

# Dominika Kordela

---

## "Venture capital" w finansowaniu rozwoju polskich mikro, małych i średnich przedsiębiorstw

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 51, 97-105

---

2010

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.

DOMINIKA KORDELA

Uniwersytet Szczeciński

## VENTURE CAPITAL W FINANSOWANIU ROZWOJU POLSKICH MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW<sup>1</sup>

### Wstęp

Fundusze typu *venture capital* i *private equity* zwane są funduszami wysokiego ryzyka. W gospodarkach rozwiniętych są jednym z ważniejszych alternatywnych źródeł finansowania mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, zwłaszcza innowacyjnych i o dużym potencjale wzrostu<sup>2</sup>. Najczęściej stosuje się następujące rozróżnienie: *venture capital* to kapitał inwestowany we wczesne fazy rozwoju spółki (głównie *seed*, *start-up* i *early stage*), Natomiast *private equity* to kapitał wysokiego ryzyka inwestowany w przedsiębiorstwa znajdujące się w każdej fazie rozwoju, w tym także *venture capital*. Zatem pojęcie *private equity* jest zakresowo szersze. W literaturze przedmiotu spotyka się różne definicje powyższych pojęć<sup>3</sup>. Warto przytoczyć jedną z pierwszych polskich definicji autorstwa J. Węclawskiego: *venture capital* to „kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomagane go w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów”<sup>4</sup>.

W Polsce rynek funduszy wciąż się rozwija, istnieją nadal bariery o charakterze prawnym, instytucjonalnym oraz organizacyjnym. Nasz rynek odbiega pozio-

<sup>1</sup> Publikacja powstała w ramach grantu promotorskiego nr N 113 243 036, termin realizacji 2009–2011.

<sup>2</sup> M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 10.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 15–18.

<sup>4</sup> J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 17.

mem, zakresem i wysokością zaangażowanych kapitałów od rynku amerykańskiego czy rynków europejskich. Jednak pozytywny jest ciągły wzrost liczby funduszy, a także wartości zainwestowanego kapitału. W artykule autorka przedstawiła istotę funkcjonowania funduszy VC/PE. Przeanalizowana została również wartość inwestycji poczynionych przez fundusze w Polsce w ostatnich dwóch latach.

### **Istota funkcjonowania funduszy VC/PE**

Fundusz VC/PE tworzy zazwyczaj kilka podmiotów prawnych<sup>5</sup>:

- firma zarządzająca – często zarządzająca kilkoma funduszami na różnym etapie rozwoju,
- fundusze, które zasilają finansowo przedsiębiorstwa i projekty inwestycyjne,
- inwestorzy – dostarczający pieniądze na działalność funduszy, przy czym należy zaznaczyć, że fundusze finansują swoją działalność również kredytem bankowym.

Według systematyki stosowanej przez *European Venture Capital Association* wyróżnia się następujące podstawowe grupy kapitałodawców (inwestorów)<sup>6</sup>:

- osoby indywidualne,
- przedsiębiorstwa,
- banki,
- towarzystwa ubezpieczeniowe,
- fundusze emerytalne,
- instytuty naukowe i badawcze,
- uczelnie,
- instytucje publiczne.

Inwestorzy dostarczają kapitału funduszom, które następnie inwestują je w wybrane projekty.

Firmy zarządzające, często ze względów podatkowych, zarejestrowane są za granicą Polski, natomiast dominującą formą organizacyjną-prawną jest spółka komandytowa lub komandytowo-akcyjna, ale również są wśród nich spółki akcyjne (niektóre notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, np. MCI czy BMP)<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> www.ipo.pl, wywiad z Grzegorzem J. Bielowickim, *Inwestycje w private equity – szanse i zagrożenia*, 5.01.2010.

<sup>6</sup> www.evca.com.

<sup>7</sup> *Rynek private equity/venture capital w Polsce*, Krajowy Fundusz Kapitałowy, Warszawa 2006, s. 2.

Fundusze różnią się między sobą wielkością środków finansowych, jakie są gotowe przeznaczyć na inwestycję. Stosują selekcję finansowanych przedsiębiorstw, biorąc pod uwagę nie tylko profil działalności, ale często również wartość obrotów. Fundusze VC/PE poszukują głównie spółek unikatowych ze względu na produkt, jaki oferują, lub na stosowaną technologię, a przed decyzją o zaangażowaniu przeprowadzają szczegółowe badania spółki, ocenę perspektyw rozwoju i powodzenia projektu. Wyróżnia się następujące główne etapy procesu inwestycyjnego z udziałem funduszu VC<sup>8</sup>:

- ocenę biznesplanu,
- wstępną ocenę wartości przedsięwzięcia oraz struktury finansowania,
- *due diligence*,
- tworzenie dokumentacji, umów *etc.*,
- monitorowanie poprzez miejsce w radzie nadzorczej lub zarządzie przedsiębiorstwa,
- wyjście z inwestycji.

Do głównych zalet finansowania przez VC/PE zalicza się następujące charakterystyki<sup>9</sup>:

- nie wymagają zabezpieczeń przy zaangażowaniu w ryzykowne przedsięwzięcia,
- dostarczają nie tylko kapitał, ale wiedzę, wsparcie merytoryczne, *know-how*,
- zwiększeniu ulega kapitał własny, więc dostęp do innych form finansowania jest łatwiejszy,
- przeważnie podnoszą prestiż spółki.

Forma finansowania za pośrednictwem VC/PE ma także wady:

- zmiana struktury kapitału własnego skutkuje częściową utratą kontroli nad spółką, koniecznością dzielenia się zyskami itp.,
- zaliczany jest do droższych form finansowania, ponieważ choć pozornie nie ma kosztów (brak odsetek od kapitału, co występuje przy kredycie), to faktycznie są dość wysokie, bo fundusz po udanej inwestycji sprzedaje udziały spółki po cenie często znacznie przewyższająca tę, którą sam zapłacił, wchodząc w inwestycję,
- relatywnie długi czas pozyskiwania inwestora – od 6 do 12 miesięcy,
- niebezpieczeństwo przejęcia.

---

<sup>8</sup> M. Dobrzyniewska, M. Latos, *Fundusze venture capital w Polsce – uwarunkowania rozwoju*, w: *Nowe usługi finansowe*, red. K. Gabryelczyk, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 109.

<sup>9</sup> [www.ipo.pl](http://www.ipo.pl).

## **Źródła finansowania rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce**

Według *Raportu o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006–2007* Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, 94% przedsiębiorstw z tego sektora finansowało inwestycje ze środków własnych, 29% z kredytów i pożyczek, a 3% ze środków publicznych<sup>10</sup>.

Według badań przeprowadzanych w 2003 roku przez BPS Consultants Poland Ltd dotyczących finansowania inwestycji dla ponad 80% mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, głównym źródłem są środki własne, w drugiej kolejności kredyty bankowe oraz leasing. Szczegółowe wyniki prezentują się następująco:<sup>11</sup>

- 89% mikroprzedsiębiorstw oraz 83% małych i średnich firm finansuje inwestycje ze środków własnych,
- 18% mikroprzedsiębiorstw i 26% małych i średnich firm czerpie kapitał z kredytów bankowych,
- 12% mikroprzedsiębiorstw oraz 28% małych i średnich firm korzystało leasing,
- 1% mikroprzedsiębiorstw i 1% małych i średnich firm wykorzystuje inne źródła.

Kolejne badania przeprowadzone przez Konfederację Pracodawców Prywatnych potwierdzają fakt, że główne źródło finansowania inwestycji stanowią środki własne<sup>12</sup>:

- środki własne przedsiębiorstwa (zysk) – 80,7% badanych firm,
- kredyt bankowy – 20% badanych firm,
- leasing – 7,2% badanych firm,
- pożyczki od znajomych/rodziny/innych osób – 6,4% badanych firm,
- kredyt kupiecki, niespłacone zadłużenie – 3,3% badanych firm.

Najbardziej dostępnymi źródłami finansowania dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw są środki własne, poręczenia kredytowe, środki unijne oraz pożyczki funduszy pożyczkowych, kredyty od dostawców, a także środki unijne,

---

<sup>10</sup> *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2006–2007*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2008, s. 181.

<sup>11</sup> R. Wolański, *Nowe źródła finansowania rozwoju przedsiębiorstw*, w: *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007–2008*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2009.

<sup>12</sup> *Ibidem*, s.81

dotacje budżetowe oraz pożyczki od rodziny i znajomych. Natomiast fundusze *venture capital* są bardziej dostępne dla dużych przedsiębiorstw niż dla mikro, małych i średnich. Jako trudno dostępne są kwalifikowane w tej samej grupie co emisje obligacji, *franchising* oraz długoterminowe kredyty bankowe<sup>13</sup>.

Przyczyna nieznacznego udziału funduszy VC/PE w finansowaniu rozwoju mikro, małych i średnich spółek nie leży po stronie przedsiębiorstw. Okazuje się, że działające w Polsce fundusze, inaczej niż w teorii czy praktyce państw zachodnich, chętniej inwestują w duże i bezpieczne projekty. W Polsce w 2008 roku, 80% środków fundusze zainwestowały w spółki dojrzałe, 12% w spółki znajdujące się w fazie wzrostu, a tylko 8% w przedsięwzięcia na etapie *seed* lub *start-up*<sup>14</sup>. Z kwoty 628 mln euro, którą fundusze zainwestowały w Polsce, nieco ponad 54 mln euro trafiło do mikro, małych lub średnich przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju. Powodem tego relatywnie niskiego udziału jest między innymi fakt, że koszty opracowania małego i dużego projektu są na ogół zbliżone, a inwestycja w mikro bądź małe przedsiębiorstwo obciążona jest wyższym ryzykiem lub/i gorzej zabezpieczona<sup>15</sup>. W literaturze przedmiotu i fachowych czasopismach można znaleźć również wiele opinii, które przyczyny ograniczonego udziału *venture capital* w finansowaniu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw upatrują w niekorzystnych regulacjach prawnych. Porównując wartość środków inwestowanych przez fundusze VC/PE z alternatywnymi źródłami dostępnymi dla podobnej grupy docelowej (przedsiębiorstwa młode, mikro lub małe, w początkowych fazach wzrostu i z potencjałem), znacznie lepiej prezentują się fundusze pożyczkowe, które w 2008 roku udzieliły polskim przedsiębiorstwom pożyczek na ponad 438 mln zł, czyli ponad dwa razy więcej niż fundusze VC/PE<sup>16</sup>. Potwierdzają to prezentowane wyniki badań, w których pożyczki z tych funduszy są jednym z najbardziej dostępnych źródeł finansowani. Dzięki emisji akcji w alternatywnym systemie obrotu NewConnect w 2008 roku przedsiębiorstwa pozyskały ponad 176 mln zł, czyli blisko 30% mniej, niż dostarczyły fundusze VC/PE – jednak należy mieć na uwadze krótką historię tego rynku i bessę giełdową 2007–2009.

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 81–82

<sup>14</sup> M. Pokojńska, *Wymagający partner*, CEO Magazyn Kadry Zarządzającej, www.magazynceo.pl, 1.10.2009.

<sup>15</sup> *Ibidem*.

<sup>16</sup> Polskie Stowarzyszenie Funduszy Pożyczkowych, Raport nr 11/2009, Fundusze Pożyczkowe w Polsce według stanu na 31.12.2008 r. Szczecin 2009, s. 8.

## Fundusze venture capital w Polsce

Polsce pierwsze fundusze VC/PE zaczęły powstawać w latach 90. XX wieku. Obecnie większość działających na terenie naszego kraju funduszy zrzeszona jest w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych. Według stanu na koniec grudnia 2009 roku stowarzyszenie liczyło 51 członków, z czego 38 to firmy zarządzające funduszami (tzw. członkowie zwyczajni) a 34 – kancelarie prawnicze i firmy doradcze (tzw. członkowie wspierający). Działające w Polsce fundusze pozyskują środki finansowe na międzynarodowych rynkach finansowych, a inwestują nie tylko w Polsce, ale również w innych państwach Europy Środkowo-Wschodniej.

W roku 2008 fundusze VC/PE zainwestowały blisko 628 mln euro, jednak większość tych kapitałów (niemal 80%) podobnie jak w poprzednim roku przeznaczono na wykupy, natomiast zaledwie 8,6% na typową działalność *venture*, a tylko 3% na przedsiębiorstwa w fazie zasiewu lub *start-up*, szczegółowe dane przedstawione są w tabeli 1.

Tabela 1. Podział inwestycji funduszy VC/PE w Polsce pod względem etapu rozwoju spółki w 2008 roku (mln euro)

	Kwota inwestycji		Procent wartości inwestycji ogółem		Liczba dekapitalizowanych przedsiębiorstw	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Zasiew	2,483	3,725	0,4	0,6	4	10
Start-up	1,815	14,9	0,3	2,4	9	14
Venture – późniejszy etap	35,911	35,687	5,3	5,7	17	17
<b>Venture ogółem</b>	<b>40,208</b>	<b>54,312</b>	<b>5,9</b>	<b>8,6</b>	<b>30</b>	<b>40</b>
Finansowanie wzrostu	95,375	72,454	14,0	11,5	8	5
Restrukturyzacja	1,257	68	0,2	0,0	1	1
Refinansowanie	1,118	0	0,2	0,0	1	0
Wykupy	545,56	501,122	79,8	79,8	27	17
<b>Razem</b>	<b>683,518</b>	<b>627,957</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>65</b>	<b>63</b>

Źródło: www.psik.org.pl, 10.12.2009.

Pozytywny jest wzrost liczby przedsiębiorstw finansowanych na etapie zawiązania i *start-up* – w 2007 roku wsparcie otrzymało 13 podmiotów, a w roku 2008 – 24. Większość inwestowanych środków kierowana jest do następujących branż: produkcja dla biznesu, branża medyczna, farmaceutyczna i biotechnologia, transport, usługi finansowe, energetyka i surowce oraz dobra konsumpcyjne. Biorąc pod uwagę liczbę przedsiębiorstw, które zostały dofinansowane, najwięcej podmiotów pochodziło z branży telekomunikacja i media (17), IT (7) oraz produkcja dla biznesu, branża medyczna, farmaceutyczna i biotechnologia oraz dobra konsumpcyjne (po 6 przedsiębiorstw z każdej branży).

Tabela 2. Struktura branżowa inwestycji VC/PE w Polsce

Branża	Kwota inwestycji		Procent wartości inwestycji ogółem	
	2007	2008	2007	2008
Produkcja dla biznesu	138,227	81,36	20,2	13,0
Usługi dla biznesu	2,6	22,568	0,4	3,6
Chemia i gospodarka materiałowa	875	0	0,1	0,0
Telekomunikacja i media	11,835	5,931	1,7	0,9
IT	26,263	19,045	3,8	3,0
Budownictwo	12,763	5,144	1,9	0,8
Dobra konsumpcyjne – produkcja i dystrybucja	74,716	142,1	10,9	22,6
Branża konsumpcyjna - inne	6,261	1,869	0,9	0,3
Energetyka i surowce	62,04	56,139	9,1	8,9
Usługi finansowe	133,462	45,957	19,5	7,3
Branża medyczna, farmaceutyczna, biotechnologia	102,757	60,463	15,0	9,6
Transport	111,718	173,37	16,3	27,6
Inne	0	14,011	0,0	2,2
Inwestycje ogółem	683,518	627,957	100,0	100,0

Źródło: [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl), 10.12.2009.

Polska zarówno pod względem wartości inwestycji dokonywanych przez fundusze VC/PE i liczby dokapitalizowanych przedsiębiorstw wyróżnia się na tle innych państw Europy Środkowo-Wschodniej. W Polsce w 2008 roku zainwestowano 26% ogółu środków wydanych przez fundusze VC/PE w regionie. Polska pozostaje liderem od kilku lat, na drugim miejscu pod względem wartości



zainwestowanych kapitałów w 2008 roku była Bułgaria (556 mln euro), następnie Węgry (447 mln euro) i Czechy (441 mln euro)<sup>17</sup>. Również pod względem liczby dokapitalizowanych przedsiębiorstw Polska znajduje się na pierwszym miejscu wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej, będącej na drugim miejscu Rumunii zainwestowano w 2008 roku w 31 przedsiębiorstwach<sup>18</sup>.

Do czynników pozytywnie wpływających na rozwój funduszy VC/PE w Polsce zalicza się wzrost konkurencyjności i innowacyjności polskich przedsiębiorstw, rozwój giełdy papierów wartościowych, proces konsolidacji systemu bankowego, reformę systemu ubezpieczeń oraz stabilną sytuację polityczną. Jednak wciąż istnieją bariery w postaci ograniczeń podatkowych, uciążliwych procedur administracyjnych, finansowanie skierowane głównie na duże, relatywnie bezpieczne przedsięwzięcia oraz brak odpowiednio rozwiniętego rynku wyjść z inwestycji<sup>19</sup>.

## Podsumowanie

Fundusze *venture capital* w założeniach teoretycznych mają głównie finansować fazę „zasiewu” (*seed stage*) i *start-up*, także wczesnego rozwoju. Zarządzający funduszami w Polsce jednak starannie i po drobiazgowych analizach i badania wybierają z reguły projekty czy przedsiębiorstwa mało ryzykowne. Badania pokazują, że znikoma liczba mikro, małych i średnich przedsiębiorstw korzysta z tego źródła finansowania. Pozytywne jest jednak, że wartość środków pozyskiwanych na inwestycje i inwestowanych w polskie przedsiębiorstwa przez fundusze VC/PE wzrasta sukcesywnie. Podczas gdy w 2003 roku dokapitalizowano polskie przedsiębiorstwa kwotą 177 mln euro, to w 2006 roku było to już 294 mln euro, a w rekordowym 2007 roku aż 684 mln euro<sup>20</sup>.

W Polsce, inaczej niż w Europie Zachodniej czy na najbardziej rozwiniętym rynku – w Stanach Zjednoczonych, inwestycje VC/PE nie odgrywają znaczącej roli w rozwoju przedsiębiorczości i wzroście gospodarczym. Udział inwestycji VC/PE w PKB nie przekracza 0,1%<sup>21</sup>. Pomimo wzrastającej wartości inwestycji

---

<sup>17</sup> *Central and Eastern Europe Statistics 2008*, CEE EVCA, s. 9 [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl), 15.12.2009.

<sup>18</sup> *Ibidem*, s. 9.

<sup>19</sup> M. Dobrzyniewska, M. Latos, *op.cit.*, s. 112–113.

<sup>20</sup> *Central and Eastern Europe Statistics*, CEE EVCA, za lata 2003–2008 [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl), 15.12.2009.

<sup>21</sup> M. Pokojska, *Wymagający partner*, CEO Magazyn Kadry Zarządzającej, [www.magazynceo.pl](http://www.magazynceo.pl), 1.10.2009.

funduszy VC/PE nadal ich największym mankamentem jest niski procent kapitałów kierowany do przedsiębiorstw w fazie zasiewu i *start-up* oraz relatywnie wygórowane wymagania od przedsiębiorstw starających się o dokapitalizowanie (zaawansowany biznesplan, dobra sytuacja ekonomiczna i finansowa, opracowane plany rozwojowe, wysoka jakość karty tworzącej podmiot gospodarczy etc).

## **VENTURE CAPITAL IN FINANCING OF POLISH MICRO, SMALL AND MEDIUM COMPANIES**

### **Summary**

The article discusses the main aim and idea of the venture capital funds. The most important part of this paper presents the annual investment value in polish companies in comparison with other, alternative sources of the capital. The author focuses as well on advantages and disadvantages of financing by venture capital.

*Translated by Dominika Kordela*