

Barbara Rudnicka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ROLA VENTURE CAPITAL W KREOWANIU WARTOŚCI FIRMY

Streszczenie: Celem artykułu było pokazanie, że wybór źródła finansowania, jakim jest Venture Capital, może dodać do firmy wartość. Publikacja zawiera analizę ankiety przeprowadzonej na zlecenie Europejskiego Stowarzyszenia Venture Capital, w której respondenci (firmy, które były finansowane za pomocą VC) wyjaśnili, czy i na jakich płaszczyznach kapitał wysokiego ryzyka pomógł w usprawnieniu ich działalności. W artykule przedstawiono analizę czynników zarówno finansowych, jak i niefinansowych, na które wpływ ma VC, ze szczególnym uwzględnieniem roli zespołu zarządzającego funduszu, który poprzez współzarządzanie firmą współdecyduje o jej funkcjonowaniu, oraz wnoszonego przez fundusz kapitału intelektualnego. Ostatnim elementem było przedstawienie opcji realnych, które kreuje ten rodzaj finansowania.

Słowa kluczowe: Venture Capital, wartość firmy, wartość dodana, kapitał intelektualny, opcje realne.

1. Wstęp

Fundusze Venture Capital są nietypową formą pozyskiwania kapitału, wnoszą nie tylko środki finansowe, ale i kapitał menadżerski. Dzięki temu są bez wątpienia źródłem wartości firmy. Ta nowoczesna forma finansowania młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw wypełnia lukę kapitałową, która uniemożliwia finansowanie ryzykownych projektów.

Dostępne badania dotyczące porównania wyników działalności i cen akcji spółek giełdowych, w których inwestorami są fundusze VC, z pozostałymi spółkami notowanymi na giełdzie jednoznacznie wskazują, że spółki wspierane przez fundusze VC zapewniają inwestorom wyższy od przeciętnego poziom zwrotu również po wejściu na giełdę [12, s. 53-54].

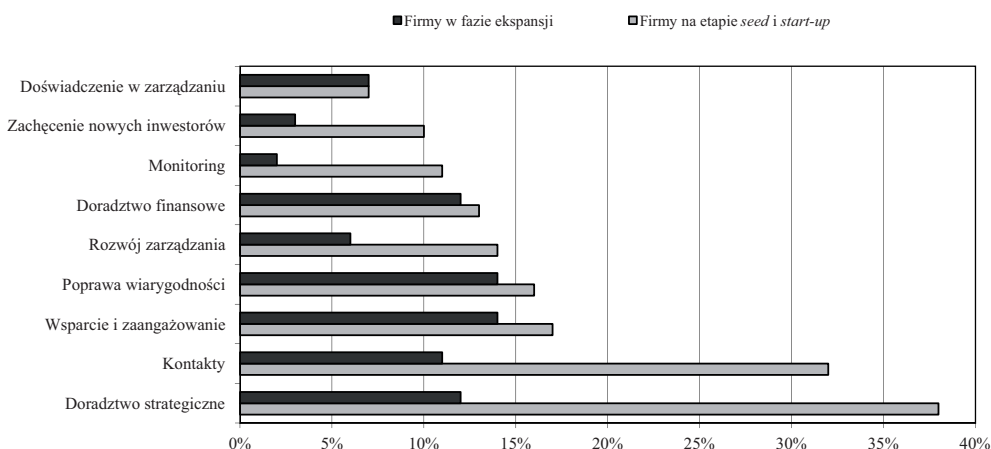
Celem artykułu jest pokazanie, na jakich płaszczyznach fundusze VC kreują wartość firmy oraz jakie opcje realne tworzy to źródło finansowania.

2. Rola funduszy Venture Capital w ocenie firm, w które zainwestowały fundusze Venture Capital¹

Każda firma przed wyborem źródła finansowania zastanawia się, co jest dla niej najlepsze. Artykuł, poprzez analizę wyników badań ankietowych, odpowiada na pytanie, jak z perspektywy czasu oceniane są fundusze Venture Capital. Badania zostały przeprowadzone w 2002 r. przez uniwersytet w Nottingham na zlecenie Europejskiego Stowarzyszenia Venture Capital (European Venture Capital Association – EVCA), przy współpracy z firmą Europe Unlimited, wśród przedsiębiorstw, które w latach 1995-2001 otrzymały wsparcie kapitałowe na etapie *seed*, *start-up* lub ekspansji. Otrzymano 364 odpowiedzi zwrotne.

Odpowiedzi potwierdziły, że w opinii biorców kapitału wsparcie funduszu VC zadecydowało o ich dalszym rozwoju oraz sukcesie:

- spośród wszystkich ankietowanych firm 94,5% odpowiedziało, że wsparcie funduszu VC było kluczowym elementem ich przetrwania i wzrostu,
- 90% firm, które otrzymały wsparcie w fazie ekspansji, przyznało, że bez wsparcia funduszu VC nie istniałyby lub rozwijałyby się znacznie wolniej,
- 72% spośród firm w fazie *seed* i *start-up* odpowiedziało, że bez wsparcia funduszu nigdy by nie powstały.



Rys. 1. Najważniejsze elementy wpływu funduszu VC w opinii respondentów

Źródło: EVCA i NUBS.

Odpowiedzi te dowodzą, jak wielkie znaczenie mają fundusze VC dla firm rozwijających się. Bardzo często są jedynym możliwym źródłem kapitału, gdyż młode,

¹ Opracowanie własne, na podstawie ankiety przeprowadzonej przez EVCA i Nottingham University Business School (NUBS): http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Economical_Impact/EconomicImpactofVentureCapital.pdf.

innowacyjne firmy nie są dla banków wiarygodnym parterem. Dodatkowo fundusze zapewniają wsparcie menedżerskie niezbędne na początkowym, organizacyjnym etapie.

Respondenci przyznali, że oddziaływanie funduszu to nie tylko wpływ na wyniki finansowe, ale i na inne niefinansowe aspekty. Firmy będące na etapie *start-up* i *seed* cenią fundusze VC za doradztwo strategiczne, natomiast firmy dojrzałe doceniają poprawę wiarygodności firmy.

Respondenci zostali również zapytani, jakie ich zdaniem są najważniejsze czynniki kreujące wartość. Wszystkie firmy wyszczególniły cztery główne elementy:

- poprawa płynności i osiągnięcie „zdrowego” *cash flow*,
- rozwój nowego produktu,
- poprawa pozycji rynkowej,
- zatrudnienie wykwalifikowanego personelu.

Wyniki badań ankietowych jednoznacznie pokazują, że firmy, które skorzystały z finansowania za pomocą VC, jednoznacznie i bardzo pozytywnie oceniają wpływ tej formy inwestycji. Doprowadziła ona do wzrostu wydatków inwestycyjnych oraz poprawy bieżącej sytuacji, a tym samym do podniesienia wartości firmy. Warto jeszcze raz podkreślić, że większość badanych firm przyznała, że nie rozwinęłyby się bez wsparcia funduszu.

3. Kształtujące wartość czynniki, na które wpływ ma Venture Capital

Inwestycja funduszu Venture Capital dotyka firmę na wielu płaszczyznach. Fundusz nie jest tradycyjnym inwestorem – angażuje się w bieżącą pracę przedsiębiorstwa i tym samym pomaga jej w kreowaniu wartości. Ma wpływ na dwie grupy czynników: finansowe i niefinansowe.

T.J. Chemmanur i E. Loutskina [1] w badaniach dowiedli, że fundusze VC tworzą dla biorecy kapitału wartość na trzech płaszczyznach:

- po pierwsze, sam fakt inwestycji pozwala rozwinąć się firmom, które bez wsparcia funduszu nie miałyby szans na rozpoczęcie działalności czy dalszą ekspansję; tworzą również wartość, inwestując w pionierskie projekty technologiczne;
- w przypadku IPO firmy mające wsparcie funduszu osiągają wyższe wyceny niż firmy pozbawione takiego wsparcia;
- wsparcie funduszu pomaga zasygnalizować wartość firmy:
 - poprzez nakłonienie innych inwestorów do zainwestowania w dany projekt wraz z funduszem VC,
 - instytucje finansowe, underwriterzy czy analitycy są bardziej skłonni do zainwestowania, wsparcia debiutu giełdowego biorecy kapitału w niższej fazie rozwoju niż w przypadku firm bez wsparcia funduszy. Również T. Loughran i J.R. Ritter w pracy *Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?* [3] dowiedli, że wsparcie funduszu VC pozwala firmie szybciej wejść na rynek kapitałowy.

3.1. Finansowe czynniki tworzenia wartości firmy, na które wpływ ma fundusz Venture Capital

O pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa w długim okresie decyduje sprawność tworzenia wartości, przejawiająca się z jednej strony w osiąganych zyskach i zdolności do samofinansowania rozwoju, z drugiej – w zwiększonej możliwości otrzymania tanich zewnętrznych źródeł finansowania u inwestorów i kredytodawców [11, s. 173]. Na te wszystkie czynniki ma wpływ fundusz Venture Capital nie tylko jako podmiot współzarządzający inwestycją.

Kapitał pozyskany przez przedsiębiorstwo od funduszu VC ma nietypowy charakter – jest bezzwrotny i odzyskiwany w momencie wyjścia z inwestycji nie od spółki, lecz od innych inwestorów (branżowych lub giełdowych, w drodze IPO). W dużym stopniu determinuje on sposób finansowania spółki – podmioty mogą finansować się kapitałem własnym pozyskanym od inwestora VC. W teorii finansowanie kapitałem własnym jest droższe, gdyż właściciel ponosi znacznie większe ryzyko niż kredytodawca – udziałowcy czy akcjonariusze partycypują w stratach i zyskach proporcjonalnie do wniesionego kapitału. Jednak, paradoksalnie, zwiększenie kapitału własnego oraz wprowadzenie do grona współwłaścicieli spółki podmiotu instytucjonalnego, jakim jest fundusz VC, w znacznym stopniu podnosi wiarygodność spółki w oczach potencjalnych kredytodawców, przez co zyskuje ona szansę na szybszy rozwój w wyniku wzrostu zdolności kredytowej. Równie często osoby zarządzające poprzez osobiste kontakty mogą pomóc w negocjacjach z bankami i pozyskaniu dodatkowego finansowania, zwłaszcza gdy w grupie kapitałowej funduszu znajduje się bank.

Bardzo istotne w kreowaniu wartości są rosnące wydatki inwestycyjne. Tu również nieodzowna jest rola funduszu – fundusze VC są nastawione na rozwój biocyklu kapitału. Ankieta przeprowadzona przez EVCA (omówiona wcześniej) wykazała, że środki z inwestycji funduszu VC były w dużej mierze przeznaczane na badania i rozwój.

Obecność funduszu i środki od niego pozyskane w znaczący sposób wpływają na przepływy pieniężne generowane przez spółkę. Nie tylko zwiększają środki pieniężne, ale także pozwalają na ograniczenie kosztów obsługi długu, co wynika z mniejszego zapotrzebowania na kapitał obcy oraz zwiększenia wiarygodności i zdolności kredytowej. W długim okresie pozwalają na wzrost kluczowego elementu *cash flow* – przychodów – poprzez wykorzystanie efektów wzrostu i korzystne efekty polityki inwestycyjnej. Warto również podkreślić, że obecność inwestora instytucjonalnego zmniejsza ryzyko specyficzne spółki, co może korzystnie wpłynąć na koszt kapitału, jak również podnieść wiarygodność spółki w oczach inwestorów.

Dodatkowo bardzo istotnym elementem w kreowaniu wartości dodanej jest podniesienie jakości zarządzania finansami. Rola monitorująca funduszu i pomoc w rekrutacji kadry sprawia, że polityka finansowa spółki staje się bardziej transparentna i często może być oparta na wnioskach z poprzednich inwestycji funduszu. Fundusz

VC, dzięki bieżącej kontroli oraz pomocy w usprawnianiu pracy spółki czy procesu zarządzania, odgrywa istotną rolę w kreowaniu wartości dodanej. T. Hellmann i M. Puri w badaniach dowiedli, że fundusz VC poprzez „sprofesjonalizowanie” zarządzania w firmie pomaga biorcy kapitału rozwijać kontakty z dostawcami i odbiorcami [2; 3].

3.2. Niefinansowe czynniki tworzenia wartości firmy, na które wpływ ma fundusz Venture Capital

Najważniejszymi elementami wartości są czynniki nieujęte wprost w bilansie spółki, takie jak kapitał intelektualny, w tym zwłaszcza wiedza konsultantów, kapitał strukturalny, który pozwala na zwiększenie efektywności kosztowej, a także marka, umożliwiająca uzyskiwanie premii za oferowane stawki w stosunku do średniej rynkowej. Właściwa identyfikacja tych generatorów wartości i zarządzania nimi stanowi podstawę wzrostu wartości spółek dla akcjonariuszy [11, s. 183].

Na tę właśnie grupę czynników największy wpływ ma pozyskanie jako inwestora funduszu Venture Capital. Pomaga on kształtować wartość firmy na dwóch płaszczyznach: rozwijając czynniki ludzkie i poprawiając stabilność funkcjonowania spółki.

Kształtowanie wartości przy użyciu kapitału ludzkiego następuje w dwojaki sposób: poprzez poprawę jakości kadry zarządzającej oraz wykorzystanie powiązań i układów funduszu w bezpośredniej działalności firmy. Kadra zarządzająca jest jednym z głównych elementów stanowiących o wartości firmy. W przypadku inwestycji funduszy VC do spółki zostaje przyjęty bezpośredni przedstawiciel funduszu, najczęściej w roli członka zarządu. Bardzo często kolejnego przedstawiciela wprowadza się do rady nadzorczej. Fundusz ma również wpływ na rekrutację kluczowych specjalistów, głównie z dziedziny marketingu i finansów.

Lista najważniejszych czynności w spółkach portfelowych obejmuje:

- aktywny głos rady nadzorczej i doradztwo dla zarządu spółki,
- pomoc w pozyskaniu alternatywnych źródeł finansowania udziałowego,
- monitorowanie wyników finansowych spółek,
- kontrolę zarządzania operacyjnego,
- pomoc w pozyskaniu finansowania obcego [7, s. 113].

J. Rosenstein, który przebadał wpływ funduszy VC na radę nadzorczą, dowiódł, że doradztwo świadczone przez przedstawicieli funduszy VC w radach nadzorczych jest oceniane jako bardziej wartościowe niż pomoc „tradycyjnych” członków rad nadzorczych. Aktywna rada nadzorcza, reprezentowana przez inwestora funduszu kapitału wysokiego ryzyka, może krytycznie spoglądać na bieżącą sytuację firmy i planowane decyzje. W ten sposób spółka ma szansę uniknąć popełnienia kosztownych błędów czy opóźnień. Rada nadzorcza może także pełnić funkcję doradcy członków zarządu spółki i jej kadry menedżerskiej, członkowie rady mogą proponować nowe pomysły, nowatorskie rozwiązania i kierunki rozwoju spółki.

Przedstawiciele funduszy wysokiego ryzyka pełnią także ważną funkcję doradcy finansowego spółki portfelowej: przygotowują analizy finansowe i przedstawiają zapotrzebowanie finansowe w zależności od dalszego rozwoju firmy.

Przedstawiciele funduszy wykorzystują swoje kontakty w celu pozyskania innych inwestorów kapitałowych, a także służą radą w procesie zdobywania środków finansowych. Szukając odpowiednich inwestorów, partner inwestycyjny bierze pod uwagę niefinansowe (marketingowe, niematerialne) czynniki, które wpłyną na dalszy wzrost wartości spółki.

Każdy doświadczony fundusz wysokiego ryzyka posiada sieć kontaktów, zarówno wśród innych inwestorów tego typu, jak i wśród przedsiębiorstw krajowych i zagranicznych. Dostęp do tych kontaktów stanowi nieocenioną wartość dodatkową, którą może otrzymać spółka portfelowa. Pracownicy funduszu służą pomocą w następujących obszarach: w procesie rekrutacji, w nawiązywaniu kontaktów z partnerami z innych funduszy wysokiego ryzyka oraz osobami z branży, w której działa dana spółka [7, s. 115-116].

Należy podkreślić, że wartość dodana jest również kreowana poprzez poprawę stabilności zarządzania spółką. Fundusz pomaga w planowaniu długoterminowej strategii, jest ważnym czynnikiem podnoszącym reputację firmy, a także źródłem reklamy.

Do osiągnięcia wzajemnego sukcesu niezwykle istotne są dobre personalne relacje pomiędzy przedstawicielami funduszu i członkami zarządu spółki [7, s. 116].

4. Kapitał intelektualny funduszu i jego rola w kreowaniu wartości

Współcześnie w społeczeństwie wiedzy akcentuje się znaczenie kapitału intelektualnego, czyli: aktywów intelektualnych, aktywów wiedzy, wartości niemierzalnych, wartości niematerialnych określanych jako *quasi*-czynniki produkcji.

Kapitał intelektualny służy jako platforma i kontekst, w którym dokonuje się kombinacja zwykłych czynników produkcji, ukierunkowana na tworzenie wartości [9, s. 36-55]. Zarządzanie spółką prowadzone przez fundusz Venture Capital jest ukierunkowane na wykorzystanie tych składników kapitału intelektualnego, które generują największą dla niej wartość.

Kapitał intelektualny wnoszony do spółki portfelowej ma głównie charakter kapitału ludzkiego (osoby nowo zatrudnione spośród pracowników lub osób powiązanych z funduszem), a także relacyjny. Pracownicy zatrudnieni z ramienia funduszu są najczęściej trudni do zastąpienia i wnoszą wysoką wartość. Bardzo często są oni kluczowi dla utrzymania dotychczasowej pozycji na rynku, a ich wiedza przyczynia się do powodzenia i wzrostu wartości przedsiębiorstwa na rynku [9, s. 39].

Warto podkreślić znaczenie kapitału organizacyjnego (element kapitału strukturalnego) wnoszonego przez fundusz. Skupia on w sobie *kapitał procesów* i *kapitał innowacyjny*. Kapitał procesów traktowany jest jako wiedza stosowana na co dzień w budowaniu wartości organizacji. Tworzą ją procesy pracy, techniki, programy pracownicze nastawione na zwiększenie efektywności codziennego działania. Natomiast

kapitał innowacyjny skupia w sobie te talenty, umiejętności i możliwości, jakie są używane na co dzień, by wprowadzać nową ofertę na rynek. Mowa tu o własności intelektualnej (patenty, znaki towarowe) oraz innych aktywach niematerialnych [6, s. 208].

Kapitał intelektualny wnoszony jest do spółki jako efekt doświadczenia funduszu. Jego kadra zarządzająca i pracownicy przeprowadzali wiele podobnych transakcji (co jest efektem specjalizacji funduszy) i mogą stosować zdobyte umiejętności i kontakty w branży w celu usprawnienia systemu zarządzania. Często mogą również wykorzystać posiadane znajomości do rekrutacji wykwalifikowanej kadry czy konsultantów technicznych.

Fundusz VC ma duże znaczenie w zwiększaniu wartości kapitału intelektualnego w następujących obszarach:

- usprawnienie struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa, uczynienie jej bardziej elastyczną i odporną na zmiany rynkowe poprzez regularny monitoring oraz wpajanie zasad właściwego i skutecznego funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku,
- wprowadzenie nowej wiedzy, dostępu do informacji i kapitału intelektualnego powiązanego z funduszem,
- zmiana systemu zarządzania – z tradycyjnego na prowadzący do ciągłego wzrostu wartości firmy,
- pomoc w nawiązaniu współpracy z partnerami biznesowymi i pozyskiwaniu nowych źródeł finansowania.

Rozwój gospodarki opartej na wiedzy prowadzi do stałego wzrostu różnicy pomiędzy wartością księgową a rynkową przedsiębiorstw. Sytuacja ta jest dramatyczna zwłaszcza w dziedzinach, w których szeroko rozumiana wiedza stanowi podstawę działalności [6, s. 212].

Problem, jaki napotykają fundusze VC pod względem znaczenia kapitału intelektualnego, dotyczy przede wszystkim jego niemierzalności – bardzo trudno bowiem jest oszacować wartość wnoszonej wiedzy, doświadczenia czy kontaktów.

5. Identyfikacja opcji realnych kreowanych przez fundusze Venture Capital w przedsiębiorstwie

Opcje rzeczowe, nazywane też okazjami lub sposobnościami do reagowania przez zarządzanie na zmiany sytuacji projektu inwestycyjnego, dotyczą aktywów przedsiębiorstwa. Ich posiadanie oznacza uzyskanie na pewien określony czas możliwości wyboru, bez konieczności wiązania się z nim. Według tej koncepcji przedsiębiorstwa powinny wybierać projekty inwestycyjne obiecujące nie tylko stopę zwrotu co najmniej równą kosztom pozyskania kapitału (co odzwierciedla formuła wewnętrznej stopy zwrotu), ale także o parametrach umożliwiających elastyczne wprowadzanie opcji (wyborów). Dodają one do projektu dodatkową wartość i osłabiają wady wnoszone przez metody dyskontowe.

Zwykle opcje dotyczą decyzji o czasowym przebiegu inwestycji, podjęcia lub zaprzestania eksploatacji obiektu, rozwoju lub redukowania zdolności produkcyj-

nych, wyboru technologii, asortymentu produkcji, rynków. Mają one odpowiednie wartości, powraca zatem problem ich wyceny [4, s. 119-126].

Jeśli rozumiemy ideę opcji, możemy zauważyć, że są one osadzone prawie w każdym problemie dotyczącym zarządzania. Opcje są wszędzie. Musimy tylko odróżnić je od zwykłych, nie popartych dowodami materialnymi zakładów. Podstawą myślenia opartego na opcjach realnych jest przesłanka, że strategiczne działanie często jest źródłem nowych możliwości. Kiedy zostaną one zidentyfikowane, ocenione i zastosowane (gdy okażą się opłacalne), rozpoczynają nowy cykl kreowania wartości i powstania nowych opcji [10, s. 130].

Fundusz Venture Capital dostarcza do spółki aktywa niematerialne (wiedzę i doświadczenie), dając jej tym samym liczne opcje. Do czynników niematerialnych zawierających opcje realne można zaliczyć:

- relacje z partnerami i klientami,
- marki,
- zasoby ludzkie,
- technologie informatyczne zwiększające zdolność organizacji do uczenia się, wykorzystania wiedzy i stosowania umiejętności,
- kulturę organizacyjną sprzyjającą elastyczności i kreatywności,
- prace badawczo-rozwojowe,
- własność intelektualną w postaci: patentów, znaków towarowych, praw autor-
skich,
- praktyki i procedury, które ułatwiają identyfikację możliwości wzrostu i wyko-
rzystanie tych możliwości [10, s. 138].

W tabeli 1. zaprezentowano wybrane opcje realne związane z czynnikami niematerialnymi.

Tabela 1. Czynniki niematerialne i związane z nimi najważniejsze rodzaje opcji realnych

Aktywa niematerialne	Rodzaje opcji realnych, które mogą być zastosowane
Badania i rozwój	Opcja odłożenia, opcja zaniechania, opcja wzrostu – inwestowanie w produkcję
Patenty	Opcja odłożenia, opcja zaniechania, opcja wzrostu – inwestowanie w produkcję
Reklama – marka	Opcja wzrostu – inwestowanie w produkcję, marketing i sprzedaż, opcja wzrostu – rozszerzenie marki na nowe produkty, opcja odłożenia
Relacje z klientami	Opcja wzrostu, opcja odłożenia, opcja zaniechania, opcja rezygnacji
Systemy informatyczne	Opcja przestawienia, opcja wzrostu, opcja odłożenia
Akwizycja technologii	Opcja przestawienia, opcja wzrostu, opcja odłożenia
Kapitał ludzki	Opcja ekspansji, opcja przestawienia, opcja odłożenia

Źródło: [10, s. 139].

Jednym z podstawowych rodzajów opcji realnych wnoszonym przez fundusz VC i kreującym pozostałe jest elastyczność decyzyjna (*managerial flexibility*). W tym przypadku oznacza ona możliwość podjęcia decyzji o opóźnieniu realizacji projektu, a w praktyce obejmuje także inne rodzaje swobody (inne opcje realne). Jej wartość będzie tym większa, im:

- wyższe – wobec charakteryzującej projekt niepewności – jest prawdopodobieństwo otrzymania nowych, istotnych informacji,
- wyższa jest zdolność do reakcji wobec charakteryzującej projekt elastyczności decyzyjnej (czyli możliwości podejmowania, w określonym otoczeniu konkurencyjnym, wielorakich decyzji dotyczących projektu przed jego rozpoczęciem lub w trakcie realizacji),
- trudniej jednoznacznie określić projekt jako dobry lub zły (NPV bliskie zeru) [8, s. 134].

Elastyczność decyzyjna powstaje, kiedy fundusz – nakierowany na wzrost wartości przedsiębiorstwa – będzie dążył do bieżącej korekty projektu, by zapewnić mu optymalny kształt. Opcja opóźnienia powstaje najczęściej jako zapis w umowie, który uzależnia finansowanie od spełnienia określonych warunków. Jeśli fundusz zostanie poinformowany o nowych możliwościach wzrostu, wówczas decyduje się na zwiększenie finansowania. Dodatkowo przez regularny monitoring wzrasta zdolność do reakcji, co pozwala na bieżące dostosowywanie się do warunków rynkowych i poprawia elastyczność zarządzania. Dodatkowo fundusz może w miarę potrzeb biorcy kapitału wesprzeć go czasowym doradztwem ze strony swoich pracowników lub konsultantów.

Należy wspomnieć o *opcji etapowania*. Poprzez konstrukcję umowy i nietypowy sposób finansowania projekt, w który inwestuje fundusz VC, posiada wartość strategiczną. Przyjmuje się, że wartość strategiczna występuje, gdy projekt ma możliwości rozwojowe nieuwzględniane w podstawowej charakterystyce i wycenie.

Bardzo często projekty, w które inwestują fundusze (np. biotechnologia i farmacja), charakteryzują się wysokimi nakładami na początku inwestycji i niepewnym rezultatem. Często od początkowych sukcesów w badaniach klinicznych do wprowadzenia substancji na rynek jest bardzo daleko, a w miarę realizacji projektu mogą pojawić się opcje, np. zastosowania substancji do celów innych, niż zakładano (*elastyczność zewnętrzna*).

W umowie inwestycyjnej – podpisywanej przez fundusz VC i spółkę – zawarte są klauzule mówiące o finansowaniu projektu. Odbywa się ono zwykle w transzach bądź uzależnione jest od spełnienia warunków (opcje zarówno po stronie funduszu, jak i dotychczasowych właścicieli). Uruchomienie realizacji kolejnego etapu inwestycji zależy od wyników uzyskanych na etapie poprzednim. Wybór może dotyczyć tego, czy inwestować teraz, czy nie robić nic. Każdy z wyborów kreuje określone rezultaty połączone z kolejnymi wyborami w łańcuchu następujących po sobie możliwości [10, s. 130].

Nie możemy zapominać o klasycznej *opcji wzrostu*. Występuje ona przede wszystkim wśród podmiotów charakteryzujących się długoterminowym potencjałem kreowania wartości czy wysokimi nakładami na badania i rozwój. Dzięki początkowej inwestycji fundusz VC umożliwia uruchomienie działalności i realizację projektów założonych w biznesplanie.

Najważniejszą z punktu widzenia biorczy kapitału pozostaje jednak *opcja uczenia się*. W przeciwieństwie do innych opcji realnych jest ona aktywowana również w przypadku porażki projektu – menedżerowie otrzymują możliwość uczenia się od przedstawicieli funduszu w trakcie trwania projektu, co daje im wiedzę i doświadczenie przydatne podczas realizacji innych zadań. Dodanie wartości następuje tu dzięki redukcji niepewności i wsparciu procesu podejmowania decyzji, na podstawie zdobytych doświadczeń. Fundusz daje możliwość rozwoju bez konieczności podejmowania całego ryzyka – obejmując udziały i współfinansując projekt, bierze część ryzyka na siebie. Zwiększenie wartości opcji uczenia się następuje przez wprowadzenie zasady *active learning* – umożliwienie nauki w działaniu, a nie jak w przypadku *passive learning* – tylko poprzez obserwację.

Warto wspomnieć o opcjach kreowanych przez wzrost wartości marki czy poprawę relacji z klientami (przez wykorzystanie osobistych kontaktów).

Opisane przykłady opcji, jak i inne – specyficzne dla typu i konstrukcji prawnej inwestycji funduszu VC – są kluczowymi elementami wyceny projektu. Wartość opcji realnych kreowanych przez fundusz można dostrzec w wycenach giełdowych debiutów spółek „wspieranych” przez fundusz – osiągają one bowiem stopy zwrotu powyżej średniej, co dowodzi, jak ważny dla inwestora jest fundusz VC.

6. Podsumowanie

Inwestycje funduszu Venture Capital cechuje nakierowanie na wzrost wartości projektu. Kapitał wnoszony w formie zakupu udziałów mobilizuje przedstawicieli funduszu do bezpośredniego zaangażowania w przedsięwzięcie inwestycyjne. Zdecydowanie większego znaczenia nabiera wtedy wspieranie przedsiębiorstwa, a pozyskany kapitał jest tylko jednym z jego elementów.

Przedstawione materiały prezentują, w jakiej formie fundusz VC dodaje do spółki wartość. Wartość ta dotyczy zarówno aspektów finansowych, jak i niefinansowych. Podnosi jakość zarządzania i zmniejsza koszt kapitału, a dodatkowo kreuje opcje realne.

Warto podkreślić, że w opinii biorców kapitału rola funduszu jest oceniana bardzo pozytywnie i traktowana jako kluczowy element przetrwania i wzrostu.

Literatura

- [1] Chemmanur T.J., Loutschina E., *How Do Corporate Venture Capitalists Create Value for Entrepreneurial Firms?*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1344376>.
- [2] Hellmann T., Puri M., *The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*, "Review of Financial Studies" 2000, vol. 13.
- [3] Hellmann T., Puri M., *Venture Capital and Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence*, "Journal of Finance" 2002, vol. 57.
- [4] Jurkowski T., *Metody oceny inwestycji w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa*, [w:] J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- [5] Loughran T., Ritter J.R., *Why Has IPO Underpricing Increased Over Time?*, 2003, <http://ssrn.com/abstract=331780>.
- [6] Majewski R., *Rola kapitału intelektualnego w nowoczesnym przedsiębiorstwie*, [w:] E. Orechwa-Maliszewska, J. Paszkowski (red.), *Zarządzanie wartością organizacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania, Białystok 2007.
- [7] Panfil M., *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005.
- [8] Rudny W., *Wykorzystanie opcji realnych do oceny projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa*, [w:] J. Bieliński (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CedeWu, Warszawa 2004.
- [9] Ujwary-Gil A., *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- [10] Urbanek G., *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
- [11] Wilimowska Z., *Struktura kapitałowa w koncepcji zarządzania przez wartość*, [w:] T. Dudycz (red.), *Wartość jako kryterium inwestycji*, Indygo Zahir Media, Wrocław 2008.
- [12] Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2008.
- [13] Rosenstein J., *The board and strategy: Venture capital and high technology*, "Journal of Business Venturing" 1988, vol. 3.

THE ROLE OF VENTURE CAPITAL IN THE CREATION OF GOODWILL

Summary: The purpose of this article is to show that the choice of Venture Capital, as a source of capital, can add value to a company. This publication contains an analysis of a survey commissioned by the European Venture Capital Association, in which respondents (companies that were financed by VC) explain whether and how Venture Capital helped them to improve their business. The article presents an analysis of financial and non-financial factors, which can be influenced by the VC, with particular emphasis on the role of the fund management team (through co-management and co-deciding about functioning of the financed company) and the role of the intellectual capital added by VC fund. The last part is the presentation of real options, which are created by this type of financing.

Key words: Venture Capital, company value, added value, intellectual capital, real options.