

Marcin HALICKI

KONCEPCJA VENTURE MANAGEMENT W KONTEKŚCIE INWESTOWANIA ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH W ROSJI

Abstrakt:

Celem artykułu jest wykazanie, że koncepcja venture management jest istotnym elementem strategii inwestowania środków pieniężnych w instrumenty finansowe emitowane przez małe, lecz prężne przedsiębiorstwa, których wzrost wartości pozwala na uzyskanie wysokich oczekiwanych stóp zwrotu. Ponadto zaprezentowano w niej podstawy koncepcji oraz pokazano, iż Rosja, kraj nie będący przedmiotem zbyt wielu raportów poświęconych ocenie atrakcyjności inwestycyjnej państw, może być miejscem lokowania kapitału we wspomniane wyżej rodzaje firm.

Słowa kluczowe: inwestycje, proces zarządzania portfelem, przedsiębiorstwa, przedsięwzięcia, Rosja

Wstęp

Inwestowanie środków pieniężnych zazwyczaj wiąże się z ryzykiem, dlatego ciągle poszukuje się nowych sposobów doskonalenia procesu zarządzania portfelem. Proces ten rozpoczyna się od konstrukcji polityki inwestycyjnej (Reilly, Brown 2001, s. 71-72), a zatem zawsze musi uwzględniać wymagania inwestora. Zarządzanie portfelem rozumiane jest też jako proces inwestowania środków pieniężnych w instrumenty finansowe, chociaż tak być nie musi. Jeśli inwestorzy zauważą okazję do uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotów na rynku nieruchomości, wówczas środki pieniężne mogą zostać przeznaczone na nabycie nieruchomości. Poniżej przedstawiono problematykę inwestowania w instrumenty finansowe, a dokładniej rzecz ujmując, w instrumenty udziałowe przedsiębiorstw (udziały i akcje). Mowa tutaj nie tylko o instrumentach spółek publicznych, lecz także niepublicznych. Wynika to z faktu, że zazwyczaj inwestorzy, którzy poszukują okazji do uzyskania wysokich stóp zwrotu, mogą także zainteresować się inwestycjami w instrumenty udziałowe spółek, które nie są notowane na giełdach. Takie przedsiębiorstwa nie prezentują publicznie swoich wyników finansowych ani perspektyw rozwoju. Jednakże spółki tego typu także potrzebują kapitału celem dalszego rozwoju. Co więcej, mogą one emitować swoje udziały lub akcje w formie emisji prywatnych. Inwestorzy zaś nabywając te instrumenty, przykładowo we wczesnym etapie

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

rozwoju, mogą liczyć na osiągnięcie ponadprzeciętnych wyników inwestycyjnych w postaci wysokich stóp zwrotu, ponieważ przedsiębiorstwa na takich etapach zazwyczaj są wyceniane nisko.

W powyższym kontekście metoda zarządzania portfelem powinna uwzględniać możliwość inwestowania w spółki powyższego typu, a nie tylko spółki publiczne. Jak wiadomo, inwestycje w instrumenty kapitałowe notowane na polskiej Gieldzie Papierów Wartościowych obarczone są wysokim ryzykiem oraz oferują bardzo niskie, a często ujemne, stopy zwrotu¹. Z tego względu warto zastanowić się nad kwestią, czy w takich warunkach można uwzględnić odmienną koncepcję, która pozwoli inwestorom pomnażać ich majątek? Autor jest zdania, iż do takich koncepcji należy *venture management* (pol. zarządzanie przedsięwzięciem). Można to pojęcie zdefiniować jako pewien rodzaj aktywności przedsiębiorstwa, która w głównej mierze polega na wydzieleniu w nim nowego podmiotu jak również na stworzeniu nowego podmiotu cechującego się dużą samodzielnością. A zatem, inwestycja w podmioty wykorzystujące koncepcję *venture management* może stanowić alternatywę dla klasycznych inwestycji giełdowych. Takie podejście pozwala na uniezależnienie się od koniunktury giełdowej, wpływając korzystnie na redukcję ryzyka portfela liczonego zgodnie z regułą Markowitza (1952) lub też na oczekiwaną stopę zwrotu portfela. W efektywnym zarządzaniu portfelem inwestycyjnym udziałów i akcji odpowiedni dobór spółek notowanych, jak również nienotowanych jest bardzo ważny. Niniejsza teza, choć została zaprezentowana jeszcze w latach 30-tych, obowiązuje także w epoce globalizacji. Wspominając o efektywnym zarządzaniu portfelem, autor ma na myśli osiągnięcie wysokich stóp zwrotu przy akceptowalnym poziomie ryzyka. Jednakże nawet wybór odpowiednich spółek w portfelu może nie gwarantować uzyskania założonych celów inwestycyjnych. Dlatego bardzo ważnym elementem strategii inwestycyjnej jest analiza portfelowa, ponieważ dzięki niej można wyeliminować znaczną część ryzyka towarzyszącego akcjom. Analizę tę powszechnie stosuje się w ramach procesu zarządzania portfelem chociażby z tego względu, że pozwala badać zależności między stopą zwrotu a ryzykiem, określając jednocześnie kryteria wyznaczania optymalnego składu portfela oraz dokonać jego dywersyfikacji. Kryteria te pozwolą uzyskać konkretne procentowe udziały wyselekcjonowanych wcześniej udziałów akcji w portfelu, a dywersyfikacja polega na inwestowaniu w większą liczbę instrumentów, czyli w udziały i akcje wielu różnych spółek.

Analiza portfelowa bazując na danych historycznych wymaga, by ceny udziałów lub akcji odzwierciedlały najistotniejsze dla inwestorów informacje. Stanowi to pewne obciążeniem zaprezentowanego podejścia, przy czym należy nadmienić, że mowa tutaj o tzw. efektywność rynku (Haugen 2001, s. 573), która w praktyce polega na tym, aby inwestorzy na bazie tych informacji mogli szybko podjąć decyzję o kupnie lub sprzedaży akcji. W tym miejscu rodzi się pytanie: co

¹ Stooq (stooq.pl)

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

stanie się, jeśli rynki nie są efektywne, czyli ceny akcji nie w pełni odzwierciedlają wszystkich informacji na ich temat. Może to rodzić potrzebę szybkiej przebudowy portfeli, co może spowodować dodatkowe koszty transakcyjne. Oczywiście można dodać, że nierównowagę w wycenie akcji mogą wykorzystać spekulanci.

A zatem warto odpowiedzieć na pytanie, czy w obecnym okresie *venture management* jest atrakcyjną koncepcją, która pomoże w budowaniu portfeli inwestycyjnych oferujących relatywnie wysokie stopy zwrotu? Zwracając uwagę na fakt, że rynek kapitałowy w Polsce nie oferuje zadowalających stóp zwrotu, podjęcie niniejszej tematyki staje się zasadne. Odpowiedź na powyższe pytanie pod kątem inwestycji w Rosji (jako alternatywnego dla Polski rynku) jest celem opracowania.

***Venture capital* jako forma inwestowania**

Dokonując charakterystyki pojęcia *venture management*, warto w pierwszej kolejności odnieść się do pewnej koncepcji przedsięwzięcia, zwanej *venture capital*. Terminem tym określa się inwestycje na rynku kapitałowym, który jednak nie jest publiczny. Mają one za zadanie osiągnięcie jak najwyższych stóp zwrotów w okresie średnio- i długoterminowym². Nie należy pominąć faktu, że *venture capital* może stanowić formę inwestowania wykorzystywaną w przedsiębiorstwach celem rozwoju technologii oraz wdrożenia innowacji. Co więcej, finansowanie to może także pozytywnie wpłynąć na płynność finansową przedsiębiorstwa. Może ono także być elementem strategii fuzji i przejęć. W praktyce gospodarczej funkcjonuje wiele funduszy typu *venture capital*, których działalność koncentruje się wokół inwestowania w udziałowe instrumenty finansowe małych przedsiębiorstw, ale o dużym potencjale rozwoju. Mogą one liczyć na wsparcie finansowe takich funduszy w zamian za sprzedaż udziałów lub akcji (np. pakietu składającego się z ponad 50% instrumentów udziałowych). Pozwala to funduszom na osiąganie kontroli nad podmiotami przejmującymi. Fundusze typu *venture capital* muszą się jednocześnie liczyć z ryzykiem, ponieważ przejmowany podmiot może w przyszłości generować straty spowodowane błędnym wykorzystywaniem otrzymanego kapitału. W związku z tym fundusze te chcąc zrekompensować ponoszone ryzyko, żądają od inwestycji ponadprzeciętnych stóp zwrotu, czyli o wiele wyższych niż te, które osiągane są na rynkach kapitałowych publicznych oraz oferowanych przez banki. Ponadto specjalizują się one głównie w określonych typach inwestycji. Oznacza to, że wybierają instrumenty udziałowe przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą w określonych branżach. Zazwyczaj są to następujące branże: biotechnologiczna, internetowa, telekomunikacyjna oraz informatyczna.

² Średnio- i długoterminowy horyzont inwestycyjny może być rozumiany w różny sposób. Umownie zakłada się, że inwestycje średnioterminowe obejmują okres od 5 do 10 lat, a długoterminowe – okres powyżej 10 lat.

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

Główną zaletą finansowania oferowanego przez charakteryzowane fundusze jest to, że w przeciwieństwie do banków, które omijają kredytowanie dość ryzykownych przedsięwzięć, wspomniane fundusze akceptują wysokie ryzyko oraz potrzebę długiego oczekiwania na zwrot z poczynionej inwestycji. Z tego powodu ich głównym celem jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, czego efektem pochodnym jest znaczący wzrost wartości jego kapitału własnego, celem dalszego odsprzedania firmy innemu inwestorowi z jak największym zyskiem. W przeszłości fundusze te potrafiły dzięki prawidłowej selekcji spółek osiągać stopy zwrotu na poziomie tysięcy procent. Wszystko to powoduje, że w praktyce gospodarczej będą one nadal stanowiły alternatywę dla inwestycji giełdowych.

Koncepcja *venture management*

Venture management można uznać za praktyczny element zarządzania przedsiębiorstwem. Koncentruje się on na umiejętnościach wymaganych do zarządzania szybkim wzrostem nowej działalności w takim otoczeniu gospodarczym, które cechuje wysoka dynamika. Otoczenie to zazwyczaj charakteryzuje się szybkimi zmianami technologii. *Venture management* bywa kojarzone z metodą zarządzania, wykorzystywaną w dużych organizacjach, celem utworzenia przykładowo małej firmy, dla wykreowania atmosfery przedsiębiorczości, innowacyjności i zarządzania „talentami” - czyli obiecującymi pracownikami. Współpraca dużej organizacji z nowym podmiotem pojawia się głównie na płaszczyźnie badań i rozwoju, planowania korporacyjnego, marketingu i szeroko rozumianych finansów.

Koncepcja *venture management* bazuje na założeniu, że potencjał rozwoju dojrzałych przedsiębiorstw może być nie w pełni wykorzystany, w związku z czym można ten potencjał wydobyć z takich firm poprzez implementację w ich strukturę organizacyjną szeroko rozumianych samodzielnych jednostek organizacyjnych (Nathusius 1979, s. 142). Mają one na celu „regenerować” dojrzałe przedsiębiorstwa, które dzięki funkcjonowaniu nowych jednostek (mogą to być nowe przedsiębiorstwa o odrębnych strukturach organizacyjnych) mogą podejmować w przyszłości działalność gospodarczą w odmiennych od obecnych dziedzinach. Warto przy tym dodać, że analizowana koncepcja powinna być traktowana jako element całej palety, która ma za zadanie wzmacniać potencjał rozwoju przedsiębiorstwa. Niemniej jednak koncepcja ta wnosi ważne szczegóły do zarządzania inwestycjami, ponieważ może ona pozytywnie wpływać na wartość przedsiębiorstwa-matki, oddziałując tym samym na cenę jego akcji i stopę zwrotu portfela, który z tych akcji się składa.

Nathusius (op.cit., s 143) wyjaśnia, że koncepcja *venture management* polega na założeniu autonomicznego przedsiębiorstwa, lecz może być też

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

definiowana jako samodzielność, która jest zarządzana³. H.-G. Servatius (1988, s. 7-8) definiując charakteryzowaną koncepcję, rozwija cztery zasadnicze myśli, według których *venture management* można traktować jako:

1. Instrument, który pozwala na rozwój technologiczny. W tym sensie *venture management* polega na inwestowaniu środków w formie *venture capital* w młode przedsiębiorstwa zajmujące się najnowocześniejszymi technologiami, ażeby poprawić własne zaplecze technologiczne. Takie rozwiązanie stosowane było w General Electric.
2. Koncepcja służąca wdrażaniu innowacji. W tym przypadku *venture management* polega na założeniu pewnej jednostki organizacyjnej w przedsiębiorstwie po to, ażeby rozwiązać problemy pojawiające się między procesami występującymi w ramach różnych pionów funkcjonalnych w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstwa. Ma to służyć pokonaniu blokady biurokracji celem szybkiego opracowania nowych produktów. Taką formę stosowano w IBM.
3. Model rozwoju przedsiębiorstwa o zdecentralizowanej strukturze organizacyjnej. Model ten ma za zadanie połączyć największe zalety samodzielnej i zdecentralizowanej jednostki organizacyjnej z zaletami organizacji scentralizowanej, w skład której wchodzi owa jednostka samodzielna. Takie podejście do prowadzenia działalności gospodarczej polega na utworzeniu pionu organizacyjnego, który będzie samodzielną „dywizją typu *venture*”, jednakże podlegającą organizacji scentralizowanej, pragnącej wzbudzić wewnątrz siebie procesy przyspieszające rozwój. Opisywaną formę *venture management* można odnaleźć w przedsiębiorstwie 3M.
4. Koncepcja stymulowania procesów uczenia organizacji i jej ożywienia. Zakłada ona utworzenie małego i względnie samodzielnego podmiotu gospodarczego, w ramach projektu typu *joint venture*. Podmiot ten, parający się najnowocześniejszymi technologiami, dzięki otrzymanym aktywom powinien w miarę rozwoju transferować owe technologie do strony (stron) sprawującej nad nim wspólną kontrolę. Ponadto, powinien on przekazywać „atmosferę rozwoju” do owej strony, w przypadku jej utraty. Wszystko to powinno ograniczać biurokrację struktury organizacyjnej współnika *joint venture*, jak również rozbudzić oraz wzmocnić procesy uczenia w tej organizacji⁴.

Jak widać, pojęcie *venture management* definiowane jest w podobny sposób, co niekoniecznie świadczy o takim samym podejściu do jego istoty. A zatem, brak

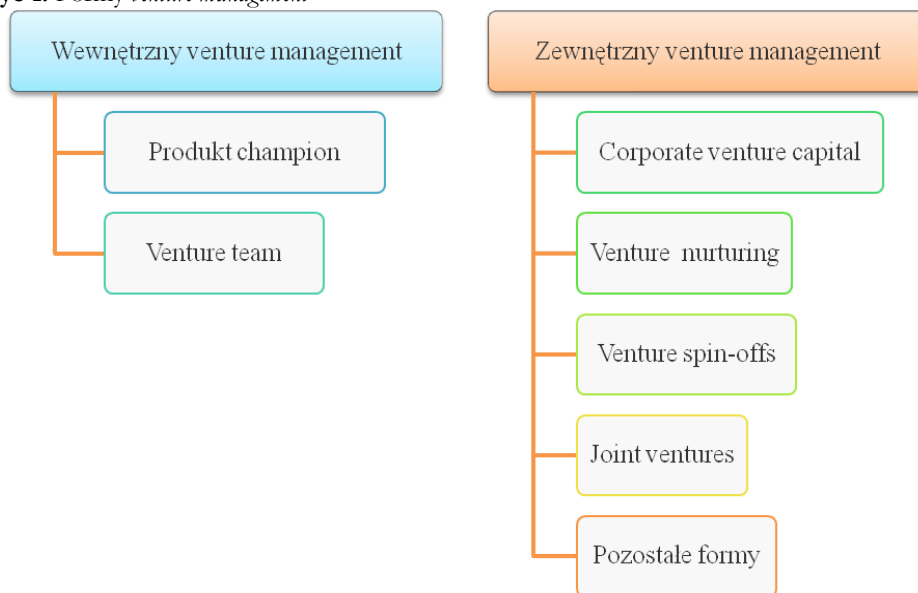
³ Chodzi tu o przedsiębiorstwo, które założone w ramach dużej korporacji jest samodzielne, jednakże podlega pod zarząd tej korporacji, który podejmuje strategiczne decyzje, wpływające na to nowo założone i samodzielne przedsiębiorstwo.

⁴ Dla tego typu *venture management* nie znaleziono odpowiedniego przykładu empirycznego.

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

jednoznacznej definicji może prowadzić ku różnym sposobom charakterystyki omawianego pojęcia. Nie wyklucza to oczywiście stwierdzenia, że *venture management* wiąże się zawsze z wyodrębnieniem w ramach przedsiębiorstwa nowej jednostki albo też z założeniem nowego, samodzielnego przedsiębiorstwa. Ponadto, *venture management* może przybierać różne formy (Ryc. 1).

Ryc 1: Formy *venture management*



Źródło: oprac. na podstawie K. Nathusius 1979, s. 158.

Łatwo wywnioskować, że *venture management* określa się jako wewnętrzne lub zewnętrzne w zależności od lokalizacji quasi-samodzielnej jednostki. Jeśli została ona założona lub nabyta i stanowi odrębne, aczkolwiek kontrolowane przedsiębiorstwo, wówczas taką formę nazywa się zewnętrznym *venture management*. Natomiast aktywność polegająca na tym, że jednostka zostaje wyodrębniona w ramach istniejącej organizacji, nie będąc nowym przedsiębiorstwem, zwana jest wewnętrznym *venture management*.

Jak wskazano, wewnętrzne *venture management* dzielą się wg Nathusiusa (op.cit.) na:

1. Produkt *champion* – który w głównej mierze opiera się na osobie wybitnego managera i specjalisty, który w nowym środowisku jest w stanie wykreować innowacyjne technologie lub opracować innowacyjne produkty.
2. *Venture team* – jest formą wręcz podobną do poprzedniego, jednakże stanowi aktywność związaną z dużymi przedsięwzięciami, zazwyczaj projektami innowacyjnymi, finansowanymi przez przedsiębiorstwo. Można dodać, że w jego ramach grupa zwana *venture team* jest

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

odpowiedzialna za zrealizowanie celów dużego projektu, często ambitnych, które nie mogłyby zostać osiągnięte przez pracowników zajmujących standardowe miejsca pracy w przedsiębiorstwie.

Zewnętrzne *venture management* przybierają więcej form (Nathusius, op.cit. s. 189-259), i dzielą się na:

- *Corporate venture capital* – przedsiębiorstwa o wysokim potencjale rozwoju najnowszych technologii stanowiące obiekt zainteresowań wśród dużych podmiotów gospodarczych, w tym funduszy *venture capital*. Pragną one uzyskiwać nie tylko dostęp do najnowszych technologii, lecz przede wszystkim osiągać jak najwyższe stopy zwrotu, często liczone w setkach procent, wynikające z inwestycji w takie „młode” zazwyczaj przedsiębiorstwa. Duże podmioty nabywają więc ich instrumenty udziałowe, celem dofinansowania najważniejszych projektów realizowanych przez nie, z zamiarem odsprzedaży tych instrumentów po jak najwyższej cenie. Warto przy tym dodać, iż aktywność ta wiąże się z bardzo dużym ryzykiem, z którym jednak fundusze *venture capital* się liczą.
- *Venture nurturing* – jest aktywnością bardzo podobną do poprzedniej, jednakże różni się od niej przede wszystkim dlatego, że w jej ramach podmiot zapewniający finansowanie pomaga „młodemu” przedsiębiorstwu w rozwoju. Przejawia się to pomocą w zakresie marketingu, logistyce, czyli szeroko rozumianym zarządzaniu. Współpraca ta powoduje wytworzenie się więzi, potrzebnej dla 2 stron. Przedsiębiorstwo-matka (można tak nazwać podmiot kontrolujący) czerpie korzyści związane z duchem przedsiębiorczości firmy-córki (czyli podmiotu kontrolowanego), która otrzymuje nie tylko pomoc materialną, lecz także merytoryczną, czasami bardzo potrzebną dla optymalnego rozwoju.
- *Venture spin-offs* – jest to forma obejmująca transfer wiedzy technicznej i pozatechnicznej z przedsiębiorstwa, które rozwinęło u siebie dane *know-how* do jednostki kontrolowanej, której zadaniem jest udoskonalenie tej wiedzy (technologii), a także (o ile jest to możliwe ze względu na zasoby tej jednostki) zastosowanie jej w praktyce. *Venture spin-off* może więc wiązać się z założeniem nowego małego przedsiębiorstwa, którego pracownicy mogą wywodzić się z przedsiębiorstwa-matki.
- *Joint ventures* – jest koncepcją *venture management*, która z punktu widzenia rachunkowości przybiera formę wspólnego przedsięwzięcia. Jest nim w tym przypadku mała innowacyjna firma, nad którą wspólną kontrolę sprawuje co najmniej jeden podmiot (zwany współnikiem), w tym zazwyczaj duże przedsiębiorstwo, które zainteresowane jest wykorzystaniem jej technologii. *Joint venture* wiąże się wydawaniem środków pieniężnych na stworzenie wspólnego przedsięwzięcia, ale proces kreowania nowej technologii wymaga też wsparcia w zarządzaniu. W końcowym efekcie ta charakteryzowana

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

forma *venture management* powinna prowadzić do wspólnego opracowania i wymiany technologii.

- Pozostałe formy *venture management* – zalicza się do nich wszelakiego rodzaju aktywność, związana z założeniem lub nabyciem małego przedsiębiorstwa, rozwijającego najnowsze technologie.

Koncepcja *venture management* obejmuje różnorakie formy aktywności. Dokładna charakterystyka każdej z nich wykracza poza zakres niniejszej pracy, niemniej jednak można ją uznać za poznawczo interesującą, ponieważ w literaturze polskiej i zagranicznej nie poświęca się jej zbyt dużo uwagi. Na tym etapie analizy wart podkreślenia jest również pewien istotny element *venture management*. Nie jest to koncepcja, którą można by traktować jako panaceum na wszelakie problemy związane z zarządzaniem przedsiębiorstwami lub z inwestowaniem środków pieniężnych, bowiem w przypadku nieodpowiedniej komunikacji pomiędzy organizacją zarządzaną a podmiotem zarządzającym, może dojść do zniekształcenia istotnych organizacyjnie procesów, co może się odbić negatywnie na funkcjonowaniu tych dwu podmiotów (Meer-Kooistraa, Kamminga 2015).

Atrakcyjność Rosji pod kątem wykorzystania metody *venture management*

Aby móc prowadzić ogólne rozważania na temat wykorzystywania koncepcji *venture management* w Rosji, warto w pierwszej kolejności dokonać ogólnej oceny jej atrakcyjności inwestycyjnej. Federacja Rosyjska to kraj bogaty w różnorodne zasoby naturalne, nie jest oceniany zbyt wysoko pod względem atrakcyjności inwestycyjnej, czego dowodem jest chociażby renomowany raport Ernst & Young⁵. Jednakże wspomniane zasoby jak i uwarunkowania demograficzne pozwalają polemizować z raportami tego typu.

Federacja Rosyjska składa się z 21 republik, 9 krajów, 46 obwodów i 4 okręgów autonomicznych. Jej głową jest Prezydent, który także piastuje stanowisko zwierzchnika sił zbrojnych. Graniczy ona z Polską dzięki enklawie jaką stanowi Obwód Kaliningradzki i jest największym państwem świata o powierzchni sięgającej ok. 17 mln km². Liczba ludności Rosji przekracza 140 mln. Stolicą jest Moskwa licząca niemalże 12 mln mieszkańców. Jak wspomniano, Rosja jest krajem bogatym w zasoby naturalne, zwłaszcza złoża surowców energetycznych. Swoją pozycję międzynarodową stara się wzmacniać przez współpracę w ramach koalicji państw BRICS, w skład której wchodzi ponadto Brazylia, India, Chiny i Republika Południowej Afryki.

Chcąc na tym tle ocenić atrakcyjność inwestycyjną Rosji konieczne jest dodatkowo uwzględnienie trzech rodzajów uwarunkowań: polityczno-prawnych, ekonomicznych, oraz społeczno-demograficznych.

⁵ Raport Ernst&Young, 2014, (<http://www.slideshare.net/EYPoland/atrakcyjnoscinwestycyjna-europy2014-35156783>), 05.06.2015.

1. Uwarunkowania polityczno-prawne

W rankingu *Political Instability Index* prowadzonym przez „The Economist” Rosja zajmuje 66 miejsce wśród 165 państw⁶ ze wskaźnikiem ryzyka na poziomie 6,5. Ranking ten pozwala ocenić Rosję jako państwo „przeciętnie” stabilne politycznie, o „przeciętnej” stabilności ekonomicznej. Oprócz stabilności politycznej z punktu widzenia jakiegokolwiek działalności gospodarczej ważny jest zakres wolności gospodarczej. Według *Index of Economic Freedom* publikowanego przez Heritage Foundation, pod tym względem Rosja znajduje się na 143 miejscu wśród 178 krajów (wartość wskaźnika wolności gospodarczej w 2015 r. wynosiła 52,1 punktów)⁷. Na podstawie zaprezentowanych informacji można stwierdzić, iż Rosja cechuje się stosunkowo niskim poziomem swobody ekonomicznej oraz przeciętnym poziomem ryzyka politycznego.

Uwarunkowania polityczno-prawne obejmują także relacje gospodarcze analizowanego kraju z zagranicą. Warto w tym miejscu przypomnieć, że w 2012 r. Federacja Rosyjska została członkiem Światowej Organizacji Handlu (WTO)⁸, przyjmując szereg zobowiązań, dotyczących w szczególności liberalizacji dostępu do swojego rynku. Ponadto, Rosja uregulowała swoje stosunki z Unią Europejską, przy czym aktem prawnym regulującym te stosunki dwustronne jest „Porozumienie o partnerstwie i współpracy ustanawiające partnerstwo między Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi a Federacją Rosyjską z 24.06.1994 r.” W 2004 r. Rosja podpisała dodatkowy protokół rozszerzający zapisy porozumienia na nowe kraje przystępujące do UE⁹. Uregulowane stosunki z Europą poprawiają nieco niezbyt optymistycznie brzmiące oceny atrakcyjności inwestycyjnej Rosji pod kątem uwarunkowań polityczno-prawnych.

2. Uwarunkowania ekonomiczne

Uwarunkowania ekonomiczne można uznać za najważniejsze w kontekście rozpoczęcia działalności inwestycyjnej w Rosji. Nie trzeba więcej wyjaśniać, że na przykład wielkość gospodarki lub wzrost gospodarczy są znaczącymi czynnikami wpływającymi na rozwój przedsiębiorstw. Warto zauważyć, że World Bank zaprezentował dane, według których w 2013 r. wielkość PKB Rosji wyniosła 2,01 bln USD, co pozwoliło jej na zajęcie

⁶ Political Instability Index: Vulnerability to social and political unrest, *Economist Intelligence Unit*, (http://viewswire.eiu.com/site_info.asp?info_name=social_unrest_table&page=noads&rf=0), 05.06.2015.

⁷ Russia, 2015 Index of Economic Freedom, *The Heritage Foundation*, (<http://www.heritage.org/index/ranking>), 05.06.2015

⁸ Komisja Europejska, (http://ec.europa.eu/polska/news/120823_rosja_wto_pl.htm), 05.06.2015

⁹ Do nowych krajów przystępujących do Unii Europejskiej w tym okresie można zaliczyć także Polskę.

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

dziewiątego miejsca na świecie¹⁰. Jednak uwzględnienie liczby ludności Rosji nakazuje stwierdzić, że posiada ona gospodarkę o przeciętnej wielkości. Pod względem wzrostu gospodarczego Rosja może być oceniona negatywnie, gdyż w 2014 r. jego wartość wyniosła 0,6%. Natomiast prognozy zakładają, iż w 2015 r. wyniesie on -3,8%¹¹. Prognozowany wzrost gospodarczy w Rosji można uznać więc za czynnik wybitnie zniechęcający do podejmowania tam działalności inwestycyjnej. Wyrazem ogólnej kondycji gospodarczej danego państwa jest także wielkość PKB per capita, która w 2013 r. wyniosła 14,611 tys. USD¹². Pozytywnie natomiast można ocenić stopę bezrobocia. Analizy Międzynarodowego Funduszu Walutowego wykazały, że w 2014 r. w Rosji stopa bezrobocia ukształtowała się na poziomie 5,1%, a w 2016 r. (wedle prognoz) powinna osiągnąć poziom 6,5%¹³. W strukturze gospodarki dominują usługi (60,1% PKB), oraz przemysł (36% PKB), podczas gdy na rolnictwo przypada zaledwie 3,9% PKB¹⁴.

Szczegółowa analiza uwarunkowań ekonomicznych Rosji nie byłaby możliwa bez uwzględnienia raportu Forum Ekonomicznego *The Global Competitiveness Report 2014-2015*. Uwzględnia on takie parametry jak stabilność makroekonomiczną, rozmiar rynku, efektywność rynku dóbr i usług oraz wydajność siły roboczej. Raport ten, w którym zbadano 144 państw świata, konkurencyjność gospodarki Rosji ocenił jako przeciętną (53 miejsce)¹⁵. Ta niska ocena konkurencyjności może być rozpatrywana w kategoriach pozytywnych, gdyż daje to szansę inwestorom na znalezienie niedoszacowanych instrumentów kapitałowych spółek, oferujących wysokie stopy zwrotu, a także cechujących się wysokim potencjałem technologicznym.

Czynnikiem, który także powinien być poddany analizie, ze względu na wpływ na działalność inwestorów zainteresowanych spółkami technologicznymi w Rosji, jest kurs walutowy rubla. Pod tym względem warto prowadzić rozważania z perspektywy inwestorów pochodzących z trzech obszarów walutowych, tj.: „dolarowego”, „eurowego” i „złotego”. W tabeli 1. przedstawiono, jak relacja rubla do wybranych walut kształtowała się od stycznia

¹⁰ Gross Domestic Product 2013, *World Bank*, (<http://databank.worldbank.org/data/download/GDP.pdf>), 05.06.2015.

¹¹ World Economic Outlook, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy*, s. 2 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/text.pdf>, 05.06.2015.

¹² GDP per capita (current US\$) 2013, *World Bank*, http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD/countries?order=wbapi_data_value_2012%20wbapi_data_value%20wbapi_data_value-last&sort=asc&display=default, 05.06.2015.

¹³ World Economic Outlook, *Międzynarodowy Fundusz Walutowy*, tamże, s. 61.

¹⁴ Informator ekonomiczny MSZ, tamże.

¹⁵ The Global Competitiveness Report 2014-2015, s. 13, http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2014-15.pdf, 05.06.2015

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

2015 r. do maja 2015 r. (uwzględniono kursy zamknięcia w ostatnim dniu miesiąca notowania waluty) oraz kurs średni dla 2014 r.

Tabela 1. Kurs walutowy rubla do różnych walut, liczony za poszczególne miesiące 2015 r. i wraz z kursem średnim dla 2014 r.

Kurs walutowy złotego do rubla					
	I	II	III	IV	V
Kurs średni dla roku 2014	2015	2015	2015	2015	2015
0,0819	0,0527	0,0599	0,0653	0,0699	0,0715
Kurs walutowy rubla do euro					
Kurs średni dla roku 2014	2015	2015	2015	2015	2015
51,9259	79,5	69,37	62,382	57,866	57,595
Kurs walutowy rubla do dolara					
	I	II	III	IV	V
Kurs średni dla roku 2014	2015	2015	2015	2015	2015
39,5994	70,385	61,802	58,123	51,592	52,509

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych stooq.pl, (<http://www.stooq.pl>)

Zaprezentowane dane jasno wskazują, że rubel należy do walut o wysokiej zmienności i niskiej wartości, przy czym ta pierwsza może zwiększać ryzyko inwestycyjne. Zważywszy na notowania euro i dolara wyrażone w rublu, duże wahania są widoczne chociażby poprzez ich porównanie do wartości średniej z 2014 r. Wydaje się natomiast, iż kurs rubla wyrażony w złotych będzie ulegał stabilizacji, co może stanowić zachętę dla polskich inwestorów.

Innym a równie ważnym czynnikiem wpływającym na atrakcyjność gospodarki kraju mogącego być miejscem inwestowania środków pieniężnych w przedsiębiorstwa, jest dyscyplina płatnicza. Analizy dyscypliny płatniczej rosyjskich przedsiębiorstw można dokonać przy użyciu Europejskiego Indeksu Płatności (*ang. European Payment Index, EPI*). Indeks ten obejmuje głównie czynniki związane z opóźnieniami w płatnościach oraz stratami z nich wynikającymi. W 2014 r. współczynnik EPI dla Federacji Rosyjskiej nie został obliczony, ale średnia strata wyniosła 2,8% obrotu¹⁶, czyli nie była zbyt wysoka. Dokonując ogólnej charakterystyki uwarunkowań ekonomicznych, warto także nadmienić, iż w 2012 r. zainwestowano w Federacji Rosyjskiej ok. 362 mld USD, przy czym: 136 mld USD dotyczyło inwestycji bezpośrednich, a 8,72 mld USD - inwestycji portfelowych¹⁷.

3. Uwarunkowania społeczno-demograficzne

W ramach analizy uwarunkowań społeczno-demograficznych, czynnikiem podlegającym ocenie jest liczba ludności. Pod tym względem Rosję

¹⁶ EPI 2014, *Intrum Justitia*, s. 46, http://intrum.crmplatform.nl/documents/IJ_EPI-2014_ENG_Sec.pdf, 05.06.2015.

¹⁷ Informator ekonomiczny MSZ, *tamże*.

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

można ocenić pozytywnie, gdyż w 2014 r. jej zaludnienie wyniosło ok. 142 mln.¹⁸ Jest to więc o dużym rynku zbytu dla przedsiębiorstw, które prowadzą działalność gospodarczą na jego obszarze.

Średnia oczekiwana długość życia w Rosji wynosi 64,37 roku w przypadku mężczyzn i 76,3 roku w przypadku kobiet¹⁹, a zatem nie jest niska w porównaniu do krajów europejskich. Dzieci i młodzież w wieku 15 - 24 lat stanowią 10,7% populacji, natomiast osoby w wieku powyżej 65 roku życia – 13,3%, co oznacza mniej niż w Europie zaawansowany proces starzenia. Według danych CIA, narodowość rosyjską posiada 77,7% społeczeństwa. Najważniejsze mniejszości narodowe w Rosji to: Tatarzy – 3,7%, oraz Ukraińcy – 1,4%²⁰. Analizując rozwój społeczny Federacji Rosyjskiej, warto przytoczyć też wartość wskaźnika HDI (ang. *Human Development Index*). Dla analizowanego kraju jego wartość wyniosła 0,778 w 2014 r., przez co Rosja jest uplasowana dopiero na 57 miejscu wśród 187 badanych krajów²¹.

Złożoność preferencji konsumenckich, odzwierciedlająca proces decyzyjny nabywców, w szczególności znaczenie czynnika cenowego i kryteriów jakościowych, też może zostać poddana analizie pod kątem oceny atrakcyjności inwestycyjnej. Otóż preferencje rosyjskich konsumentów oceniono według rankingu konkurencyjności gospodarek. Wynika z niego, iż Rosja sklasyfikowana została na 44 pozycji spośród ujętych w zestawieniu 144 państw, ze średnią na poziomie 3,7 punktów²² (w skali 1-7). Oznacza to, iż obywatele analizowanego państwa w procesie decyzyjnym kierują się w równej mierze kryterium ceny produktów i cechami jakościowymi.

Ponadto do uwarunkowań społeczno-demograficznych można także zaliczyć zwyczaje i praktyki handlowe, które powinny zostać zaprezentowane pod kątem oceny rzetelności potencjalnych kontrahentów. We wspomnianym rankingu konkurencyjności gospodarek, z perspektywy etycznego zachowania przedsiębiorstw, Federacja Rosyjska sklasyfikowana została na 72 miejscu z sumą punktów równą 3,9²³ (w skali 1-7). Oznacza to, że kontrahenci rosyjscy w prowadzeniu działalności gospodarczej w przeciętnym stopniu uwzględniają oczekiwania dostawców i partnerów handlowych.

Podsumowanie

Zaprezentowane informacje świadczą o tym, iż Rosję nie stanowi kraju atrakcyjnego z punktu widzenia możliwości inwestowania przez

¹⁸ Baza danych CIA, (<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/rs.html>), 05.06.2015.

¹⁹ CIA, *tamże*.

²⁰ CIA, *tamże*.

²¹ Human Development Index and its components, United Nations Development Programme, s. 160-163, <http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr14-report-en-1.pdf>, 05.06.2014.

²² The Global Competitiveness Report 2013-2014, *tamże*, s. 327.

²³ The Global Competitiveness Report 2013-2014, *tamże*, s. 326.

Halicki, M., *Koncepcja venture management w kontekście inwestowania środków pieniężnych w Rosji, Przegląd Geopolityczny, 18, 2016, s. 136-148.*

przedsiębiorstwa o wysokim potencjale ekonomicznym, a zatem mogące stać się elementem wdrożenia koncepcji *venture management*. Pewne natomiast jest to, że Rosja jest na tyle dużym państwem o ogromnym potencjale, że wysoce prawdopodobne staje się znalezienie na jej obszarze wielu małych firm, których nabycie lub wcielenie może pozwolić na uzyskanie wielu korzyści. Pod tym kątem zaprezentowane dane pozwalają przypuszczać, że wykorzystywanie koncepcji *venture management* w Rosji mogłoby wzmocnić wiele przedsiębiorstw, których struktury organizacyjne są mało elastyczne a które posiadają wystarczające zasoby wolnej gotówki, której inwestowanie w ryzykowne przedsięwzięcia nie przyczyniłoby się do obniżenia płynności finansowej. Tak więc można stwierdzić, że *venture management* jest atrakcyjną koncepcją, która może pomóc w budowaniu portfeli inwestycyjnych oferujących relatywnie wysokie stopy zwrotu, natomiast inwestycje w Rosji mogą stanowić alternatywę dla inwestycji na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Literatura

- Haugen R. A., 2001, *Modern Investment Theory*, Fifth Edition, Prentice Hall, London.
- Markowitz H., 1952, *Portfolio Selection*, "The Journal of Finance", Vol. 7, No. 1, s. 77-91.
- Meer-Kooistra J. van der, Kamminga P. E., 2015, *Joint venture dynamics: The effects of decisions made within a parent company and the role of joint venture management control*, Management Accounting Research, No. 26, s. 23–39.
- Nathusius K., 1979, *Venture management – Ein Instrument zur innovativen Unternehmensentwicklung*, Wyd. Duncker&Humblot, Berlin.
- Reilly F. K., Brown K. C., 2001, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Tom I, Wyd. PWE, Warszawa.
- Servatius H.-G., 1988, *New Venture Management-Erfolgreiche Lösung von Innovationsproblemen für Technologie-Unternehmen*, Gabler Verlag, Wiesbaden.

The venture management concept and the capital investment in Russia

The aim of the paper is to draw attention to the concept of venture management as an essential part of the strategy of investing in financial instruments issued by small but thriving companies, whose economic growth could allow to achieve high returns. In addition, the paper presents the basics of this concept and shows that Russia can be an attractive place for investing capital in the mentioned types of companies.

Key words: investments, portfolio management process, enterprises, projects, Russia