

# Joanna Świdarska

---

## Podaż kapitału wysokiego ryzyka w Polsce

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4,  
803-813

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JOANNA ŚWIDERSKA

---

*Podaż kapitału wysokiego ryzyka w Polsce*

---

Supply of risk capital in Poland

**Słowa kluczowe:** *private equity*, luka kapitałowa, podaż kapitału

**Key words:** private equity, equity gap, supply of risk capital

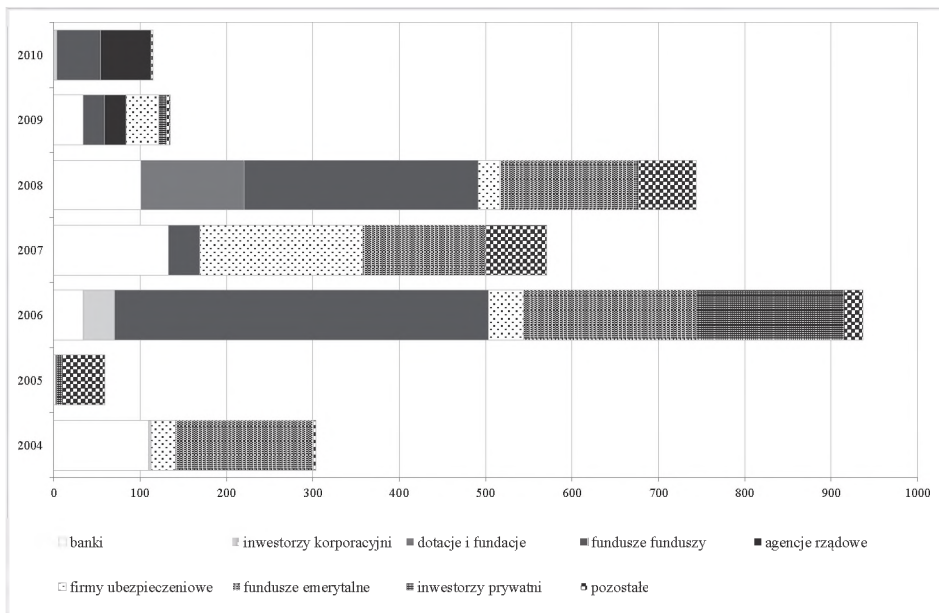
Analiza rynku *private equity/venture capital* w Polsce wskazuje na stosunkowo wysoki poziom rozwoju oraz znaczną atrakcyjność tej formy finansowania zarówno dla przedsiębiorstw, jak i samych funduszy. W drugiej edycji rankingu najbardziej atrakcyjnych inwestycyjnie krajów dla funduszy VC/PE z 2011 r. Polska zajęła 36. miejsce (wskaźnik 57,4), przed innymi krajami Europy Środkowo-Wschodniej<sup>1</sup>. Atrakcyjność rynku PE/VC – obok rosnącego popytu na kapitał podwyższonego ryzyka – stanowi z kolei istotny czynnik determinujący jego podaż, która następnie wpływa na rozmiary inwestycji PE/VC.

W ciągu ostatnich 22 lat fundusze PE/VC, które dokonały w Polsce co najmniej jednej inwestycji, pozyskały łącznie 6,83 mld EUR nowych kapitałów, z czego niemal 33% w latach 2006–2008. Wielkości pozyskiwanych kapitałów ulegały jednak dość istotnym wahanom, począwszy od spadków na poziomie ok. 80% w roku 2003, 2005, czy 2009, aż po kilkunastokrotne wzrosty w latach 2006 (mnożnik 14,9) czy 2004

---

<sup>1</sup> A. Groh, H. Liechtenstein, K. Lieser, *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index – 2011 annual*, IESE Business School University of Navarra – Ernst & Young, s. 189.

(10,8)<sup>2</sup>. Proces akwizycji kapitału do funduszy wysokiego ryzyka trwa z reguły od kilku do kilkunastu miesięcy, stąd zmiany w statystyce rynku pokazują z pewnym opóźnieniem tendencje, jakie na nim występują. Niemniej tak znaczący spadek pozyskanych w Polsce środków w 2009 r. nieco wyprzedził tendencje ogólnoświatowe, w ramach których fundusze PE/VC zaczęły odczuwać skutki kryzysu finansowego w obszarze pozyskiwania kapitałów dopiero w ostatnim kwartale roku. Pewnym wytłumaczeniem sytuacji polskiej może być fakt, że większość działających tu dużych funduszy (np. MID Europa, Enterprise Investors) w latach 2009–2010 dysponowała jeszcze środkami na inwestycje. Z drugiej strony zauważalne stało się szersze wykorzystywanie nowych lub do niedawna rzadko stosowanych źródeł finansowania przez instytucje europejskie (EBRD, EIF). Wahaniom podlegała więc nie tylko wartość gromadzonych środków, ale także ich struktura. Nie można przy tym pominąć faktu, że struktura pozyskiwanych kapitałów zarówno z punktu widzenia typu inwestorów (rysunek 1), preferowanych przez fundusze etapów finansowania, jak i geograficznych źródeł pochodzenia kapitału właściwie od początku rozwoju rynku odbiegała od doświadczeń amerykańskich i zachodnioeuropejskich.



Rysunek 1. Wartość kapitałów pozyskanych przez fundusze PE/VC w Polsce w latach 2004–2010 z punktu widzenia typu inwestora (mln EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA.

<sup>2</sup> Tam, gdzie nie wskazano inaczej, źródłem danych są *EVCA Yearbooks* oraz *CEE Statistics* za lata 2004–2010.

Na rynkach zachodnich historycznie najbardziej aktywnymi inwestorami były bogate osoby prywatne oraz fundacje. Zniesienie w latach 70. i 80. ograniczeń prawnych w zakresie inwestycji PE/VC spowodowało wzrost zainteresowania ze strony instytucji, przede wszystkim funduszy emerytalnych i banków<sup>3</sup>, ale różnice w konstrukcji i funkcjonowaniu systemów finansowych przełożyły się na odmienną strukturę finansowania. W latach 1993–2000 w USA największą rolę w finansowaniu rynku PE/VC odgrywały fundusze emerytalne (średnio 45%), następnie fundacje (16%), przedsiębiorstwa (12%) oraz firmy ubezpieczeniowe i banki (11%), natomiast w analogicznym okresie w Unii Europejskiej – banki (32%), fundusze emerytalne (25%) oraz firmy ubezpieczeniowe (14%)<sup>4</sup>. W Polsce od momentu wstąpienia do Unii Europejskiej najwięcej środków dostarczały tzw. fundusze funduszy (średnio 28,4%), a w dalszej kolejności – fundusze emerytalne (23,0%), banki (14,4%) oraz towarzystwa ubezpieczeniowe (11,2%). Niewykorzystanym źródłem kapitału pozostają natomiast krajowe otwarte fundusze emerytalne, których aktywa netto na koniec 2010 r. kształtowały się na poziomie 221,3 mld PLN<sup>5</sup>. Ustawa o funduszach emerytalnych literalnie wymienia dopuszczalne formy lokat, wśród których tylko kilka można z pewnym zastrzeżeniem przypisać do rynku PE/VC. Polskie prawo nie zastrzega szczególnej formy prawnej dla działalności *private equity*, a dostępne formy prawne (spółka komandytowa, komandytowo-akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna oraz fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych<sup>6</sup>) spełniają tylko absolutne minimum wymogów stawianych przez założycieli funduszu PE/VC (dotyczących kwestii podatkowych, organizacyjnych, kapitałowych, problemu odpowiedzialności udziałowców/akcjonariuszy itp.). Zgodnie z ustawą aktywa funduszy emerytalnych mogą być lokowane w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym lub pozagiełdowym, a także w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte – możliwości inwestycyjne są jednak dość istotnie ograniczone. W praktyce ok. 60–75% wartości portfela inwestycyjnego OFE stanowią obligacje, a ok. 20–35% – akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym. Trudno więc w tym przypadku mówić o istotnym źródle finansowania dla funduszy PE/VC, które zostały zmuszone do sięgania po pozakrajowe aktywa rynku emerytalnego. W ostatnim czasie nastąpiła jednak istotna zmiana kierunku regulacji w tym obszarze. W 2010 r. w USA została uchwalona ustawa ograniczająca możliwości finansowania

<sup>3</sup> Uchwalony w 1974 r. w USA *Employment Retirement Income Security Act* (ERISA) oraz dwie wykładnie łagodzące regulacje ERISA (ERISA 1979 *Prudent Man* oraz ERISA 1980 *Safe Harbour*) poprawiły możliwości wykorzystywania środków zgromadzonych w funduszach emerytalnych do kapitalizacji funduszy VC. W Wielkiej Brytanii w 1981 r. wprowadzono *Business Start-up Scheme* (BSS), który oferował możliwość obniżenia podstawy opodatkowania dochodów z tytułu inwestycji w małe innowacyjne przedsiębiorstwa.

<sup>4</sup> P.A. Gompers, J. Lerner, *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press, Boston 2001; [www.evca.com](http://www.evca.com).

<sup>5</sup> W latach 2004–2010 średnioroczne tempo wzrostu aktywów netto OFE wynosiło 24,36%. Zob. *Biuletyn roczny. Rynek OFE 2005/2006/2007/2008/2009/2010*, cz. 1 – *Przegląd rynku*, KNF.

<sup>6</sup> Szczególnie ostatnie rozwiązanie w myśl założeń przyjętych przez twórców ustawy miało stanowić wehikuł inwestycyjny przeznaczony dla działalności PE/VC.

funduszy PE/VC (potraktowanych na równi z funduszami hedgingowymi) przez banki (do 3% kapitałów własnych) oraz fundusze emerytalne, natomiast w UE w 2011 r. przyjęto dyrektywę, mającą na celu uregulowanie europejskiego rynku funduszy PE/VC<sup>7</sup>. Po wprowadzeniu ustawy Dodd–Franka w USA trudniej osiągalne są więc pieniądze amerykańskich inwestorów, dlatego koniecznością stało się poszukiwanie nowych źródeł finansowania. Dla mniejszych funduszy platformą do pozyskiwania środków, ale także zawiązywania sojuszy inwestycyjnych, stał się giełdowy rynek akcji, zwłaszcza NewConnect. Wśród ponad 350 spółek notowanych w alternatywnym systemie obrotu (ASO) jedenaście to podmioty inwestycyjne lokujące się w sektorze funduszy PE/VC, przy czym osiem z nich zadebiutowało na ASO w latach 2010–2011. Od początku uruchomienia NewConnect z emisji nowych akcji fundusze te pozyskały łącznie 15,2 mln PLN (średnio – 1,7 mln PLN)<sup>8</sup>. Giełdowy rynek akcji może być więc traktowany tylko jako uzupełniające źródło finansowania, przede wszystkim ze względu na wspomniane już niedopasowanie formy prawnej spółki akcyjnej do wymagań inwestycji PE/VC.

Dość istotne różnice są widoczne również z punktu widzenia geograficznych źródeł pochodzenia kapitału. W Polsce, podobnie jak w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej, początki rynku PE/VC wiążą się z aktywnością czynnika publicznego spoza kraju. Dominującą rolę odegrały zwłaszcza międzynarodowe instytucje finansowe, w tym European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) oraz International Finance Corporation (IFC), a także – instytucje publiczne, z Kongresem USA na czele<sup>9</sup>. Zaangażowanie podmiotów krajowych miało natomiast dość ograniczony charakter, co w warunkach załamania rozwoju gospodarczego w pierwszych latach XXI w. i wywołanej nim zmiany nastawienia podmiotów zagranicznych do inwestowania w Europie Środkowo-Wschodniej wyraźnie uwypukliło słabość krajowych źródeł finansowania (w tym rynku kapitału wysokiego ryzyka) oraz bierność instytucji publicznych. Pomimo tych doświadczeń zaangażowanie kapitałowe podmiotów krajowych zmieniło się w niewielkim stopniu. Od momentu wstąpienia Polski do UE udział środków pochodzenia krajowego w finansowaniu kapitału wysokiego ryzyka przeciętnie wynosił ok. 3%. W ostatnich latach sytuacja nieco się poprawiła (w latach 2009–2010 wskaźnik ten kształtował się – odpowiednio

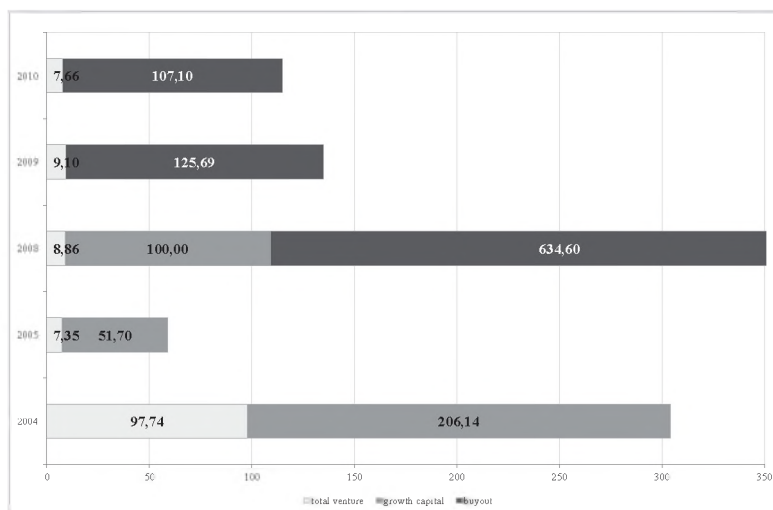
<sup>7</sup> *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* (Pub. L. 111–203, H.R. 4173), sec. 408, 619; Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of The Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) no. 1060/2009 and (EU) no. 1095/2010 (O.J. of EU L 174/1) – jej postanowienia mają wejść w życie w 2013 r.

<sup>8</sup> Do funduszy VC notowanych na NewConnect można zaliczyć: Blumerang Investors SA, E-Energ SA, Veno SA, Venture Incubator SA, Novian SA, OneRay Investment SA, Taxis Fund SA, Black Pearl Capital SA, Runicom SA, Venture Capital Poland SA oraz Bio-Med Investors SA. Fundusze PE/VC są notowane również na rynku głównym GPW w Warszawie (np. IQ Partners SA, LST Capital SA, MCI Management SA, Skyline Investment SA, bmp Media Investors AG). Zob. <http://www.newconnect.pl/>, <http://www.gpw.pl> (31.01.2012).

<sup>9</sup> Pierwszym funduszem PE/VC działającym w Polsce był Polish-American Enterprise Fund (PAEF), powołany w 1990 r. przez Kongres USA dla wspierania rozwoju sektora prywatnego oraz umacniania gospodarki rynkowej w Polsce.

– na poziomie 13,1% oraz 6,7%), ale na tle pozostałych krajów UE Polska nadal pozostaje niski<sup>10</sup>. Dominującą rolę odgrywały kapitały europejskie spoza kraju (ok. 67% w latach 2004–2010), a w dalszej kolejności – pozaeuropejskie źródła finansowania, zwłaszcza amerykańskie (ok. 30%). Udział tych ostatnich w 2010 r. spadł jednak do zera, m.in. jako efekt uchwalonej w USA ustawy Dodd–Franka.

Widoczne różnice występują również w strukturze zgromadzonego kapitału w kontekście preferowanego przez fundusz etapu rozwoju przedsiębiorstwa (rysunek 2).



Rysunek 2. Wartość kapitałów pozyskanych przez fundusze PE/VC w Polsce w latach 2004–2010 w kontekście etapu rozwoju przedsiębiorstwa (mln EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA.

Obecny kształt rynku PE/VC w znacznej mierze zależy od funduszy europejskich, które współfinansują działalność podmiotów inwestujących zwłaszcza w początkowe fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Projekty *venture* coraz częściej rozwijają również fundusze, które do tej pory angażowały się przede wszystkim w duże transakcje – np. Enterprise Investors w 2008 r. uruchomił w swojej grupie Enterprise Venture Fund (EVF). Równocześnie fundusze *venture capital* od lat gromadzą kapitały na dość stabilnym poziomie nieprzekraczającym 10 mln EUR (wyjątek stanowią wartości gromadzone w latach 2006–2007 dla utworzenia EVF – 100 mln EUR). Nadal jednak największy udział w rynku mają duże podmioty finansujące wykupy lub fazy ekspansji przedsiębiorstwa (w ostatnim okresie akumulowały ok. 80–90% wszystkich zgromadzonych kapitałów). Wydaje się, że w pierwszych latach rozwoju

<sup>10</sup> W 2010 r. średni udział źródeł krajowych zaangażowanych w inwestycje PE/VC w krajach UE kształtował się na poziomie 47,55%, w tym w krajach starej UE (EU-15) – 48,40%, a w krajach nowej UE – 11,32% (przy czym w Czechach wskaźnik ten wyniósł 72,5%, a w krajach bałtyckich – 27,0%).

rynku w Polsce czynnikiem rządowym zabrakło przezorności i dalekowzroczności, aby wraz z wygasaniem pomocy zagranicznej, ukierunkowanej na coraz większe projekty, zastępować ją czynnikami krajowymi. Efektem tego była pogłębiająca się fragmentacja rynku – inwestycjom w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstw w niewielkim stopniu towarzyszyły klasyczne *venture capital*, a brak większego poparcia ze strony *corporate venture* był wzmocniony praktyczną nieobecnością *business angels*<sup>11</sup>. Istotna zmiana nastąpiła z wejściem Polski do UE – w latach 2004–2010 fundusze *venture capital* gromadziły średnio ok. 10% wszystkich pozyskanych kapitałów, choć były również lata ze znacznie wyższym wskaźnikiem (2004 r. – 32,2%). W dwóch ostatnich latach udział ten utrzymywał się jednak na poziomie 6,7–6,8%, co na tle innych państw lokowało Polskę raczej na końcu stawki. W 2010 r. fundusze *venture capital* gromadziły przeciętnie: w USA – 12,63% kapitałów, a w UE – 15,34% (w tym w krajach starej UE – 14,71%, w krajach nowej UE – 42,20%)<sup>12</sup>.

Bez względu na to, jak szybko zmieniała się statystyka rynku, wejście do UE wprowadziło Polskę w orbitę regulacji unijnych dotyczących kapitału wysokiego ryzyka, zmieniając równocześnie postrzeganie przez czynniki decyzyjne problemów związanych z inwestycjami PE/VC, oraz otworzyło dostęp do funduszy strukturalnych UE. W perspektywie finansowej 2000–2006 część programów została przeznaczona na wspomaganie zarówno już istniejących funduszy *venture capital*, które świadczyłyby usługi typu *seed capital*, jak i wspomaganie procesów tworzenia sieci regionalnych funduszy *seed capital*. W ramach polskiego SPO Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw w 2007 r. kwota wsparcia finansowego dla sześciu powstałych funduszy załączkowych wyniosła prawie 66 mln PLN<sup>13</sup>. Zastosowany mechanizm dofinansowania pozwalał funduszowi w procesie dezinvestycji w pierwszej kolejności wycofać środki własne, a dopiero później wkład PARP, co znacznie zmniejszało ryzyko nietrafionych inwestycji. W kolejnej perspektywie finansowej dokapitalizowanie skierowane bezpośrednio do funduszy nie zostało przewidziane. W PO Innowacyjna Gospodarka znalazły się natomiast środki finansowe, które miały trafiać do funduszy kapitałowych poprzez Krajowy Fundusz Kapitałowy SA (KFK), utworzony w 2005 r. w celu udzielania wsparcia finansowego funduszom kapitałowym (fundusz funduszy). Przewidziane zostało również wsparcie w postaci *equity* do maksymalnej wysokości 0,8 mln EUR dla pojedynczego przedsiębiorstwa, dystrybuowane przez instytucje otoczenia biznesu. Jednak z uwagi na niższy poziom posiadanego przez nie *know-how* bardziej efektywną formą wsparcia pozostaje działalność KFK. W ramach dotychczas przeprowadzonych konkursów łączna kwota wsparcia finansowego ze strony KFK dla jedenastu funduszy załączkowych wyniosła 377 mln PLN (tabela 1) – zakończone

<sup>11</sup> P. Tamowicz (red.), *Rynek kapitału ryzyka w Polsce. Średniookresowe uwarunkowania rozwoju rynku kapitału ryzyka*, PFSL, „Niebieskie Księgi” 2003, nr 4, Gdańsk 2003, s. 19–20, 31.

<sup>12</sup> W Irlandii, w Czechach, w krajach byłej Jugosławii, na Słowacji i Węgrzech w 2010 r. nowy kapitał zgromadziły wyłącznie fundusze *venture capital*, choć należy przyznać, że jego wartość stanowiła tylko nieco ponad 1% kapitałów zgromadzonych we wszystkich krajach UE.

<sup>13</sup> Obliczenia własne na podstawie danych PARP i funduszy kapitału załączkowego.

zostały dwie rundy aplikacyjne, a trzy kolejne są w trakcie realizacji. Źródło finansowania ostatnich konkursów stanowią jednak przede wszystkim środki pochodzące ze Szwajcarsko-Polskiego Funduszu Współpracy<sup>14</sup>. Zastosowany mechanizm dofinansowania jest podobny jak w SPO WKP – w procesie dezinvestycji w pierwszej kolejności są wycofywane środki własne funduszu, a dopiero później wkład KFK.

Tabela 1. Fundusze kapitałowe dokapitalizowane przez KFK w kolejnych rundach aplikacyjnych\*

Firma zarządzająca/fundusz kapitałowy	Runda	Dokapitalizowanie funduszu			Kapitalizacja funduszu (mln PLN)
		źródło**	data	mln PLN	
BBI Seed Fund sp. z o.o. FK SK	I	MG	4Q 2007	30,00	60,00
Helix Ventures Partners FIZ (MCI)	I	MG	4Q 2007	20,00	40,00
Skyline Venture sp. z o.o.	II	PO IG	2Q 2010	20,00	40,00
Asset Management Black Lion sp. z o.o. SKA	II	PO IG	2Q 2010	50,00	100,00
TFI Satus SA (FIZAN VC Satus)	II	PO IG	2Q 2010	25,00	50,00
MCI Capital TFI SA (Internet Ventures)	II	PO IG	2Q 2010	50,00	100,00
Opera TFI SA (Opera Venture)	II	PO IG	3Q 2010	50,00	100,00
GPV Investment Management (2009) Ltd.	II	PO IG	1Q 2011	42,00	84,00
Warsaw Equity Management sp. z o.o. (Aquarium Venture Fund I)	II	PO IG	1Q 2011	50,00	100,00
Innovation Nest	III	PO IG	2Q 2011	20,00	40,00
Nomad Management GmBH SKA (Nomad Fund)	IV	SC	3Q 2011	20,00	40,00
Razem	–	–	–	377,00	754,00

\* I runda aplikacyjna – 16.07.2007–20.12.2007, II – 30.04.2009–30.07.2009, III – 24.03.2010–24.06.2010, IV – 11.05.2010–01.10.2010, V – 01.08.2011–31.01.2012

\*\* MG – dotacja z Ministerstwa Gospodarki, PO IG – PO Innowacyjna Gospodarka, SC – Swiss Contribution (Fundusz Szwajcarski).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KFK i funduszy kapitałowych.

Komplementarna wobec instytucjonalnego rynku PE/VC jest aktywność indywidualnych inwestorów kapitałowych, tzw. *business angels*. Pierwsze inwestycje zostały przez nich przeprowadzone w Polsce najprawdopodobniej już w połowie

<sup>14</sup> Szwajcarsko-Polski Program Współpracy jest formą bezzwrotnej pomocy zagranicznej przyznanej przez Szwajcarię Polsce i pozostałym państwom członkowskim UE, które przystąpiły do niej 1 maja 2004 r. Na mocy umowy zawartej 20 grudnia 2007 r. dla Polski zarezerwowano niemal połowę środków (ok. 489 mln CHF), z czego 47,7 mln CHF zostało przeznaczone na wsparcie funduszy kapitałowych w ramach projektu KFK, <http://www.programszwajcarski.gov.pl/> (31.01.2012).



lat 90., ale o większej ich aktywizacji można mówić dopiero od momentu poprawy koniunktury w latach 2003–2004. Ze względu na dyskrecjonalny charakter działania *business angels* bardzo trudno jest określić wartość kapitałów, jakimi dysponują (uruchomionych i deklarowanych). Można jedynie szacować, że są to kwoty mieszczące się w przedziale 12,5–25 mln PLN<sup>15</sup>. W analizie źródeł finansowania różnych faz działania przedsiębiorstw kapitałem *equity* nie można ich jednak pominąć, zwłaszcza w kontekście oceny podaży kapitału wysokiego ryzyka i problemu tzw. luki kapitałowej. Niewystarczające zainteresowanie funduszy PE/VC inwestycjami w ryzykowne projekty we wczesnych fazach rozwoju pozycjonuje bowiem *business angels* jako kapitałodawców ograniczających rozmiary luki kapitałowej. Jej jednoznaczne i dokładne określenie nie jest jednak możliwe ze względu na brak odpowiedniej metodologii, dlatego najczęściej jej wielkość wyznacza się intuicyjnie.

Przed wstąpieniem Polski do UE ograniczenia podaży kapitału *equity* widoczne w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw były szacowane w przedziale 0,8–3 mln PLN lub nawet niżej – 0,1–10 mln PLN<sup>16</sup>, przy czym średnia wartość pojedynczej inwestycji systematycznie rosła. Po 2004 r. wzrostowi wartości inwestycji (z poziomu 3,8 mln EUR w 2004 r. do 9,7 mln EUR w 2010 r.<sup>17</sup>) towarzyszyły jednak pozytywne zmiany po stronie podaży *equity*, zwiększające dostępność mniejszych kwot kapitału. Dobra koniunktura gospodarcza przyczyniła się do zwiększenia liczby atrakcyjnych projektów inwestycyjnych oraz do poprawy perspektyw inwestycyjnych polskiej gospodarki. Zaktywizowały się sieci *business angels*, których specyfika działania w jakiejś mierze wymusiła na nich działalność skoncentrowaną na poszczególnych regionach. Rozwój infrastruktury rynku został pobudzony uruchomieniem dwóch opisanych wcześniej programów wsparcia (poddziałanie SPO WKP, KFK SA) oraz alternatywnego systemu obrotu (NewConnect). Fundusze załączkowe powstałe w ramach SPO WKP swoje górne limity inwestycyjne określają na poziomie od 0,2 do 1 mln EUR (jeden fundusz – do 1,5 mln EUR), a fundusze kapitałowe dokapitalizowane przez KFK mają narzucony limit inwestycyjny na poziomie 1,5 mln EUR. Poprawie podaży kapitału w obszarze ograniczonym sztywnym limitem 1,5 mln EUR towarzyszyło więc przesunięcie *equity gap* do przedziału 1,5–4 mln EUR<sup>18</sup>. Uwzględniając obecną kapitalizację obu grup funduszy oraz wartość inwestycji już zrealizowanych, kapitał pozostający w ich dyspozycji na koniec 2011 r. można ostrożnie szacować na – odpowiednio – 20 mln EUR oraz 174 mln EUR. W ciągu ostatnich kilku lat

<sup>15</sup> W badaniu przeprowadzonym w 2007 r. P. Tamowicz oszacował, że wielkość potencjalnej podaży *business angels* w Polsce mieści się w przedziale 20–235 mln PLN, równocześnie jednak wielkość podaży kapitału w wariantcie najbardziej realistycznym lokuwał w przedziale 12,5–25 mln PLN. Zob. P. Tamowicz, *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*, Raport przygotowany na zlecenie DIW Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk październik 2007, s. 22, 26.

<sup>16</sup> *Ibidem*, s. 7.

<sup>17</sup> Średnia wartość inwestycji realizowanych przez fundusze PE/VC z siedzibą w Polsce.

<sup>18</sup> P. Tamowicz, *op. cit.*, s. 8.

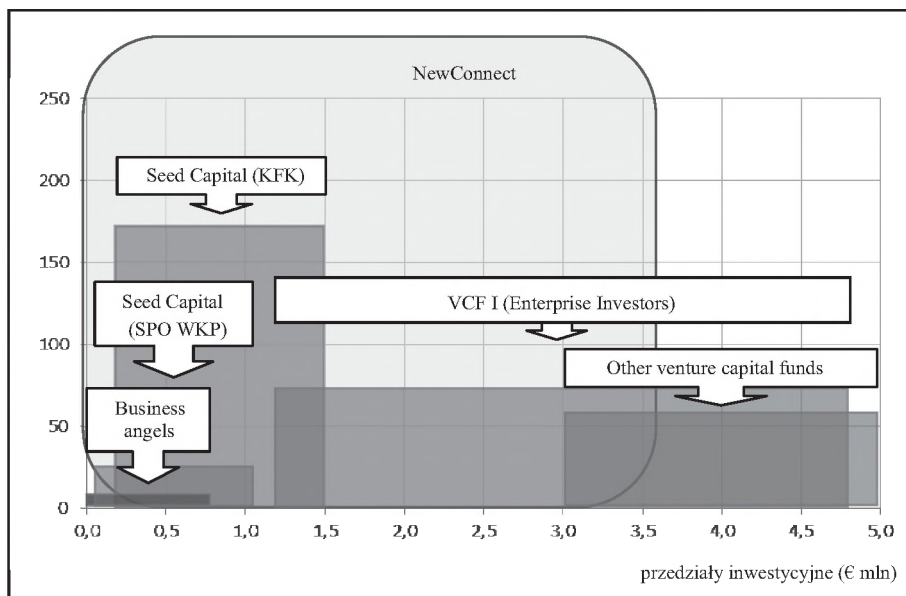
zostało podjętych wiele inicjatyw, które wpłynęły na redukcję rozmiarów *equity gap* – powstały nowe sieci *business angels* i kolejne fundusze załączkowe, zwiększono dostępność funduszy unijnych na założenie lub rozwój działalności gospodarczej, wzmocniono instytucje otoczenia biznesu wspomagające *start-up* przedsięwzięcia, zwłaszcza technologicznego (parki naukowo-technologiczne, parki przemysłowe, inkubatory), i wreszcie – uruchomiono programy wspierające prowadzenie prac badawczo-rozwojowych w przedsiębiorstwach (np. premia technologiczna BGK) czy wspomagające procesy komercjalizacji technologii (np. centra transferu technologii). Równocześnie zainteresowanie projektami *venture* zaczęły wykazywać fundusze, które do tej pory inwestowały znacznie większe kwoty w późniejszych fazach rozwoju przedsiębiorstwa (w tym wykupy), np. wspomniany wcześniej Enterprise Venture Fund (EVF I), o przedziale inwestycyjnym 5–20 mln PLN. Uwzględniając przyjęte limity oraz liczbę zrealizowanych dotąd inwestycji, można ostrożnie szacować, że na koniec 2011 r. EVF I dysponował kapitałami w wysokości 51–88 mln EUR. Teoretycznie nieograniczony zasób kapitału stanowi także uruchomiony w 2007 r. alternatywny system obrotu GPW w Warszawie. Spółki debiutujące na NewConnect z nowej emisji akcji pozyskały dotychczas ponad 900 mln PLN<sup>19</sup>. Wydaje się przy tym, że powstanie NewConnect nie zagroziło rozwojowi sieci *business angels* i – co za tym idzie – nie spowodowało ograniczenia podaży kapitału *equity* poniżej 1 mln EUR<sup>20</sup>. Według badań przeprowadzonych w 2010 r. polscy *business angels* najchętniej angażują się w przedsięwzięcia, których potrzeby kapitałowe mieszczą się w przedziale 0,15–3 mln PLN<sup>21</sup>. Sumując wszystkie wymienione wcześniej elementy podaży *equity* oraz uwzględniając dookólne inicjatywy zwiększające dostępność kapitałów dla podmiotów z różnych branż, o zróżnicowanych potrzebach kapitałowych i na różnych etapach rozwoju, można chyba stwierdzić, że *equity gap* w pierwotnym znaczeniu została w Polsce zlikwidowana (rysunek 3).

Problemem pozostaje natomiast asymetria informacji, brak odpowiedniej edukacji przedsiębiorczej oraz efektywnej współpracy między ośrodkami innowacji a dostawcami kapitału zewnętrznego dla młodych przedsiębiorstw. Pewnym zagrożeniem dla pozytywnego kształtowania podaży *equity* jest także sytuacja makroekonomiczna, choć nie tyle nawet w skali krajowej, co światowej. Dopływ kapitałów spoza kraju do dużych funduszy sięgających po projekty *venture* w dużej mierze będzie decydował o tym, czy sektor ten pozostanie komplementarny wobec inicjatyw wspieranych ze środków publicznych (KFK).

<sup>19</sup> W momencie powstania NewConnect prognozowano, że co roku na rynku będzie debiutować kilkanaście spółek, tymczasem po pięciu latach działania na rynku jest notowanych już ponad 350 firm.

<sup>20</sup> Pojawiały się opinie, że NewConnect, oferując płynność i większą możliwość dywersyfikacji portfela, może osłabić zainteresowanie *business angels* (szczególnie tych mniej doświadczonych) do samodzielnego inwestowania, pogarszając tym samym podaż kapitału poniżej 1 mln EUR.

<sup>21</sup> *Raport. Bariery w rozwoju rynku aniołów biznesu w Polsce*, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2011, s. 21.



Rysunek 3. Szacunkowe wielkości podaży kapitału *equity* w Polsce (stan na koniec 2011 r.)

Źródło: opracowanie własne.

## Zakończenie

Podsumowując rozważania dotyczące podaży kapitału *equity*, można stwierdzić, że obecny stan rynku PE/VC w Polsce charakteryzuje kilka wzajemnie komplementarnych tendencji związanych z akwizycją tego kapitału. Okres światowego kryzysu finansowego dosyć wcześnie znalazł negatywne odzwierciedlenie w wartości pozyskiwanych kapitałów, również za sprawą nowych regulacji amerykańskich dotyczących funkcjonowania i stabilizowania rynku finansowego. Niewątpliwą słabością rynku polskiego pozostaje nadmierne uzależnienie od kapitałów obcych – instytucji europejskich, a wcześniej – także amerykańskich funduszy emerytalnych i banków. W tym kontekście zasadny wydaje się postulat zmian polskich regulacji w zakresie limitów inwestycyjnych i/lub systemu oceny jakości zarządzania aktywami funduszy emerytalnych (np. wydłużenie okresu dla wyliczania stopy zwrotu lub zniesienia benchmarkingu) dla ich większego zaktywizowania w finansowaniu funduszy PE/VC. Odrębną kwestią pozostaje problem specjalnej konstrukcji prawnej odpowiadającej wymogom inwestycji kapitałem *equity*, np. na wzór brytyjskiej *limited partnership*. Polska spółka komandytowa, do pewnego stopnia wzorowana na konstrukcji brytyjskiej i amerykańskiej, nie do końca spełnia swoją funkcję, podobnie zresztą jak fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych. W tym przypadku postulatem minimum, który mógłby zwiększyć wykorzystanie FIZ AN na rynku PE/

VC, jest zmiana regulacji w zakresie obowiązków informacyjnych i/lub swobody kształtowania relacji z podmiotem zarządzającym. Problemem pozostaje również sama procedura założenia funduszu inwestycyjnego czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI), która w obecnych warunkach trwa niekiedy wielokrotnie dłużej, niż wynika to z ustawy.

Od momentu wstąpienia Polski do UE zwiększyły się możliwości pozyskiwania kapitałów przez fundusze specjalizujące się we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstw. Uruchomione od tego czasu programy i inicjatywy mające na celu zwiększenie podaży niewielkich kwot kapitału *equity*, jak również inicjatywy spoza samego rynku PE/VC (np. NewConnect) uzasadniają postawioną wcześniej tezę o zlikwidowaniu w Polsce *equity gap* w pierwotnym znaczeniu. Relatywnie stałym źródłem dopływu kapitału do tego segmentu rynku są jednak przede wszystkim środki publiczne, przekazywane np. przez KFK, ponieważ strategię inwestycyjne funduszy komercyjnych mogą być elastycznie i szybko dopasowywane do warunków rynkowych. W okresach dekoniunktury może to oznaczać ograniczanie inwestycji *venture*, czego potwierdzeniem jest okres ostatnich kilku lat (2008–2010). Z tego punktu widzenia zasadne wydaje się rozważenie możliwości podwyższenia sztywnych limitów inwestycyjnych dla funduszy korzystających ze wsparcia KFK (powyżej 1,5 mln EUR) oraz elastycznego określania parametrów wsparcia samego KFK, żeby zwiększyć efektywność ich działania.

## Bibliografia

1. *Biuletyn roczny. Rynek OFE 2005/2006/2007/2008/2009/2010*, KNF.
2. Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of The Council of 8 June 2011 on Alternative Investment Fund Managers and Amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) no. 1060/2009 and (EU) no. 1095/2010 (O.J. of EU L 174/1).
3. *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010* (Pub. L. 111–203, H.R. 4173).
4. *EVCA Yearbook* oraz *CEE Statistics* (za lata 2004–2010).
5. Gompers P.A., Lerner J., *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*, Harvard Business School Press, Boston 2001.
6. Groh A., Liechtenstein H., Lieser K., *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index – 2011 annual*, IESE Business School University of Navarra – Ernst & Young.
7. *Raport. Bariery w rozwoju rynku aniołów biznesu w Polsce*, Warszawa 2011, Ministerstwo Gospodarki.
8. Tamowicz P. (red.), *Rynek kapitału ryzyka w Polsce. Średniookresowe uwarunkowania rozwoju rynku kapitału ryzyka*, PFSL, „Niebieskie Księgi” 2003, nr 4, Gdańsk 2003.
9. Tamowicz P., *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*, Raport przygotowany na zlecenie DIW MG, Gdańsk październik 2007.
10. [www.evca.com](http://www.evca.com).