnia się pewną specyfiką. Po pierwsze wiąże się on z rozwojem przedsiębiorstw na pierwszych etapach i jest zawarty w pewnych ramach — czas trwania inwestycji jest przeważnie określany już w samej treści umowy finansowania i obejmuje najczęściej od 3 do 6 (czasem do 10) lat. Z takiego sposobu finansowania korzystają głównie przedsiębiorstwa lub idee będące w znacznej mierze innowacyjne bądź wręcz nowatorskie (np. tzw. „wysoka technologia”)². Takie przedsięwzięcia są nacechowane poważnie zwiększonym ryzykiem³, powinno ono jednak zostać wynagrodzone w przyszłości zyskiem wielokrotnie przekraczającym przeciętne rynkowe stopy zwrotu. Efekt ten ma zostać osiągnięty dzięki dużemu potencjałowi wzrostowemu dziedziny, której dany pomysł dotyczy [Lewandowska, 2005, s. 467]. Zysk nie jest realizowany w formie rokrocznej wypłaty dywidendy, ale przeznaczany w jak najszerszym zakresie na dalsze finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Realizacja zysku przez inwestorów ma miejsce dzięki sprzedaży udziałów do nich należących po cenie nawet wielokrotnie przekraczającej cenę nabycia, dopiero po liczbie lat wyznaczonej w umowie. Inwestorzy stają się zatem na kilka lat współwłaścicielami przedsiębiorstwa, przeważnie będącymi w posiadaniu większościowych udziałów. Osiągają w związku z tym decydujący wpływ na strategiczne decyzje w ramach firmy, dostarczając jej jednocześnie *know how* — przede wszystkim w obszarze zarządzania i marketingu [Węclawski, 1997, s. 14].

Omawiana tu forma dostarczania kapitału występuje pod postacią instytucjonalną — czy to jako samodzielne fundusze venture capital, czy też jako dodatkowa działalność dywersyfikująca portfel inwestycyjny banków, funduszy emerytalnych, inwestycyjnych, ubezpieczy-

² Na przykład w Polsce w 2009 r. była to głównie branża medyczna, farmaceutyczna, biotechnologia — wg *European Venture Capital Association* ulokowano w niej wtedy ponad połowę inwestycji PE/VC (całości tego rynku nie ominął zresztą kryzys — inwestycje spadły wtedy o ponad połowę — patrz dalsza część niniejszego opracowania). Nie oznacza to jednak, że bardziej tradycyjne branże nie są finansowane w ten sposób — zawężanie zjawiska VC wyłącznie do finansowania przedsięwzięć spod znaku high tech byłoby sporym błędem [Adamowicz, 2006, s. 234; Mazurek-Krasodomska, 2006].

³ Określenie venture capital można przetłumaczyć jako „kapitał ryzyka” lecz nie jest on równoznaczny z kapitałem spekulacyjnym — okres inwestycji liczony jest w latach

cieli, państwo⁴. Duże korporacje mogą natomiast tworzyć samodzielne jednostki tego typu, które pozwalają na bardziej elastyczne alokowanie środków w działalność badawczo-rozwojową [Cichocka-Tylman, 2004, s. 19] (w przypadku dużych spółek określa się to jako corporate venture capital). Inwestorzy indywidualni mogą partycypować w tego rodzaju projektach nie tylko bezpośrednio (nieodzowne byłoby tu posiadanie dużych kwot mogących zostać zaangażowanych przez takiego inwestora⁵), ale również np. poprzez wykup certyfikatów udziałowych o niskiej wartości jednostkowej emitowanych przez fundusze VC. W nielicznych przypadkach inwestorami VC mogą być instytuty naukowe, częściej jednak bywające źródłami pomysłów i „kapitałobiorcami” [Sobańska, 2005].

Obniżając własne ryzyko, fundusze venture capital dzielą zgromadzony przez siebie kapitał na inwestycje w różne przedsięwzięcia (często z konkretnej branży, w której się specjalizują), dbając przy tym o dużą szansę powodzenia każdej z nich [Węclawski, 1997, s. 20].

Dochodzić może również do współpracy pomiędzy różnymi funduszami, co umożliwi rozłożenie ryzyka oraz kontrolę zaangażowania w poszczególne inwestycje (tzw. syndykacja inwestycji). Pozwala to na inwestowanie w większą liczbę projektów, podzielenie się odpowiedzialnością oraz łatwiejsze odnajdywanie rynkowych okazji, a zarazem toruje drogę do jeszcze większej dywersyfikacji funduszy [Klonowski, 2005, s. 49]. Oczywiście, mimo wszystko część tych inwestycji kończy się niepowodzeniem. Straty na jednych przedsięwzięciach są jednak rekompensowane ponadprzeciętnymi zyskami z realizacji pozostałych, *per saldo* ten sposób długofalowego inwestowania winien być zatem i tak znacznie bardziej dochodowy od innych.

2. Etapy finansowania typowe dla venture capital

Najczęściej fundusze typu venture są instytucjami wyspecjalizowanymi w inwestowaniu w przedsięwzięcia na określonym etapie rozwoju.

⁴ Instytucje te muszą ostrożnie gospodarować powierzonymi im pieniędzmi, dlatego tylko ich niewielki odsetek mogą zaangażować w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia, jest on jednak ułamkiem olbrzymich kwot, co stwarza i tak duże pole do rozwoju rynku venture capital.

⁵ Specyficzną grupą inwestorów są przedsiębiorcy, którzy odnieśli już znaczący sukces i postanowili zainwestować własne doświadczenie i dość znaczne środki w małe firmy. Są to tzw. „Aniołowie Biznesu” (*Business Angels*) — bardzo bliska, lecz nieco odmienna forma finansowania od venture capital [Mikołajczyk, Krawczyk, 2006, s. 53-61].

Charakterystyczny dla tej branży podział na etapy według chronologii przedstawia się następująco:

- stadia początkowe (*early stages*): stadium zasiewów (*seed financing*), stadium startu (*start-up financing*), stadium pierwsze (*first stage financing*);
- stadia ekspansji (*expansion stages*)⁶.

Okres zasiewów to najwcześniejsza faza realizacji przedsięwzięcia, w której transfer kapitału dotyczy np. nadania ostatecznego kształtu projektowi produktu oraz jego opatentowaniu, budowy prototypu tego produktu, badań rynkowych i szczegółowego biznes planu przedsięwzięcia, skompletowania właściwie dobranego składu kadry kierowniczej.

Na etapie startu środki funduszu angażowane są w rozpoczęcie działania przedsiębiorstwa oraz przygotowanie jego wyrobów do wejścia na rynek.

Pierwsze stadium obejmuje dofinansowanie rozwoju istniejącej już, świeżo powstałej firmy, rozpoczęcia wytwarzania przez nią wyrobów i wprowadzenia ich na rynek.

Pierwszy etap fazy ekspansji (stadium 2) odnosi się do przedsiębiorstw, które zaczynają już odnosić pewne sukcesy, lecz potrzebują zastrzyku kapitału, aby „wypłynąć na szersze wody”.

Kolejne etapy tej fazy mogą dotyczyć przedsiębiorstw o nieco dłuższym stażu rynkowym, które rozwijają się dynamicznie i potrzebują dokapitalizowania, aby zrealizować nowe projekty inwestycyjne rozwijające produkcję, dystrybucję, a w efekcie wejście na giełdę.

Wcześniejszy etap rozwoju warunkuje większe ryzyko inwestowania, dlatego fundusze wspomagające przedsięwzięcia w fazie zasiewów, działają w warunkach największej niepewności⁷. W związku z tym fundusze często decydują się na finansowe wsparcie podmiotów w stadiach ekspansji, co jest zdecydowanie mniej ryzykowne.

Po okresie finansowania i wspólnego zarządzania przedsiębiorstwem, fundusze venture capital realizują swój dochód, co nosi nazwę wyjścia (*Exit*) lub dezinwestycji (*divestment*), może się to odbyć różnymi drogami. Przeważnie fundusz sprzedaje udziały inwestorowi branżowemu lub —

⁶ Klasyczne podejście wyodrębnia na tym etapie trzy kolejne stadia (*second stage, third stage, fourth stage financing*) [Węclawski, 1997, s. 24].

⁷ Niektórzy autorzy ze względu na to dzielą rynek VC na rynki seed capital oraz „właściwego” venture capital — czyli dalszych etapów [Erikson, 2005, s. 545].

jeśli firma osiągnęła wystarczająco duży potencjał i stała się interesująca dla masowego inwestora — następuje wejście spółki na giełdę. Gdy inwestycja jest zakończona niepomyślnie, określa się to mianem „spisania” — *write off*⁸.

Wprowadzenie spółki na giełdę to na pewno najbardziej prestiżowy sposób wyjścia dla funduszu VC, ale może to przynieść mniejszy zysk niż odsprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu. Ta różnica może być szczególnie dotkliwa, gdy wyjście nastąpi w okresie złej koniunktury. Z tego powodu liczba ofert publicznych spółek, które wcześniej były przedtem finansowane przez venture capital (*venture — backed IPO's*), może być traktowana jako podobny miernik koniunktury gospodarczej do wartości indeksu giełdowego.

3. Stadia *seed/start-up* na polskim i europejskim rynku PE/VC

Zaprezentowane etapy inwestowania venture capital oraz drogi wyjścia z takich inwestycji odnoszą się do „klasycznego” (węższego) rozumienia tego zjawiska — te fazy stanowią najczęściej źródło innowacyjności⁹. Jak już częściowo wspomniano na początku niniejszego artykułu, do sfery venture capital włączane są również różnorakie zjawiska związane z pozagiełdowym inwestowaniem w firmy (*private equity*) — rzadziej spotykane stadia finansowania, formy dezinwestycji (różne warianty wykupu menedżerskiego lub pracowniczego) [Sobańska, 2006, s. 40-41], sposoby doinwestowania przedsiębiorstw w dalszych stadiach rozwoju — *later stages (turnaround, bridge — financing)* [Kornasiewicz, 2004]. Dlatego wiele z nich ujmowanych jest przez niektóre kraje oraz organizacje w statystykach dotyczących rozmiaru zjawiska venture capital¹⁰.

⁸ Nie zawsze jest to równoznaczne z bankructwem spółki oraz całkowitą utratą zaangażowanych środków [Sobańska, 2006, s. 50-52].

⁹ Tak zjawisko to klasyfikowane jest np. w Stanach Zjednoczonych, przeprowadzone tam badania wykazały, że spółki, które korzystały z „właściwego” venture capital kiedykolwiek między 1970 a 2010 r., tworzyły w 2010 r. większość miejsc pracy w tak innowacyjnych branżach, jak software (90%), biotechnologia (74%), elektronika (72%) oraz produkcja komputerów (54% miejsc pracy). Przedsiębiorstwa takie generowały również większość przychodów w branży elektronicznej (88%) i biotechnologicznej (80%) oraz znaczącą część w pozostałych [Venture Impact, 2011].

¹⁰ Np. *European Venture Capital Association*, chociaż w nazwie nie posiada określenia *private equity*, to w swoich raportach ujmuje również będące częścią PE zjawiska spoza kręgu typowego venture capital [EVCA].

Tablica 1. Roczna wartość inwestycji PE/VC w Polsce na tle całości rynku europejskiego oraz Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2004-2011 (w mln euro)

Rok	2004	2005	2006	2007
Polska	134,40	107,80	303,60	441,00
Europa Środkowo-Wschodnia	546,00	508,00	1 667,00	2 344,00
Europa ogółem	37 000,00	47 000,00	71 000,00	72 000,00
Udział EŚW w rynku EU	1,48%	1,08%	2,35%	3,26%
Udział Polski w rynku EŚW	24,62%	21,22%	18,21%	18,81%
Udział Polski w rynku EU	0,36%	0,23%	0,43%	0,61%
Rok	2008	2009	2010	2011
Polska	633,00	267,00	657,00	681,00
Europa Środkowo-Wschodnia	2 480,00	2 447,00	1 303,00	1 244,00
Europa ogółem	54 000,00	24 000,00	43 000,00	46 000,00
Udział EŚW w rynku EU	4,59%	10,20%	3,03%	2,70%
Udział Polski w rynku EŚW	25,52%	10,91%	50,42%	54,74%
Udział Polski w rynku EU	1,17%	1,11%	1,53%	1,48%

Źródło: [Central and Eastern ..., EVCA Yearbook].

Kluczowymi i niosącymi ze sobą największy potencjał innowacyjności wydają się jednak dwa pierwsze stadia — zasiewu (*seed*) oraz startu (*start-up*) przedsięwzięcia, dlatego autor niniejszego artykułu postara się przedstawić rozmiary branży venture capital w Polsce w latach 2004-2011 na tle Europy — w tym Europy Środkowo-Wschodniej — ze szczególnym naciskiem na te właśnie etapy inwestowania i ich udział w całości rynku PE/VC.

Nawstępiewartoprzyjrzećsięrozmiarominwestycjitypuprivatteequity/venture capital w Europie Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce, na tle ogółu Europy (tablica 1).

Największe kwoty inwestowania zgromadzonych przez fundusze PE/VC środków przypadły w Europie na lata 2006-2007 (ponad 70 mld euro). W 2008 r. trend wzrostowy uległ załamaniu, by w pełni ujawnić skutki kryzysu finansowego w 2009 r. — przez skurczenie się rynku do rozmiarów najmniejszych w badanym okresie (ok. 24 mld euro). Jeżeli zaś chodzi o obszar Europy Środkowo-Wschodniej, to kwoty przypadające na fazę inwestowania przez branżę PE/VC kształtowały się na pozio-

mie od pół miliarda (w latach 2004-2005) do niespełna 2,5 mld euro (lata 2007-2009) i przez większość badanego okresu stanowiły od jednego do kilku procent całości rynku tych inwestycji w Europie (mediana wyniosła 2,87%, a średni udział 3,59%). W Polsce ten obszar inwestowania zamykał się w badanym okresie kwotami od ponad stu (lata 2004-2005) do znacznie ponad 600 mln euro (lata 2008 i 2010-2011), oscylując przez większość ośmiolecia wokół jednej czwartej rynku Europy Środkowo-Wschodniej (mediana 22,92%, średni udział 28,06%) oraz dość systematycznie zwiększając swój udział w całości rynku europejskiego (z 0,25% w 2005 r. do ok. 1,5% w 2010 r. i 2011 r. — mediana dla tego okresu wyniosła 0,86%, a średnia 0,87%). Bardzo ciekawą sytuację zaobserwować można było w szczególności w latach 2009 i 2010 — wydaje się, że fala kryzysu przetoczyła się przez kraje Europy Środkowo-Wschodniej z pewnym opóźnieniem. Znaczne załamanie inwestycji odnotowano tutaj dopiero w latach 2010 i 2011 (rok po wystąpieniu minimum dla całości Europy), skutkowało to tymczasowym, skokowym wzrostem udziału EŚW w rynku ogólnoeuropejskim (aż do ponad 10%) w 2009 r. i znacznym spadkiem tego udziału (do zaledwie ok. 3%) w latach następnych. Co ciekawe — Polska znalazła się poza trendem regionalnym, podążając w 2009 r. raczej za tendencjami ogólnoeuropejskimi (znacznym spadek wolumenu inwestycji), a następnie bardzo szybko odbudowując (a nawet nieco polepszając) pozycję sprzed 2009 r. Najbardziej widowiskowy był tutaj skok udziału Polski w rynku środkowoeuropejskim aż do ponad 50%, co odpowiadało ok. 1,5% rynku europejskiego, który w latach 2010-2011 nie zdołał jeszcze całkowicie odrobić wyników sprzed najgorszego — 2009 r.

Wartość inwestycji w dwóch pierwszych stadiach (*seed* oraz *start-up financing*) w Polsce w porównaniu z rynkiem pierwszych stadiów całej Europy oraz krajów Europy Środkowo-Wschodniej obrazuje tablica 2.

Pierwsze, co można spostrzec, to skromność kwot inwestowanych w pierwszych fazach finansowania przedsięwzięć w ramach VC — w porównaniu z całością kwot zainwestowanych w branży PE/VC zamieszczonych w poprzedniej tablicy były to tylko drobne ułamki procentów, dlatego ich bezpośrednie porównanie nie ma sensu. Przed rozpoczęciem danego przedsięwzięcia lub dopiero na początku jego urzeczywistniania, nawet relatywnie drobne kwoty mają zupełnie inne znaczenie niż w dalszych fazach cyklu życia przedsiębiorstwa. Moment otrzymania wsparcia finansowego, którego innowator często nie jest w stanie pozyskać z innego źródła niż fundusz zasiewowy, jest bowiem kluczowy dla zaistnienia

Tablica 2. Roczna wartość inwestycji VC w pierwszych dwóch stadiach w Polsce na tle rynków *seed/start-up* Europy oraz Europy Środkowo-Wschodniej (w mln euro)

Rok	2004	2005	2006	2007
Polska	-	0,67	-	4,30
Europa Środkowo-Wschodnia	6,16	8,99	46,25	27,90
Europa ogółem	2 380,50	2 437,50	7 013,86	2 457,81
Udział EŚW w rynku EU	0,26%	0,37%	0,66%	1,14%
Udział Polski w rynku ESW	0,00%	7,42%	0,00%	15,41%
Udział Polski w rynku EU	0,00%	0,03%	0,00%	0,17%
Rok	2008	2009	2010	2011
Polska	18,63	1,10	1,29	11,37
Europa Środkowo-Wschodnia	62,99	12,12	30,79	56,76
Europa ogółem	2 703,10	1 992,31	1 841,73	1 957,26
Udział EŚW w rynku EU	2,33%	0,61%	1,67%	2,90%
Udział Polski w rynku ESW	29,58%	9,08%	4,19%	20,03%
Udział Polski w rynku EU	0,69%	0,06%	0,07%	0,58%

Źródło: [Central and Eastern ..., EVCA Yearbook].

— w postaci materialnej — konkretnego pomysłu. Na pewno negatywnie należy ocenić jednak sytuację, w której we wstępne fazy nie inwestuje się ani grosza (miało to miejsce w latach 2004 i 2006). Porównując odpowiednie kwoty zainwestowane w Polsce w innych latach, trzeba stwierdzić, że nasz rynek „zasiewowy” oraz „start-upowy” stanowił niestety bardzo niewielką część rynku europejskiego w porównaniu z poprzednio przedstawionym udziałem w całości rynku PE/VC (mediana w badanym okresie, to zaledwie 0,06%, a średni udział wyniósł 0,2%). Udział Polski w rynku EŚW był tu również dużo niższy niż w kategorii całości PE/VC (mediana 8,25%, średnia 10,71%). Można zatem postawić tezę, że inwestycje na polskim rynku PE/VC miały charakter raczej zachowawczy, cechowały się awersją do angażowania się we wcześniejsze, bardziej ryzykowne etapy przedsięwzięć. Jest to na pewno zjawisko niesprzyjające szybkiemu rozwojowi innowacyjnych gałęzi gospodarki oraz innowacjom w jej tradycyjnych sektorach. Podobnie było w przypadku porównania regionu Europy Środkowo-Wschodniej do wartości ogólnoeuropejskich (udział

średni to 1,24%, a mediana 0,9%). Wynikać to mogło częściowo z faktu korzystania w szerokim zakresie ze środków Unii Europejskiej (np. z Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka), jednak aby w przyszłości dorównać krajom bardziej rozwiniętym, powinno się wykorzystywać wszystkie możliwe sposoby finansowania innowacji, pamiętając także o tym, że środki unijne w relatywnie niedługim czasie ulegną stopniowemu ograniczaniu.

Jeszcze dobitniej różnice między finansowaniem wstępnych faz działalności w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej a ogółem Europy widać było po porównaniu części, jaką stanowiło ono w całości rynku PE/VC. Uwidoczniono to w tablicy 3 (kwoty, które posłużyły do wyliczenia tych udziałów, znajdują się w poprzednich dwóch tablicach).

Tablica 3. Udział wartości inwestycji w dwóch pierwszych stadiach (*seed, start-up*) w Polsce, Europie Środkowo-Wschodniej oraz Europie w ogóle inwestycji na poszczególnych rynkach PE/VC

Rok	2004	2005	2006	2007
Polska	-	0,62%	-	0,63%
Europa Środkowo-Wschodnia	1,10%	1,80%	2,80%	0,90%
Europa	6,40%	5,20%	10,30%	3,40%
Rok	2008	2009	2010	2011
Polska	2,97%	0,41%	0,20%	1,67%
Europa Środkowo-Wschodnia	2,60%	0,50%	2,40%	4,56%
Europa	5,20%	8,70%	4,50%	4,25%

Źródło: [Central and Eastern ..., EVCA Yearbook].

Pomiar dokonany w powyższy sposób może być interesujący, bowiem mierząc udziały, abstrahujemy tu od porównania surowych wartości inwestycji na poszczególnych rynkach. Taka metoda postępowania wydaje się bardziej miarodajna, ponieważ dodatkowo relatywizując wartości można skupić się na porównaniu roli pierwszych stadiów inwestowania na lokalnym rynku PE/VC do ich roli na pozostałych rynkach, których jest on częścią.

Mimo że inwestycje na tak wczesnych etapach rozwoju przedsięwzięć ze swojej natury muszą mieć niższą wartość, to ich udział w całości polskiego rynku PE/VC należy uznać za wręcz znikomy w porównaniu z analogicznymi udziałami na pozostałych rynkach — z reguły nie przekraczał

on 1% (średnia w badanym okresie 0,81%, mediana 0,52%). Chlubny wyjątek stanowił rok 2008, w którym Polska wyprzedziła pod tym względem rynek EŚW. Rok 2011 był drugim w okresie, gdy inwestycje *seed/start-up* przekroczyły znacznie 1% udziału w całym polskim rynku PE/VC. W tym czasie jednak, obszar Europy Środkowo-Wschodniej przebił całość rynku europejskiego, osiągając udział ponad 4,5%. Przez cały zresztą okres ośmiu lat Europa Środkowo-Wschodnia osiągnęła przeciętnie znacznie wyższe udziały niż Polska (średnia 2,08%, mediana 2,10%), chociaż wiele jej jeszcze brakowało do przeciętnych ogólnoeuropejskich (średnia 5,99%, mediana 5,20%). Potwierdza to, niestety, przywołaną wcześniej tezę o zachowawczości polskiego rynku PE/VC — udział inwestowania w pierwszych dwóch stadiach był bowiem na nim około czterokrotnie niższy niż przeciętna dla ogółu EŚW oraz dziesięciokrotnie niższy niż w całej Europie w ciągu badanych ośmiu lat (biorąc pod uwagę wartość środkową).

Zakończenie

Duże znaczenie finansowania przedsięwzięć będących na początku swojej drogi przez kapitał typu venture — nie tylko dla rozwoju innowacyjności w różnych sektorach gospodarki oraz tworzenia się całkowicie nowych branż — potwierdzają konkretne dane z rynku bardziej rozwiniętego i dłużej stosującego takie rozwiązania. Przywołane już wcześniej studium rynku północnoamerykańskiego uwidacznia policzalne korzyści płynące z tego tytułu dla całej gospodarki — w trudnych latach 2008-2010, gdy sprzedaż w USA spadła o 1,5%, spółki, które kiedykolwiek korzystały z finansowania typu venture w ubiegłych latach (od 1970 r.) odnotowały wzrost przychodów o 1,6%. Z każdego dolara zainwestowanego w formie venture capital w latach 1970–2010, wygenerowano w 2010 r. 6,27 dolara przychodu ze sprzedaży. W bardzo widowiskowy sposób przełożyło się to na gospodarkę USA jako całość — roczne inwestycje w formie venture capital to przeciętnie nieco poniżej 0,2% tamtejszego PKB, spółki korzystające z VC generują natomiast przychód równy około 21% PKB¹¹. Warto zatem inwestować w taki sposób, pamiętając, że to właśnie pierwsze — najwcześniejsze etapy finansowania przedsięwzięcia decydują o jego dalszych losach. We współczesnej gospodarce to właśnie wyspecjalizowane fundusze VC są najpotężniejszym dostawcą kapitału dla rodzących się, innowacyjnych przedsięwzięć — dlatego w Polsce już

¹¹ Wyniki badań publikowane są co dwa lata, ostatnio w 2011 r. [Venture Impact, 2011].

teraz warto rozwijać i zwiększać udział tej właśnie formy finansowania, pamiętając o tym, że z biegiem czasu strumień funduszy pochodzących z Unii Europejskiej ulegnie ograniczeniu, a wartość kapitału z innych źródeł (aniołowie biznesu, inkubatory przedsiębiorczości itp.) może okazać się w przypadku niektórych przedsięwzięć zbyt niska. Z przytoczonych w poprzedniej części artykułu danych wynika, niestety, że Polsce brakuje jeszcze bardzo dużo do najlepszych w tej dziedzinie – w niektórych latach nasz kraj odstaje nie tylko od średniej ogólnoeuropejskiej, ale również od wartości przeciętnych dla naszej części kontynentu. Jeżeli chce się mówić o w miarę szybkim nadrobieniu dystansu cywilizacyjnego do najbardziej rozwiniętych krajów świata, to nie powinno się pomijać również takiego przejawu postępu, jak dynamiczny rozwój zinstytucjonalizowanych form finansowania przedsięwzięć na pierwszych etapach rozwoju.

Literatura

1. Adamowicz E. (2006), *Venture capital jako forma finansowania rozwoju przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] *Zarządzanie finansami, inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, t. 2, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin.
2. *Central and Eastern Europe Statistics 2004-2011*, <http://evca.eu/>, dostęp dnia 7.02.2013.
3. Cichocka-Tylman B. (2004), *Wpływ finansowania funduszy typu venture capital na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych*, red. J. Turyna, W. Szczęsny, Difin, Warszawa.
4. Erikson T. (2005), *Idiosyncratic portfolio characteristics of seed and venture capital funds*, „Journal of Small Business and Enterprise Development”, vol. 12, no. 4.
5. *EVCA Yearbook 2004-2012*, <http://evca.eu/>, dostęp dnia 7.02.2013.
6. <http://www.evca.eu/knowledgecenter/default.aspx?id=544>, dostęp dnia 20.12.2012.
7. Klonowski D. (2005), *Venture capital jako metoda finansowania przedsiębiorstw – perspektywa przedsiębiorcy i inwestora kapitału wysokiego ryzyka*, „Organizacja i kierowanie”, nr 2 (120).
8. Kornasiewicz A. (2004), *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.

9. Lewandowska L. (2005), *Venture capital w stymulowaniu rozwoju przedsiębiorczości w Polsce*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, t. 2, red. J. Duraj, Uniwersytet Łódzki, Łódź.
10. Mazurek-Krasodomka E. (2006), *Venture capital w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo w gospodarce rynkowej i źródła jego finansowania*, Monografia Katedry Finansów, red. G. Golawska-Witkowska, Politechnika Gdańska, Wydział Zarządzania i Ekonomii, Gdańsk.
11. Mikołajczyk B., Krawczyk M. (2006), *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*, „Bank i Kredyt”, nr 3.
12. Sieradzan P. (2006), *Zależność prawdopodobna*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 5 (185).
13. Sobańska K. (2005), *Czyje środki inwestują fundusze PE?* „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 2 (170).
14. Sobańska K. (2006), *(Nie) trafiony – zatopiony!* „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 3 (183).
15. Węclawski J. (1997), *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
16. www.psik.org.pl, dostęp dnia 12.12.2012.
17. *Venture Impact The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy*, Global Insight, NVCA, Edition 6.0, http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=255&Itemid=103, dostęp dnia 1.03.2013.

Streszczenie

W artykule skoncentrowano się na zagadnieniach związanych ze specyficzną formą finansowania, jaką jest venture capital. Na podstawie danych z lat 2004-2011, pochodzących z rynku polskiego oraz rynków, których jest on częścią (rynek europejski, rynek Europy Środkowo-Wschodniej), przeprowadzona została ocena udziału i znaczenia stadium zasiewowego oraz startowego dla rynku PE/VC i całej gospodarki.

Słowa kluczowe

stadium zasiewów, stadium startu, kapitał ryzyka

Initial stadium of Venture Capital on the Polish and European market (Summary)

This article focuses on issues related to the specific form of financing, which is Venture Capital. Based on data from the years 2004-2011, derived from the Polish market and the markets, which it's a part of (the European market, the CEE market), the author carries out an evaluation of the contribution and importance of the seed- and start-up financing stages to the PE/VC market and to the economy as a whole.

Keywords

seed financing, start-up financing, Venture Capital

