

*dr Elżbieta Pohulak-Żołędowska*¹

Katedra Ekonomii i Polityki Ekonomicznej
Wydział Ekonomii, Zarządzania i Turystyki
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Kapitał venture w finansowaniu innowacji przełomowych

WSTĘP

Jak podaje Podręcznik Oslo, innowacje są wynikiem kreatywnej aplikacji wiedzy i odgrywają współcześnie wiodącą rolę w gospodarkach [Oslo, <http://www.oecd.org/science/inno/2367580.pdf>]. Wiedza stała się w związku z tym głównym aktywem, a narody, które potrafią aktywnie kształtować te aktywa i właściwie nimi zarządzać, są liderami na międzynarodowych rynkach. Innowacje rozumiemy jako nowe produkty, procesy lub metody wprowadzone z sukcesem na rynek i dlatego są źródłem dobrobytu [Vaitheeswaran, 2007, s. 4].

W każdej spotkanej definicji innowacji można znaleźć odniesienie do dwóch cech tego zjawiska: nowości i aplikacji rynkowej. Literatura przedmiotu wyróżnia wiele definicji wielu rodzajów innowacji – istotnych dla przedsiębiorstw i gospodarek [Schumpeter, 1934]. Z punktu widzenia realizacji postawionych celów współczesnych gospodarek, należy odróżnić innowacje przełomowe i innowacje kontynuacyjne [Christensen, 2010]. Krajobraz innowacyjny uzupełniają innowacje imitacyjne, czyli produkty i procesy nowe tylko dla danego przedsiębiorstwa, lecz już wdrożone w innych przedsiębiorstwach, dziedzinach działalności lub krajach.

Ekonomia głównego nurtu traktuje przedsiębiorców jako jednostki o zdolnościach i skłonnościach do innowacji. W 1942 r. Schumpeter wprowadził pojęcie ‘kreatywnej destrukcji’. Wyjaśniając ten termin argumentuje on, że to właśnie innowacje i wzrost prowadzą do zastąpienia przestarzałych produktów, procesów i firm przez bardziej unowocześnionych i uaktualnionych oraz bardziej doskonałych następców [Stępnicka, www.ue.katowice.pl/.../3_N.Stepnicka_Koncepcja_tworczej_destrukcji...]. Autorami tej ‘twórczej destrukcji’ są przedsiębiorcy, którzy w poszukiwaniu zysku nadzwyczajnego wprowadzają in-

¹ e-mail: epohzol@gmail.com.

nowacje, ponosząc związane z tym ryzyko. Charakter innowacji specyficznych dla określonej rewolucji naukowo-technicznej określa rodzaj innowacji. Biorąc pod uwagę fakt, że Schumpeter żył w czasach czwartej rewolucji technicznej, czyli czasach innowacji bazujących na wykorzystaniu ropy naftowej, silników spalinowych i odrzutowych oraz metody produkcji masowej, twórcza destrukcja miała charakter zmian stopniowych, wyraźnie ukierunkowanych i dość przewidywalnych [Zorska, 2011, s. 44]. Oportunizm przedsiębiorcy, który nie był barierą innowacji czasu Schumpetera, zdaje się być przeszkodą innowacyjności w czasach gospodarek wiedzy.

Istotnym dla działalności innowacyjnej zagadnieniem jest jej finansowanie. Niepewność zysków takiej działalności powoduje, że inwestorzy niechętnie udzielają takim podmiotom finansowego wsparcia – szczególnie we wczesnej fazie innowacji, najistotniejszej dla „być albo nie być” młodej firmy.

Istnieje pogląd w literaturze przedmiotu, że dobrze funkcjonujące rynki finansowe odgrywają wiodącą rolę we wsparciu wzrostu gospodarczego, właśnie poprzez ich zdolność do bodźcowego oddziaływania na innowacje technologiczne. Czy faktycznie? Czy rynki kapitałowe są w stanie zidentyfikować najbardziej obiecujące projekty innowacyjne? Czy są skłonne udzielić im wsparcia finansowego na każdym etapie rozwoju przedsiębiorstwa?

Celem niniejszego opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie – czy kapitał ryzyka (VC) jest faktycznie kapitałem inwestowanym w ryzykowne, innowacyjne przedsięwzięcia.

RYNKI FINANSOWE W FINANSOWANIU INNOWACJI

Nieodłączną cechą procesu innowacyjnego jest niepewność [Knight, 1921]. Niepewność różna od ryzyka nie tylko z powodu prawdopodobieństwa oczekiwanego wyniku, ale również z powodu braku pewności co do formy potencjalnych wyników. Z perspektywy finansisty trudno ocenić projekt innowacyjny, który potrzebuje finansowania szczególnie dlatego, że jedynym sposobem odkrycia potencjału innowacji jest jej stworzenie (a więc zainwestowanie w nią) [Kerr, Nanda, 2014a]. Wyzwanie, jakim jest inwestowanie w środowisku wysokiego ryzyka i niepewności, jest związane z faktem, że zwrot z poniesionych nakładów jest nieoczywisty [Scherer, Harhoff, 2000]. Zwykłe procedury oceny projektów zawodzą i potrzeba wyspecjalizowanych instytucji pośredniczących, by podjąć decyzję o inwestowaniu w rozwój młodych start-upów.

Częstym zjawiskiem jest, że ani innowator ani finansista nie są świadomi potencjału projektu. Niemożność określenia koniecznego dla rozwoju innowacji wkładu finansowego [Holmstrom, 1989], jak również dookreślenia warunków kontraktu (wobec nieznaności osiągniętych wyników) powoduje, że koszty agencji w kontakcie określającym finansowanie projektu innowacyjnego są wyż-

sze niż w zwykłym kontrakcie pomiędzy przedsiębiorcą a finansistą [Grossman, Hart, 1986; Hart, Moore, 1990; Aghion, Tirole, 1994].

Również wart podkreślenia jest fakt, że firmy zaangażowane w działalność innowacyjną charakteryzują się dość specyficzną strukturą posiadanych aktywów. Otóż znaczną część stanowią wartości niematerialne i prawne, a wiedza jest „uosebiona” w kapitale ludzkim [Hall, Lerner, 2010]. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest uszczuplanie wydatków na prace badawczo-rozwojowe w celu uniknięcia konieczności zwolnienia personelu zajmującego się badaniami (personelu wiedzy) [Hall et al., 1986].

Idea „twórczej destrukcji” Schumpetera każe myśleć o innowacjach poprzez pryzmat nowo powstających przedsiębiorstw – start-upów. Powstałe na bazie nowych idei stanowią awangardę innowacji i zyskują na znaczeniu w gospodarkach wiedzy. W warunkach niezdefiniowanego popytu, niekompletnych technologii i wysokiego ryzyka, małe firmy osiągają dużo lepsze wyniki niż duże, a to za sprawą elastyczności, większej koncentracji na problemie i motywacji w sprzyjaniu kreatywności. Gospodarka charakteryzująca się dużą liczbą innowacyjnych start-upów zyskuje przewagę konkurencyjną w gospodarkach wiedzy [Kerr, Nanda, 2014b].

Finansowanie innowacyjnych start-upów oznacza przede wszystkim użycie kapitałowych inwestycji. Finansowanie kredytem bankowym jest utrudnione bowiem z kilku względów. Kombinacja wysokiego, trudnego do oszacowania ryzyka, dominacja kapitału ludzkiego w strukturze aktywów firmy (przy jednoczesnym braku dóbr kapitałowych) i – brak długotrwałych relacji z bankiem i historii – te cechy powodują, że innowacyjne start-upy nie mają szans na finansowanie działalności kredytem bankowym. A brak odroczenia konieczności spłaty kredytu ostatecznie pogrąży już ten rodzaj finansowania innowacji.

Finansowanie kapitałowe zasadniczo różni się od finansowania kredytem bankowym. Przede wszystkim inwestorzy nie wymagają terminowej spłaty, akceptują udział w zyskach (oczywiście w zamian za oddanie im kontroli nad firmą). Oznacza to, że ryzyko przejmuje na siebie inwestor i – tym samym – „typuje” zwycięzcę. Zmienia się własność w przedsiębiorstwie. Inwestor wraz z udziałami przejmuje kontrolę nad firmą.

KAPITAŁ RYZYKA (VC) W FINANSOWANIU INNOWACJI

Venture capital od dawna jest źródłem finansowania młodych firm, poruszających się w świecie nowych technologii. Zdecydowany rozwój tego typu kapitału miał miejsce na przełomie wieków, podczas boomu firm dot-com. Kapitał ryzyka jest odpowiedzialny za finansowanie wielu innowacji w dziedzinach takich jak ICT czy biotechnologia, nauki przyrodnicze czy ochrona zdrowia.

Firmy *venture capital* są odpowiedzialne za inwestycje typu *private equity*, czyli inwestycje kapitałowe w przedsiębiorstwa (stanowią zewnętrzne źródło ka-

pitalu), które nie są dopuszczone do publicznego (giełdowego) obrotu. Firmy VC funkcjonują jako mocodawcy, zarządzając środkami pochodzącymi od podmiotów indywidualnych, instytucjonalnych i własnymi środkami. Można wyróżnić sześć etapów finansowania w procesie inwestowania kapitału venture – zależnych od rozwoju firm przez ten kapitał wspieranych [*Venture Capital & the Finance of Innovation...*]:

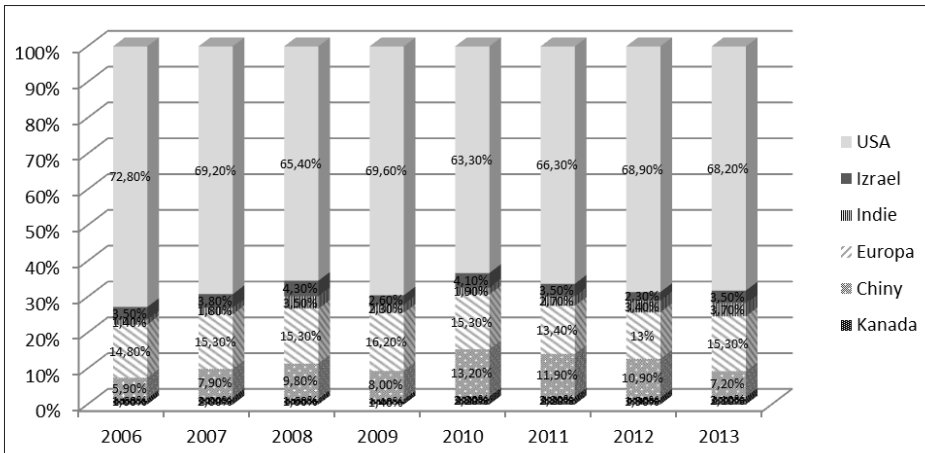
1. Wczesny etap – finansowanie przedsięwzięcia zanim rozpocznie ono wytwarzanie i sprzedaż produktu, przed osiągnięciem przez nie zysku. Ten rodzaj finansowania obejmuje kapitał zasiewowy i finansowanie fazy start-up, czyli etap oceny i rozwoju inicjalnego pomysłu, aż po wsparcie rozwoju produktu i wstępny jego marketing.
2. Etap ekspansji – finansowanie obejmuje wzrost i ekspansję możliwości produkcyjnych firmy w celu generowania zysków.
3. Etap wymiany – obejmuje sprzedaż części istniejących udziałów innym firmom VC lub innym udziałowcom.
4. Etap zarządzania wykupem – forma finansowania stosowana w celu umożliwienia bieżącego działania zarządowi i inwestorom w celu przejęcia całej firmy.
5. Etap zarządzania zakupem – finansowanie zapewnione zewnętrznym menadżerom w celu zakupu firmy.
6. Etap wyjścia – końcowy – uzyskany w formie pierwszej oferty publicznej lub sprzedaży firmy inwestorowi strategicznemu.

Warto w tym momencie zwrócić uwagę na fakt, że najbardziej restrykcyjne definicje finansowania kapitałem ryzyka wyłączają fazę wykupu i zakupu, podczas, gdy szersze koncepcje obejmują oba te zdarzenia gospodarcze. W Europie stosowana jest poszerzona definicja, podczas, gdy węższa używana jest w Stanach Zjednoczonych.

KAPITAŁ RYZYKA W PRZEDSIĘBIORSTWACH

W większości krajów, dla których są dostępne dane inwestycje kapitału ryzyka stanowią bardzo niewielki odsetek PKB, który wynosi mniej niż 0,03%. Wyjątek stanowi Izrael, gdzie inwestycje kapitału ryzyka szacuje się na 0,5% PKB i Stany Zjednoczone z 0,3% udziału inwestycji VC w PKB [OECD, 2013].)

Kapitał finansowy jest integralną częścią architektury każdego systemu ekonomicznego, jego alokacja jest uwarunkowana wieloma czynnikami. Za przykład może posłużyć kapitał ryzyka, jakim jest VC. Jak pokazują dane [Nepelski et al., 2016] przedsiębiorstwa zlokalizowane w USA otrzymują około 2/3 całej – globalnie inwestowanej wartości tego rodzaju kapitału. Drugie miejsce w rankingu inwestycji kapitału ryzyka zajmują europejskie firmy otrzymując około 15% globalnego wsparcia tego rodzaju funduszy (wykres 1).



Wykres 1. Globalna roczna kwota pozyskanego kapitału ryzyka wg regionów w latach 2006–2014

Źródło: [Nepelski, 2016].

Historia zaangażowania kapitału ryzyka w rozwój młodych firm o wysokim potencjale jest historią dość krótką. Rozpoczęła się ona w latach 90. podczas dynamicznego rozwoju rynku spółek internetowych. Firmy zajmujące się inwestowaniem kapitału ryzyka wówczas odnosiły największe zyski. Mimo tego europejskie fundusze kapitału ryzyka pozostają daleko w tyle za amerykańskimi. Jak pokazuje literatura przedmiotu [*Venture capital firms in Europe...*], od początku funkcjonowania funduszy kapitału ryzyka (czyli od ich początków w latach 80.) stopa zwrotu dla europejskich funduszy wynosi minus 4%, dla amerykańskich plus 16% [Lerner, 2009].

Powody tych nierówności są szeroko dyskutowane w literaturze przedmiotu [de la Dehesa, 2002]. Można dopatrywać się ich przede wszystkim w środowisku zewnętrznym europejskich i amerykańskich firm VC [*Venture capital firms in Europe...*].

Podstawową przewagą USA w zakresie wsparcia dla młodych, prężnie rozwijających się firm jest istnienie giełdy NASDAQ, gdzie młode, technologiczne firmy mogą zadebiutować poprzez pierwszą publiczną ofertę. Próby powielenia modelu w Europie w latach 90. zaowocowały podobnymi instytucjami: niemieckim Neuer Markt, francuskim Nouveau Marche, londyńskim Techmark, czy EASDAQ w Brukseli. Jednak po pęknięciu bańki internetowej wiele z tych rynków znikło lub połączyło się z główną giełdą. Te, które wciąż istnieją odnotowują nieliczne pierwsze publiczne oferty. Istnienie słabego publicznego rynku dedykowanego młodym technologicznym firmom powoduje, że ich wyjście ze struktury wsparcia kapitałem ryzyka odbywa się głównie poprzez połączenie lub nabycie. Nie jest to tak lukratywne jak wejście na rynek poprzez publiczną

ofertę. Brak dobrej jakości rynku giełdowego dla młodych technologicznych firm jest jednym z powodów gorszej sytuacji europejskich firm wspieranych funduszami ryzyka.

Za kolejny z powodów gorszych wyników europejskich firm wspieranych przez kapitał ryzyka może być uznany fakt, że głównymi inwestorami funduszy ryzyka w Europie są banki. Natomiast banki będąc graczy konserwatywnymi z pewnością nie przyczyniają się do zwiększania ryzyka finansowania innowacyjnych przedsięwzięć.

Literatura przedmiotu wskazuje jeszcze jako istotne dla różnic w traktowaniu firm wspieranych przez kapitał ryzyka czynniki takie jak rynek pracy (uwzględniając tu zarówno doświadczenie w zarządzaniu kapitałem ryzyka, drenaż mózgow z Europy do USA, optykę zarządzających kapitałem ryzyka, czy też amerykański etos przedsiębiorczości czy podejście do bankructwa) [*Venture capital firms in Europe...*]. Również otoczenie instytucjonalne jest istotnym elementem będącym u źródeł różnic pomiędzy Europą i USA w zakresie sytuacji firm wspieranych kapitałem ryzyka. Do głównych przeszkód w rozwoju aktywności kapitału ryzyka w Europie należą przede wszystkim wyższy niż w USA podatek od zysków kapitałowych oraz nieduży zakres ochrony podmiotów na wypadek bankructwa – stygmatyzowanie bankructwa.

VENTURE CAPITAL W EUROPIE

Kapitał ryzyka dla firm europejskich wydaje się być kapitałem o mniejszym znaczeniu niż w USA. Natomiast nie jest on bez znaczenia dla rozwoju nowych przedsiębiorstw technologicznych, potencjalnych źródeł innowacji przełomowych.

W połowie lat 90. tylko około 100 europejskich przedsiębiorstw uzyskało wsparcie kapitału venture. Natomiast w 2000 r. liczba ta wzrosła do 3200, przedsiębiorstwa te uzyskały 19 mld EUR w formie wsparcia VC. Pęknięcie bańki inwestycyjnej na rynku dot-comów spowodowało znaczne zmniejszenie tej kwoty. Dla 2014 r. wysokość środków funduszy ryzyka, przekazanych firmom wynosiła 5,8 mld EUR. Najwięcej środków w takiej formie pozyskują technologiczne firmy z Wielkiej Brytanii, Niemiec i Francji (firmy brytyjskie absorbują aż ¼ wszystkich środków europejskich funduszy venture) [Nepelski, 2016].

Zmienia się również struktura przedsiębiorstw podlegających wsparciu kapitałów venture. Firmy oferujące kapitał venture zdecydowanie mniej chętnie finansują fazy wstępne realizacji projektu (kapitał zasiewowy) na korzyść finansowania późniejszych faz rozwoju przedsiębiorstwa. W roku 1995 7% funduszy venture brało udział w finansowaniu na etapie kapitału zasiewowego i wyłącznie około 10% inwestowało w przedsiębiorstwa na innym stadium rozwoju. Dwadzieścia lat później tylko 0,5% wszystkich funduszy VC jest alokowanych do wczesnej fazy rozwoju przedsiębiorstw, natomiast aż 56% do przedsiębiorstw w później-

szych fazach rozwoju. Również zmiany zachodzą w strukturze rodzajowej finansowanych przedsiębiorstw. Dwadzieścia lat temu były to przede wszystkim firmy zajmujące się technologią internetową. Obecnie największe środki są alokowane w przedsiębiorstwach pracujących nad innowacjami w szeroko pojętej ochronie zdrowia [Nepelski et al., 2016].

Obecnie firmy finansowane poprzez VC to firmy mające co najmniej 8 lat, również ich rozmiar maleje. Przeciętny rozmiar przedsiębiorstwa, które uzyskało wsparcie kapitału ryzyka 20 lat temu, zatrudniało 74 pracowników. W latach 2010–2014 ten rozmiar zmniejszył się do 35 pracowników.

PODSUMOWANIE

Obserwacja działalności funduszy ryzyka w zakresie finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw na poszczególnych etapach ich rozwoju i w zakresie różnych branż prowadzi do ciekawych obserwacji. Przede wszystkim fundusze ryzyka zmieniły obiekt zainteresowań [Gompers & Lerner, 2002; Lerner, 1999]. Pozostały nim innowacyjne przedsiębiorstwa, jednakże obecnie są to przedsiębiorstwa o wyższym stopniu rozwoju (początkowo były to przedsiębiorstwa etapu kapitału zasiewowego).

Również i charakterystyka wspieranych przedsiębiorstw zmieniła się w przeciągu ostatnich dwudziestu lat. W szczególności wiek przedsiębiorstw się zwiększył. Obecnie około 90% spośród tych przedsiębiorstw to przedsiębiorstwa mające 8 lat i więcej oraz zatrudniają do 100 osób. Mas to związek przede wszystkim ze zwiększaniem się zainteresowania funduszy venture firmami starszymi, w pewnym zakresie już rozwiniętymi (nie przedsiębiorstwami fazy kapitału zasiewowego, które jako start-upy nie mają dużego zatrudnienia).

Konkludując – przegląd działalności firm VC wskazuje, że kapitał ryzyka, jakim jest kapitał venture jest – przede wszystkim bardzo rzadkim w Europie zasobem kapitałowym finansującym innowacje przełomowe. Co więcej – koncentruje się na dojrzałych firmach funkcjonujących w oparciu o ustalone już technologie i z ustaloną pozycją rynkową. Wniosek stąd, że europejski kapitał ryzyka ma sporą awersję do ryzyka.

Takie postawienie problemu zmienia wizerunek funduszy venture jako źródeł finansowania dla młodych, innowacyjnych firm, gdzie ryzyko inwestycji, ale i potencjał osiągania zysków są duże, jak również każde zadać pytanie o to, jaka faktycznie jest pozycja

Takie postawienie problemu nakazuje redefiniowanie roli, jaką VC odgrywa w procesie finansowania innowacyjnych przedsięwzięć, które są dla rynku nowe. Wiele europejskich innowacyjnych przedsiębiorstw musi polegać na innych niż VC źródłach finansowania swoich innowacji. Szczególnie widoczna jest tu rola sektora publicznego, jako ograniczającego poziom wstępnego ryzyka.

BIBLIOGRAFIA

- Aghion P., Tirole J., 1994, *The management of innovation*, "Quarterly Journal of Economics", 109(4), p. 1185–1209, <http://dx.doi.org/10.2307/2118360>.
- Christensen C.M., 2010, *Przełomowe innowacje*, Wydawnictwa Profesjonalne PWN, Warszawa
- de la Dehesa G.G., 2002, *Venture Capital in the United States and Europe*, "Occasional Papers" No. 65, Published by Group of Thirty, Washington.
http://group30.org/images/uploads/publications/G30_VentureCapitalUSEurope.pdf.
- Gompers P.A., Lerner J., 2002, *The Money of Invention. How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press, Boston, <http://dx.doi.org/10.1145/504689.763904>.
- Grossman S.J., Hart O.D., 1986, *The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration*, "Journal of Political Economy", 94, p. 691–719, <http://dx.doi.org/10.1086/261404>
- Hall B.H., Griliches Z. & Hausman J.A., 1986, *Patents and R&D: Is there a lag?*, "International Economic Review", 27(2), p. 265–283, <http://dx.doi.org/10.2307/2526504>.
- Hart O., Moore J., 1990, *Property rights and the nature of the firm*, "Journal of Political Economy", 98, p. 1119–1158, <http://dx.doi.org/10.1086/261729>.
- Holmstrom B., 1989, *Agency costs and innovation*, "Journal of Economic Behavior & Organization", 12(3), p. 305–327, [http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681\(89\)90025-5](http://dx.doi.org/10.1016/0167-2681(89)90025-5).
- Kerr W.R., Nanda R., 2014a, *Financing Innovation*, "Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper" No. 15–034, Available <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2519572>.
- Kerr W.R., Nanda R. & Rhodes-Kropf M., 2014b, *Entrepreneurship as experimentation*, "Journal of Economic Perspectives", 28(3), p. 25–48, <http://dx.doi.org/10.1257/jep.28.3.25>
- Knight F.H., 1921, *Risk, Uncertainty, and Profit*. Boston, MA: Houghton Mifflin. <http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511817410.005>.
- Lerner J., 1999, *The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program*, "The Journal of Business", 72(3), p. 285–318, <http://dx.doi.org/10.1086/209616>.
- Levin E., 2016, *Why Europe Lags Behind the US in VC Investment*, 13.03.2016, <https://venturebeat.com/2016/03/13/why-europe-lags-behind-the-us-in-vc-investment/> (downloaded 25.05.2017).
- Nepelski D., *The Role of Venture Capital in Financing Innovation in Europe*, <https://www.ispim-innovation.com/single-post/2016/09/01/Daniel-Nepelski-The-role-of-Venture-Capital-in-financing-innovation-in-Europe> (downloaded 5.05.2017).
- Nepelski D., Piroli G., De Prato G., 2016, *European start-up hotspots: Analysis of Venture Capital financing in Europe. Joint Research Centre*, "JRC Scientific and Policy Reports" EUR 28021 EN, <http://dx.doi.org/10.2791/39207>.
- OECD, 2013, *Access to finance: Venture Capital [In:] Entrepreneurship at a Glance 2013*, OECD Publishing, Paris, http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2013-27-en.
- OSLO MANUAL, EC-EUROSTAT, <http://www.oecd.org/science/inno/2367580.pdf>, porbrane 10.05.2015.
- Scherer F.M., Harhoff D., 2000, *Technology policy for a world of skew-distributed outcomes*, "Research Policy", 29(4–5), p. 559–566, [http://dx.doi.org/10.1016/S0048-7333\(99\)00089-X](http://dx.doi.org/10.1016/S0048-7333(99)00089-X).

- Schumpeter J.A., 1934, *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, MA, http://dx.doi.org/10.1007/0-306-48082-4_3.
- Vaitheeswaran V., 2007, *Something new under the sun: A Special report on innovation*, "The Economist".
- Venture Capital & the Finance of Innovation, Research Starters eNotes.com, Inc. eNotes.com 13 Aug, 2017, <http://www.enotes.com/research-starters/venture-capital-finance-innovation#research-starter-research-starter>.
- Zorska A., 2011, *Koncepcja twórczej destrukcji J.A. Schumpetera i jej odniesienie do przemian gospodarczych w dobie obecnej rewolucji naukowo-technicznej [w:] Chaos czy twórcza destrukcja? Ku nowym modelom w gospodarce i polityce*, red. A. Zorska. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 44.

Streszczenie

W niniejszym artykule autor mierzy się z problemem finansowania innowacji, w szczególności innowacji przełomowych. Ten rodzaj innowacji posiada cechy szczególne, istotnie różniące je od innowacji przyrostowych. Przede wszystkim innowacje przełomowe mają olbrzymi potencjał oddziaływania na wzrost gospodarczy. Innowacje przełomowe mają dwie główne charakterystyki. Po pierwsze istotną cechą innowacji przełomowych jest fakt, że tworzą nowe rynki, są to innowacje przerywające dotychczasowy tok rozwojowy. A z punktu widzenia tworzenia innowacji w dziedzinach wymagających nowej wiedzy jest to cecha pożądana. Jednakże drugą cechą charakterystyczną jest fakt, że pojawienie się innowacji przełomowej początkowo powoduje pogarszanie się funkcjonalności produktów. Innowacje przełomowe przerywają istniejący proces produkcyjny. W takim kontekście działalność innowacyjna jest działalnością obciążoną wysokim ryzykiem i niepewnością. Cechy te mogą powodować u przedsiębiorców awersję do ryzyka. Wysoki poziom niepewności, kapitałochłonność, lecz również i perspektywa wysokich zysków sprawiają, że inwestowanie w działalność innowacyjną jest potencjalnie interesująca dla inwestorów.

Uważa się, że kapitał venture stał się instytucją pośredniczącą na rynku kapitału, zapewniającą dopływ funduszy do ryzykownych, innowacyjnych przedsięwzięć, które bez kapitału ryzyka nie będą miały szansy na wejście na rynek. Firmy te – małe, młode, innowacyjne, w swoisty sposób „skażone” odium nowości i niepewności, potrzebują kapitału, którego źródłem miały stać się fundusze venture.

Celem niniejszego opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie – czy kapitał ryzyka (VC) jest faktycznie kapitałem inwestowanym w ryzykowne, innowacyjne przedsięwzięcia.

Słowa kluczowe: innowacje, ryzyko, niepewność, kapitał venture.

The role of venture capital in financing innovations

Summary

In hereby article the author discusses the problem of financing innovation, especially the disruptive (or breakthrough) innovation. This type of innovation has some special features that make them different than incremental ones. First of all disruptive innovations are the ones that have great – growth creating potential. They are new products or services that replace the existing ones. They break the present production cycle. They cause risk and uncertainty. And they provoke entrepreneur's risk-averse behavior. Because if profits motivate entrepreneurship, uncertainty demotivates it. High uncertainty,

high capital intensity and high profits prospects make investing in this sort of innovation a potentially interesting issue.

There is a common perception that Venture Capital has become an intermediary in financial markets, providing capital to firms that might otherwise have difficulty attracting financing. As these firms are thought to be small, young and innovative, plagued by the “liability of newness”, Venture Capital is expected to fulfill an important role in the economy – it is meant to be a tool of financing to novel and risky ventures and, hence, it is a driver of the technological and economic progress.

The goal of the article is an attempt to answer the question if the venture capital is a risk-loving or risk-averse capital. Methods used are critical analysis of literature, data analysis.

The goal of the article is to show the role VC plays in financing Europe’s innovations, and to answer the question if VC is a risk-loving capital.

Keywords: innovation, risk, uncertainty, venture capital.

JEL: D81, E22, G24, O33