

# Fundusze venture capital jako wsparcie kapitałowe dla innowacyjnej przedsiębiorczości

Konferencja pt. „Naukometria i nauki o zarządzaniu  
dla innowacyjnej przedsiębiorczości”

Nowy Sącz, 17.05.2014

dr Aleksandra Szulczewska-Remi  
Katedra Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny  
Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu



UNIWERSYTET EKONOMICZNY  
W POZNANIU



**Private equity/venture capital** to inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Mogą być wykorzystane na rozwój nowych produktów i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek lub też na poprawę i wzmocnienie bilansu spółki.

Venture capital (VC) jest jedną z odmian private equity. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji.

(Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych)



# Etapy finansowania kapitałem wysokiego ryzyka

Nazwa etapu	Charakterystyka
Kapitał zasiewu (seed capital)	Finansowanie początkowej fazy rozwoju firmy: badania, rozwój wstępnej koncepcji produktu
Kapitał początkowy (start-up capital)	Finansowanie rozwoju produktu, wstępnego marketingu i rozpoczęcie sprzedaży
Kapitał na sfinansowanie innych wczesnych faz rozwoju (early-stage capital)	Finansowanie działającego przedsiębiorstwa, generującego przychody ze sprzedaży, ale potrzebującego środków finansowych na dalsze inwestycje, np. produkcję i rozwój sprzedaży
Kapitał na rozwój (expansion capital)	Finansowanie dalszego rozwoju działającego przedsiębiorstwa, zwykle rentownego



# Cykl inwestycyjny funduszu VC

(na podstawie publikacji PARP)

## Przygotowanie inwestycji

(szczegółowy proces analizy przedłożonego projektu w tym *due diligence*, etap negocjacji i ustalenia warunków inwestycji, wniesienie kapitału do przedsięwzięcia)



## Realizacja przedsięwzięcia

(współpraca i monitoring inwestycji, realizacja rund finansowania, przygotowanie operacji wyjścia z inwestycji, wycena, poszukiwanie nabywców, ustalenie warunków i negocjacje)



## Zakończenie inwestycji

czyli wycofanie zaangażowanego kapitału

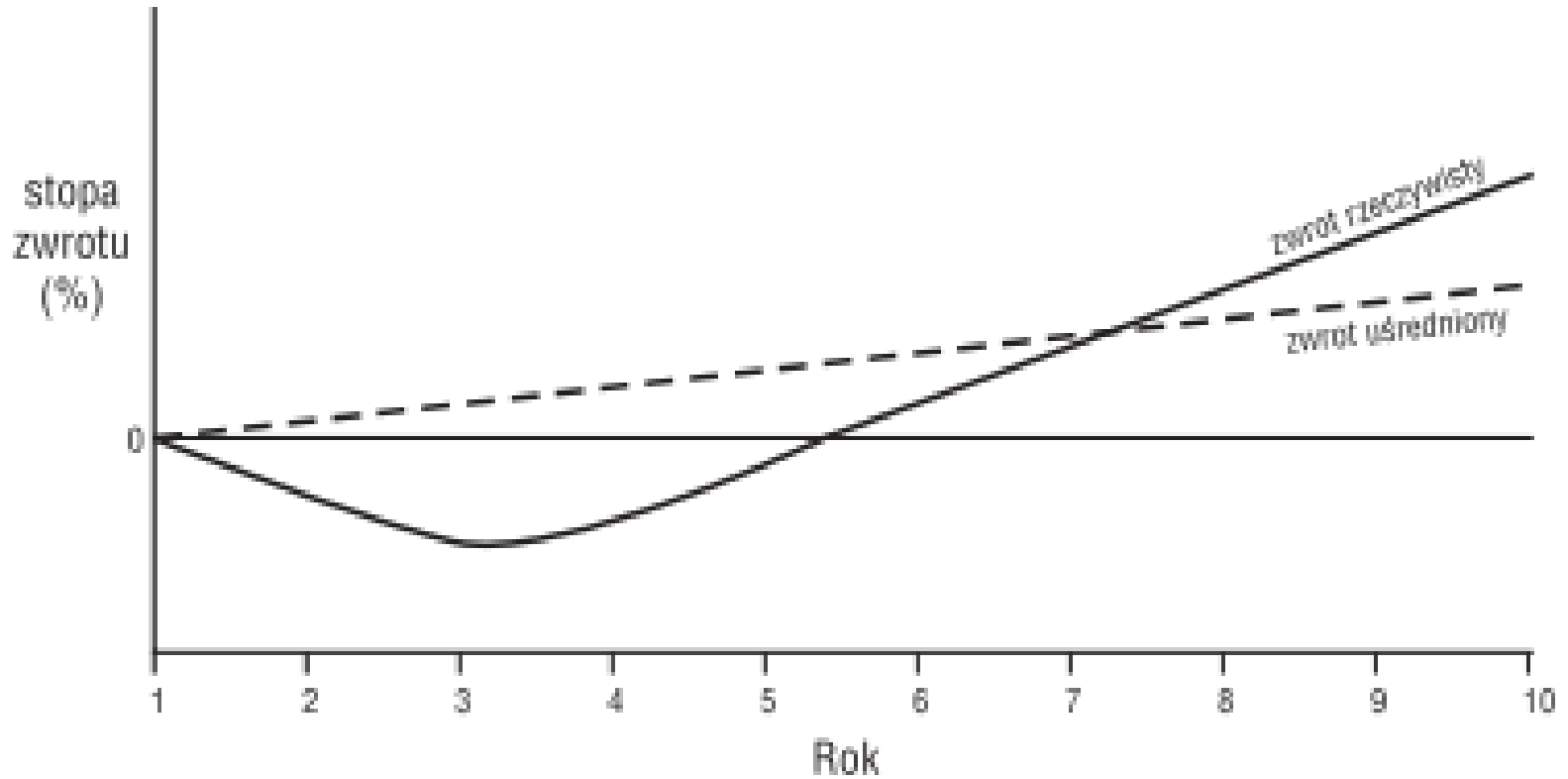


Powszechnie uważa się, że krzywa zwrotu z zainwestowanego kapitału w zależności od czasu funkcjonowania funduszu przyjmuje kształt litery **J**, czyli w początkowej fazie życia funduszu stopa zwrotu IRR jest ujemna, aby w kolejnej fazie rozpocząć silny wzrost.

Wycena wartości funduszu (interim valuation) jako wartość księgową netto (NAV) na wczesnym etapie jego istnienia spada poniżej wielkości kapitału zainwestowanego przez inwestorów funduszu.



# Efekt krzywej J



Źródło: *Private Equity, An Introduction to the Asset Class*, RMF Investment Group.



Charakterystyka przedsiębiorstw o największych szansach na znalezienie inwestora z branży venture capital według **Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych:**

- mają dobrą kadre kierowniczą,
- mają lepszą niż konkurenci ofertę produktów/usług lub przewagę technologiczną,
  - działają na wzrostowym rynku,
- rozwijają się szybciej niż inne firmy z branży,
  - posiadają znaczny udział w rynku.



# Propozycja wartości (Value proposition)

Próba oszacowania wartości produktu (określenie kto jest grupą docelową dla danego produktu, jakie korzyści przyniesie on nabywcom i określenie ceny produktu)





# Propozycja wartości – opis innowacji

Dla? ..... (grupa docelowa)

Kto? ..... (potrzeby klienta)

..... (produkt/usługa) **jest** ..... (kategoria produktu/usługi),

**któr-y/a** ..... (podstawowe korzyści)

**Jak** żaden inny **produkt/usługa** .....  
(alternatywne produkty/usługi konkurencji)

**Nasz produkt** ..... (główne zalety i różnice)



# Propozycja wartości

	←		→	
	Miło mieć	Trzeba mieć	Shadow costs	Łatwo sprzedać
			Aby uniknąć straty rzeczy wartościowych, straty reputacji, zdrowia, pozycji społecznej	
		<ul style="list-style-type: none"><li>•Obniżają koszty</li><li>•Zwiększają produktywność</li><li>•Umożliwiają rzeczy wcześniej niemożliwe</li></ul>		
Ciężko sprzedać	Towary luksusowe (budują reputację)			

Kiedy wszystko idzie dobrze...

Ile jesteśmy w stanie zapłacić, gdy coś pójdzie nie tak?

# Elevator Pitch

**Elevator pitch** oznacza ekspresyjną, zwięzłą, treściwą i zrozumiałą dla każdego prezentację, którą przedstawia się w celu podkreślenia tego, co dany biznes/pomysł da potencjalnym klientom, inwestorom i/lub społeczeństwu.

Elementy dobrego **elevator pitch** to: wprowadzenie przykuwające uwagę słuchacza, krótki opis proponowanej usługi/produktu, zwięzła charakterystyka odbiorcy/klienta, odniesienie proponowanego rozwiązania do istniejących na rynku rozwiązań konkurencji, określenie środków niezbędnych do powodzenia przedsięwzięcia, określenie profitów, na jakie może liczyć inwestor.



# Elevator Pitch

Dodatkowe elementy **elevator pitch**:

- potencjalni partnerzy/współpracownicy
- sposoby dystrybucji
- doświadczenie zespołu
- prognoza sprzedaży np. na 5 lat
- dane kontaktowe
- pytanie na końcu, zachęcające do dalszej dyskusji



# Zabezpieczenie interesów przedsiębiorcy i funduszu VC:

- Rozłożenie inwestycji VC na fazy i zapewnienie skutecznego rozwoju projektu,
  - Kontrola i wybór szczególnych instrumentów dłużnych i kapitałowych,
  - Odpowiednie schematy wynagradzania przedsiębiorców, włączając prowizje za źle zarządzających menedżerów,
    - Restrykcyjne umowy,
    - Reprezentacja w radach nadzorczych,
  - Rozdział prawa głosu na walnym zgromadzeniu.



W 1996 roku prezes Amazon.com, Jeff Bezos, zdołał przekonać 20 inwestorów indywidualnych do zainwestowania ok. 1 mln USD w akcje spółki, a następnie 2 fundusze venture capital, które nabyły pakiet akcji Amazon.com za ok. 8 mln USD.

Udana sprzedaż w maju 1997 r. 3 mln akcji (18 USD za akcję, co dało ok. 48 mln USD) w drodze pierwotnej emisji publicznej na giełdzie Nasdaq oraz wysoka wycena rynkowa akcji tej spółki zwiększyła zainteresowanie inwestorów VC firmami internetowymi.



Wartość pozyskanego  
kapitału amerykańskich  
funduszy VC  
w poszczególnych latach  
(dane w mld dol.  
na podstawie  
Venture Economics)

1991	1.6
1992	5.0
1993	3.7
1994	7.8
1995	9.9
1996	12.1
1997	17.7
1998	30.4
1999	59.2
2000	105.4
2001	37.3
2002	3.7
2003	9.9
2004	17.6
2005	21.6
2006	25.5
2007	29.4
2008	28.3
2009	18.3
2010	21.8
2011 / 2012	28.4 / 26.5



# TRANSMETA

Na 50 spółek z listy Silicon Valley Fastest 50 aż 49 z nich straciło na wartości w 2001 r., przy czym przecena wartości akcji większości z nich wyniosła 80%.

Pierwszą pozycję na tej liście w listopadzie 2000 r. zajmowała spółka Transmeta, producent chipów, której akcje rynek wycenił na 17 mld USD (50 USD za akcję). Inwestor, który zakupił akcje Transmety po cenie emisyjnej (przed IPO), mógł zrealizować w tym czasie stopę zwrotu na poziomie 5400%.

Na koniec września 2001 r. kapitalizacja Transmety spadła do 215 mln USD (1,6 USD za akcję).





Fundusze na start-upy w USA (według danych Venture Economics)

2007: 3813 transakcji o wartości \$29.4 mld

2008: 3808 transakcji o wartości \$28.3 mld

2009: 2927 transakcji o wartości \$18.3 mld

2010: 3277 transakcji o wartości \$21.8 mld

2011: 3673 transakcji o wartości \$28.4 mld

2012: 3698 transakcji o wartości \$26.5 mld



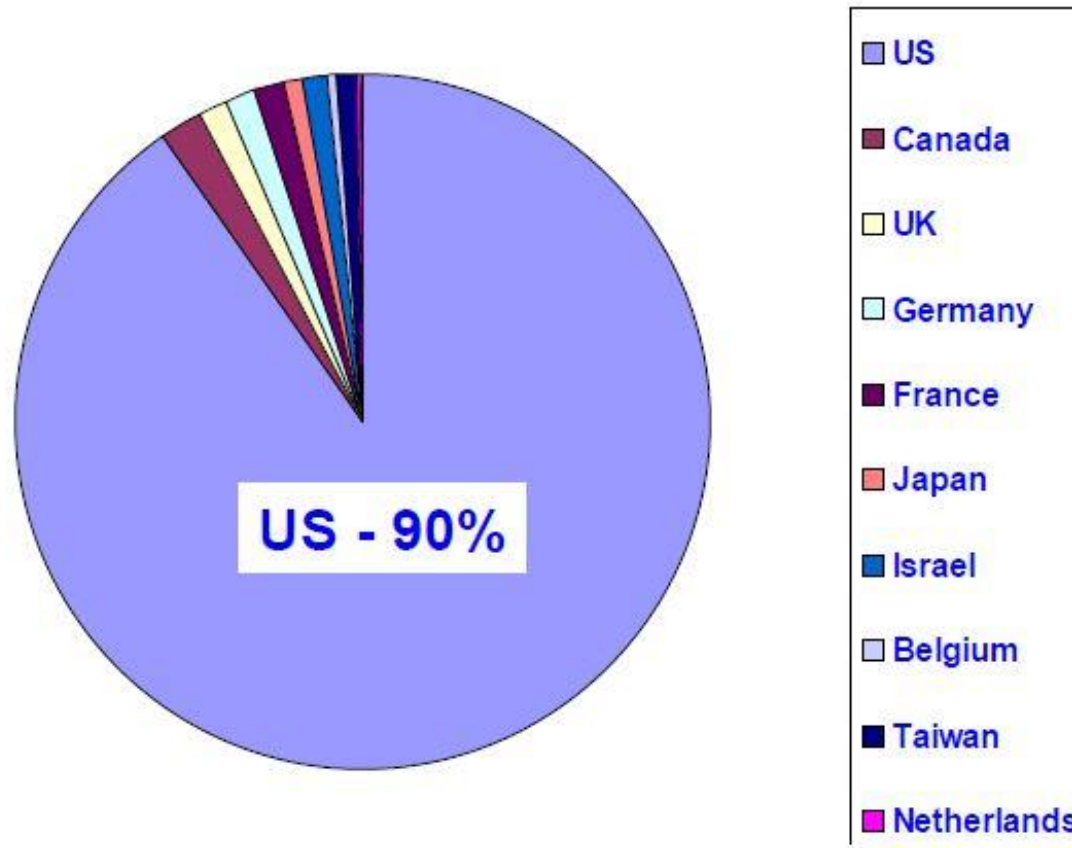
Całkowita wartość kapitału zarządzanego przez  
prywatne fundusze w USA:

3 766 065 400 000 USD



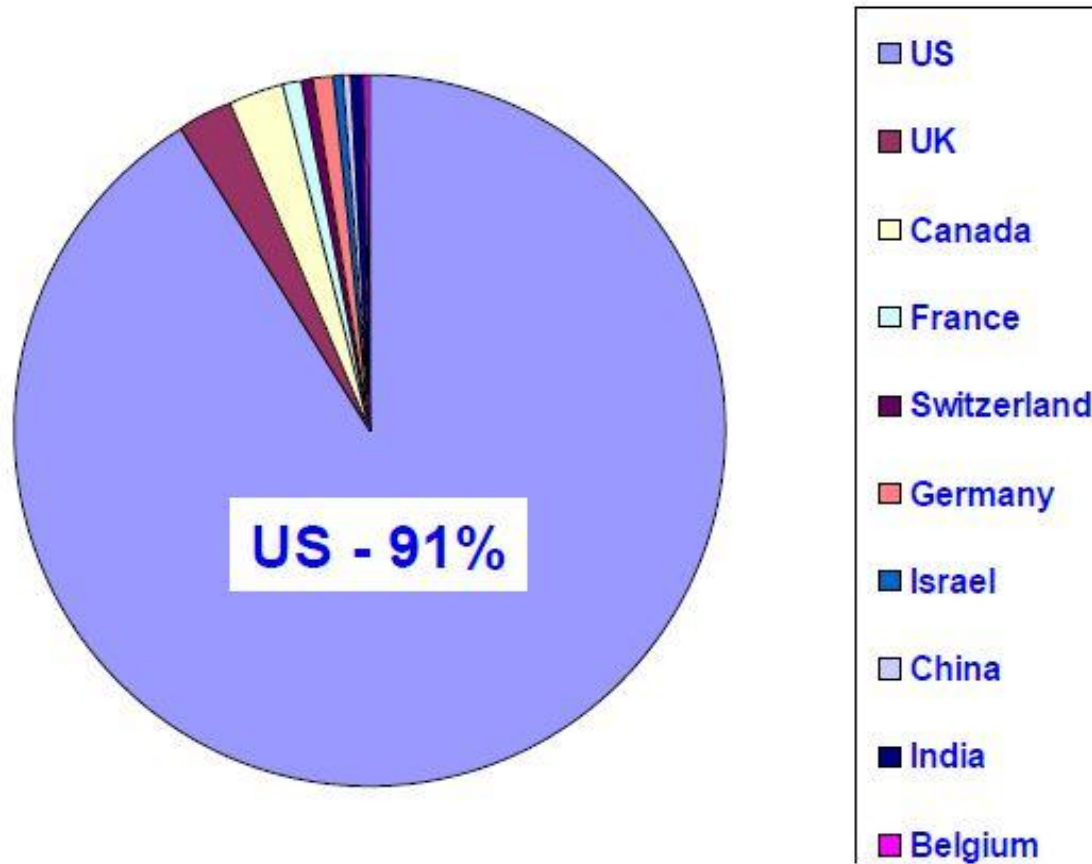
# Pochodzenie inwestycji VC w USA

(na podstawie liczby transakcji, dane Venture Economics)

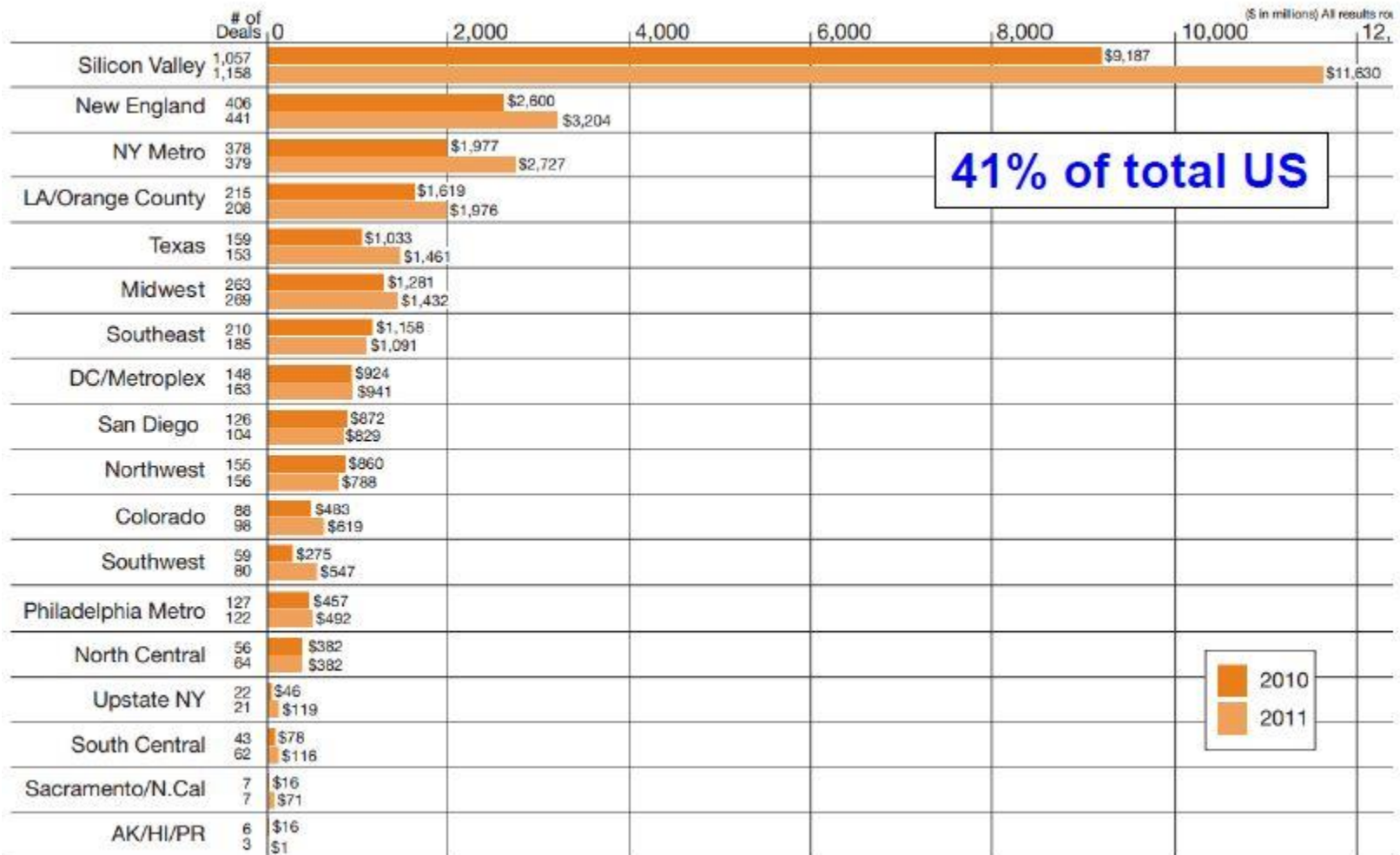


# Inwestycje amerykańskich VC

(na podstawie liczby transakcji, dane Venture Economics)



# Gdzie inwestują fundusze VC?



Średnioroczna stopa zwrotu dla amerykańskich funduszy VC działających tylko w 2000 r. (01.01.2000 – 31.12.2000) wyniosła **34,9%**; fundusze funkcjonujące w okresie 3 lat (1998 – 2000) osiągnęły średnioroczną stopę zwrotu na poziomie **67,7%**, fundusze pięcioletki (1996 – 2000) – stopę w wysokości **49%**, fundusze dziesięcioletki – **30,1%**.



Średnioroczna stopa zwrotu dla europejskich funduszy VC działających tylko w 2000 r. (01.01.2000 – 31.12.2000) wyniosła **35,6%**;  
fundusze funkcjonujące w okresie 3 lat (1998 – 2000) osiągnęły średnioroczną stopę zwrotu na poziomie **36,3%**, fundusze pięcioletki (1996 – 2000) – stopę w wysokości **33,6%**, fundusze dziesięcioletki – **17,2%**.

2001 Investment Benchmarks Report. European Private Equity, Thomson Financial/Venture Economics



# Amerykańskie VC versus Europejskie VC

1. Badania EIF Reserach and Market Analysis (2011) wskazują na zbyt niski poziom inwestycji VC w Europie mierzony udziałem inwestycji VC w PKB.
2. Badania Claryssea i Heirmana (2007) z kolei ukazują zdecydowanie niższą wartość europejskich inwestycji VC. Clarysse, Knockaert i Wright (2009) tłumaczą to brakiem „masy krytycznej” tworzącej ekosystem.
3. Badania Kellyego (2011) podkreślają odmiennność wykształcenia przedstawicieli funduszy VC (Europejscy – to przede wszystkim finansiści, Amerykańscy – inżynierowie, naukowcy z doświadczeniem prowadzenia własnej działalności gospodarczej).





# Amerykańskie VC versus Europejskie VC

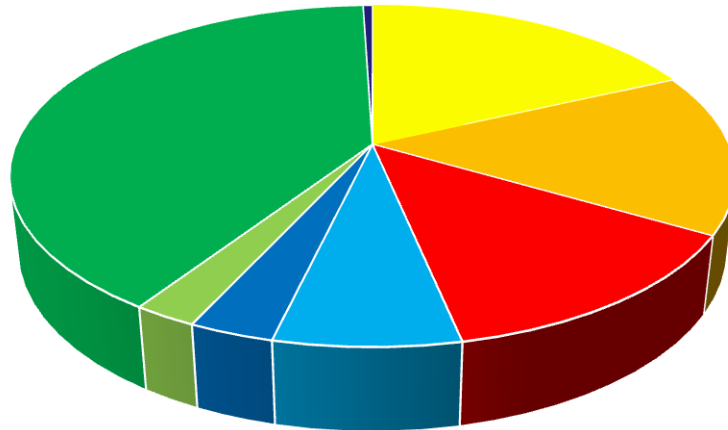
4. Większość funduszy zgromadzonych przez VC w Stanach Zjednoczonych pochodzi z funduszy emerytalnych, w Europie finansowana jest ze środków rządowych.
5. Axelson i Martinovic (2013) zaobserwowali spadającą liczbę IPO będących rezultatem inwestycji VC w ostatnich latach zarówno w Europie jak i Stanach Zjednoczonych.
6. Badania Farii i Barbosy (2014) wskazały na efektywniejsze finansowanie VC w późniejszych fazach rozwoju inwestycji, co wskazuje z kolei na rolę funduszy VC w komercjalizacji innowacji a nie jej kreacji.



# Branże finansowane przez fundusze VC

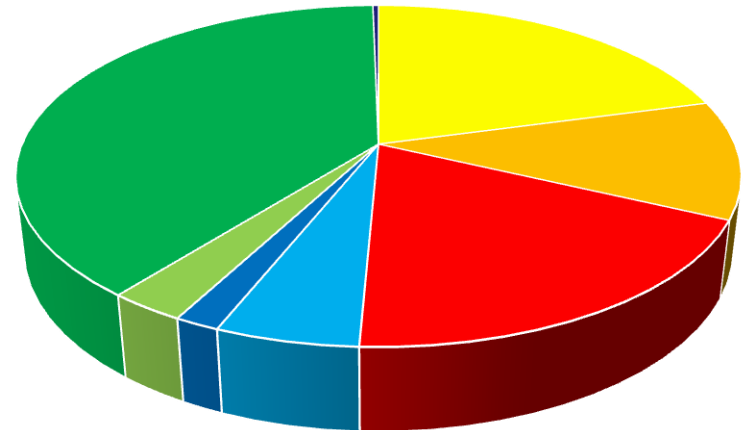
(dane Dow Jones VentureSource na podstawie wartości transakcji w 2013 r.)

Europa



- Biotechnologia i medycyna
- Usługi biznesowe
- Komunikacja
- Handel detaliczny
- Energia
- Usługi finansowe
- Internet i technologie informatyczne
- Inne

Stany Zjednoczone

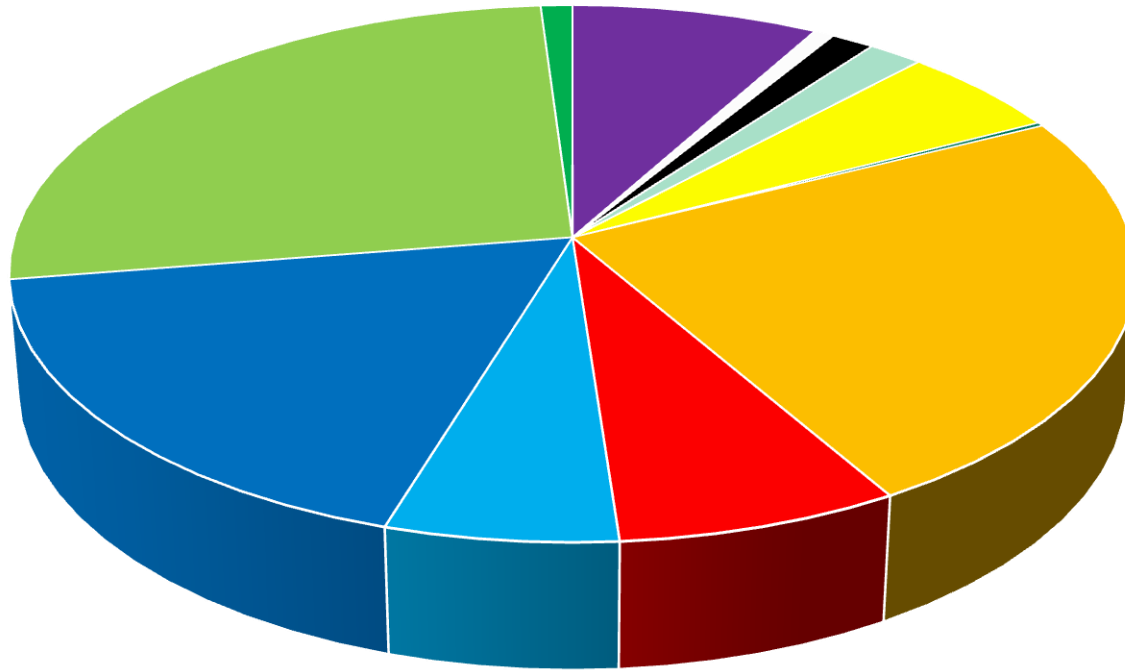


- Biotechnologia i medycyna
- Usługi biznesowe
- Komunikacja
- Handel detaliczny
- Energia
- Usługi finansowe
- Internet i technologie informatyczne
- Inne



# Branże finansowane przez fundusze VC w Polsce

(dane EVCA na podstawie transakcji z 2012 roku)



- Chemia
- Komunikacja
- Przemysł komputerowy i elektroniczny
- Budownictwo
- Dobra konsumpcyjne i handel detaliczny
- Obsługa klienta
- Energia i środowisko
- Usługi finansowe
- Nauki przyrodnicze
- Nieruchomości
- Transport
- Inne



Wartość polskiego rynku VC stanowiła 0,002 proc. PKB według danych Europejskiego Stowarzyszenia Venture Capital (EVCA) za 2012 rok. Ten wynik stawia Polskę daleko za krajami Zachodniej Europy, jednocześnie czyniąc Polskę największym rynkiem venture capital w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Według danych EVCA z 2011, nominalna wartość rocznych transakcji w Polsce wyniosła 28 mln euro, co stanowiło jedną trzydziestą wielkości rynku brytyjskiego.

Główne powody słabego rozwoju rynku VC w Polsce. Przede wszystkim jest to wina braku wzajemnego zaufania między inwestorami a podmiotami zarządzającymi środkami oraz faktu, że w latach 90. wzrost gospodarczy był tak silny, że tak złożone struktury inwestowania jak venture capital nie były potrzebne.



# Polska jest najlepszym miejscem do inwestowania w ramach venture capital ze wszystkich państw Europy Środkowo-Wschodniej.

W skali świata zajmuje 28. miejsce spośród 118 państw zanalizowanych w raporcie atrakcyjności dla Private Equity/Venture Capital za 2013, opracowanym przez Uniwersytet Nawarry i Ernst And Young. Pozycja Polski w rankingu stabilnie rośnie z roku na rok – od 2009 Polska przeskoczyła 5 miejsc.

Najlepiej oceniona została w rankingu kategoria „IPO i aktywność emisji publicznych” (13. miejsce na świecie), a z kolei system podatkowy został uznany za najlepiej działający czynnik pobudzający rynek, porównywalny do amerykańskiego systemu. Równie wysoko ocenione zostały dzienniki i artykuły naukowe (19. miejsce na świecie) oraz wielkość gospodarki (23. miejsce na świecie.)



# Oczekiwany wzrost aktywności funduszy PE w Europie w roku 2014

(dane Roland Berger Strategy Consults, luty 2014)

