

Venture capital: zmień swój sposób myślenia, aby próba pozyskania kapitału zakończyła się sukcesem. Cz. I

Termin **venture capital** najczęściej tłumaczony jest na język polski jako „kapitał wysokiego ryzyka” lub „kapitał ryzyka”. Oznacza to, że główną cechą tego instrumentu finansowania przedsięwzięć jest gotowość inwestorów do akceptacji wyższego poziomu ryzyka niż w przypadku innych form inwestowania, takich jak np. inwestycje w akcje na rynku publicznym. W zamian oczekują oni, że inwestycja, w przypadku powodzenia, przyniesie wielokrotnie większe zyski, rekompensując straty na innych projektach i zwiększone ryzyko.

Venture capital można zdefiniować jako **kapitał średnio- i długoterminowy**, który inwestowany jest poprzez nabycie akcji lub udziałów (rzadziej obligacji zamiennych) w małych i średnich przedsiębiorstwach o dużym potencjale wzrostu. Najczęściej są to firmy działające w oparciu o innowacyjne i unikalne rozwiązania, z zamiarem późniejszej odsprzedaży udziałów i realizacji zysku wynikającego ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Wśród zalet finansowania typu venture należy wskazać przede wszystkim możliwość realizacji nawet bardzo ryzykownych projektów bez konieczności stosowania standardowych zabezpieczeń. Jest to często jedyna opcja sfinansowania przedsięwzięć w fazie projektowania produktu lub usługi (**seed financing**) lub zakładania firmy (**start-up financing**), gdy założyciele i ich najbliższe otoczenie nie dysponują odpowiednimi środkami finansowymi.

Finansowanie kapitałem własnym w tak wczesnej fazie działalności zapewnia komfortową sytuację w zakresie płynności finansowej. Pozyskanie środków od funduszy venture capital wiąże się przy tym z mniejszymi kosztami przygotowania dokumentacji niż w przypadku oferty publicznej i nie wymaga uciążliwej procedury dopuszczeniowej. Kapitał ten można pozyskać również szybciej – zazwyczaj w ciągu 1–2 miesięcy.

Menedżerowie funduszy venture capital posiadają szeroką wiedzę z zakresu finansów, marketingu i zarządzania, co w małych i średnich przedsiębiorstwach, często wykazujących braki w tym obszarze, daje możliwość znaczącej poprawy jakościowej. Obecność przedstawicieli funduszu w radzie nadzorczej, a czasem również w zarządzie, podnosi ogólną kulturę organizacyjną firmy.

Fundusz venture capital, jako inwestor, wpływa również na poprawę wizerunku przedsiębiorstwa. Zarówno inne fundusze inwestycyjne, jak i banki, traktują taką firmę jako bardziej wiarygodną, ponieważ kondycja finansowa spółki i realność zamierzeń biznesowych zarządu zostały sprawdzone znacznie dokładniej niż w przypadku standardowego kredytu bankowego.

Dodatkową zaletą jest możliwość zachowania w tajemnicy wielu istotnych dla działalności firmy informacji, które w przypadku pozyskania kapitału z oferty publicznej musiałyby być jawne, także dla konkurentów. W firmach planujących ekspansję konieczność ujawnienia planów inwestycyjnych lub strategicznych mogłaby być nie do przyjęcia.

Do wad należy przede wszystkim niższa niż w ofercie publicznej wycena akcji – przedstawiciele funduszy sami przyznają, że jest to najdroższe źródło kapitału. Kolejnym ograniczeniem jest brak możliwości transferu branżowego know-how, jaki mógłby wystąpić przy inwestorze branżowym.

Często wskazywany jako wada **czasowy charakter zaangażowania kapitału przez fundusz venture capital** w praktyce nie stanowi

większego problemu dla przedsiębiorcy, gdyż wyjście z inwestycji jest zadaniem funduszu. Nabywcą pakietu udziałów należących wcześniej do funduszu VC może być inwestor, który nie jest zainteresowany kontynuowaniem strategii realizowanej przez zarząd, ale zagrożenie przejęcia kontroli przez niepożądanego współnika może pojawić się równie dobrze, a czasem z większym prawdopodobieństwem, na rynku publicznym.

W sumie korzyści z inwestycji venture capital zdecydowanie przewyższają wynikające z tego ograniczenia i wpływają korzystnie na konkurencyjność firm zasilonych tym kapitałem. Według danych **European Venture Capital Association (EVCA)** przedsiębiorstwa wspierane przez venture capital zwiększają zyski w tempie 35% rocznie, eksport o 34% rocznie, a sprzedaż produktów rośnie pięciokrotnie szybciej niż w przypadku firm z listy 100 najlepszych przedsiębiorstw brytyjskiego *Financial Times*.

Proces inwestycyjny

Procedura inwestowania venture capital przebiega według kilku kluczowych etapów:

1. Analiza wstępnych danych i określenie wymagań informacyjnych,
2. Szczegółowa ocena biznesu w oparciu o plan biznesowy,
3. Wycena przedsiębiorstwa,
4. Określenie struktury transakcji,
5. Złożenie oferty inwestycyjnej,
6. Realizacja inwestycji.

Analiza wstępnych danych i wymagania informacyjne

Pierwsze kroki funduszu venture capital w stosunku do spółki będącej przedmiotem zainteresowania obejmują żądanie przedstawienia zestawu podstawowych dokumentów, niezbędnych do wstępnej oceny wniosku. Zwykle wniosek składa się z:

- planu biznesowego,
- informacji o osobach zarządzających,
- danych dotyczących celów partnerów inwestycyjnych,
- raportu z badania sprawozdań finansowych,
- aktualnych sprawozdań finansowych,
- porównywalnych danych za lata poprzednie,
- dokumentów formalnych spółki, takich jak statut lub umowa spółki, dokumenty podatkowe itp.

Szczegółowa analiza

Propozycje, które przejdą pierwszy etap selekcji, poddawane są następnie **analizie fundamentalnej**, opartej na założeniach przedstawionych w planie biznesowym.

Analiza ta obejmuje między innymi:

- badanie stanu przedsiębiorstwa,
- przygotowanie projektu wzrostu wartości firmy,
- analizę sposobu wycofania zainwestowanego kapitału (**exit strategy**).

W ramach analizy stanu przedsiębiorstwa rozważa się m.in.:

- powstanie i historię rozwoju przedsiębiorstwa,
- jakość, doświadczenie, strategię i motywację zarządu, dyrektorów oraz głównych akcjonariuszy lub udziałowców,
- wytwarzane produkty lub świadczone usługi, w tym ich zalety rynkowe w stosunku do produktów konkurencyjnych oraz wady,
- analizę rynków, na których działa przedsiębiorstwo, w tym rozmiar i charakter branży, wielkość i profil bazy klientów oraz głównych konkurentów,
- aspekty produkcyjne i operacyjne biznesu, takie jak stosowane technologie, dostęp do surowców, posiadana zdolność produkcyjna i majątek produkcyjny,
- analizę ryzyka oraz sposobu jego zarządzania,
- wrażliwość dochodów przedsiębiorstwa na zmiany w

- sprzedaży i poziomach marż,
- zależność czasową między inwestycją a momentem, w którym zaczną przynosić zyski,
- spodziewaną wartość firmy w momencie planowanego wycofania kapitału,
- analizę ryzyk finansowych oraz metod ich zarządzania.

Oto przeredagowana wersja Twojego tekstu:

Wycena

Wartość przedsiębiorstwa opiera się na wielkości dochodów, jakie jest w stanie wygenerować w przyszłości, niezależnie od ich formy. Oznacza to, że wlicza się zarówno dochody możliwe do uzyskania w wyniku kontynuacji działalności, jak i dochody wynikające z likwidacji przedsiębiorstwa. Wartość nie zależy natomiast wyłącznie od historycznych wyników finansowych ani od ceny, jaką w danym momencie można uzyskać na rynku.

Ze względu na specyfikę branży oraz założenia szybkiego wzrostu przedsiębiorstwa, fundusz inwestujący koncentruje się przede wszystkim na przyszłym, zdyskontowanym strumieniu gotówki, stanowiącym podstawę wyceny.

Najpowszechniej stosowaną metodą jest metoda oparta na wycenie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), która ma szczególne znaczenie w kontekście funduszy venture capital. Wyróżnia się kilka odmian tej metody:

- rozwinięta metoda dochodowa,
- model wiecznej renty,
- model ze stałym tempem wzrostu dochodów przedsiębiorstwa,
- model ograniczonego czasowo funkcjonowania przedsiębiorstwa z uwzględnieniem dochodów likwidacyjnych.

Najczęściej stosowana jest **rozwinięta metoda dochodowa**, uznawana za najlepiej odzwierciedlającą rzeczywistą wartość rynkową przedsiębiorstw kontynuujących działalność. Jest rekomendowana przez wielu ekspertów, szczególnie w analizach finansowych fuzji i przejęć, i jest obecnie powszechnie stosowana także w Polsce, w tym w procesach prywatyzacyjnych.

Podstawowym miernikiem wyceny są **strumienie gotówkowe**, a nie zyski księgowe. Zysk jest bowiem opinią, natomiast gotówka jest faktem. Wyniki księgowe mogą być kształtowane przez wybór określonych zasad rachunkowości (np. LIFO/FIFO, różne metody amortyzacji), a także nie uwzględniają niezbędnych nakładów kapitałowych ani decyzji zarządczych (tworzenie lub rozwiązywanie rezerw, przyspieszanie lub opóźnianie zafakturowania transakcji).

Pomocniczo stosuje się metodę porównań rynkowych, opartą na analizie cen porównywalnych transakcji. Metoda ta ma jednak ograniczone zastosowanie ze względu na brak wystarczającej liczby wiarygodnych danych w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, a dane z transakcji giełdowych są zwykle nieprzydatne z powodu różnic w dojrzałości rynkowej firm.

Należy pamiętać, że stosowanie ogólnie przyjętych procedur wyceny nie gwarantuje uzyskania identycznych wyników dla różnych inwestorów. Każdy fundusz venture capital może oceniać wartość firmy odmiennie, kierując się własną subiektywną oceną ryzyka i ustalając stosowne dyskonto.

Określenie struktury transakcji

Struktura finansowa inwestycji jest ustalana w toku negocjacji między funduszem a przedsiębiorstwem. Określa ona m.in.:

- udziały we własności poszczególnych stron,
- zastosowane instrumenty finansowe,
- prawa i obowiązki wszystkich uczestników,
- koszt pozyskania kapitału.

Z punktu widzenia funduszu struktura inwestycji powinna zapewniać:

- uzyskanie zysku proporcjonalnego do podjętego ryzyka,
- minimalizację obciążeń podatkowych wynikających z przepływu gotówki między stronami,
- zapewnienie odpowiedniej płynności finansowej,
- efektywne wykorzystanie środków,
- motywację dla kierownictwa przedsiębiorstwa.

Dla menedżerów przedsiębiorstwa struktura finansowa powinna natomiast umożliwiać:

- nieskrępowane i bezkolizyjne zarządzanie firmą,
- godziwe wynagrodzenie za inicjatywę,
- minimalizację obciążeń podatkowych (dywidendy, zyski kapitałowe).

Oferta i realizacja inwestycji

Po uzgodnieniu wszystkich istotnych elementów porozumienia fundusz venture capital składa ostateczną ofertę obejmującą część kapitału zakładowego (akcyjnego). Podstawowe elementy oferty to:

- określenie wartości i celów inwestycji,
- określenie struktury transakcji,
- propozycja zasad wyjścia funduszu z inwestycji,
- wymagania sprawozdawcze i sposób nadzoru,
- system motywacji kierownictwa,
- regulacje dotyczące zamknięcia inwestycji,
- charakter oferty inwestycyjnej.

W przypadku, gdy wszystkie szczegóły zostały uzgodnione podczas negocjacji, oferta jest zwykle przyjmowana. Dla przedsiębiorstwa decyzja ta jest ostateczna, natomiast fundusz może zastrzec, że ostateczne zatwierdzenie należy do organu nadzorującego proces inwestycyjny, takiego jak Rada Funduszu, Komitet Inwestycyjny lub inny odpowiednik. Dopiero po

pozytywnej opinii zarządu spółki zarządzającej funduszem organ ten wyraża zgodę na inwestycję i transfer środków.

W przypadku przeszkód natury administracyjnej lub politycznej (np. konieczność uzyskania zgody na zakup nieruchomości lub udziałów przez inwestora zagranicznego) stosuje się:

- **umowę wstępną** z zobowiązaniem do zawarcia umowy ostatecznej po ustaniu przeszkód, lub
- **umowę pod warunkiem zawieszającym**, która nabiera mocy prawnej po spełnieniu określonych warunków.

Szczegółowe aspekty prawne procesu inwestycyjnego omówiono w części dotyczącej [prawnych aspektów inwestowania funduszy venture capital](#).

W serwisie dyplom.com.pl prezentujemy obronione prace dyplomowe, które mogą służyć za wzór do napisania własnej pracy - gdyby potrzebowali jeszcze Państwo konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - fachowa pomoc w pisaniu prac.