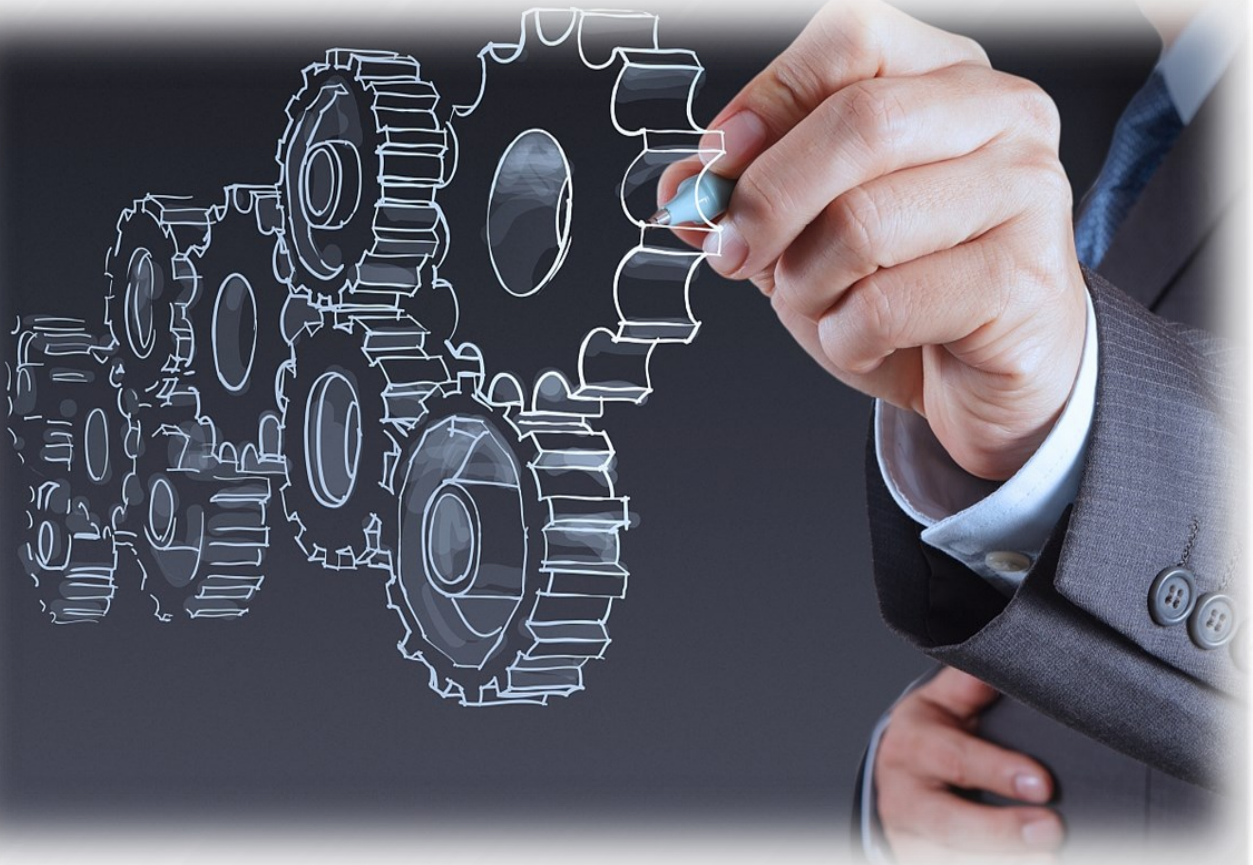


Diagnoza rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce do 2016 r.



Gdańsk 2017

Wersja II zaktualizowana

Autorzy:

Michał Przybyłowski

Piotr Tamowicz



office@tayloreconomics.com

www.tayloreconomics.com

Raport zrealizowany w ramach badania „Ewaluacja pomocy publicznej udzielonej za pośrednictwem NCBR w zakresie pomocy udzielonej w ramach działania 1.3 POIR” na zlecenie Narodowego Centrum Badań i Rozwoju



Narodowe Centrum
Badań i Rozwoju

Formowanie się rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce w latach 1990-2010

Narodziny rynku kapitału wysokiego ryzyka (Venture Capital i Private Equity) w Polsce rozpoczęły się z początkiem lat 90-tych wraz z liberalizacją gospodarki i realizacją głębokich reform strukturalnych (tzw. plan Wicepremiera Balcerowicza). W pierwszej dekadzie polskiej transformacji ustrojowej (dekada lat 90-tych) równolegle na rynku zaczęły pojawiać się duże fundusze Private Equity (np. *Polish Private Equity Fund*) skapitalizowane w oparciu o zagraniczne środki prywatne (głównie inwestorów amerykańskich oraz instytucji rozwojowych, jak np. EBOR), jak i fundusze Venture Capital korzystające ze środków niekomercyjnych (publicznych). Należy tu wymienić przede wszystkim takie podmioty, jak Caresbac Polska (uruchomiony w marcu 1992 r. w oparciu o środki *Care Small Business Assistance Corporation* i Fundacji na rzecz Rozwoju Polskiego Rolnictwa), Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości (powstały w maju 1990 r. w oparciu o środki rządu amerykańskiego), Towarzystwo Inwestycji Społeczno-Ekonomicznych (1991 r.) oraz Podlaski Fundusz Kapitałowy, Lubelski Fundusz Kapitałowy i Łódzki Regionalny Fundusz Inwestycyjny (wszystkie trzy bazujące na środkach z brytyjskiego programu „*Know-How Fund for Poland*”).

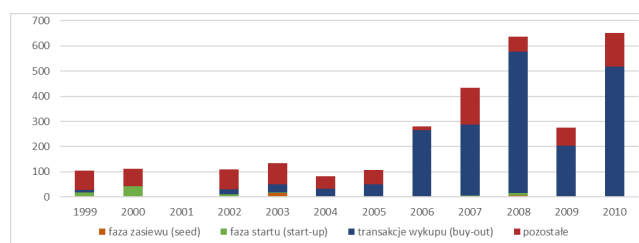
Prywatne komercyjne fundusze Private Equity bardzo szybko rozwijały swoją aktywność korzystając z renty pierwszeństwa, systematycznej poprawy klimatu gospodarczego i dużej podaży ciekawych projektów inwestycyjnych w ramach tzw. prywatyzacji kapitałowej przedsiębiorstw państwowych.

Prywatne komercyjne fundusze Private Equity bardzo szybko rozwijały swoją aktywność korzystając z renty pierwszeństwa, systematycznej poprawy klimatu gospodarczego i dużej podaży ciekawych projektów inwestycyjnych w ramach tzw. prywatyzacji kapitałowej przedsiębiorstw państwowych. Segment ten rozwijał się więc stosunkowo szybko, akumulując doświadczenia i przyciągając profesjonalnych menedżerów. Dużym impulsem wzmacniającym rozwój tego segmentu było uruchomienie w 1995 roku sieci 15 narodowych funduszy inwestycyjnych (w ramach tzw. programu powszechnej prywatyzacji). Program ten spowodował powstanie dodatkowego strumienia podaży (prywatyzowane przedsiębiorstwa), jak i przyczynił się do wykreowania nowych zespołów menedżerskich. Zainteresowanie rynkiem VC zaczęły też przejawiać niektóre banki (przykładowo powstały takie fundusze,

jak Hals-Fundusz Kapitałowy utworzony przez BGŻ S.A, PBK Inwestycje, PKO Inwestycje). Jednak z uwagi na wzrost konkurencji i koncentrację na własnym *core* biznesie, w krótkim czasie ten kierunek dywersyfikacji działalności został zarzucony.

W przeciwieństwie do szybko rozwijającego się segmentu komercyjnego perspektywy rozwoju funduszy publicznych były bardzo ograniczone. Przy braku kolejnych interwencji i braku nowych źródeł finansowania tych podmiotów, po zainwestowaniu wszystkich środków zakończyły one swoją aktywność. Pod koniec lat 90-tych statystyki EVCA odnotowywały działanie na terenie Polski 81 tzw. *private equity executives* oraz obecność takich renomowanych firm zarządzających funduszami jak np. *3TS Venture Partners, Advent International, Baring Communications Equity, DBG Eastern Europe, Innova Capital*.

W sytuacji wygaśnięcia impulsów rozwojowych dla segmentu Venture Capital w kolejnej dekadzie (2000-2010) rynek rozwijał się praktycznie wyłącznie w obszarze Private Equity i dużych transakcji. Pewnym wyjątkiem były jedynie inwestycje w projekty „internetowe” realizowane przez wyspecjalizowane prywatne fundusze VC np. grupa MCI czy Internet Investment Fund. Był to okres swoistej „eksplozji” zainteresowania Internetem i możliwościami biznesowymi, jakie on stwarzał. Stąd też projekty dotyczące zastosowań Internetu w biznesie (szczególnie e-commerce) stały się bardzo atrakcyjne pod względem



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych EVCA

kapitałem 136 mln zł (z 50% udziałem kapitału prywatnego). Z kolei w latach 2008 i 2009 na rynek weszły dwa fundusze VC dokapitalizowane przez Krajowy Fundusz Kapitałowy. W tym wypadku skala interwencji

Był to okres swoistej „eksplozji” zainteresowania Internetem oraz możliwościami biznesowymi, jakie on stwarzał. Stąd też projekty dotyczące zastosowań Internetu w biznesie (szczególnie e-commerce) stały się bardzo atrakcyjne pod względem inwestycyjnym, zwłaszcza z uwagi na małą kapitałochłonność oraz duże potencjalne stopy zwrotu.

inwestycyjnym, zwłaszcza z uwagi na małą kapitałochłonność oraz duże potencjalne stopy zwrotu. Dopiero w latach 2008/2009 uruchomione zostały pierwsze programy pomocowe mające zaktywizować segment VC. Skala tej interwencji była jednak bardzo mała. W połowie 2007 r. w ramach działania 1.2.3 SPO WKP dokapitalizowano i uruchomiono sześć funduszy VC dysponujących łącznie

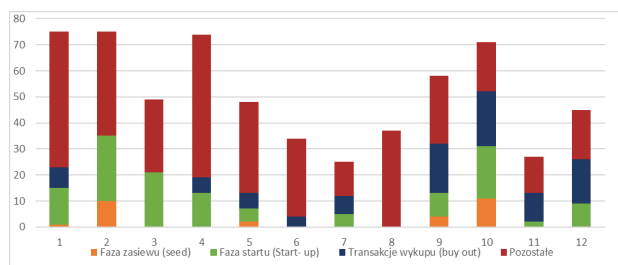
była jeszcze mniejsza, gdyż łącznie docelowa kapitalizacja tych funduszy miała wynieść 100 mln zł, a faktycznie była znacznie mniejsza, gdyż do końca 2016 r. fundusze te zainwestowały w spółki portfelowe ok. 39,8 mln zł.

Wartość transakcji na rynku VC/PE w podziale na fazy w latach 1999-2010 (mln EUR)

Pozycja	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Inwestycje (tylko rynek krajowy)	104,5	111,9	84,2	109,5	133,2	81,7	107,8	280	434,2	635,7	274,6	652,7
W tym:												
faza zasiewu (seed)	1,7	2,9	b.d.	0	15	0	0	1,1	2,8	4,2	0	0
faza startu (start-up)	16,2	38,7	b.d.	9,8	2	0	0,5	1,1	3,1	10,5	0,5	2
transakcje wykupu (buy-out)	10,5	0	b.d.	19,5	32,9	33,7	49,7	263	282	562,7	203,4	516

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych EVCA

Okres od 2010 do 2016 r. przyniósł znaczną intensyfikację interwencji publicznej opartej o środki funduszy strukturalnych. W dekadę tą rynek wszedł z intensywnie rozwijającym się silnym segmentem Private Equity (transakcje wykupu, finansowanie ekspansji) i bardzo słabym segmentem Venture Capital szczególnie w obszarze finansowania wczesnych etapów rozwoju. Sytuację tą dobrze obrazuje statystyka rynku. Na przestrzeni całej ubiegłej dekady sektor funduszy VC/PE znacznie rozwinął skalę swojej aktywności inwestycyjnej i to pomimo wystąpienia silnych wahań koniunktury związanych z załamaniem na rynku inwestycji w projekty ICT (okres 2000-2001) oraz kryzysem na rynku bankowym w latach 2008-2009. W okresie tym skala inwestycji w krajowe spółki wzrosła



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych EVCA

kilkunastu milionów euro. Równoległe następował bardzo intensywny rozwój segmentu Private Equity, co dobrze symbolizuje wzrost inwestycji w transakcjach wykupu (*buy-out*). W całej dekadzie wartość inwestycji *buy-out* wzrosła kilkunastokrotnie. Na słabość segmentu VC jeszcze wyraźniej wskazuje statystyka liczby dokonanych

Na przestrzeni całej ubiegłej dekady sektor funduszy VC/PE znacznie rozwinął skalę swojej aktywności inwestycyjnej i to pomimo wystąpienia silnych wahań koniunktury związanych z załamaniem na rynku inwestycji w projekty ICT (okres 2000-2001) oraz kryzysem na rynku bankowym w latach 2008-2009. W okresie tym skala inwestycji w krajowe spółki wzrosła z poziomu ok. 104 mln euro do rekordowego poziomu 652 mln euro.

z poziomu ok. 104 mln euro do rekordowego poziomu 652 mln euro. Rozwój ten nie był jednak równomierny. Segment VC - szczególnie w zakresie finansowania wczesnych faz rozwoju – przyciągał bardzo niewielkie środki inwestycyjne. Było to na ogół od kilku do

inwestycji. Liczba inwestycji na etapie *seed* w całym okresie wahała się od 0 do 11 transakcji, a inwestycji w fazę startu w szczytowym okresie - w 2000 roku odnotowano 25.

Liczba inwestycji wg faz finansowanie na rynku VC/PE w Polsce w latach 1999-2010

Pozycja	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Inwestycje (tylko rynek krajowy)	75	75	49	74	48	34	25	37	58	71	27	45
W tym:												
faza zasiewu (seed)	1	10	0	0	2	0	0	b.d.	4	11	0	0
faza startu (start-up)	14	25	21	13	5	0	5	b.d.	9	20	2	9
transakcje wykupu (buy-out)	8	0	b.d.	6	6	4	7	b.d.	19	21	11	17

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych EVCA

Luka kapitałowa i dotychczasowa interwencja (2010-2016)

W obecną dekadę rynek kapitału wysokiego ryzyka wszedł z dobrze rozwiniętym segmentem Private Equity zorientowanym na finansowanie rozwoju spółek znajdujących się w fazie ekspansji. Segment Venture Capital (finansowanie wczesnych faz rozwoju) wykazywał się znaczną słabością znajdującą wyraz w niewielkiej liczbie inwestycji i w konsekwencji niewielkiej łącznej wartości inwestycji. Stan taki zwyczajowo określany jest jako zjawisko luki kapitałowej.

Pierwsze szacunki rozmiarów luki kapitałowej (2005 r.) wskazywały na istnienie problemu z pozyskaniem środków w przedziale od 0,1 do 2 mln zł (dolna granica luki) do ok. 8 do 10 mln zł (górną granicę luki). Na takie rozmiary luki wskazywała zarówno analiza danych statystycznych obrazujących zmiany w strukturze rynku (zmniejszenie się udziału finansowania wczesnych faz rozwoju), systematyczne zmniejszanie się liczby funduszy oferujących niewielkie porcje kapitału, wzrost średniej wielkości pojedynczej transakcji na rynku Venture Capital, jak i oceny sformułowane przez ekspertów. Dolna granica luki została określona w formie dosyć szerokiego przedziału od 0,1 do 2 mln zł. Wiązało się to ze zróżnicowaniem możliwości pozyskania kapitału początkowego w zależności od charakterystyki projektu

i sektora, w którym był on zlokalizowany. Tam, gdzie istniały większe możliwości zastosowania dźwigni finansowej na wyjściowych aktywach zgromadzonych samodzielnie przez założycieli firmy, tam granica luki kapitałowej zaczynała się na wyższym poziomie (bliżej kwoty 2 mln zł). W przypadku przedsięwzięć opartych na aktywach niematerialnych, gdzie nie było możliwości zastosowania dźwigni finansowej, „początek” luki lokował się znacznie niżej¹. Kolejna analiza luki kapitałowej z 2007 roku² wskazywała na podnoszenie się jej górnej granicy do ok. 12 do 16 mln zł, głównie na skutek przesuwania się segmentu Private Equity w kierunku dużych transakcji. Z danych EVCA wynika, że w okresie 2007-2010 średnia wartość inwestycji na rynku VC/PE rosła odpowiednio od 7,5 mln euro, 9 mln euro, 10,2 mln euro do 14,4 mln euro.

¹ P. Tamowicz *Zjawisko luki kapitałowej (equity gap) w gospodarce polskiej. Ekspertyza na zlecenie Ministerstwa Gospodarki i Pracy. Warszawa, październik 2005 r.*

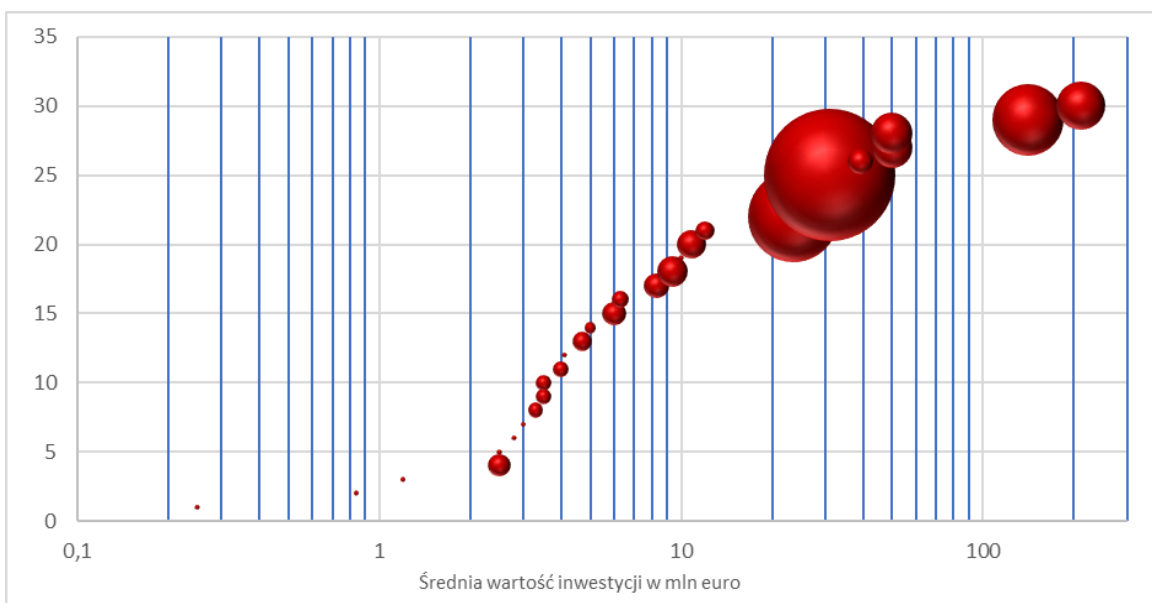
² P. Tamowicz *Zjawisko equity gap (luka kapitałowa) oraz zapotrzebowanie MSP na finansowanie kapitałem private equity/venture capital. Ekspertyza na zlecenie Ministerstwa Gospodarki i Pracy. Warszawa, październik 2007.*

Analiza luki kapitałowej odnosząca się do lat 2014-2015 wskazuje na zasadniczą niezmienność jej rozmiarów. Mediana przeciętnej wartości inwestycji obliczona na podstawie faktycznie zrealizowanych transakcji dla 30 funduszy zrzeszonych w PSIK wyniosła ok. 6,1 mln euro. Z rozkładu średnich wartości inwestycji funduszu można odczytać, że większość funduszy (całkowicie) prywatnych obecnych wówczas na rynku była ukierunkowana na inwestycje o wartości

prywatny „zaczyna” się zasadniczo powyżej 2,5 do 3 mln euro. Powyżej tej granicy lokowało się najwięcej funduszy i dysponowały one największymi zasobami kapitału inwestycyjnego.

W celu ograniczenia rozmiarów luki kapitałowej w okresie 2007-2015 władze publiczne uruchomiły sześć programów wsparcia. Chronologicznie pierwszy program, sfinansowany ze środków podziałania 1.2.3. SPO WKP („Wspieranie powstawania funduszy

Rozkład średniej wartości inwestycji funduszu oraz wielkości środków dostępnych na inwestycje



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych PSIK

oś pozioma – średnia wartość inwestycji w mln euro, skala logarytmowana; średnica kuli – logarytmowana wartość dostępnych środków inwestycyjnych. Oś pionowa bez jednostki (ma wyłącznie charakter poglądowy).

powyżej 2,5-3 mln euro (powyżej 10,7 mln zł wg kursu z końca 2014 r.). Inwestycje poniżej tej granicy deklarowały jedynie trzy fundusze (Warsaw Equity Group, Intel Capital i WSI Capital). Faktyczną sytuację na ówczesnym rynku jeszcze lepiej obrazuje powyższy wykres. Łączy on średnią wartość inwestycji z potencjałem inwestycyjnym danego funduszu (środki dostępne na inwestycje) pokazując „miejsce” funduszu na rynku i dostępne środki inwestycyjne. Wyraźnie widoczne jest, że rynek

kapitału załączkowego typu *seed capital*”), został zainicjowany przez PARP na początku 2008 r. W jego wyniku powstało sześć prywatno-publicznych funduszy (zasilonych środkami publicznymi i prywatnymi w proporcji 50/50) o łącznej kapitalizacji 135,8 mln zł. Fundusze te w okresie 2008-2011 dokonały 47 inwestycji, gdzie 74% dotyczyło sektora ICT.

W 2008 r. rozpoczęło się organizowanie wsparcia poprzez Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A. W latach 2008-2015 poprzez KFK S.A. uruchomiono trzy programy. W ramach pierwszego, bazującego na środkach własnych KFK S.A. (dotacja Ministerstwa Gospodarki), dofinansowano (lata 2008-2009) dwa fundusze VC, które dokonały ok. 17 inwestycji. Następnie – w oparciu o środki z działania 3.2 PO IG („Wspieranie funduszy kapitału podwyższonego ryzyka”) – w ramach czterech kolejnych konkursów dokapitalizowano 12 funduszy. Do końca 2016 r. dokonały one 158 inwestycji o średnie wartości 2,45 mln PLN. Jako osobny program należy wyróżnić dokapitalizowanie przez KFK S.A. środkami Szwajcarsko-Polskiego Programu Współpracy czterech funduszy VC. Równoległe z rozpoczęciem działalności inwestycyjnej przez KFK S.A.

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości uruchomiła program mający na celu stworzenie sieci *quasi* funduszy załączkowych (inkubatorów inwestycyjnych). Funduszy takich powstało 77 (afiliowanych przy 69 instytucjach

otoczenia biznesu). Dokonały one 1,2 tys. inwestycji (w fazie załączkowej i następnie na etapie startu). Ostatni z programów adresujący problem luki kapitałowej został uruchomiony przez NCBR na przełomie 2014 i 2015 roku - pilotaż BRIDGE Alfa w ramach projektu systemowego finansowanego z działania 1.5 PO IG. Doprowadził on do uruchomienia 10 funduszy inwestujących w fazie *pre-seed* w projekty komercjalizujące wyniki prac B+R. Uruchomione działania i środki istotnie zmieniły obraz rynku Venture Capital. W omawianym okresie (2008-2016) na inwestycje przeznaczono łącznie ponad 240 mln euro środków publicznych i około 100 mln euro uzupełniających je środków prywatnych. Powstało 113 funduszy, które zainwestowały w 1520 projekty biznesowe. Skala tej interwencji była stosunkowo duża, jednakże podaż tego kapitału powoli wygasa. Programy oparte o działanie 1.2.3 SPO WKP i 3.1 PO IG wyczerpały już pierwotnie dostępne środki i są „nieaktywne”, a nowe inwestycje mogą być dokonywane wyłącznie w oparciu o kapitały pochodzące z tzw. wyjść z inwestycji.

W latach 2008-2016 w wyniku interwencji publicznych na inwestycje przeznaczono łącznie ponad 240 mln euro środków publicznych i około 100 mln euro uzupełniających je środków prywatnych. Powstało ponad 110 funduszy, które zainwestowały w 1520 projekty biznesowe.

Publiczne programy wsparcia rynku VC/PE w latach 2007-2015

Podmiot wdrażający	Źródła finansowania	Alokowane środki publiczne (mln PLN)	Alokowany kapitał prywatny (mln PLN)	Liczba funduszy	Liczba spółek portfelowych	Środki przeznaczone na inwestycje (mln PLN)	Średnia wartość inwestycji (mln PLN)
PARP	1.2.3 SPO WKP	67,90	67,90	6	47	104,94	2,23
PARP	3.1 POIG	834,40	37,30	77	1 222	732,52*	0,55
KFK S.A.	Dotacja MG	39,80	39,80	2	17	39,80**	2,34
KFK S.A.	3.2 PO IG	369,66	369,66	12	158	387,16**	2,45
KFK S.A.	SPPW	113,87	113,87	4	30	115,6**	3,85
NCBR	1.5 PO IG (BRIDGE Alfa)	60,85	10,74	10	46	48,07***	1,05

* Wartość oszacowana przy założeniu, że 80% środków publicznych zostało przekazanych na inwestycje kapitałowe oraz około 60 mln zł z wkładów pieniężnych koinwestorów

** Na podstawie sprawozdania zarządu KFK SA za 2016 r.

*** Dane skorygowane o informacje z bazy SUDOP

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych PARP, KFK S.A. i NCBR

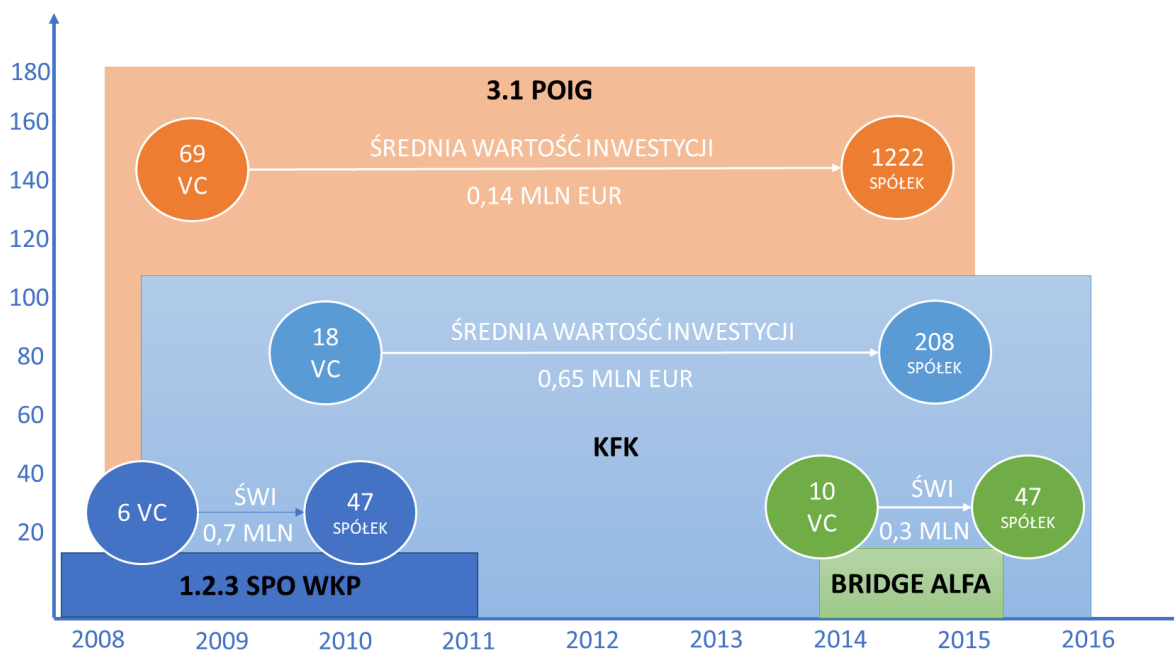
Dwa fundusze dofinansowane przez KFK S.A. ze środków Ministerstwa Gospodarki również zakończyły fazę inwestycyjną i wraz z likwidacją portfela będą dokonywać rozliczenia inwestycji i proporcjonalnego zwrotu środków. 12 funduszy dofinansowanych przez KFK S.A z działania 3.2 PO IG zainwestowało łącznie 369 mln PLN, a kolejne 86,2 mln PLN zostało przekazane do 4 funduszy uruchomionych w ramach Szwajcarsko-Polskiego Programu Współpracy.

Ze wstępnej analizy średniej wartości inwestycji dokonanych przez fundusze korzystające ze wsparcia publicznego wynika, że

cała dotychczasowa interwencja skupiła się w strefie luki kapitałowej w przedziale znacznie poniżej 1 mln euro. W przedziale do 0,5 mln euro ulokowane zostały środki trzech programów pomocowych, w tym pilotaż BRIDGE Alfa. Powyżej tego przedziału interwencja była bardzo mała pod względem wielkości dostępnych środków. Obecnie jedyne środki wciąż dostępne na inwestycje uruchamiane są poprzez fundusze portfelowe KFK S.A.; można zakładać, że w ciągu najbliższych kilku – kilkunastu miesięcy zostaną one całkowicie wyczerpane i nastąpi faza likwidacji portfela.

Ze wstępnej analizy średniej wartości inwestycji dokonanych przez fundusze korzystające ze wsparcia publicznego wynika, że cała dotychczasowa interwencja skupiła się w strefie luki kapitałowej w przedziale znacznie poniżej 1 mln euro.

Rozkład interwencji publicznych realizowanej w latach 2008-2016



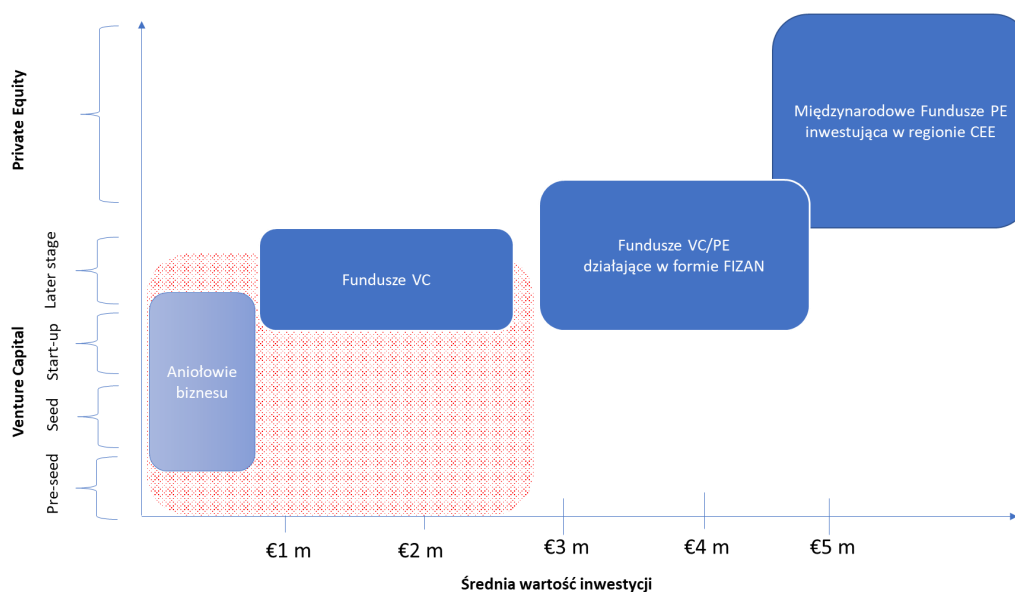
Źródło: Taylor Economics na podstawie danych PARP, KFK S.A. i NCBR

Rynek prywatnych funduszy Venture Capital i Private Equity

Na podstawie danych statystycznych oraz materiału analitycznego zebranego na potrzeby badania można wyróżnić cztery grupy podmiotów (funduszy, inwestorów) operujących na polskim rynku kapitału wysokiego ryzyka:

1. Duże fundusze Private Equity, zarejestrowane na ogół zagranicą, zarządzające kapitałem pochodzącym głównie od zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, zainteresowane praktycznie wyłącznie inwestycjami w dojrzałe spółki i transakcjami wykupów, inwestycjami *buy-and-build* czy *ad-on*,
2. Fundusze z pogranicza sektorów Venture Capital i Private Equity funkcjonujące w oparciu o polskie regulacje i struktury prawne – najczęściej w formule FIZAN,
3. Fundusze Venture Capital,
4. Inwestorzy indywidualni (aniołowie biznesu).

Poglądowa struktura rynku prywatnych funduszy VC/PE



Źródło: Taylor Economics

1. Duże fundusze Private Equity. Są to fundusze inwestujące globalnie, najczęściej w obszarze całej Europy Środkowo-Wschodniej i finansowane przez zagraniczny kapitał. Fundusze tego typu inwestują znaczne kwoty kapitału w istniejące przedsiębiorstwa. Transakcje realizowane przez takie podmioty dotyczą finansowania wzrostu przedsiębiorstw (rozwój i wejście na nowe rynki), restrukturyzacji, wymiany inwestorów (tzw. *replacement*) czy wykupu udziałów od dotychczasowych właścicieli (*buy-out / buy-in*). Zgodnie z danymi *Invest Europe* w 2015 r. transakcji tego typu

dokonanych w polskie spółki było 40 o łącznej wartości 783 mln euro (głównie transakcje wykupu o łącznej wartości 700 mln euro). **Zgodnie z powyższymi danymi w Polsce inwestuje obecnie 19 funduszy Private Equity (14 funduszy o charakterze wykupu i 5 uniwersalnych).** Analiza jednostkowych transakcji realizowanych przez członków PSIK w okresie 2015-2017, wskazuje że preferowane były inwestycje powyżej 5 mln euro w średnie i duże przedsiębiorstwa z tradycyjnych sektorów (produkcja, handel czy usługi ICT).

2. Fundusze VC/PE w formule FIZAN. Według danych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami w Polsce działa obecnie 149 funduszy mających formułę tzw. FIZAN i inwestujących w niepubliczne aktywa (tj. z wyłączeniem funduszy nieruchomości i sekuryzacyjnych), zarządzanych przez 22 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (TFI). Aktywa netto tych funduszy na koniec 2016 r. wynosiły ponad 103 mld zł. Charakter krajowy (tj. inwestujących wyłącznie na rynku polskim) miało prawie 80% funduszy. Z przeprowadzonej analizy wynika, że znaczna część aktywów ulokowanych przez inwestorów w tych funduszach związana jest z optymalizacją podatkową, natomiast jedynie kilkanaście funduszy można uznać za takie, które faktycznie inwestują środki na rynku kapitału wysokiego ryzyka.

Fundusze Inwestycyjne Zamknięte Aktywów Niepublicznych (FIZAN)
- fundusze tego typu alokują do 80% aktywów w papiery wartościowe nie będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Tego typu fundusze mogą mieć charakter detaliczny (możliwość zainwestowania w nie przez szerszą grupę inwestorów) oraz niedetaliczny (fundusze dla dedykowanych klientów).

Na podstawie danych IZFiA można oszacować, że na koniec 2016 r. 12 funduszy (zarządzanych przez 7 TFI), realizujących inwestycje w obszarze VC/PE posiadało aktywa netto o łącznej wartości 4,2 mld zł.

Na podstawie danych IZFiA można oszacować, że na koniec 2016 r. 12 funduszy (zarządzanych przez 7 TFI), realizujących inwestycje w obszarze VC/PE posiadało aktywa netto o łącznej wartości 4,2 mld zł. Grupa ta jest jednak niejednorodna, gdyż znajdziemy tam zarówno podmioty oficjalnie funkcjonujące jako fundusze VC/PE (np. fundusze MCI Capital: Subfundusz MCI.EuroVentures 1.0, Subfundusz MCI.TechVentures 1.0, MCI.CreditVentures 2.0 FIZ czy MCI.Partners Fundusz Inwestycyjny Zamknięty; Capital Partners: CP Investment I FIZ; Trigon TFI: Venture FIZ) oraz fundusze reprezentujące

majątek indywidualnych osób. Sektor ten jest najmniej transparentny, dlatego szacunki aktywów mogą być przeszacowane. Z drugiej strony część aktywów z tego sektora jest kierowana do funduszy z udziałem kapitału publicznego (np. do programów inwestycyjnych uruchamianych przez NCBR - BRIDGE Alfa czy BRIDGE VC).

3. Prywatne fundusze VC - z analizy profili członków stowarzyszenia PSIK wynika, iż wśród 54 funduszy (w tym również fundusze finansowane z kapitału publicznego i fundusze zagraniczne) 32 to podmioty całkowicie prywatne reprezentujące sektor Private Equity. Cztery z tych funduszy deklarują minimalną wartość inwestycji poniżej 5 mln EUR oraz zainteresowanie inwestycjami w późniejszą fazę venture – tzw. *later stage*. W przypadku tego segmentu rynku dominują transakcje w takich sektorach gospodarki jak telekomunikacja, energetyka czy transport. Przewagi uzyskiwane przez przedsiębiorstwa w tych sektorach związane są z efektem skali – rozwój mocy produkcyjnych czy wejście na nowe rynki.

Do grupy prywatnych funduszy należy także zaliczyć podmioty nie zrzeszone w PSIK, działające w formule spółek inwestycyjnych notowanych na rynku giełdowym (m.in. ERNE

jest stosunkowo niska, a prawdopodobieństwo zwrotu z kapitału wysokie. Wśród spółek portfelowych w jakie inwestuje ta grupa inwestorów znajdziemy również wyjątki reprezentujące wysokie technologie oraz spółki realizujące prace badawczo rozwojowe.

Obserwowana obecnie duża mobilizacja środków publicznych ukierunkowanych na wsparcie rynku Venture Capital powoduje, że prywatny kapitał zgromadzony w ramach funkcjonujących małych funduszy VC, czy też spółek inwestycyjnych jest akumulowany i kierowany m.in. do konkursów ogłaszanych w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój. Można zatem oczekiwać, że wiele prywatnych funduszy wykorzysta pojawienie się obecnej interwencji publicznej na rynku VC jako element aktywizujący ich działalność i wspierający ją. W tym przypadku umożliwi to realizację realnych inwestycji w układach konsorcjalnych: publiczno-prywatnych, gdzie

Można zatem oczekiwać, że wiele prywatnych funduszy wykorzysta pojawienie się obecnej interwencji publicznej na rynku VC jako element aktywizujący ich działalność i wspierający ją.

Ventures czy grupa podmiotów związaną z PCH Capital – Runicom i Assetian) oraz spółki prywatne (nienotowane), zakładane przez grupy doświadczonych przedsiębiorców - Protos VC, Fidiasz czy HedgeHog Fund, a także inwestycje tzw. bogatych rodzin realizowane poprzez dedykowane podmioty (np. Dirlango, Kulczyk Investment/InCredibles). Powszechne jest również zjawisko promowania się mniejszych podmiotów jako fundusze VC, gdzie ich faktyczna działalność związana jest z doradztwem inwestycyjnym. Podmioty te nie dysponują własnymi zasobami kapitałowymi, a ich inwestycje są *de facto* wynikiem zapłaty w formie udziałów we własności za udzielone wsparcie doradcze. Polityka inwestycyjna tych podmiotów ukierunkowana jest głównie na sektor ICT, gdzie kapitałochłonność inwestycji

oba rodzaje kapitału będą się wzajemnie uzupełniać. Tym samym, na tym etapie rozwoju rynku, mało prawdopodobne jest aby interwencje publiczne powodowały efekt wypychania z rynku właśnie tych mniejszych inwestorów (w tym aniołów biznesu). Bardziej prawdopodobne jest, że wzmocni ona mobilizację kapitału i zwiększy skalę działalności podmiotów prywatnych i inwestorów.

4. Aniołowie biznesu – stanowią oni najmniej „widoczny” segmentem rynku prywatnego. Pod pojęciem tym rozumiemy dojrzałych przedsiębiorców inwestujących własne oszczędności w przedsięwzięcia uruchamiane przez osoby trzecie (niepowiązane z aniołem biznesu) i aktywnie wspierających takie projekty swoją wiedzą i kontaktami. Ze względu na ściśle prywatny charakter tego typu inwestycji segment ten w najmniejszym stopniu poddaje się usystematyzowanej obserwacji. Z najnowszych danych opublikowanych przez EBAN wynika, że w Polsce w 2015 r. w ramach pięciu istniejących sieci aniołów biznesu

inwestycji wahała się w przedziale 173 tys. euro do 386 tys. euro.

Z niskiej wartości tych średnich można wnosić, że dotyczyły one przede wszystkim finansowania wczesnych faz rozwoju. Z danych EBAN zebranych dla sieci działających w 31 krajach wynika, że w 2015 roku 73% inwestycji dokonywano łącznie w fazę *pre-seed*, *seed* i start-up. Biorąc pod uwagę dane EBAN oraz badania dla rynku polskiego można szacować, że większość z tych inwestycji dotyczyła projektów z sektora ICT⁴. Reasumując, można szacować, że na polskim rynku istnieje potencjalna grupa około 400-800 aniołów biznesu, przy czym inwestorów aktywnych

Można szacować, że na polskim rynku istnieje grupa około 400-800 aniołów biznesu, przy czym inwestorów aktywnych jest zaledwie kilkudziesięciu (30-40), a pojedyncza inwestycja jest o wartości kilkuset tysięcy euro.

zarejestrowanych było ok. 411 inwestorów. Wcześniejsze dane EBAN dla roku 2013 wykazywały znacznie niższą liczbę - ok. 160 inwestorów. Dane te najprawdopodobniej są niedoszacowane, gdyż nie obejmują osób działających poza sieciami. Szacunki jakie przeprowadzono w 2012 roku wskazywały, że łącznie w ramach sieci i poza nimi może funkcjonować ok. 500 aniołów biznesu³, przy czym proporcja pomiędzy inwestorami zrzeszonymi w sieciach i tych działających poza nimi może wynosić ok. 50/50. Z tego można wnosić, że faktycznie populacja aniołów biznesu to obecnie ok. 800 inwestorów.

Rozmiary tej populacji nie przekładają się jednak bezpośrednio na liczbę inwestycji. Według EBAN w roku 2015 i wcześniej w 2013 inwestycji aniołów biznesu (zrzeszonych w sieciach) było odpowiednio 32 i 38. Ich łączna wartość wyniosła 12,3 mln euro i 6,6 mln euro co oznacza, że średnia wartość

(tj. dokonujących inwestycji w sposób usystematyzowany i ciągły) jest zaledwie kilkudziesięciu (30-40), a ich jednostkowe zaangażowanie sięga kilkuset tysięcy euro. Z posiadanych informacji wynika także, że stosunkowo intensywnie przebiega proces koncentracji aktywności aniołów biznesu poprzez wspólne inwestowanie (konsorcja) lub też tworzenie mikro-funduszy inwestycyjnych czy spółek inwestycyjnych.

	2015	2014	2013	2010
Liczba zidentyfikowanych BA	411	b.d.	160	134
Liczba inwestycji	32	b.d.	38	2
Wartość inwestycji (mln euro)	12,3	9,5	6,6	b.d.
Średnia inwestycja na jedną spółkę (tys. euro)	385,9	b.d.	173,2	b.d.

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych EBAN

³ Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies.

Centre for Strategy & Evaluation Services. October 2012.

⁴ P. Tamowicz Business angels. Pomocna dłoń kapitału. PARP, wrzesień 2007.