



80-172 Gdańsk
ul. Trzy Lipy 3

office@tayloreconomics.com
www.tayloreconomics.com

Ewaluacja pomocy publicznej udzielanej za pośrednictwem NCBR w zakresie pomocy udzielonej w ramach działania 1.3 POIR

Raport końcowy

Zamawiający:



Narodowe Centrum
Badań i Rozwoju



Gdańsk, czerwiec 2020

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Autorzy: Michał Przybyłowski; Piotr Tamowicz; Anna Zamojska

WYKAZ skrótów

Skrót	Znaczenie
ASI	Alternatywna spółka inwestycyjna
B2C	Business to consumer (relacja przedsiębiorca – konsumer/klient)
B+R	Badania i rozwój
BI	Balassa index (indeks Balassy)
BRIDGE Alfa	Instrument dotacyjny realizowany w ramach poddziałania 1.3.1 POIR
CAPI	Computer Assisted Paper Interview (badanie ankietowe wspomagane komputerowo)
CATI	Computer Assisted Telephone Interview (badanie telefoniczne wspomagane komputerowo)
CTT	Centrum Transferu Technologii
DPI	Distribution to Paid-in Capital (przychody z wyjścia do zainwestowanego kapitału)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań, podatków i amortyzacji)
EBOiR	Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju
EPO	European Patent Office (Europejski Urząd Patentowy)
EUR	Euro (waluta europejska)
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association (obecnie działa pod nazwą Invest Europe)
FIZ	Fundusz Inwestycyjny Zamknięty
GBER	General Block Exemption Regulation (Rozporządzenie Komisji nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 roku w sprawie tzw. wyłączeń blokowych)
GPW	Giełda Papierów Wartościowych
GUS	Główny Urząd Statystyczny
ICT	Information and communication technologies (technologie informacyjne i komunikacyjne)
IoT	Internet of things (Internet rzeczy, Internet przedmiotów)
IRR	Internal Rate of Return (wewnętrzna stopa zwrotu)
KFK SA	Krajowy Fundusz Kapitałowy Spółka Akcyjna
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

MG	Ministerstwo Gospodarki
MSP	Małe i średnie przedsiębiorstwa
NCBR	Narodowe Centrum Badań i Rozwoju
NCN	Narodowe Centrum Nauki
NOT	Naczelna Organizacja Techniczna
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)
PAN	Polska Akademia Nauk
PE	Private Equity (Prywatne inwestycje kapitałowe)
PFR	Polski Fundusz Rozwoju
PKB	Produkt Krajowy Brutto
PKD	Polska Klasyfikacja Działalności
POIG	Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka
POIR	Program Operacyjny Inteligentny Rozwój
PSIK	Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych
REGON	Rejestr Gospodarki Narodowej
SaaS	Software as a Service (Oprogramowanie jako usługa)
SPOWKP	Sektorowy Program Operacyjny Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw
SPPW	Szwajcarsko-Polski Program Współpracy
SZOOP	Szczegółowy opis osi priorytetowych
TBI	Transformed Balassa index (transformowany indeks Balassy)
TFI	Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych
UE	Unia Europejska
VC	Venture Capital (kapitał ryzyka)
VC/PE	Venture capital / private equity

SPIS TREŚCI

Streszczenie	7
Executive summary	12
1 Wprowadzenie	17
1.1 O badaniu	18
1.2 Program pomocowy w zakresie finansowania ryzyka (działanie 1.3 POIR).....	20
1.2.1 Logika interwencji.....	20
1.2.2 Poddziałanie 1.3.1 POIR (BRIdge Alfa)	22
1.2.3 Poddziałanie 1.3.2 POIR (BRIdge VC/CVC)	24
2 Wyniki ewaluacji.....	26
2.1 Wdrażanie poddziałania 1.3.1 POIR (Bridge Alfa).....	26
2.1.1 Przeprowadzone konkursy	26
2.1.2 Fundusze Bridge Alfa	28
2.1.3 Inwestorzy prywatni w funduszach Bridge Alfa	31
2.1.4 Zespoły menedżerskie kierujące funduszami Bridge Alfa	32
2.1.5 Zmiany regulacyjne rzutujące na działanie funduszy	34
2.1.6 Ogólny stan zaawansowania poddziałania 1.3.1 POIR	37
2.2 Wdrażanie poddziałania 1.3.2 POIR (BRIdge VC/CVC).....	40
2.2.1 Wybrane fundusze Bridge VC/CVC	40
2.2.2 Ogólny stan zaawansowania poddziałania 1.3.2 POIR.....	42
2.3 Bezpośredni wpływ na beneficjentów (poziom prywatnych inwestorów i funduszy VC)	43
2.3.1 Neutralny wpływ na branżowy zakres działalności	43
2.3.2 Poszerzenie zakresu o projekty B+R	45
2.3.3 Pozytywny wpływ na zasięg działania	50
2.4 Bezpośredni wpływ na beneficjentów (poziom beneficjentów ostatecznych – spółki portfelowe)	52
2.4.1 Wprowadzenie – ogólna charakterystyka dokonanych inwestycji.....	52
2.4.2 Wpływ interwencji na działalność beneficjentów ostatecznych	66
2.5 Pośredni wpływ pozytywny	73
2.5.1 Wpływ programu na zmniejszenie luki kapitałowej	73
2.5.2 Wpływ programu na rozwój wybranych sektorów	79
2.5.3 Wpływ programu na wypełnienie luki podażowej projektów technologicznych	82



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

2.5.4	Wpływ programu na rozwój rynku VC.....	86
2.6	Pośredni wpływ negatywny.....	97
2.6.1	Występowanie efektu wypychania kapitału prywatnego	97
2.6.2	Tendencyjność sektorowa	102
2.7	Adekwatność środka pomocy	105
2.8	Proporcjonalność pomocy	109
3	Wnioski i rekomendacje	111
3.1	Kluczowe wnioski	111
3.2	Tabela rekomendacji	116

STRESZCZENIE

Niniejszy raport stanowi podsumowanie procesu ewaluacji pomocy publicznej udzielanej za pośrednictwem Narodowego Centrum Badań i Rozwoju w ramach działania 1.3 Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój zrealizowanego w latach 2016-2020. Przedmiotem ewaluacji były dwa poddziałania – 1.3.1 i 1.3.2 POIR, w ramach których wsparcie publiczne udzielane jest z wykorzystaniem instrumentów finansowych (kapitałowych i quasi-kapitałowych) oraz dotacji NCBR. Celem badania było dostarczenie bieżących oraz podsumowujących informacji na temat bezpośrednich i pośrednich efektów udzielanej pomocy. W badaniu wykorzystano techniki zbierania informacji takie jak wywiady bezpośrednie, badania ankietowe, badania fokusowe, panele ekspertów oraz desk research. Przy ocenie wpływu funduszy na spółki portfelowe wzorowano się na badaniu przeprowadzonym przez prof. Tarttu Luukkonen. Do oceny zjawiska wypychania kapitału prywatnego oparto się na metodzie zastosowanej przez prof. Fabio Bertonię wykorzystującej tzw. indeksy Balassy.

Program pomocowy w zakresie finansowania ryzyka został zaprojektowany w celu obniżenia bariery finansowej utrudniającej procesy komercjalizacji wyników prac B+R. W ramach poddziałania 1.3.1 powstała sieć funduszy BRIDGE, przy czym był to instrument mieszany gdyż połączono tu dotację na prace B+R z prywatną inwestycją kapitałową funduszu BRIDGE Alfa. Przedmiotem inwestycji tych funduszy miał być wyłącznie projekty B+R pochodzące głównie z jednostek naukowych i z sektora przedsiębiorstw. W poddziałaniu 1.3.2 POIR zastosowano klasyczny instrument kapitałowy funkcjonujący na zasadzie *pari passu*.

Wdrażając poddziałanie 1.3.1 POIR przeprowadzono dwa konkursy, w wyniku których na koniec 2019 r. podpisano umowy z 66 funduszami Bridge Alfa. Nominalna kapitalizacja funduszy wynosi ok. 2,5 mld zł na co składa się ok. 2,01 mld zł dotacji z NCBR i 0,5 mld zł wkładu prywatnego. Średnia kapitalizacja funduszu wynosi ok. 38 mln zł. Do końca 2019 roku NCBR 63 funduszom przekazało środki publiczne w wysokości 347,7 mln zł. Spośród 66 wybranych funduszy około 20 ma cały czas problemy z rozpoczęciem działalności operacyjnej. Średnio na jeden fundusz przypada 4 inwestorów prywatnych; są to głównie przedsiębiorstwa (osoby prawne). Blisko 60% zespołów menedżerskich powstało ad hoc na potrzeby udziału w konkursie. Osoby te nie współpracowały wcześniej ze sobą (tzw. *first-time-teams*) co może mieć negatywny wpływ na ich skuteczność i efektywność. Z drugiej strony program BRIDGE Alfa pozwolił zaistnieć na rynku nowym zespołom menadżerskim rozpoczynającym działalność przy wsparciu środków publicznych.

W trakcie wdrażania poddziałania 1.3.1 POIR wprowadzone zostały dwie zmiany regulacyjne istotne z punktu widzenia sprawności i skuteczności realizowanej interwencji publicznej. Wdrożenie rozporządzenia Omnibus spowodowało obniżenie limitu inwestycyjnego z 3 mln zł do 1 mln zł co zmusiło fundusze do zrewidowania swoich polityk inwestycyjnych. Zmiana ta negatywnie odbiła się na wizerunku całego poddziałania. W związku z wdrożeniem dyrektywy AIFM pojawił się także wymóg uzyskania przez fundusze statusu ASI co opóźniło uruchamianie działalności operacyjnej.

Zaawansowanie wydatkowania środków finansowych przez fundusze BRIdge Alfa wynosi ok. 20% co oznacza, że przy obecnym tempie inwestycji nie jest możliwe wydanie zaplanowanej puli kapitału. Nie jest możliwe także osiągnięcie wskaźnika w zakresie docelowej liczby funduszy BRIdge Alfa i udziału kapitału prywatnego. Prawdopodobne jest natomiast osiągnięcie wskaźnika rezultatu w postaci liczby przedsiębiorstw wspartych przez fundusze.

Wdrażanie poddziałania 1.3.2 jest bardzo opóźnione ze względu na przedłużającą się procedurę konkursową na wybór funduszy oraz w związku z konicznością rozwiązania umowy z pierwszym operatorem. Do końca 2019 roku wybrano 5 funduszy, które zainwestowały w 6 spółek portfelowych. Wykorzystanie alokacji na poddziałanie na poziomie funduszy (po uwzględnieniu przesunięcia ponad połowy środków z tego działania) wynosi 58%, co oznacza że wydanie całej puli środków w zaplanowanym terminie może być bardzo trudne. Problematyczne może być także osiągnięcie założonych wskaźników rezultatu.

Interwencja publiczna na rynku VC w postaci działania 1.3 POIR miała zasadniczo neutralny wpływ na strategię działania dofinansowanych funduszy. Rodzaje spółek i branże, w które inwestują fundusze jest odzwierciedleniem doświadczenia inwestycyjnego członków zespołu zarządzającego. Pozytywnym efektem jest natomiast poszerzenie perspektywy działania funduszy o projekty zawierające komponent B+R oraz nawiązanie współpracy z centrami transferu technologii i spółkami celowymi jednostek naukowych. Coraz więcej funduszy współpracuje z jednostkami naukowymi i ich instytucjami odpowiedzialnymi za komercjalizację projektów. Pomimo, że ocena tej współpracy znajduje się na przeciętnym poziomie to jednak z roku na rok jest coraz wyższa, zwłaszcza w zakresie wsparcia funduszy w wyszukiwaniu ciekawych projektów inwestycyjnych.

Do końca 2019 roku fundusze Bridge Alfa dokonały 328 inwestycji w 319 spółek. 50% inwestycji jest efektem działania 14 funduszy. Średnia wartość inwestycji wyniosła 1,26 mln zł. Inwestycje dokonywane są głównie w spółki nowoutworzone działające na rynku nie dłużej niż 10 miesięcy. Projekty w które dokonywane są inwestycje pochodzą głównie z przedsiębiorstw (w formie spółek celowych) lub od przedsiębiorców

indywidualnych. 19,5% inwestycji to projekty pochodzące z jednostek naukowych lub bezpośrednio od naukowców lub doktorantów. Wśród inwestycji dominuje sektor ICT.

Inwestycje ze strony funduszy BRIDGE Alfa korzystnie wpłynęły na kształtowanie się większości parametrów finansowych spółek portfelowych. Spółki charakteryzują się znaczną dynamiką przychodów, przyrostu aktywów w tym wartości niematerialnych i prawnych, będących wyznacznikiem realizowanych prac B+R.

Bazując na podejściu prof. T. Luukkonen oceniono użyteczność wsparcia pozafinansowego udzielonego przez fundusz VC spółką portfelowym. Wykazano, że spółki wsparte w ramach poddziałania 1.3.1 POIR uzyskują ze strony funduszy większy wkład pozafinansowy (pomoc merytoryczna) niż porównywalne podmioty z sektora prywatnego. Uzyskane wyniki są statystycznie istotne. Najkorzystniejsze oddziaływanie funduszy na spółki dotyczy takich obszarów jak profesjonalizacja działalności biznesowej, tworzenie wizerunku wiarygodnej firmy i zwiększanie jakości produktów.

W wyniku wdrożenia poddziałania 1.3.1 POIR luka kapitałowa została skutecznie ograniczona w wymiarze ilości realizowanych inwestycji. Biorąc pod uwagę średnią wartość inwestycji (tj. 1,2 mln zł) wpływ interwencji publicznej jest zauważalny w dolnym obszarze luki kapitałowej. Część realizowanej interwencji wychodzi poza obszar luki jaki stanowił punkt odniesienia przy projektowaniu programu pomocowego w zakresie finansowania ryzyka (tj. projekty technologiczne, *life science*, czy też wsparcie projektów B+R, pochodzących ze środowiska jednostek naukowych w Polsce). Obniżenie limitu inwestycyjnego (na skutek wdrożenia rozporządzenia Omnibus) spowodowało spłylenie interwencji co może przełożyć się na ograniczenie możliwości rozwojowych niektórych inwestycji (trudność z pozyskaniem na rynku VC kolejnych rund finansowania) oraz wzrost zachowań oportunistycznych (inwestowanie w projekty o małym ryzyku, projekty o niskiej kapitałochłonności).

Bardzo mała liczba inwestycji w relacji do rozmiarów ilościowych poszczególnych branż uniemożliwia uchwycenie ich pozytywnego wpływu na strukturę podmiotową (tych branż). Istnieją pewne symptomy wskazujące, że pozytywne efekty ilościowe mogą pojawić się w pierwszej kolejności w branży produkcji podstawowych substancji farmaceutycznych, a także branży produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych. Wdrożenie poddziałania 1.3.1 POIR spowodowało zwiększenie napływu na rynek VC projektów technologicznych i *life science*.

Program pomocowy w zakresie finansowania ryzyka wydatnie przyczynił się do zwiększenia liczby działających funduszy VC. Program także istotnie przyczynił się do zwiększenia liczby zespołów menedżerskich. Widoczny jest także efekt komplementarności – kapitały prywatne dołączają do środków publicznych i dzięki obniżeniu ryzyka

inwestycyjnego powodują przesunięcie się rynku w kierunku bardziej ryzykownych inwestycji.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że interwencja publiczna nie spowodowała negatywnego efektu wypychania (*crowding out*) z rynku kapitału prywatnego. Zastosowane do oceny tego zjawiska indeksy Balassy wskazują, że polityki inwestycyjne funduszy wspartych publicznie i funduszy prywatnych są rozłączne (nie nachodzą na siebie).

Pomimo dużej liczby inwestycji w projekty ICT tendencyjność sektorowa nie występuje, gdyż opracowywane rozwiązania są skierowane do bardzo różnych użytkowników końcowych (z różnych branż).

Program pomocy w zakresie finansowania ryzyka, w swojej wyjściowej konstrukcji jaka obowiązywała w momencie jego uruchomienia w 2016 roku, spełniał kryterium adekwatności. Zmiany w zasadach jego realizacji (obniżenie limitu inwestycyjnego na skutek wdrożenia rozporządzenia Omnibus), a także problemy wdrożeniowe (opóźnienie wdrożenia poddziałania 1.3.2) adekwatność tę obniżyły czyniąc program mniej skutecznym i efektywnym. Pomimo obniżenia adekwatności należy uznać, że udzielona pomoc była proporcjonalna tj. wkład NCBR do programu był adekwatny do możliwości inwestorów prywatnych biorąc pod uwagę ich poziom awersji do ryzyka.

Zgromadzony materiał analityczny skłania do następujących wniosków:

- opracowanie przez NCBR programu pomocowego w postaci działania 1.3 było działaniem słusznym. Luka kapitałowa w zakresie finansowania wczesnych faz rozwoju projektów w tym w szczególności pochodzących z sektora B+R jest zjawiskiem negatywnym występującym permanentnie,
- zaprojektowane instrumenty, w tym w szczególności 1.3.1 POIR, zostały skonstruowane w sposób adekwatny do zdiagnozowanych problemów; na poziomie beneficjentów ostatecznych (spółki) i rynku VC pojawiło się szereg pozytywnych efektów,
- pomimo tych korzyści pojawiły się też problemy negatywnie wpływające na skuteczność i użyteczność udzielonej pomocy,
- ryzyka i zagrożenia wynikające z bardzo trudnych warunków startowych nie zostały w pełni rozpoznane i wzięte pod uwagę w trakcie realizacji programu,
- szczególnie ważkim problemem z jakim przyszło się mierzyć wdrażającym była słabość rynku zespołów menedżerskich (duża liczba *first-time-teams*, słabość doświadczeń inwestycyjnych),
- utworzenie dużej liczby funduszy spowodowało, że NCBR z poziomu pilotażu Bridge Alfa będącego programem „detalicznym” (10 funduszy) w bardzo krótkim czasie przeszedł do realizacji programu hurtowego, co wymagało znacznego

zwiększenia sił i środków. Uwagi ze strony funduszy BRIDGE Alfa wskazują, że problemy tego typu miały miejsce przynajmniej w początkowej fazie realizacji programu,

- generalnie zwiększenie skuteczności i efektywności działania 1.3 POIR wymaga zmniejszenia dystansu jaki dzieli kulturę organizacyjną NCBR od kultury funkcjonowania funduszy Venture Capital,
- niezwykle istotnym czynnikiem negatywnie oddziałującym na skuteczność i użyteczność udzielanej pomocy było rozciągnięcie na poddziałanie 1.3.1 rozporządzenia Omnibus. Zmiana ta *de facto* sprowadziła program Bridge Alfa do postaci analogicznej jaką miało działanie 3.1 POIG bazujące całkowicie na mechanizmie dotacyjnym.

Rekomendacje:

1. Należy rozważyć możliwość przywrócenia poprzednich limitów inwestycyjnych poprzez dołączenie do środków UE publicznego kapitału krajowego lub uruchomienie funduszu koinwestycyjnego.
2. Należy dążyć do wydłużenia okresu inwestycyjnego do 2023 roku w przypadku funduszy BRIDGE Alfa, które rozpoczęły inwestycje a okres ich funkcjonowania jest krótszy.
3. Należy rozwiązać umowy, z funduszami które nie podjęły działalności inwestycyjnej a uwolnione w ten sposób środki przeznaczyć na nowy konkurs, w którym powinny być preferowane najsprawniej inwestujące zespoły menedżerskie.
4. Należy dokładnie kontrolować czy w projektach przedkładanych komitetom inwestycyjnym obecny jest komponent B+R.
5. Należy uruchomić stronę internetową programu Bridge Alfa w celu zwiększenia rozpoznawalności działania 1.3.1 PO IR.
6. Konieczne jest wypracowanie jednoznacznych interpretacji tych zapisów umów i regulaminów, które budzą wątpliwości, oraz które sprawiają największą trudność poszczególnym przedstawicielom NCBR w komitetach inwestycyjnych.
7. Konieczne jest uruchomienie programu budowania gotowości inwestycyjnej w jednostkach naukowych.

EXECUTIVE SUMMARY

This report constitutes the summary of the evaluation of State aid provided through the National Centre for Research and Development (NCRD) under measure 1.3 of the Smart Growth Operational Programme (SG OP) 2014-2020. The evaluation encompassed two sub-measures – 1.3.1 SG OP and 1.3.2 SG OP, under which State aid is provided by means of financial instruments (equity and quasi-equity instruments) and NCRD grants. The purpose of this study is to provide up-to-date and summary information regarding the direct and indirect effects of the provided assistance. Data gathering techniques used for this study included direct interviews, questionnaire surveys, focus group interviews, expert panels and desk research. When assessing the impact of the funds on the portfolio companies, the assessment process followed the pattern of a similar study carried out by prof. Tarttu Luukkonen. The assessment of the crowding-out effect was based on the method applied by prof. Fabio Bertoni in which the Balassa index was used.

As far as risk financing is concerned, the assistance programme has been designed to lower the financial barrier which hinders the commercialisation of R&D results. Under sub-measure 1.3.1, a network of BRIDGE Alfa funds was created in which public capital constituted the dominating share. It was a mixed instrument where the R&D grant was combined with private equity investment provided by one of BRIDGE Alfa funds. These funds were meant to finance solely R&D projects proposed mainly by science sector and the enterprises. In sub-measure 1.3.2 SG OP, a classical financial instrument based on the *pari passu* rule was applied.

During the implementation of sub-measure 1.3.1 SG OP, two competitions were held and, as a result, agreements with 66 Bridge Alfa funds were signed at the end of 2019. The nominal capitalization of funds is about PLN 2.5 billion, which consists of approx. PLN 2.01 billion from the NCRD grant and PLN 0.5 billion in the form of private contribution. Average capitalization of a fund amounts to about PLN 38 million. By the end of 2019, NCRD provided public capital to 63 funds to the total of PLN 347.7 million. Out of 66 selected funds, about 20 funds still struggle to start their operational activity. There are on average four private investors, mainly business enterprises (legal persons), per fund. Nearly 60% of management teams were created on an *ad hoc* basis for the purpose of taking part in the competition. Such teams were composed of people who had never worked together before (first-time-teams), which might have adversely affected their efficiency and effectiveness. On the other hand, the BRIDGE Alfa programme enabled new management teams which started their activity with the help of public funds to enter the market.

During the implementation of sub-measure 1.3.1 SG OP, two regulatory changes were introduced and they strongly affected the efficiency and effectiveness of the public intervention. Firstly, the Omnibus Regulation led to lowering the investment limit from PLN 3 million to PLN 1 million, which forced funds to revise their investment policies. That change had a detrimental effect on the image of the entire sub-measure. Secondly, the implementation of the AIFM Directive imposed a new requirement under which the funds were obliged to obtain an Alternative Investment Company status, which delayed the beginning of their operational activity.

About 20% of financial means allocated to sub-measure 1.3.1 SG OP have been spent, which means that at this pace of investment it is impossible to spend the whole pool. Furthermore, it is impossible to attain the indicator of the target number of BRIDGE Alfa funds and private contribution. It is likely, however, that the result indicator expressed as the number of enterprises supported by the funds will be achieved.

The implementation of sub-measure 1.3.2 has been significantly delayed due to prolonged competition procedure for the fund of funds and because the agreement with the first fund of funds operator had to be terminated. By the end of 2019, five funds were selected and they invested in six portfolio companies. On the fund of funds level, the utilisation of the means allocated for the sub-measure (having taken into account the relocation of more than half of means out of that measure) is 58%, which means that spending the entire pool within the planned timeframe might be very difficult. Attaining the assumed result indicators will be problematic, too.

Public intervention on the VC market in the form of measure 1.3 SG OP basically had a neutral impact on the operating strategies of co-financed funds. The company types and stages in which the funds invest reflect the investment experience of management team members. However, there has been a positive effect of broadening the operating perspective of the funds to include projects with R&D component and starting cooperation with technology transfer centres and scientific entities.

By the end of 2019, the Bridge Alfa funds made 328 investments in 319 companies. 50% of investments were made by 14 funds. The average value of an investment was PLN 1.26 million. Investments are made mainly in newly created companies which have been operating for no more than ten months. Projects in which investments are made are proposed mainly by enterprises (in the form of special purpose vehicles) or individual entrepreneurs. 19.5% of investments are projects coming from scientific entities or directly from scientists or PhD students. Most investments are made in the ICT sector.

Relating to risk financing, the assistance programme's positive effect is broadening the operating perspective of the funds to include projects with R&D component. More and more funds cooperate with scientific entities and their institutions responsible

for project commercialisation. Although that cooperation has been assessed as average, it improves every year, especially in the field of supporting funds in finding interesting projects to invest in.

Investments of BRIDGE Alfa funds have had positive impact on the majority of financial parameters of portfolio companies. The companies show significant dynamics of revenue and asset growth including the value of intangible assets, which is the gauge of R&D work.

The usability of non-financial assistance provided by the VC fund to portfolio companies was evaluated on the basis of prof. Luukkonen's approach. It was shown that the companies which were provided with assistance under sub-measure 1.3.1 SG OP received larger non-financial contribution (expert support) from funds than comparable entities in the private sector. The obtained results are statistically significant. The most beneficial impact of funds on the companies is noticeable in the areas of business activity professionalization, reliable company image creation, and improving product quality.

The implementation of sub-measure 1.3.1 SG OP led to a successful reduction of the equity gap as far as the quantity of investments made is concerned. Given the average value of investment (1.2 million), the effect of public intervention is noticeable in the lower area of the equity gap. Part of the intervention goes beyond the gap area which constituted the reference point for designing the assistance programme relating to risk financing (i.e. technology projects, life science or support to R&D projects, coming mainly from circles of scientific entities in Poland). Lowering the investment limit (as a consequence of Omnibus Regulation implementation) made the interventions more shallow, which may limit development possibilities of some investments (difficulty in obtaining subsequent financing rounds on the VC market) and may promote opportunistic behaviour (investing in low risk and/or low capital intensity projects).

A very small number of investments relative to the quantitative size of individual industries made it impossible to observe their positive impact on the subject structure of these industries. There are certain symptoms indicating that positive quantitative effects may first appear in manufacturing of basic pharmaceutical substances, as well as in the manufacturing of computers, and electronic and optical devices. The implementation of sub-measure 1.3.1 SG OP led to an increase in technology and life science projects coming to the VC market.

As far as risk financing was concerned, the assistance programme significantly helped increase the number of operating VC funds. The programme also significantly helped increase the number of management teams. The complementary effect is noticeable: private capitals join public funds and, thanks to lower investment risk, shift the market towards more risky investments.

The conducted analyses show that the public intervention had no negative effect of pushing private capital out of the market (no crowding-out effect). The Balassa indices applied to measure this phenomenon show that investment policies of publicly supported funds and those of private funds are separate (they do not overlap).

Despite a large number of investments in ICT projects, sector bias has not occurred because the solutions which are being developed are meant for a wide variety of end users (in various industries).

As far as risk financing was concerned, the assistance programme met the adequacy criterion with its initial structure when the programme was started in 2016. Changes to the programme implementation rules (lower investment limit imposed by the Omnibus Regulation) as well as some implementation problems (delayed implementation of sub-measure 1.3.2) reduced the mentioned adequacy and rendered the programme less efficient and less effective. However, despite reduced adequacy, it should be noted that the provided assistance was adequate, i.e. the NCRD contribution to the programme was commensurate with the possibilities of private investors given the level of their aversion to risk.

The analytical material gathered leads to the following conclusions:

- The NCRD's preparation of the assistance programme in the form of measure 1.3 was the right action. Equity gap in early stages of project development, especially in the R&D, is a negative phenomenon which occurs permanently.
- The designed instruments, particularly sub-measure 1.3.1 SG OP, were constructed in the way which was adequate to the diagnosed problems; a number of positive effects occurred on the level of final beneficiaries (companies) and the VC market.
- Despite these benefits, some problems occurred which had negative impact on the effectiveness and usefulness of the provided assistance.
- Risks and threats caused by very difficult starting conditions were not fully examined and taken into account during the implementation of the programme.
- The programme implementers had to face a notably serious problem of poor market of management teams (many first-time-teams, little investment experience).
- Creating a big number of funds forced NCRD to move in a very short time from the Bridge Alfa pilot level ("retail" programme with 10 funds) to a "wholesale" programme, which required significant increase in the manpower and resources. Remarks from BRIDGE Alfa funds indicated that this type of problems occurred at least at the initial stage of programme implementation.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

- Generally, increasing the efficiency and effectiveness of measure 1.3 SG OP requires closing the gap between the NCRD organisational culture and the Venture Capital funds operating culture.
- The application of the Omnibus Regulation to sub-measure 1.3.1 was an exceptionally significant factor which had an adverse effect on the effectiveness and usefulness of the provided assistance. That change de facto made Bridge Alfa programme similar to measure 3.1 IE OP which was entirely based of grants.

Recommendations:

- 1.** The possibility to reinstate previous investment limits by adding national public means to the EU funds or by establishing a co-investment fund should be considered.
- 2.** Efforts should be undertaken to extend the investment period until 2023 for BRIDGE Alfa funds which started investments and whose operating period is shorter.
- 3.** The agreements with funds which have not started any investment activity should be terminated and the released financial means should be allocated to a new competition in which preference should be given to the most efficiently investing management teams.
- 4.** The presence of R&D component in the projects submitted to investment committees should be carefully checked.
- 5.** A website for Bridge Alfa programme should be set up in order to increase the programme recognition.
- 6.** It is necessary to prepare unambiguous interpretations of all the provisions of agreements and rules which raise doubts and pose the most difficulties for individual NCRD representatives in investment committees.
- 7.** It is necessary to launch a programme for building investment readiness in scientific entities.

1 WPROWADZENIE

Niniejszy raport stanowi podsumowanie kilkuletniego procesu ewaluacji pomocy publicznej udzielanej za pośrednictwem Narodowego Centrum Badań i Rozwoju w ramach działania 1.3 Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój (2014-2020). Badanie to zostało przeprowadzone w związku z wymogami formalnymi wynikającymi z rozporządzenia Komisji Europejskiej (UE) nr 651/2015 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu. Wszystkie kluczowe elementy prowadzonej ewaluacji (zakres, pytania badawcze, podstawowe metody) zostały określone w tzw. planie ewaluacji zatwierdzonym przez Komisję Europejską.

Przedmiotem ewaluacji jest pomoc publiczna udzielana w oparciu o art. 21 i art. 22 rozporządzenia nr 651/2014. Są to dwa poddziały: 1.3.1 i 1.3.2 POIR, w ramach których wsparcie publiczne udzielane jest z wykorzystaniem instrumentów finansowych (kapitałowych / quasi-kapitałowych). Ze względu na specyfikę instrumentów finansowych ten segment całego programu pomocowego, w skład którego wchodziła także pomoc publiczna udzielana na badania podstawowe, badania przemysłowe, prace rozwojowe i studia wykonalności został wskazany jako osobny moduł ewaluacyjny (tzw. moduł I).

W tej części raportu w sposób syntetyczny omówiono podstawowe kwestie metodyczne przeprowadzonej ewaluacji (cele, zakres, kryteria). Następnie przedstawiono szczegółową charakterystykę obu poddziałów (1.3.1 i 1.3.2) stanowiących część programu pomocowego odpowiadającą za finansowanie ryzyka i wsparcie rozpoczynania przez przedsiębiorców działalności B+R. W załączniku przedstawiono kontekst funkcjonowania w Polsce rynku VC i sektora B+R co powinno czytelnikowi pozwolić lepiej zrozumieć problemy i wyzwania na jakie natrafiło wdrażania tych instrumentów finansowych. W części II raportu omówione zostały wyniki ewaluacji. Układ podrozdziałów odpowiada pytaniom ewaluacyjnym sformułowanym w SOPZ; podrozdziały 2.1, 2.2 i 2.4.1 prezentują szereg szczegółowych informacji na temat uruchomionych funduszy oraz dokonanych inwestycji w spółki portfelowe. Wszystkie podrozdziały zostały zaopatrzone w ramki z kluczowymi informacjami i wnioskami. W części trzeciej przedstawiono syntetyczne wnioski z całej blisko czteroletniej ewaluacji oraz tabelę rekomendacji. Wszystkie informacje kontekstowe lub uzupełniające (metodologia, historia rozwoju polskiego rynku VC, reformy sektora B+R, studia przypadków) zostały umieszczone w załącznikach.

W raporcie pojawia się zwrot „program pomocowy w zakresie finansowania ryzyka” rozumiany jako pomoc publiczna udzielana w ramach działania 1.3 POIR (1.3.1 i 1.3.2). Określenia tych używamy zamiennie. O ile nie zostało to zaznaczone inaczej raport prezentuje dane na dzień 31 grudnia 2019 r.

1.1 O badaniu

Głównym celem całego – czteroletniego¹ - badania ewaluacyjnego pomocy publicznej udzielanej przez NCBR w ramach działania 1.3 POIR jest dostarczenie bieżących oraz podsumowujących informacji na temat bezpośrednich i pośrednich efektów udzielanej pomocy publicznej. W szczególności ewaluacja miała umożliwić:

- Weryfikację logiki interwencji i założeń działania 1.3 POIR (czyli tej części Programu Pomocowego, która była odpowiedzialna za problematykę VC);
- Ocenę, czy pomoc udzielana w ramach Rozporządzenia 651/2014 przyczynia się (bezpośrednio/pośrednio) do osiągnięcia celów, na które została przekazana;
- Ocenę, czy pomoc wywołuje efekt zachęty tj. zmienia zachowanie beneficjentów;
- Ocenę proporcjonalności pomocy;
- Ocenę adekwatności pomocy.

Badanie miało na celu dokonanie oceny następujących obszarów analitycznych definiowanych przez pytania badawcze:

- Bezpośredni wpływ pomocy na beneficjentów (fundusze, inwestorzy prywatni, beneficjenci ostateczni, czyli spółki portfelowe);
- Pośredni pozytywny wpływ pomocy (na fundusze, rynek VC);
- Pośredni negatywny wpływ pomocy (wypychanie kapitału prywatnego, tendencyjność sektora);
- Proporcjonalność pomocy;
- Adekwatność pomocy.

Te pięć obszarów analitycznych zostało opisanych za pomocą 11 pytań badawczych. Pytania te i sposób prowadzenia ewaluacji został podporządkowany czterem kryteriom:

- 1.** Trafność pomocy – adekwatność instrumentów pomocy, sposobu ich wdrażania, doboru beneficjentów w kontekście problemów zidentyfikowanych na etapie diagnozy;
- 2.** Skuteczność pomocy – stopień, w jakim pomoc publiczna przewidziana w Rozporządzeniu przyczyni się do osiągnięcia celów wynikających z logiki interwencji;

¹ W ramach ewaluacji opracowano: pierwszy raport on-going (2017 r.), drugi raport on-going (2018 r.), raport mid-term (2019 r.), raport końcowy (maj 2020 r.).

3. Użyteczność pomocy – ocena całościowych, planowanych i nieprzewidzianych efektów udzielenia pomocy w kontekście użyteczności dla gospodarki (badane dla zakończonych i znacznie zawansowanych projektów);
4. Trwałość pomocy (dla ewaluacji podsumowującej) - osiągnięcie pozytywnych efektów netto, efektu dźwigni oraz zachęty wśród beneficjentów pomocy publicznej.

Badanie obejmowało dwa rodzaje podmiotów biorących udział w działaniu 1.3 POIR:

- Beneficjenci działania 1.3. POIR - fundusze VC. Łącznie badaniem objęto 66 funduszy BRIdge Alfa i 5 funduszy BRIdge CVC;
- Beneficjenci ostateczni – 328 inwestycji wspartych w ramach funduszy Alfa oraz 6² inwestycji w ramach funduszy BRIdge CVC. Dodatkowo badaniem zostały objęte spółki portfelowe założone w ramach pilotażu BRIdge Alfa w 2015 roku (46 podmiotów)³.

W badaniu zastosowano takie techniki gromadzenia informacji jak wywiady (IDI/ITI), ankietowanie (CAPI/CATI) i *desk research*. Szczególnie ważnym wyzwaniem metodologicznym było zaprojektowanie badania w kwestiach tak istotnych jak wpływ funduszy na beneficjentów ostatecznych (spółki portfelowe) oraz wypychanie kapitału prywatnego. Podstawowym problemem był brak danych historycznych dla rynku polskiego i grup referencyjnych (prywatne fundusze VC) co wykluczało zastosowanie niektórych metod i modeli ekonometrycznych stosowanych przez naukowców analizujących analogiczne problemy na rynkach zagranicznych. Po wnikliwej analizie literatury tematu udało się jednak zaaplikować w warunkach polskich rozwiązania sprawdzone w badaniach zagranicznych. Analizę oddziaływania na spółki portfelowe wzorowano na badaniach prowadzonych przez prof. Terttu Luukkonen, a w analizie zjawiska wypychania (*crowding out*) wykorzystano tzw. indeksy Balassy zastosowane w podobnym badaniu przez prof. Fabio Bertonięgo. Szerzej na temat zastosowanej metodologii patrz załącznik nr 1.

² Na podstawie informacji uzyskanych z NCBR, zgodnie ze stanem na dzień 18 czerwca 2020 r. łączna liczba inwestycji wynosi 9.

³ Należy zaznaczyć, że pilotaż Bridge Alfa nie wchodził w skład programu pomocowego w zakresie finansowania ryzyka (działanie 1.3 POIR). Spółki w jakie zainwestowały fundusze utworzone w ramach pilotażu zostały włączone do badania ze względu na podobieństwo zastosowanych rozwiązań (mechanizm wsparcia). W ten sposób możliwe było zwiększenie liczby obserwacji włączonych do zastosowanego modelu ekonometrycznego.

1.2 Program pomocowy w zakresie finansowania ryzyka (działanie 1.3 POIR)

1.2.1 Logika interwencji

Prace nad programem pomocowym w zakresie finansowania ryzyka (działanie 1.3 POIR) rozpoczęły się w 2013 roku. Sytuacja wyjściowa, jaka legła u podstaw planowanej interwencji publicznej, wyglądała następująco⁴:

1. prywatny rynek VC wykazywał oznaki istotnej słabości. Funduszy prywatnych było bardzo mało, miały one niewielką kapitalizację, inwestowały w projekty o niskim ryzyku i względnie wysokiej stopie zwrotu (głównie ICT). Słabość rynku prywatnego znajdowała wyraz w powszechnie identyfikowanym zjawisku luki kapitałowej określanej w granicach od 1 do 8 – 10 mln zł,
2. choć programy wsparcia rynku VC (jaki wdrożono w poprzednich latach) wyraźnie wskazywały na preferowanie inwestycji w młode, innowacyjne przedsiębiorstwa, rzadkością było, aby fundusze dokapitalizowane ze środków publicznych inwestowały w projekty pochodzące z sektora jednostek naukowych lub w projekty zawierające komponent B+R,
3. reformowany od lat sektor jednostek naukowych dodatkowo zasilany znacznym strumieniem pomocy publicznej (z funduszy strukturalnych) zaczynał generować coraz większą liczbę projektów badawczych o wysokim poziomie naukowym i potencjale aplikacyjnym. Niektóre z takich projektów-pomysłów udawało się skomercjalizować, czego przykładem może być powstanie takich firm jak: Read-Gene, Pharmena, Medicalgorithmics, Apeiron Synthesis czy Proteon Pharmaceuticals. Stopa narodzin takich spółek *spin out* była jednak bardzo mała, gdyż po stronie sektora naukowego wciąż istniał szereg endogenicznych barier i ograniczeń, które sprawiały, że procesy komercjalizacji postępowały bardzo wolno. Istotną barierę stanowił brak kapitałów mogących finansować powstawanie spółek *spin off* czy *spin out*.

⁴ W załączniku nr 2 szczegółowo omówiono problematykę kształtowania się rynku VC w Polsce w latach poprzedzających uruchomienie programu pomocowego w zakresie finansowania ryzyka (1.3 POIR). Materiał ten pozwala lepiej zrozumieć kontekst w jakim osadzony został program pomocowy. W załączniku tym scharakteryzowano także problemy modernizacji sektora B+R, który miał być bezpośrednim adresatem planowanej interwencji.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Na podstawie tak postrzeganego stanu wyjściowego zaprojektowano fundamenty programu pomocowego w zakresie finansowania ryzyka (działanie 1.3 POIR), na które składały się następujące elementy:

1. Ograniczenie bariery finansowej utrudniającej procesy komercjalizacji wyników prac B+R wymaga stworzenia sieci funduszy VC;
2. Fundusze VC nie będą w stanie powstać i działać bez znacznego udziału kapitału publicznego; konieczne jest, aby kapitał publiczny przejął na siebie większą część ryzyka inwestycyjnego (niesymetryczne finansowanie kosztów działalności operacyjnej i inwestycji);
3. Polityki inwestycyjne funduszy muszą być zorientowane na projekty B+R, co powinno być *explicite* wskazane w strategiach działania funduszy.

Wykres 1. Czynniki wpływające na konstrukcję instrumentu BRIDGE Alfa



Źródło: Taylor Economics.

Ta podstawa ideowa programu – przetestowana w formie programu pilotażowego, w ramach którego dokapitalizowano 10 funduszy VC⁵ oraz 2 fundusze w ramach BRIDGE VC – została przełożona na szczegółowe rozwiązania operacyjne w postaci dwóch poddziałań: 1.3.1 i 1.3.2 POIR.

⁵ Porównaj: M. Przybyłowski, P. Tamowicz, *Podsumowanie dotychczasowych efektów realizacji pilotażu BRIDGE Alfa. Identyfikacja dobrych praktyk*, NCBR, Warszawa kwiecień 2018.

1.2.2 Poddziałanie 1.3.1 POIR (BRIDGE Alfa)

Zgodnie z założeniami interwencja w ramach tego poddziałania miała prowadzić do powstania sieci funduszy (nazwanych umownie Bridge Alfa), dostarczenia na rynek porcji „świeżego” kapitału, jak i zmniejszenia awersji do ryzyka wśród inwestorów prywatnych. Ten ostatni element miał być zapewniony przez większościowy (80%) wkład NCBR do kapitalizacji funduszu. Wkład miał dodatkowo charakter dwóch strumieni: wkładu do tzw. budżetu operacyjnego (przeznaczonego na bieżącą działalność funduszu) w proporcji 80% udział NCBR i 20% udział inwestorów prywatnych oraz identycznego co do proporcji wkładu do budżetu inwestycyjnego (z którego dokonywano inwestycji VC w spółki) przy czym wkład NCBR miał postać dotacji (dla konkretnej spółki portfelowej), a wkład inwestorów prywatnych miał postać inwestycji kapitałowej (objęcie akcji/udziałów). Tym samym zdecydowana większość ryzyka inwestycyjnego została przejęta przez czynnik publiczny⁶.

Przedmiotem inwestycji funduszy Bridge Alfa mogły być wyłącznie projekty B+R (czyli projekty obejmujące zespół działań o charakterze naukowo-badawczym lub badawczo-rozwojowym). Projekty takie miały pochodzić ze środowiska jednostek naukowych (uczelnie, instytuty badawcze, instytuty naukowe PAN) oraz z przedsiębiorstw. Wymóg ten wynikał bezpośrednio z narzucenia funduszom konieczności przeprowadzenia w ramach procesu poszukiwania projektów i inwestowania etapu *proof of principle* (wczesna weryfikacja pomysłu - badania przemysłowe, prace rozwojowe, ocena potencjału projektu, analiza otoczenia konkurencyjnego, itd. – prowadzona w jednostkach naukowych lub przez przedsiębiorców, wynalazców, pomysłodawców) oraz *proof of concept* (właściwa weryfikacja pomysłu - badania przemysłowe i prace rozwojowe – prowadzona w ramach wyodrębnionej spółki celowej).

Kapitalizacja wspieranych funduszy powinna zawierać się w przedziale 10-30 mln zł w przypadku funduszy wybranych w konkursie w 2016 roku oraz 6,25–50 mln zł w przypadku konkursu w 2017 roku. W tym drugim konkursie dokonano dodatkowo wyróżnienia dwóch ścieżek: A i B. Fundusze tworzone w ramach tych ścieżek różniły się wielkością dopuszczalnej kapitalizacji. W ścieżce A – w której nie przewidziano tworzenia tzw. budżetu operacyjnego⁷ – fundusze mogły mieć kapitalizację w granicach 6,25 mln zł do 25 mln zł (przy udziale NCBR wynoszącym minimalnie 5 mln zł i maksymalnie 20 mln zł); w ścieżce B zakładano powstawanie znacznie większych funduszy. W tym wypadku limity kapitalizacji

⁶ Ponieważ wkład publiczny w konkretną inwestycję dokonywany był poprzez dotację, NCBR nie stawał się współudziałowcem danej spółki. Oznaczało to tym samym ewentualny niesymetryczny podział przychodów z inwestycji (całość korzyści finansowych z inwestycji znajdowała się po stronie inwestorów prywatnych).

⁷ Z budżetu operacyjnego finansowana była bieżąca działalność podmiotu zarządzającego (poszukiwanie i analiza projektów inwestycyjnych, utrzymanie biura, itd.)

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

wahały się w granicach 25–50 mln zł (z udziałem NCBR wynoszącym nie mniej niż 20 i nie więcej niż 40 mln zł). Inwestycje funduszy w pojedynczy projekt mogły wynosić nie więcej niż 1 mln zł z opcją powiększenia jej do 3 mln zł.

Tabela 1. Podstawowe parametry inwestycyjne poddziałania 1.3.1 POIR

Pozycja	Opis	
Przedmiot inwestycji funduszu VC	Projekt B+R (zespół zorganizowanych działań o charakterze naukowo-badawczym lub badawczo-rozwojowym)	
Dodatkowe wymogi co do przedmiotu inwestycji	Polski pierwiastek (*)	
Wymagane etapy procedury inwestycyjnej	Przeprowadzenie fazy <i>proof of principle</i> i fazy <i>proof of concept</i>	
Maksymalny limit inwestycyjny w jeden projekt (spółkę portfelową)	1 mln zł (w szczególnych przypadkach możliwość podniesienia do 3 mln zł)	
Horyzont inwestycyjny (**)	5 lat	
Proporcja finansowania funduszu	80% NCBR / 20% inwestorzy prywatni	
Proporcja podziału przychodów z inwestycji	0% NCBR / 100% inwestorzy prywatni	
	Konkurs 2016	Konkurs 2017
Minimalna kapitalizacja funduszu Bridge Alfa (w mln zł)	10	6,25 (***)
Maksymalna kapitalizacja funduszu Bridge Alfa (w mln zł)	30	50

(*) przedmiot inwestycji spełnia kryterium polskiego pierwiastka, jeśli w trakcie inwestycji i realizowanych prac B+R podmiot (w który zainwestował fundusz Bridge Alfa) ma swoją siedzibę na terenie Polski wraz z centrum kompetencji zarządczych oraz podmiot ten prowadzi na terenie Polski prace B+R; komitet inwestycyjny może jednak zezwolić na inwestycję w podmiot nie spełniający tych warunków.

(**) jest to okres kwalifikowalności wydatków ponoszonych przez fundusz.

(***) w konkursie w 2017 roku wyróżniono dwie ścieżki realizacyjne: w ścieżce A kapitalizacja funduszu mogła wynosić nie mniej niż 6,25 mln zł i nie więcej niż 25 mln zł; w ścieżce B kapitalizacja mogła wahać się w przedziale od 25 mln zł do 50 mln zł.

Źródło: Taylor Economics na podstawie NCBR

1.2.3 Poddziałanie 1.3.2 POIR (BRIDGE VC/CVC)

Drugi z instrumentów współtworzących interwencję na rynku VC to poddziałanie 1.3.2 POIR – BRIDGE VC/CVC. W przeciwieństwie do poddziałania 1.3.1 (BRIDGE Alfa) przewidziano tu zastosowanie klasycznego zwrotnego instrumentu finansowego. Wdrożenie instrumentu zostało powierzone funduszowi funduszy PFR NCBR CVC FIZ AZ (zarządzany przez PFR Ventures Sp. z o.o.) mającemu dokonywać inwestycji w wybrane (w procedurze otwartego, konkurencyjnego naboru) fundusze VC. Dokałitalizowane fundusze, podobnie jak w przypadku Bridge Alfa, zostały zobowiązane do inwestowania w projekty realizujące prace B+R (konieczność spełnienia kryterium polskiego pierwiastka). BRIDGE VC jednak uplasowano w nieco innym – wyższym - segmencie rynku VC, gdyż dozwolono tu na inwestycje w przedsiębiorstwa już istniejące tj. działające nie dłużej niż 7 lat, a w przypadku inwestycji kontynuacyjnej (*follow-on*) także starsze. W przeciwieństwie do działania Bridge Alfa, kwotowy limit dla pojedynczej inwestycji ustalono na poziomie 15 mln EUR, ale z uwagi na rozwój krajowego rynku *venture capital* jest on tylko teoretyczny (w Polsce transakcje o tej wartości w tym segmencie nie są realizowane), a ogólny limit powiązany jest z ryzykiem portfela (w jeden projekt nie więcej niż 20% deklarowanej kapitalizacji funduszu). W sytuacji, gdy nie wprowadzono również ograniczeń co do wielkości całego funduszu oznaczało to otwarcie drogi do wielokrotnie większych inwestycji (kwotowo) niż w przypadku Bridge Alfa (i tym samym w bardziej dojrzałe projekty).

Biorąc pod uwagę logikę całego działania 1.3 POIR naturalnym źródłem projektów powinny być spółki wywodzące się z portfeli funduszy BRIDGE Alfa, które będą poszukiwać finansowania w ramach rundy A, B i C (czyli już po wyjściu z fazy inkubacji). Tworzone fundusze miały działać na zasadzie *pari passu* – udział kapitału publicznego w całym funduszu mógł wynosić nie więcej niż 50%; podział środków uzyskanych z likwidacji portfela również następował w proporcji 50/50. Instrument finansowy w porównaniu do BRIDGE Alfa znacznie poszerzał bazę inwestorów prywatnych, gdyż obok osób fizycznych i prawnych (będących MSP) inwestorami mogły być także duże korporacje (przedsiębiorca nie będący MSP). Oznaczało to nadanie temu instrumentowi charakteru *corporate venture capital*.

Tabela 2. Podstawowe parametry inwestycyjne poddziałania 1.3.2 POIR

Pozycja	Opis
Przedmiot inwestycji funduszu VC	przedsiębiorstwa typu A i B (dopuszczalne inwestycje <i>seed</i> i kontynuacyjne w przedsiębiorstwa typu C) (*)
Dodatkowe wymogi co do przedmiotu inwestycji	Polski pierwiastek (**)
Wymagane etapy procedury inwestycyjnej	Brak dodatkowych wymogów
Maksymalny limit inwestycyjny w jeden projekt (spółkę portfelową)	Bez ograniczeń kwotowych; nie więcej niż 20% deklarowanej kapitalizacji funduszu
Horyzont inwestycyjny	10 + 2 lata (5 lat - inwestycje; 5 lat - wychodzenie z inwestycji)
Proporcja finansowania funduszu	50% NCBR / 50% inwestorzy prywatni
Proporcja podziału przychodów z inwestycji	50% NCBR / 50% inwestorzy prywatni
Minimalna kapitalizacja funduszu	Nie wskazano
Maksymalna kapitalizacja funduszu	nie wskazano

(*) *Przedsiębiorstwo typu A - przedsiębiorstwo, które nie prowadzi działalności na żadnym rynku. Przedsiębiorstwo typu B - przedsiębiorstwo, które prowadzi działalność na dowolnym rynku od mniej niż 7 lat od pierwszej komercyjnej sprzedaży. Przedsiębiorstwo typu C - przedsiębiorstwo, które prowadzi działalność na dowolnym rynku dłużej niż 7 lata licząc od pierwszej komercyjnej sprzedaży.*

(**) *Polski Pierwiastek oznacza istniejącą lub mającą powstać w oznaczonym czasie, więź łączącą Spółkę Portfelową z Polską, która w maksymalnie pięcioletniej perspektywie czasowej będzie mieć bezpośredni pozytywny wpływ na Polski Sektor Badawczo-Rozwojowy lub otoczenie rynkowe ściśle z nim związane.*

Źródło: Taylor Economics na podstawie NCBR

2 WYNIKI EWALUACJI

2.1 Wdrażanie poddziałania 1.3.1 POIR (Bridge Alfa)

2.1.1 Przeprowadzone konkursy

-
- ⇒ **Przeprowadzono dwa konkursy mające na celu wyłonienie funduszy;**
 - ⇒ **Na pierwszy konkurs (2016 r.) wpłynęło 112 wniosków; na konkurs drugi (2017 r.) zgłoszono 98 wniosków;**
 - ⇒ **W pierwszym konkursie podpisano umowy z 22 funduszami, a w drugim zgodnie ze stanem na koniec stycznia 2020 r. z 44 funduszami BRIDGE Alfa.**
-

Poddziałanie 1.3.1 POIR zostało wdrożone w drodze ogłoszenia dwóch postępowań konkursowych służących wyłonieniu funduszy VC podlegających dofinansowaniu. Pierwszy z konkursów ogłoszono 4 kwietnia 2016 roku z naborem wniosków trwającym od 16 kwietnia do 15 maja 2016 roku. Kolejny konkurs ogłoszono 16 miesięcy później tj. 1 sierpnia 2017 roku; nabór wniosków w tym konkursie trwał nieco dłużej, bo od 5 września do 16 października 2017 roku⁸.

Na pierwszy konkurs do NCBR wpłynęło łącznie 112 wniosków. Po przeprowadzeniu oceny formalnej i merytorycznej do dofinansowania rekomendowano 24 wnioski⁹; stopa selekcji¹⁰ w tym konkursie wyniosła 21,4%. **Umowy o dofinansowanie tworzonych funduszy Bridge Alfa skutecznie podpisano łącznie z 22 wnioskodawcami¹¹.** W jednym przypadku (z 24 rekomendowanych) zaraz po podpisaniu umowy nastąpiło jej

⁸ Pierwszy z konkursów w dokumentacji został on oznaczony jako 1.3.1/1/2016, a drugi jako 1/1.3.1/2017.

⁹ Na podstawie aktualizacji listy rankingowej w ramach działania 1.3 poddziałania 1.3.1: *Wsparcie projektów badawczo-rozwojowych w fazie preseed przez fundusze typu proof of concept – BRIDGE Alfa* z dnia 13 czerwca 2018 roku (nr konkursu 1.3.1/1/2016).

¹⁰ Relacja wniosków rekomendowanych do dofinansowania w stosunku do wniosków złożonych.

¹¹ Na podstawie bazy *Lista projektów realizowanych z Funduszy Europejskich w Polsce w latach 2014–2020* [online], [dostęp: 2 lutego 2020]. Dostępny w internecie: <<https://www.funduszeuropejskie.gov.pl>>.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

rozwiązanie; w kolejnym nastąpiło odstąpienie od podpisania umowy. W grupie podmiotów, z którymi podpisano umowy, znalazło się 10 funduszy (tj. zespołów zarządzających), które brały udział także w programie pilotażowym BRIdge Alfa realizowanym przez NCBR w latach 2014–2015.

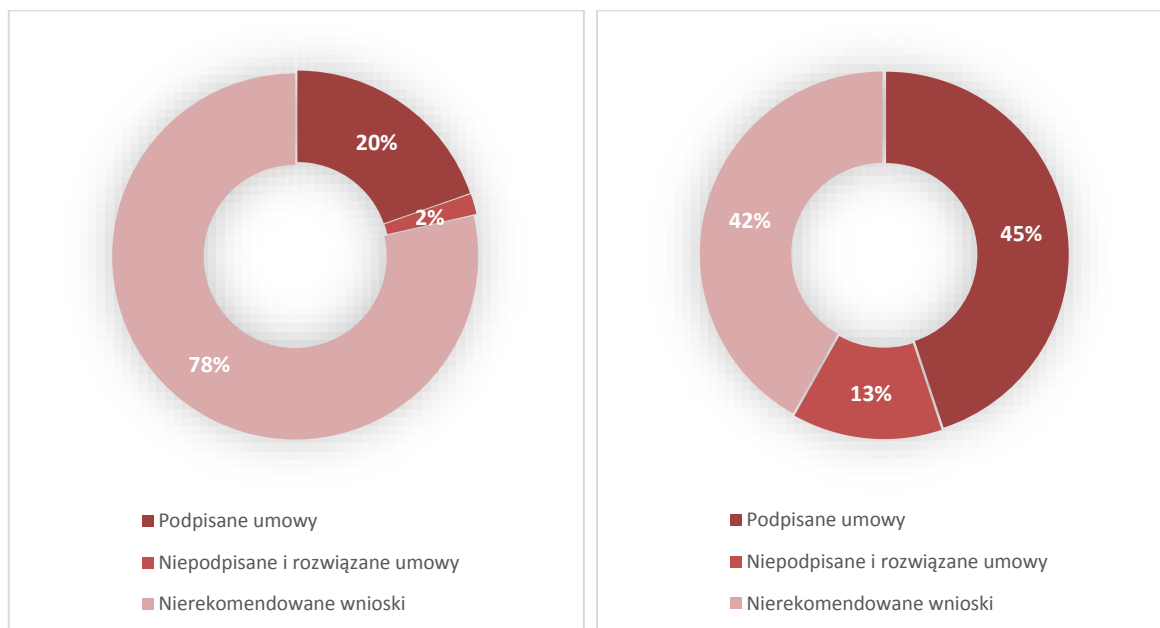
Na drugi konkurs (2017 rok) wpłynęło 98 wniosków. 17 wniosków (16% wszystkich złożonych) zostało odrzuconych z powodów formalnych. Spośród 81 wniosków skierowanych do oceny merytorycznej do dofinansowania rekomendowano 57¹² (w tym 13 wniosków w ramach procedury odwoławczej)¹³. Stopa selekcji w tym konkursie wyniosła zatem 59% i była blisko trzykrotnie niższa (tj. mniej intensywna) niż w konkursie pierwszym. Wg stanu na koniec stycznia 2020 r. **NCBR podpisał 44 umowy z funduszami BRIdge Alfa z drugiego konkursu**; oznacza to tym samym, że z różnych powodów – mimo pozytywnej rekomendacji - nie podpisano lub rozwiązano umowy z 13 funduszami¹⁴.

Wykres 2. Statystyka konkursów w ramach poddziałania 1.3.1 POIR – 1.3.1/1/2016 lewy wykres) i 1/1.3.1/2017 (prawy wykres)

¹² Liczba ta uwzględnia pozytywnie rozpatrzone odwołania od wyników oceny merytorycznej.

¹³ Na podstawie aktualizacji listy rankingowej w ramach działania 1.3 poddziałania 1.3.1: *Wsparcie projektów badawczo-rozwojowych w fazie preseed przez fundusze typu proof of concept – BRIdge Alfa* z dnia 31 października 2018 roku (nr konkursu 1/1.3.1/201).

¹⁴ Na podstawie bazy „*Lista projektów realizowanych z Funduszy Europejskich w Polsce w latach 2014–2020*”, op. cit. oraz aktualizacji informacji przez NCBR.



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR.

Drugi z przeprowadzonych naborów pod kilkoma względami różnił się od konkursu wcześniejszego. Po pierwsze – jak wskazano powyżej - regulamin konkursu przewidywał dwie rozdzielne¹⁵ ścieżki finansowania (A i B), które różniły się kwotami kapitalizacji funduszu: w ścieżce A – maksymalnie 25 mln zł, a w ścieżce B – 50 mln zł. Po drugie fundusze działające w ramach ścieżki B miały narzucone tempo inwestowania – minimum 40% budżetu inwestycyjnego musiało być wydatkowane (zainwestowane) w ciągu pierwszych 24 miesięcy od podpisania umowy z NCBR. Konsekwencją tego był m.in. wymóg wskazywania we wniosku listy potencjalnych celów inwestycyjnych (*pipeline* projektów gotowych do inwestycji). Maksymalny poziom dofinansowania został też zwiększony do 5 mln zł w przypadku dotacji bezzwrotnej i pomocy zwrotnej (mechanizm mieszany) oraz do 3 mln zł w przypadku wyłącznie dotacji bezzwrotnej.

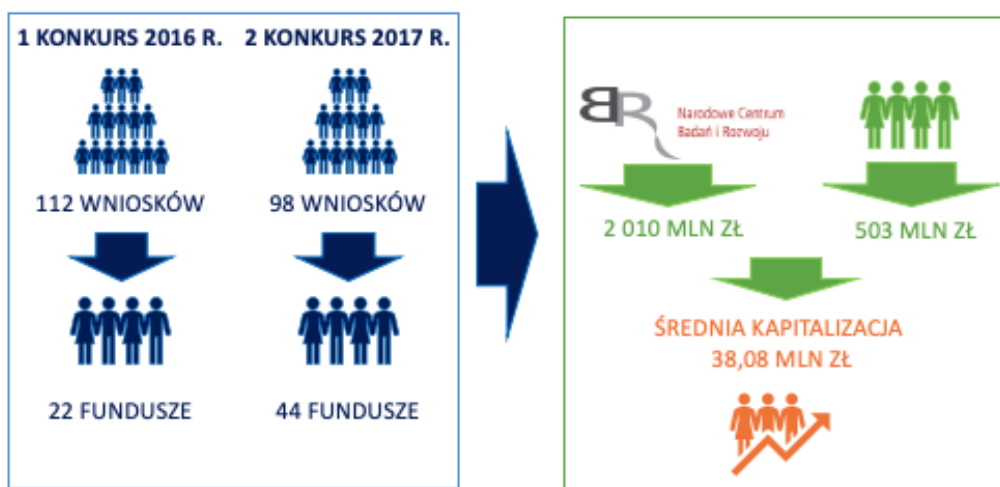
2.1.2 Fundusze Bridge Alfa

-
- ⇒ **Nominalna kapitalizacja funduszy wynosi 2,5 mld zł;**
 - ⇒ **Średnia kapitalizacja funduszu wynosi 38 mln zł;**
 - ⇒ **Do końca 2019 roku NCBR 63 funduszom przekazało środki publiczne w wysokości 347,7 mln zł;**
-

¹⁵ Wniosek mógł dotyczyć tylko jednej ścieżki finansowania; w trakcie trwania konkursu nie było możliwości zmiany ścieżki.

- ⇒ **352,1 mln zł zostało przekazane w formie bezzwrotnych grantów do spółek portfelowych funduszy BRIdge Alfa;**
- ⇒ **43 fundusze zrealizowały co najmniej jedną inwestycję;**
- ⇒ **Blisko 20 funduszy mimo podpisania umowy ma problemy z rozpoczęciem działalności operacyjnej;**

Infografika 1. Infografika Podsumowanie konkursów BRIdge Alfa oraz charakterystyka funduszy BRIdge Alfa



Źródło: Taylor Economics na podstawie informacji udostępnionych przez NCBR

Łącznie 66 funduszy BRIdge Alfa posiada nominalną kapitalizację (określoną na podstawie kwot deklarowanych we wnioskach) w wysokości 2,5 mld zł. Na kwotę tę składa się 2,01 mld zł dotacji z NCBR i 0,5 mld zł wkładu prywatnego. Suma budżetów inwestycyjnych - przeznaczonych na inwestycje w spółki portfelowe - to kwota około 2 mld zł. Średnia kapitalizacja funduszu wynosi 38 mln zł. Fundusze znacznie różnią się pod tym względem choćby z uwagi na fakt, że drugi z konkursów dawał możliwość tworzenia znacznie większych funduszy (maksymalna kapitalizacja wynosząca 50 mln zł). W ramach pierwszego konkursu średnia kapitalizacja wyniosła 28,9 mln zł, przy czym 20 z 22 wybranych wówczas funduszy ma maksymalną kapitalizację dopuszczoną warunkami konkursu, tj. w wysokości 30 mln zł. Z kolei w drugim konkursie średnia kapitalizacja funduszu wyniosła 42,7 mln zł. 35% funduszy z drugiego konkursu ma maksymalną kapitalizację w wysokości 50 mln zł (15 funduszy), a minimalną wartość (*de facto* jest to

kapitalizacja maksymalna w ramach ścieżki A) na poziomie 25 mln zł ma 11% funduszy (5 funduszy)¹⁶.

Tabela 3. Charakterystyka funduszy BRIdge Alfa w podziale na konkursy (wartości w mln zł)

	Liczba funduszy	Kapitalizacja docelowa funduszy	Wartość wkładu publicznego	Wartość wkładu prywatnego	Średnia wartość funduszu
Konkurs 2016	22	635,00	508,00	127,00	28,86
Konkurs 2017	44	1 878,21	1 502,18	376,04	42,69
Razem	66	2 513,21	2 010,18	503,04	38,08

Źródło: Taylor Economics na podstawie informacji udostępnionych przez NCBR

Zgodnie z informacją pochodzącą z bazy udzielonej pomocy publicznej, do końca 2019 roku NCBR przekazało 63 funduszom środki publiczne w wysokości 347,7 mln zł, a w ramach bezzwrotnej dotacji w 331 spółek portfelowych (w ramach 346 transakcji uwzględniając koinwestycje) – kolejne 352,1 mln zł środków publicznych¹⁷. Zgodnie ze sprawozdaniami monitoringowymi 43 fundusze zrealizowały co najmniej jedną inwestycję.

¹⁶ Na podstawie bazy Lista projektów realizowanych z Funduszy Europejskich w Polsce w latach 2014–2020, op. cit. oraz informacji przekazanych przez NCBR.

¹⁷ Na podstawie bazy pomocy publicznej na koniec 2019 roku udostępnionej przez NCBR.

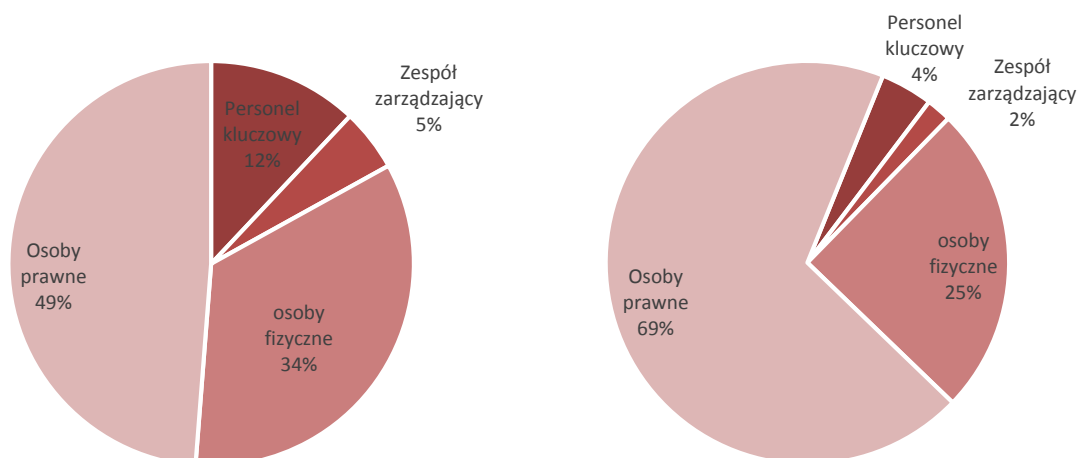
2.1.3 Inwestorzy prywatni w funduszach Bridge Alfa

-
- ⇒ ***W funduszach obecnych jest 287 inwestorów prywatnych, głównie przedsiębiorstwa;***
 - ⇒ ***Deklarowany wkład prywatny wynosi 547 mln zł;***
 - ⇒ ***Na fundusz przypada średnio 4 inwestorów.***
-

66 funduszy BRIdge Alfa posiada łącznie 287 inwestorów deklarujących wniesienie wkładu prywatnego w wysokości 547 mln zł. Na jeden fundusz przypada średnio czterech inwestorów (mediana to trzech inwestorów). W 15 funduszach (23% wszystkich) kapitał prywatny ma pochodzić tylko od jednego inwestora; w jednym przypadku fundusz posiada aż 16 inwestorów. Struktura inwestorów prywatnych po rozpoczęciu przez fundusze działalności uległa zmianom w stosunku do deklaracji zawartych we wnioskach konkursowych. Wzrosła liczba i kapitał dostarczany przez osoby prawne (69% inwestorów będących osobami prawnymi dostarczyło 49% kapitału) przy spadku liczby i kapitału dostarczanego przez osoby fizyczne (25% inwestorów będących osobami fizycznymi dostarczyło 34% kapitału).

Nastąpił wzrost udziału osób prawnych, zwłaszcza w zakresie dostarczanego kapitału (do 69% kapitału prywatnego) a zmalał udział osób fizycznych (do 25%). Widoczny jest również wzrost liczby członków zespołu funduszu jako inwestorów, ale przy znacznym spadku ich średniego udziału w kapitalizacji funduszu (ponad dwukrotnie). Takie zmiany wskazują na niestabilność wkładu inwestorów i brak odpowiednich zabezpieczeń po stronie zespołu menadżerskiego funduszu. Średnia wartość kapitału w poszczególnych grupach inwestorów przypadająca na jeden fundusz uległa obniżeniu. Inwestorzy instytucjonalni inwestowali średnio 2,7 mln zł, osoby fizyczne 1,4 mln zł, zespół zarządzający 780 tys. zł, kluczowy personel 670 tys. zł. W strukturze inwestorów nadal brak instytucji finansowych, co mogłoby wpłynąć pozytywnie na stabilność kapitału, gdyż zarówno inwestorzy indywidualni jak i przedsiębiorstwa mogą chcieć wycofać kapitał w przypadku wystąpienia problemów w ich podstawowej działalności.

Wykres 3. Struktura inwestorów w funduszach BRIdge Alfa (prawy wykres – liczba inwestorów, lewy wykres - wartość deklarowanego kapitału)



Źródło Taylor Economics na podstawie informacji udostępnionych przez NCBR

2.1.4 Zespoły menedżerskie kierujące funduszami Bridge Alfa

- ⇒ **Na początku 2020 roku zespoły menedżerskie zarządzające funduszami składały się średnio z 8 osób (w tym 3 członków kluczowego personelu i 5 członków zespołu zarządzającego);**
- ⇒ **Blisko 60% zespołów menedżerskich powstało ad hoc na potrzeby zarządzania udziałem w konkursie; osoby te nie współpracowały uprzednio ze sobą (first-time-teams). Może to mieć negatywny wpływ na ich skuteczność i efektywność działania.**

W momencie powstania funduszy BRIdge Alfa, ich zarządzaniem zajmowały się zespoły menadżerskie złożone z 203 kluczowych partnerów i 352 pozostałych członków zespołu zarządzającego. Po uruchomieniu działalności funduszy w składach zespołów dochodziło do licznych zmian. Miały one głównie na celu racjonalizację struktury lub liczebności zespołu. Mieliśmy tu do czynienia z redukcją liczby członków kluczowego personelu oraz zespołu zarządzającego (w stosunku do liczby wskazanej we wniosku o wsparcie) lub też zwiększeniem liczby członków kluczowego personelu przy zmniejszeniu liczby członków zespołu zarządzającego (i odwrotnie). Niemniej w kilku przypadkach zespoły zarządzające znacznie się rozrosły: np. w funduszu Kvarko z 8 do 13 osób, czy też

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

w funduszu bValue z 2 do 12 osób¹⁸. W tym ostatnim przypadku cały kluczowy personel został przeniesiony do zespołu zarządzającego z uwagi na zobowiązania podjęte w ramach udziału w innych programach wsparcia zarządzanych przez PFR Ventures. Składy zespołów nie uległy żadnym zmianom jedynie w 29% funduszy; w 7 przypadkach (11%) wymianie podlegała większość kluczowego personelu (nie wpłynęło to jednak na działalność funduszy, z uwagi na fakt, że zmiany te zachodziły w obrębie *first-time-teams*).

Zgodnie z informacją NCBR odzwierciedlającą stan na koniec lutego 2020 r. zespoły menadżerskie funduszy tworzyło łącznie 196 osób stanowiących tzw. kluczowy personel (ang. *partners*) oraz 333 członków zespołów zarządzających (dyrektorzy inwestycyjni, analitycy, konsultanci). Przeciętnie zespół menadżerski funduszu liczył więc 8 osób (mediana 7), w tym 3 członków kluczowego personelu (mediana 3) i 5 członków zespołu zarządzającego (mediana 4). Największy zespół liczył 22 osoby personelu, w tym 3 kluczowych partnerów i 19 członków zespołu zarządzającego; z kolei najmniejszy liczy 3 osoby i jest złożony jedynie z kluczowego personelu. Analiza doświadczeń menadżerów wskazuje, że 59% stanowiły *first time teams* tj. fundusze, w których kluczowi partnerzy nie mieli wspólnych wcześniejszych doświadczeń inwestycyjnych. Pozostała grupa to fundusze, w której kluczowy personel inwestował już wspólnie w ramach innego funduszu. Silną grupę menadżerów stanowią zespoły inwestujące w 2015 i 2016 r. w ramach pilotażu BRIDGE Alfa (wszystkie 10 zespołów z pilotażu zostało wybranych w ramach pierwszego konkursu w 2016 r.). Kolejną grupę stanowią zespoły inwestujące w ramach działania 3.1. POIG w latach 2008-2015, które dotyczyło wsparcia procesu akceleracji i inkubacji w ramach inkubatorów inwestycyjnych. W mniejszym stopniu menadżerowie pochodzili z rynku prywatnego czy też z innych programów wspierających rozwój funduszy venture capital (takich jak działanie 3.2 POIG).

¹⁸ W tym przypadku zespół zarządzający to zarówno zarządzający jak i członkowie komitetu inwestycyjnego i rady naukowej.

Tabela 4. Charakterystyka zespołów menadżerskich w funduszach BRIdge Alfa (stan na koniec lutego 2020 r.)

	Liczba członków Kluczowego Personelu	Liczba pozostałych członków zarządzających	Średnia liczba członków Kluczowego Personelu na fundusz	Średnia liczba pozostałych członków zarządzających na fundusz	Liczba First-Time-Teams	Udział <i>First-Time-Teams</i> w liczbie funduszy
Konkurs 2016	60	98	3	4	6	27%
Konkurs 2017	136	235	3	5	33	75%
Razem	196	333	3	5	39	59%

Źródło: Taylor Economics na podstawie informacji udostępnionych przez NCBR

2.1.5 Zmiany regulacyjne rzutuujące na działanie funduszy

- ⇒ **Wdrożenie rozporządzenia Omnibus zmusiło fundusze do zrewidowania swoich polityk inwestycyjnych; Zmiana ta negatywnie odbiła się na wizerunku całego poddziałania i była krytykowana przez fundusze (zmiana reguł działania dokonana po rozstrzygnięciu konkursów);**
- ⇒ **Pojawienie się wymogu uzyskania statusu ASI opóźniło uruchamianie działalności operacyjnej funduszy.**

W trakcie wdrażania poddziałania 1.3.1 POIR wprowadzone zostały dwie zmiany regulacyjne istotne z punktu widzenia sprawności i skuteczności realizowanej interwencji publicznej. W czerwcu 2016 roku weszła w życie nowelizacja¹⁹ ustawy o funduszach inwestycyjnych mająca na celu wdrożenie do polskiego porządku prawnego dyrektywy AIFM²⁰. Nowe przepisy wprowadziły wymóg posiadania przez fundusze inwestycyjne, w tym fundusze VC i PE, wpisu do prowadzonego przez KNF rejestru zarządzających alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi. Przepisy dotyczące wymogu uzyskania wpisu do

¹⁹ Chodzi o Ustawę z dnia 31 marca 2016 roku implementującą Dyrektywę 2011/61/UE, która wprowadziła zmiany w Ustawie o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z dnia 27 maja 2004 r.

²⁰ AIFM – *Alternative Investment Fund Managers* (zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi).

rejestr zostały objęte 12 miesięcznym okresem *vacatio legis*. Zatem zaczęły one obowiązywać ok. 3 miesiące przed rozpoczęciem naboru wniosków w ramach drugiego konkursu. Z przeprowadzonych wywiadów wynikało, że do tego momentu większość zarządzających funduszami wybranymi w pierwszym konkursie oraz wnioskodawców z drugiego konkursu było przekonanych, że wymóg ten – ze względu na specyfikę całego programu (jego mieszany charakter – połączenie dotacji i inwestycji kapitałowej; wymóg realizacji fazy *proof of principle* i *proof of concept*) – nie będzie ich dotyczył, gdyż fundusze te nie podlegają ustawie o funduszach inwestycyjnych. Zapis o konieczności posiadania wpisu do rejestru nie pojawił się też w dokumentach określających zasady przeprowadzania konkursu. Dopiero w trakcie postępowania konkursowego NCBR zwróciło zainteresowanym uwagę²¹, że ocena konieczności spełnienia tego wymogu jest po stronie wnioskodawców co skutkowało wprowadzeniem zmian w dokumentacji konkursu (wzór umowy o dofinansowanie) oraz wydłużeniem czasu trwania naboru. Tym samym po rozstrzygnięciu drugiego konkursu fundusze musiały²² złożyć wnioski do KNF o wpis do rejestru²³. Konieczność uzyskania takiego wpisu o kilka miesięcy wydłużyła moment rozpoczęcia działalności operacyjnej funduszy.

Druga zmiana regulacyjna związana była z wejściem w życie w dniu 2 sierpnia 2018 roku tzw. rozporządzenia Omnibus²⁴. Rozporządzenie to doprecyzowało definicję beneficjenta (pomocy publicznej) co przy ustalonych w programie Bridge Alfa limitach inwestycyjnych i poziomach zaangażowania środków publicznych oznaczałoby niedopasowanie struktury całego przedsięwzięcia do obowiązujących przepisów o pomocy publicznej i ryzyko uznania przez Komisję Europejską ponoszonych wydatków za niekwalifikowane. Rozporządzenie dawało możliwość uchylecia się od statusu beneficjenta jedynie w sytuacji, gdy przekazywana przedsiębiorcom pomoc byłaby niższa od kwoty 200 tys. euro (na projekt). W związku z tą sytuacją NCBR 18 sierpnia 2018 roku poinformowało fundusze, że przedstawiciele NCBR zasiadający w komitetach inwestycyjnych nie będą uprawnieni do akceptowania tzw. decyzji inwestycyjnych, w których wsparcie na projekt

²¹ Kwestia ta została poruszona w odpowiedziach na pytania zadawane przez potencjalnych wnioskodawców: patrz <https://www.ncbr.gov.pl/programy/fundusze-europejskie/poir/faq/konkursy-2017/pytania-dotyczace-konkursu-11312017-bridge-alfa/>

²² Fundusze, które tego by nie zrobiły ryzykowały wejście w spór sądowy z KNF.

²³ Zgodnie z umową o dofinansowanie fundusze miały 6 miesięcy (od momentu podpisania umowy) na uzyskanie stosownego wpisu do rejestru prowadzonego przez Komisję Nadzoru Finansowego. Fundusze z konkursu 1/1.3.1/2016 również musiały wystąpić o wpis do KNF, tymczasowo działając na podstawie przepisów przejściowych.

²⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE, Euratom) 2018/1046 z dnia 18 lipca 2018 roku w sprawie zasad finansowych mających zastosowanie do budżetu ogólnego Unii, zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1296/2013, (UE) nr 1301/2013, (UE) nr 1303/2013, (UE) nr 1304/2013, (UE) nr 1309/2013, (UE) nr 1316/2013, (UE) nr 223/2014 i (UE) nr 283/2014 oraz decyzję nr 541/2014/UE, a także uchylające rozporządzenie (UE, Euratom) nr 966/2012.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

B+R udzielane ze środków NCBR (czyli publicznych) przekraczałyby wartość 200 tys. euro (ok. 800 tys. zł). Decyzje inwestycyjne przekraczające wartość 200 tys. euro, a podjęte przed 2 sierpnia 2018 r. realizowano bez zmian zgodnie z zawartą umową. Po 2 sierpnia fundusze mogły nadal inwestować w pojedynczy projekt do 3 mln zł (tak jak to było pierwotnie przewidziane w warunkach programu) jednakże wyłącznie ze środków prywatnych inwestorów. W praktyce oznaczało to jednak poważną zmianę w rozkładzie ryzyka inwestycyjnego w stosunku do pierwotnych założeń i konieczność zrewidowania przez fundusze swoich polityk inwestycyjnych w oparciu, o które blisko rok wcześniej konstruowano biznes plany. Zmiana ta wywołała falę niezadowolenia i krytyki ze strony funduszy (zmiana warunków realizacji poddziałania już po rozstrzygnięciu konkursu) co niewątpliwie skutkowało nadszarpnięciem zaufania do NCBR.

Obie zmiany regulacyjne nie miały większego znaczenia dla poddziałania 1.3.2 POIR. Wybór funduszy portfelowych (przez oba fundusze funduszy) zaczął się dopiero w 2018 roku co umożliwiło wcześniejsze rozpoznanie sytuacji w zakresie uzyskania wpisu do rejestru ASI i przygotowania się na tą okoliczność. Ponieważ w wypadku tego poddziałania mieliśmy do czynienia z instrumentem finansowym opartym na zasadzie *pari passu* zapisy rozporządzenia Omnibus nie miały zastosowania do realizowanych tu inwestycji kapitałowych.

2.1.6 Ogólny stan zaawansowania poddziałania 1.3.1 POIR

-
- ⇒ **Skumulowane wydatki na poziomie całego poddziałania 1.3.1 POIR dają zaawansowanie wynoszące ok 20% w stosunku do kapitalizacji 66 funduszy BRIDGE Alfa;**
 - ⇒ **Przy obecnym zaawansowaniu poddziałania nie jest możliwe osiągnięcie wskaźników w zakresie docelowej liczby funduszy, jak i wydatkowanego kapitału;**
 - ⇒ **Bardzo prawdopodobne jest osiągnięcie wskaźnika rezultatu w postaci liczby przedsiębiorstw wspartych przez fundusze kapitału podwyższonego ryzyka.**
-

Zgodnie z zaktualizowanym w grudniu 2019 r. załącznikiem nr 2 do SZOOP zawierającym wskaźniki rezultatu, w ramach działania 1.3.1 liczba przedsiębiorstw otrzymujących wsparcie (łącznie z regionów słabiej i lepiej rozwiniętych) powinna na koniec 2023 r. wynieść 836, w tym 70 funduszy BRIDGE Alfa. Kapitał prywatny uzupełniający wsparcie publiczne powinien wynieść 457,3 mln zł; przyjmując, że stanowi on 20% wartości budżetu inwestycyjnego to łączna wartość inwestycji powinna osiągnąć poziom 2286,5 mln zł. Przy tak skonstruowanych wskaźnikach rezultatu średnia wartość inwestycji kapitałowej powinna wynieść 3 mln zł, co jest wartością nie uwzględniającą zmian w regulaminie programu wprowadzonych przez rozporządzenie Omnibus. Biorąc pod uwagę możliwość wypowiedzenia przez NCBR umów z niektórymi funduszami (na skutek braku inwestycji) oraz małe możliwości realizacji nowego konkursu do końca 2020 r. osiągnięcie wskaźników w zakresie docelowej liczby funduszy, jak i przekazanego kapitału nie jest możliwe²⁵. Możliwe jest natomiast osiągnięcie wskaźnika rezultatu w postaci liczby przedsiębiorstw wspartych przez fundusze kapitału podwyższonego ryzyka. Z kolei wskaźnik produktu dotyczący zatrudnienia w wysokości 2 266 etatów może zostać osiągnięty, gdyż na podstawie sprawozdań monitoringowych spółki już informują o 672 etatach w spółkach portfelowych na koniec 2019 r.²⁶

Zgodnie ze stanem na koniec 2019 roku, 66 funduszy posiada docelową kapitalizację budżetów inwestycyjnych w wysokości 2024 mln zł, a wartość dokonanych

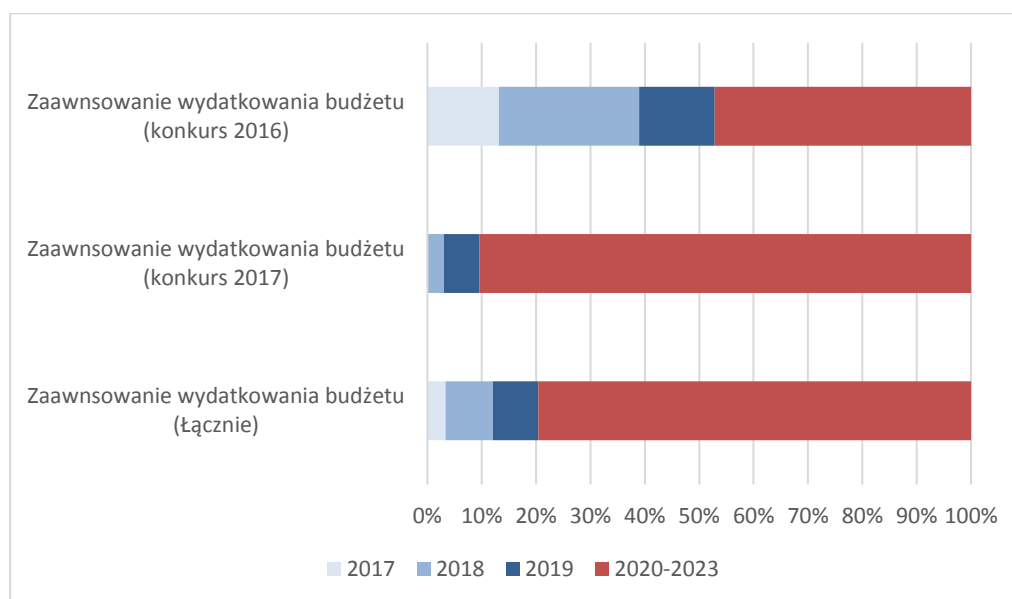
²⁵ W związku z powyższą sytuacją w aktualizacji SZOOP na kwiecień 2020 r. przewidziano obniżenie alokacji w ramach działania 1.3.1 POIR z 2,1 mld zł do 1,7 mld zł

²⁶ Na podstawie Tabela wskaźników rezultatu bezpośredniego i produktu dla działań i poddziałań SZOOP, stan na 31.12.2019 r.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

inwestycji wyniosła 413,6 mln zł. Zaawansowanie wydatkowania środków z tych budżetów w przypadku funduszy wybranych w konkursie w 2016 roku osiągnęło poziom 53%, a w przypadku funduszy z konkursu z 2017 roku zaledwie 10%. Skumulowane wydatki na poziomie całego poddziałania 1.3.1 POIR dają zaawansowanie wynoszące ok 20%.

Wykres 4. Zaawansowanie wydatkowania budżetów inwestycyjnych funduszy BRIDGE Alfa w poszczególnych latach (2017, 2018, 2019) oraz środki pozostałe do wydatkowania w okresie 2020-2023; stan na grudzień 2019 r.



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Przyjmując, że łącznie z budżetów inwestycyjnych wydano 413,6 mln zł dokonując 328 inwestycji to przy wartości inwestycji na poziomie 1 mln zł, fundusze – dla skonsumowania całej alokacji przewidzianej na poddziałanie - muszą do końca 2023 roku dokonać jeszcze 1610 inwestycji. Oznacza to, że konieczne jest inwestowanie w tempie ok. 400 spółek rocznie, co wymaga ponad czterokrotnego wzrostu tempa inwestycji. Analizując sytuację w podziale na konkursy, najprawdopodobniej fundusze z konkursu w 2016 r. skonsumują docelową kapitalizację (wydatkują środki), natomiast fundusze z konkursu z 2017 r. wykorzystają maksymalnie połowę alokacji.

Fundusze wybrane w konkursie z 2016 roku wydały już około 53% swoich budżetów inwestycyjnych. Fundusze powstałe później (konkurs w 2017 roku) jedynie 10%. Oznacza to, że łącznie na poziomie całego poddziałania 1.3.1 POIR wydano ok. 20% alokacji. Przy takim tempie działania funduszy nie jest możliwe, aby do końca 2023 roku całości środków zarezerwowanych na to poddziałanie została zamieniona na inwestycje w spółki portfelowe.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

W konsekwencji nierealne jest także osiągnięcie wskaźników rezultatu w odniesieniu do kwoty kapitału prywatnego uzupełniającego wsparcie publiczne. Dodatkowo przy 66 podpisanych umowach i ryzyku rozwiązania około 20 z tych umów mało prawdopodobne jest osiągnięcie założonej liczby utworzonych funduszy (70)²⁷.

²⁷ Biorąc pod uwagę przesunięcia w alokacji sytuacja zmienia się w taki sposób, że zaawansowanie programu jest na poziomie 27%, a kwota, która przy utrzymaniu dotychczasowego tempa inwestycyjnego może zostać niewydatkowana to około 400 mln zł. Ocena wpływu na wskaźniki rezultatu nie była możliwa z uwagi na brak ich aktualizacji.

2.2 Wdrażanie poddziałania 1.3.2 POIR (BRIdge VC/CVC)

2.2.1 Wybrane fundusze Bridge VC/CVC

-
- ⇒ **Wdrażanie poddziałania jest bardzo opóźnione ze względu na konieczność rozwiązania umowy z pierwszym operatorem funduszy funduszy oraz wolnym postępowaniem pozyskiwania funduszy typu CVC;**
 - ⇒ **Do końca 2019 roku podpisano umowy z 5 funduszami portfelowymi;**
 - ⇒ **Fundusze te dokonały łącznie 6 inwestycji w spółki portfelowe²⁸.**
-

Wdrażanie poddziałania zaplanowano w formule funduszu funduszy. W toku postępowania przetargowego przeprowadzonego na początku 2017 roku wyłoniono dwa zespoły menedżerskie mające zarządzać funduszem funduszy BRIdge VC (konsorcjum VC3.0 sp. z o.o. i FinCrea TFI SA) oraz funduszem funduszy PFR-NCBR CVC (PFR Ventures i BGK TFI, obecnie PFR TFI). W wyniku utraty możliwości wykonywania swojej działalności przez jednego z członków konsorcjum VC3.0 sp. z o.o. i FinCrea TFI SA w styczniu 2018 roku Narodowe Centrum Badań i Rozwoju wypowiedziało umowę o finansowanie i zdecydowano o przekazaniu w ramach tego poddziałania 100 mln zł do funduszu funduszy PFR NCBR CVC.

W ramach tego instrumentu procedura wyboru funduszy ma charakter naboru ciągłego. Do końca 2019 roku wybrano i podpisano umowy z pięcioma funduszami portfelowymi.

W czerwcu 2018 roku podpisano umowę inwestycyjną z funduszem EEC Magenta Sp. z o.o. ASI SKA, który dysponuje kapitalizacją w wysokości 160 mln zł z wkładem publicznym PFR Ventures na poziomie 80 mln zł. Budżet inwestycyjny tego funduszu to 136,6 mln zł. Inwestorem prywatnym w tym funduszu jest koncern energetyczny Tauron.

Drugi fundusz - Energy Innovation SpeedUp Management Sp. z o.o. ASI s.k.a. - podpisał umowę w lipcu 2018 roku. Fundusz dysponuje kapitalizacją w wysokości 100 mln zł (wkład publiczny na poziomie 50 mln zł) z budżetem inwestycyjnym wynoszącym 81,5

²⁸ Na podstawie informacji NCBR, zgodnie ze stanem na 18 czerwca łączna liczba inwestycji wynosi 9.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

mln zł. Inwestorem prywatnym jest koncern energetyczny PGE. Oba fundusze zostały zarejestrowane na przełomie 2018 i 2019 roku.

W grudniu 2018 roku PFR NCBR CVC zawarł umowę subskrypcyjną z trzecim funduszem: Cogito Fund I SCSp SICAV-RAIF. Kapitalizacja funduszu została określona na poziomie 56 mln EUR przy wkładzie PFR Ventures w ramach instrumentu BRIDGE CVC wynoszącym 10 mln EUR. Zamknięcie finansowania funduszu (w zakresie wpłat i zobowiązań inwestorów) nastąpiło 15 marca 2019. Głównym inwestorem w funduszu Cogito jest Europejski Fundusz Inwestycyjny, a PFR Ventures jest dodatkowo inwestorem w ramach drugiego instrumentu – PFR KOFFI FIZ z kwotą 14 mln EUR. Tym samym jest to bardzo nietypowy fundusz łączący w sobie kapitał pochodzący z trzech różnych instrumentów finansowych.

W grudniu 2019 r. PFR Ventures zawarł umowę z Icos Capital Fund III, na mocy której powstał fundusz Icos Polish Nexus Sub Fund o kapitalizacji 21 milionów EUR z wkładem PFR NCBR CVC 10 mln EUR. Obok PFR NCBR CVC udziałowcami w funduszu są trzy korporacje europejskie: szwajcarska Bühler Group, lider rynku systemów i rozwiązań dla sektora rolno-spożywczego i samochodowego; holenderski Nouryon (dawniej AkzoNobel Specialty Chemicals) oraz holenderski Royal Cosun - spółdzielnia rolno-spożywcza, producent biochemikaliów i materiałów.

Również w grudniu 2019 w ramach powyższego podziałania podpisana została umowa z funduszem AVIA Capital. Fundusz posiada kapitalizację 58,75 mln EUR, gdzie wkład PFR NCBR CVC wynosi 16,6 mln EUR. Fundusz finansowany jest również w ramach działania KOFFI oraz poprzez EBOiR i EFI.

2.2.2 Ogólny stan zaawansowania poddziałania 1.3.2 POIR

-
- ⇒ **Wykorzystanie alokacji na poddziałanie na poziomie funduszy funduszy wynosi 27%;**
 - ⇒ **Ze względu na opóźnienie we wdrażaniu, wydanie całej puli środków przeznaczonych na poddziałanie nie jest możliwe w zaplanowanym pierwotnie terminie;**
 - ⇒ **Wątpliwe jest osiągnięcie założonych wskaźników rezultatu.**
-

Łączna docelowa kapitalizacja funduszy wspartych w ramach działania PFR NCBR CVC na koniec 2019 r. powinna wynieść około 800 mln zł. Niemniej jednak, w wyniku przesunięć środków finansowych i zmiany umowy z PFR Ventures w kwietniu 2020 r. kwota alokacji została zmniejszona do 499,225 mln zł.

Na koniec 2019 r. PFR Ventures w ramach funduszy funduszy PFR NCBR CVC podpisał umowy z pięcioma funduszami VC, co daje wykorzystanie alokacji na poziomie 58%. Fundusz funduszy ma możliwość alokowania środków do funduszy CVC/VC do końca 2020 r. tym samym wykorzystanie pełnej alokacji może okazać się niemożliwe w realizacji. Problematyczna będzie także dalsza dystrybucja już zalokowanych środków przez fundusze VC do końca 2023 r. Ich tempo inwestycyjne (jak i wartość pojedynczej transakcji) musi być wyższa niż do tej pory.

Na chwilę obecną osiągnięcie założonych wskaźników rezultatu będzie bardzo trudne. Zaktualizowany w grudniu 2019 roku załącznik nr 2 do SZOOP²⁹ stanowi, że wsparcie inne niż dotacyjne powinno trafić do co najmniej 160 przedsiębiorstw, a wartość inwestycji powinna wynieść ok 816,6 mln zł (kapitał prywatny i publiczny). Jednak biorąc pod uwagę wszystkie fundusze, z którymi podpisano umowy dysponują one kapitałem umożliwiającym dokonanie inwestycji o maksymalnej wartości około 490 mln zł. Przyjmując, że pojedyncza inwestycja będzie miała wartość ok 1 mln EUR oznacza to możliwość zainwestowania w około 100 podmiotów. Do końca stycznia 2020 roku fundusze CVC dokonały 6 inwestycji o łącznej wartości ok 29 mln zł.

²⁹ Zaktualizowany w czerwcu 2020 r. Załącznik nr 2 do SZOOP również nie zawiera żadnych zmian w tym zakresie.

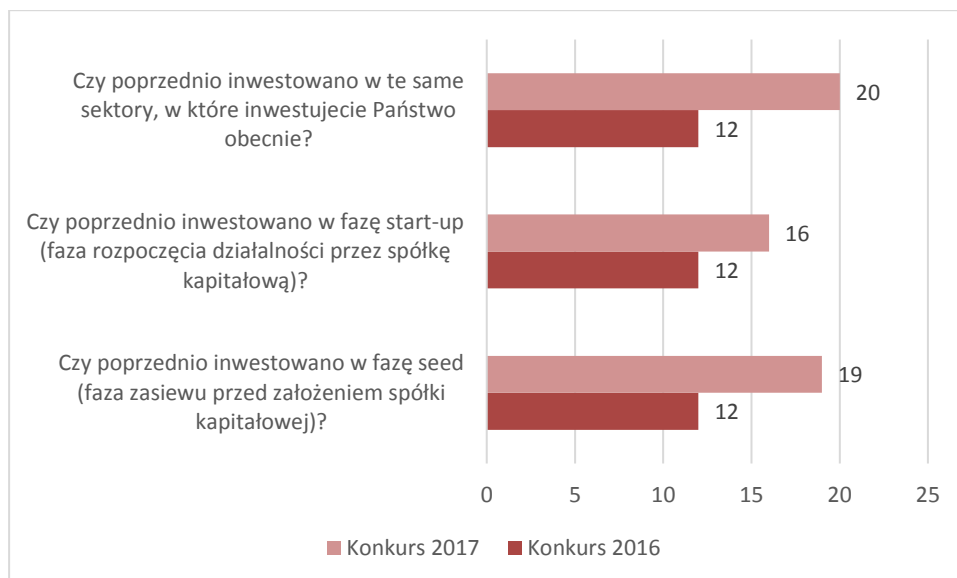
2.3 Bezpośredni wpływ na beneficjentów (poziom prywatnych inwestorów i funduszy VC)

2.3.1 Neutralny wpływ na branżowy zakres działalności

-
- ⇒ **Interwencja publiczna na rynku VC w postaci poddziałania 1.3.1 i 1.3.2 POIR miała zasadniczo neutralny wpływ na strategię działania dofinansowanych funduszy;**
 - ⇒ **Rodzaj spółek i branże, w które inwestują fundusze jest odzwierciedleniem doświadczenia inwestycyjnego zdobytego przez członków zespołu zarządzającego w latach wcześniejszych (przed uruchomieniem programu pomocowego).**
-

Interwencja publiczna na rynku VC w postaci poddziałania 1.3.1 POIR miała zasadniczo neutralny wpływ na strategię działania dofinansowanych funduszy Bridge Alfa. To, w co (rodzaj spółek, branże) zamierza inwestować fundusz Bridge Alfa jest odzwierciedleniem doświadczenia inwestycyjnego zdobytego przez członków zespołu zarządzającego w latach wcześniejszych (przed uruchomieniem programu pomocowego). Wniosek taki można wyciągnąć porównując profile inwestycji zrealizowanych w ramach programu pomocowego z charakterystyką wcześniejszego dorobku inwestycyjnego (przed programem pomocowym). Także porównanie formalnych polityk inwestycyjnych zadeklarowanych we wnioskach o wsparcie ze zgromadzonym uprzednio dorobkiem inwestycyjnym wskazuje na istnienie bezpośredniej relacji pomiędzy przeszłością (zdobyte doświadczenie), a planami inwestycyjnymi. Tak więc inwestycje w ramach programu pomocowego są realizowane zasadniczo w obszarze sektorów/branż, na których fundusze (ich zarządzający) się znajdują i z którymi miały do czynienia uprzednio. Wniosek ten dotyczy oczywiście wyłącznie tych funduszy, które są zarządzane przez względnie trwałe zespoły menedżerskie, czyli takie, które działały na rynku VC przed uruchomieniem programu pomocowego. Funduszy takich w analizowanej populacji jest około 41%. Wnioski wynikające z analizy dokumentacji konkursowej potwierdzają też badania CAPI i CATI obejmujące członków kluczowego personelu funduszy. W przypadku właśnie takich zespołów (nie będących *first-time-teams*) znaczna większość inwestycji dokonanych w okresie ostatnich 3 lat (przed uruchomieniem poddziałania 1.3.1 POIR) dotyczyła faz analogicznych jak w poddziałaniu 1.3.1 POIR – tj. fazy *seed* lub *start-up* – i dotyczyła tych samych sektorów (w przypadku funduszy wybranych w pierwszym konkursie było to 12 odpowiedzi i 20 odpowiedzi w przypadku funduszy z drugiego konkursu).

Wykres 5. Polityka inwestycyjna zespołów zarządzających funduszami BRIdge Alfa w ostatnich trzech latach przed złożeniem wniosku w ramach działania 1.3 POIR (odpowiedzi pozytywne – tak)



Źródło: Badanie CAPI kluczowego personelu funduszy BRIdge Alfa (konkurs z 2016 roku $n = 13$; konkurs z 2017 roku $n = 20$).

Podobna sytuacja występuje w przypadku funduszy BRIdge CVC, gdzie zespoły zarządzające to osoby z bardzo dużym doświadczeniem zawodowym zdobytym w kierowaniu funduszami finansowanymi w ramach programów KFK – Speedup Energy Innovation czy też z rynku prywatnego Cogito Capital Partners, EEC Magenta czy ICOS Capital. Strategie trzech pierwszych funduszy związane są z inwestycjami w obszary ICT czy fintech, a także w obszarze energetyki (zarówno z uwagi na profil branżowy inwestora jak i doświadczenia zespołu), chociaż rozwiązania z obszaru przemysłu 4.0 czy IOT stanowią równie istotny element strategii. W przypadku funduszu ICOS obszar inwestycji dotyczy nowoczesnych technologii i oprogramowania w przemyśle chemicznym, spożywczym i rolnym (agri-tech).

Niemniej jednak na przestrzeni lat strategie inwestycyjne ulegają zmianom. W badaniu ankietowym menadżerów funduszy na zmianę strategii wskazywało 15% tj. 7 ankietowanych funduszy (47). Natomiast na jakąkolwiek zmianę wskazywała ponad połowa z ankietowanych funduszy (25 z 47). Mają na to wpływ dwa główne czynniki. Po pierwsze następują zmiany wśród kluczowego personelu (23% ankietowanych funduszy spośród tych, którzy wskazali na zajście zmian), co w konsekwencji prowadzi do zmian w strategii. Po drugie obniżenie wartości pojedynczej inwestycji przy zachowaniu dotychczasowej kapitalizacji funduszu spowodowało wzrost liczby inwestycji, a tym samym poszerzenie zakresu branżowego i dostosowanie go do ogólnej puli projektów.

2.3.2 Poszerzenie zakresu o projekty B+R

-
- ⇒ ***Pozytywnym efektem programu pomocowego w zakresie finansowania ryzyka jest poszerzenie perspektywy działania funduszy o projekty zawierające komponent B+R;***
 - ⇒ ***Coraz więcej funduszy współpracuje zarówno ze spółkami celowymi jednostek naukowych jak i CTT;***
 - ⇒ ***Pomimo, że ocena tej współpracy znajduje się na przeciętnym poziomie to jednak z roku na rok jest coraz wyższa, zwłaszcza w zakresie wsparcia funduszy w wyszukiwaniu ciekawych projektów inwestycyjnych.***
-

Ważnym pozytywnym i bezpośrednim efektem programu pomocowego jest poszerzenie perspektywy działania dofinansowanych funduszy o projekty zawierające komponent B+R. Wymóg inwestowania w projekty, w ramach których realizowane są prace B+R stanowi fundament całego programu pomocowego. W tym celu do regulaminu funkcjonowania funduszu Bridge Alfa włączono szereg zapisów obligujących fundusze do określonego zachowania (np. obowiązek przeprowadzenia fazy *proof of principle*). Funkcje kontrolne w tym zakresie pełnią komitety inwestycyjne, w tym w szczególności przedstawiciele NCBR. Jakkolwiek w badaniu CAPI i CATI większość (97%) ankietowanych członków kluczowego personelu stwierdziła, że w przeszłości inwestowała w projekty B+R realna skala tego typu inwestycji była najprawdopodobniej bardzo mała³⁰.

Trudny dostęp do projektów

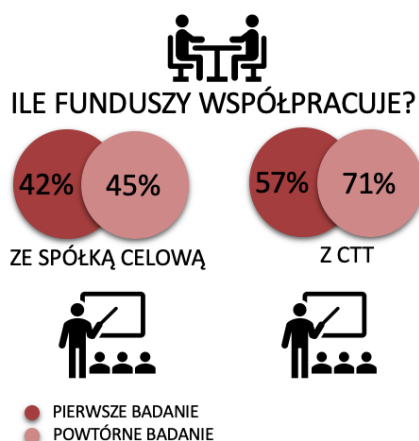
Wciąż dużym problemem jest jednak dostęp funduszy do projektów B+R za pośrednictwem centrów transferu oraz tzw. spółek celowych. Wraz z upływem czasu wzrasta liczba funduszy deklarujących współpracę z tymi podmiotami. Infografika 2 obrazuje wzrost liczby funduszy BRIdge Alfa (dla obu konkursów łącznie w ramach badania pierwszego i powtórnego) współpracujących z CTT i spółkami celowymi. Jeszcze bardziej widoczne jest to w przypadku trzech badań funduszy z pierwszego konkursu (Infografika 3). Użyteczność tej współpracy jest oceniana jako słaba, przy czym wyżej ceniona jest pomoc ze strony spółek celowych niż centrów transferu. Dodatkowo wraz z upływem czasu nieznacznie wzrasta ocena użyteczności spółek celowych a spada centrów transferu. Takie

³⁰ Może o tym świadczyć duża rozbieżność pomiędzy odpowiedzią na pytanie o inwestycje w projekty B+R (97% inwestowało) a odpowiedzią na pytanie o inwestycje w projekty B+R, ale takie które pochodziły z jednostek naukowych (58% inwestowało), a więc zawierały taki komponent B+R o jaki w programie pomocowym głównie chodziło.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

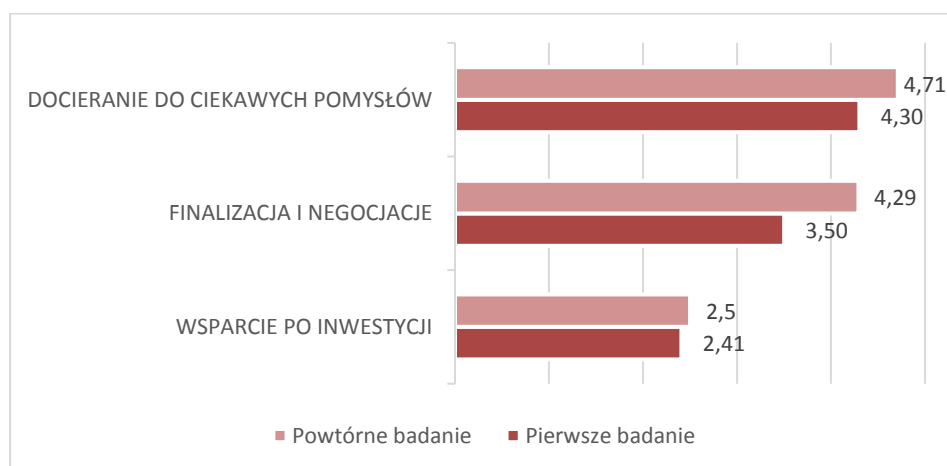
zróżnicowanie ocen może jednak wynikać z odmiennych ról pełnionych przez te podmioty (centra zajmują się komercjalizacją bezpośrednią polegającą na udzielaniu licencji podczas, gdy spółki celowe powinny wspierać powstawanie spółek spin-off/out). Tym niemniej wciąż problematyczna jest niska użyteczność tej infrastruktury. Najwyższa ocena dotyczy etapu screeningu, w którym spółka celowa czy CTT wspomaga fundusz w wynajdowaniu ciekawych projektów, a niższa jest w odniesieniu do etapu negocjacji i strukturalizacji umowy. Zdecydowanie najniżej oceniana jest użyteczność na etapie post inwestycyjnym.

Infografika 2. Współpraca funduszy BRIdge Alfa ze spółkami celowymi i CTT (na podstawie wyników badania ankietowego łącznie dla funduszy z pierwszego i drugiego konkursu)



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CAPI z funduszami BRIdge Alfa (n=72 i n=31)

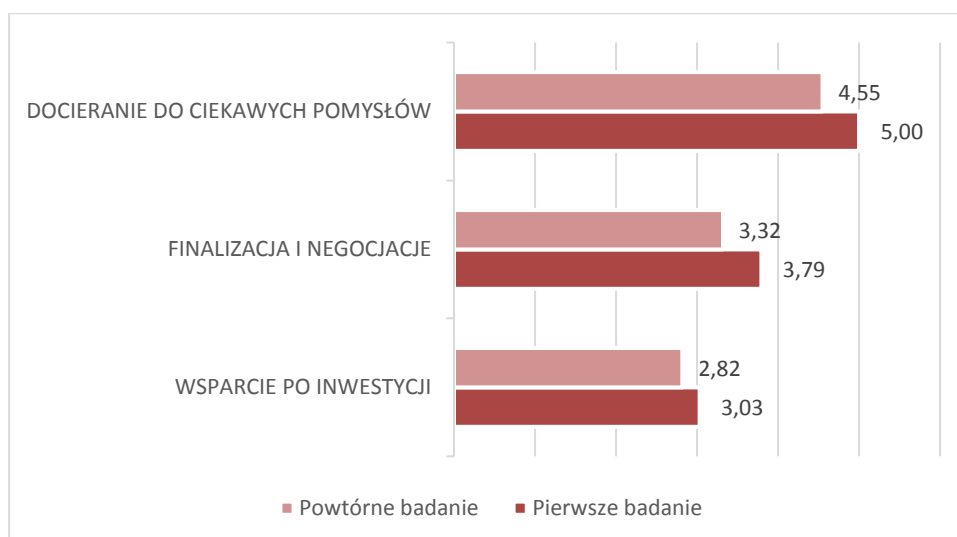
Wykres 6. Ocena współpracy funduszy BRIdge Alfa ze spółką celową (na podstawie wyników badania ankietowego łącznie dla funduszy z pierwszego i drugiego konkursu; w skali 1 do 10)



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CAPI z funduszami BRIdge Alfa (pierwsze badania n=72 i powtórne badanie n=31)

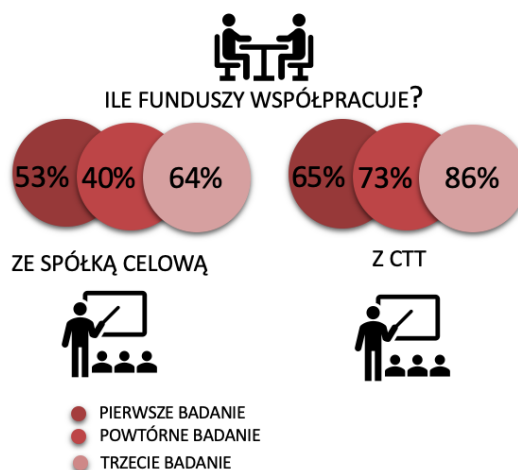
Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Wykres 7. Ocena współpracy funduszy BRIdge Alfa z CTT (na podstawie wyników badania ankietowego łącznie dla funduszy z pierwszego i drugiego konkursu; w skali 1 do 10)



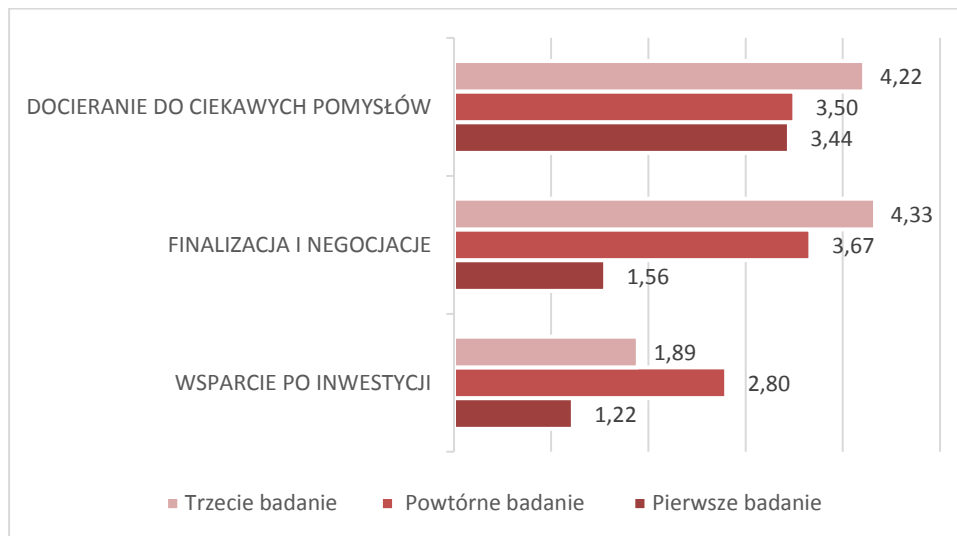
Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CAPI z funduszami BRIdge Alfa (pierwsze badania n=72 i powtórne badanie n=31)

Infografika 3. Współpraca funduszy BRIdge Alfa ze spółkami celowymi i CTT (trzy badania dla funduszy z konkursu w 2016 r.)



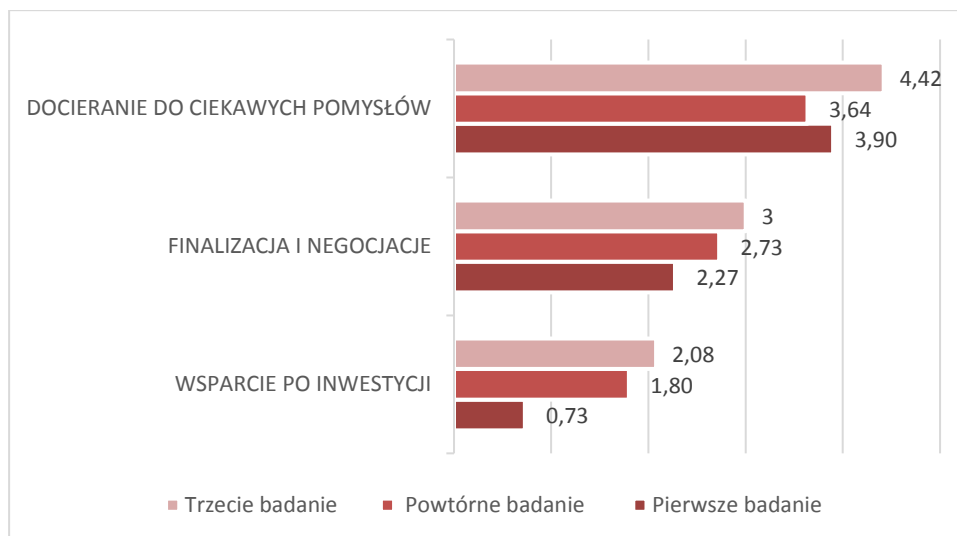
Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CAPI (n=17, n=15 i n=14)

Wykres 8. Ocena współpracy funduszy BRIdge Alfa ze spółką celową (trzy badania dla funduszy z konkursu w 2016 r.; w skali 1 do 10)



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CAPI (n=17, n=15 i n=14)

Wykres 9. Ocena współpracy funduszy BRIdge Alfa z CTT (trzy badania dla funduszy z konkursu w 2016 r.; w skali 1 do 10)



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CAPI (n=17, n=15 i n=14)

Mała liczba projektów nadających się do inwestowania

W opinii menadżerów uczelnie dysponują raczej przeciętną (ani dużą, ani małą) liczbą projektów technologicznych (w tym *life science*). W badaniu ankietowym spółek portfelowych funduszy BRIdge Alfa (w ramach działania 1.3.1 POIR) podaż tych projektów oceniają na 2,7 pkt (w skali 0 - 5); w pierwszym badaniu było to 2,8 pkt. Jednak tylko nieznaczna część z nich – w opinii respondentów - nadaje się do komercjalizacji przy

wykorzystaniu funduszu VC - około 16%. W opinii funduszy taki stan rzeczy wynika z braku motywacji ze strony jednostek naukowych (87% wskazań) oraz braku zasobów organizacyjnych na przygotowanie projektów do komercjalizacji (71% wskazań).

Za pozytywny efekt programu pomocowego należy zatem uznać poszerzenie perspektywy działania funduszy o projekty B+R. Trzeba jednak zaznaczyć, że skala pozytywnego oddziaływania na fundusze (akumulacja nowego know-how) będzie uzależniona od dwóch czynników. Po pierwsze rynek VC kieruje się określonymi modami inwestycyjnymi (np. ICT, czy ostatnio fin-tech). Wymogi programu pomocowego stoją w pewnym konflikcie z taką modą, gdyż narzucają określony kierunek inwestowania (projekty B+R). Im skuteczniej NCBR poprzez swoich przedstawicieli w komitetach inwestycyjnych będzie w stanie zapewnić zgodność realizowanych inwestycji z celami programu, tym większe nowe *know-how*³¹ zostanie zakumulowane przez fundusze. I odwrotnie: im mniejsza skuteczność NCBR tym bardziej fundusze będą podążały za modą inwestycyjną tym samym inwestując w tych obszarach, w których dotychczas inwestowały. Po drugie, jeśli głównym źródłem projektów B+R mają być jednostki naukowe³² to współpraca funduszy z jednostkami naukowymi nie może generować kosztów związanych z dostępem do projektów (np. bardzo długi czas oczekiwania na decyzję władz jednostki naukowej), których fundusze nie są w stanie ponieść. Innymi słowy fundusze nie będą w stanie inwestować w projekty B+R i nabierać nowych doświadczeń, gdy skłonność jednostek naukowych do takiej współpracy będzie niska.

Pozytywnym z punktu widzenia budowania relacji z funduszami VC i ułatwiania dostępu do projektów B+R jest obecność jednostek naukowych (poprzez ich spółki celowe) wśród inwestorów funduszy BRIDGE Alfa. Sytuację taką zidentyfikowano w przypadku trzech funduszy (spółka celowa jako udziałowiec funduszu; w dwóch przypadkach udział spółki celowej wynosi powyżej 10% kapitału funduszu, a jednym przypadku poniżej 1%). Dodatkowo, wśród personelu kluczowego i zespołu zarządzającego możemy zidentyfikować osoby powiązane z centrami transferu czy spółkami celowymi.

Niestety, ale te formy zaangażowania w fundusze nie przekładają się na większą liczbę inwestycji w spółki typu *spin-off* z udziałem jednostek naukowych. Z danych na temat inwestycji dokonanych przez fundusze BRIDGE Alfa do końca 2019 r. wynika, że fundusze zrealizowały ich jedynie dwie. Wprawdzie zgodnie z deklaracjami funduszy 19,5% projektów jest z udziałem doktorantów lub osób powiązanych z jednostkami naukowymi, ale nie są to projekty będące przedmiotem formalnej komercjalizacji ze strony

³¹ Elementami takiego nowego know-how będzie to jak prowadzić projekty z komponentem B+R, jak pozyskiwać takie projekty z jednostek naukowych, jak współpracować z zespołami naukowymi, itd.

³² Gdyż to w jednostkach naukowych skala prowadzonych badań jest największa (np. w relacji do prac B+R prowadzonych w sektorze przedsiębiorstw); są one też najbardziej innowacyjne.

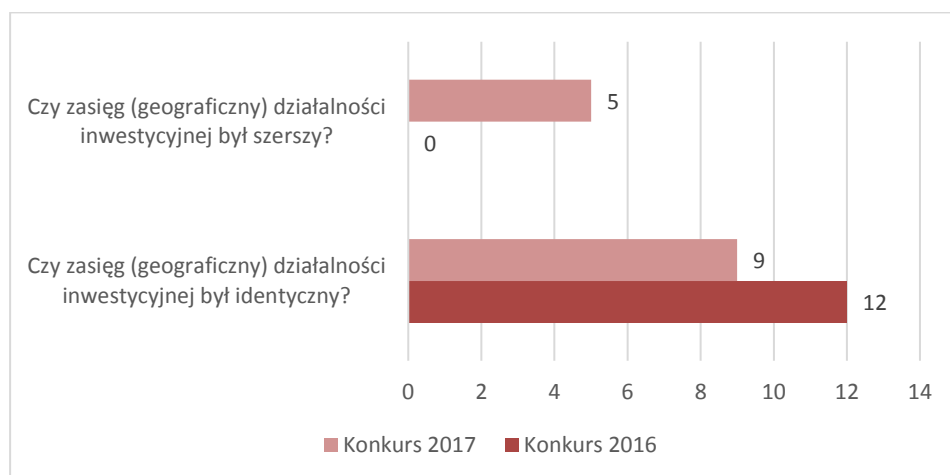
jednostek naukowych. Może to oznaczać, że skala korzyści (przyrost specyficznego know-how) uzyskiwanych przez fundusze (zespoły zarządzające) będzie mniejsza niż można to było pierwotnie zakładać.

2.3.3 Pozytywny wpływ na zasięg działania

⇒ ***Poddziałanie 1.3.1 POIR (BRIdge Alfa) spowodowało poszerzenie geograficznego zasięgu inwestycji kapitałowych w stosunku do okresu sprzed interwencji. Jest to pozytywny efekt programu.***

Chociaż poddziałanie 1.3.1 POIR ma zasadniczo neutralny wpływ na sektorowy/branżowy zasięg działania funduszy, to niewątpliwie wsparcie działalności inwestycyjnej środkami publicznymi umożliwia poszerzenie geograficznego zasięgu inwestycji. Z badania CAPI i CATI wynika, że w przypadku pięciu funduszy wyłonionych w drugim konkursie (2017 rok) zasięg geograficzny ich działania – dzięki wsparciu publicznemu - został poszerzony. Najczęściej oznaczało to przejście z poziomu inwestycji realizowanych uprzednio na terenie kilku województw do objęcia procesem poszukiwania projektów całego kraju. Dwanaście funduszy wyłonionych w pierwszym konkursie (2016 rok) deklarowała ten sam geograficzny zakres działania. Większość z nich jednak już uprzednio działała na terenie całego kraju, a środki uzyskane z NCBR umożliwiły utrwalenie takiego zasięgu działania.

Wykres 10. Polityka inwestycyjna zespołów zarządzających funduszami BRIdge Alfa w ostatnich trzech latach przed złożeniem wniosku w ramach działania 1.3 POIR (odpowiedzi pozytywne – tak)



Źródło: Badanie CAPI kluczowego personelu funduszy BRIdge Alfa (konkurs z 2016 roku n = 13; konkurs z 2017 roku n = 20).

Rozkład przestrzenny wskazuje na znaczną koncentrację funduszy. Najwięcej funduszy ma swoje centrale w Krakowie (14), w województwie małopolskim i Wrocławiu (12) w województwie dolnośląskim. W obu tych miastach, które są zarówno dużymi ośrodkami gospodarczymi, jak i głównymi centrami naukowymi zlokalizowanych jest 40% wszystkich utworzonych funduszy. Na kolejnych miejscach uplasowały się: Lublin (9), Łódź (7) i aglomeracja trójmiejska (7). Inwestycje realizowane przez fundusze wykraczają jednak poza obszar województwa, na którym są zlokalizowane. W szczególności dotyczy to województwa mazowieckiego³³, gdzie skupienie inwestycji jest najwyższe, a formalnie funduszy BRIDGE Alfa nie ma. Również w przypadku województwa lubuskiego, opolskiego, podkarpackiego i zachodniopomorskiego brak jest funduszy. Najmniejsza liczba inwestycji (po jednej) jest w województwach opolskim, lubuskim i świętokrzyskim, gdzie również nie odnotowano zlokalizowanych funduszy BRIDGE Alfa (w przypadku świętokrzyskiego jest jeden fundusz). Może to świadczyć o kształtowaniu się pewnej luki przestrzennej w zakresie dostępu do kapitału udziałowego. Niemniej jednak w miarę wzrostu aktywności funduszy powiększa się również zasięg geograficzny inwestycji. Z drugiej strony takie województwa jak wielkopolskie, małopolskie, mazowieckie czy dolnośląskie odpowiadają za prawie 60% inwestycji, co może sugerować silne wykorzystanie zasobów i coraz większe trudności w pozyskiwaniu nowych projektów. Będzie to również zachęcać fundusze do eksploatacji mniej aktywnych pod względem przedsiębiorczości regionów.

³³ Związane jest to z alokacją środków strukturalnych z UE, gdzie jedynie teren województwa mazowieckiego traktowany jest jako obszar lepiej rozwinięty i w związku z powyższym alokacja środków jest niższa niż w pozostałych regionach Polski.

2.4 Bezpośredni wpływ na beneficjentów (poziom beneficjentów ostatecznych – spółki portfelowe)

2.4.1 Wprowadzenie – ogólna charakterystyka dokonanych inwestycji

- ⇒ **Do końca 2019 roku fundusze Bridge Alfa dokonały 328 inwestycji w 319 spółek; 50% inwestycji jest efektem działania 14 funduszy;**
- ⇒ **Portfel 319 spółek, w ramach zrealizowanych 328 transakcji wchłonął 330,8 mln zł wniesionych przez NCBR w formie dotacji na prace B+R oraz 82,8 mln zł kapitałów prywatnych;**
- ⇒ **Średnia wartość inwestycji w spółkę wynosi 1,26 mln zł;**
- ⇒ **Inwestycje dokonywane są głównie w spółki nowoutworzone działające nie dłużej niż 10 miesięcy;**
- ⇒ **Projekty, w które dokonywane są inwestycje pochodzą głównie z przedsiębiorstw lub od przedsiębiorców indywidualnych;**
- ⇒ **19,5% inwestycji to projekty pochodzące z jednostek naukowych lub bezpośrednio od naukowców lub doktorantów;**
- ⇒ **Wśród inwestycji dominuje sektor ICT;**
- ⇒ **43% spółek deklaruje współpracę z jednostkami naukowymi (głównie konkretnymi naukowcami), liczba ta z roku na rok spada.**

Liczba, wartość, struktura

Do końca 2019 roku fundusze Bridge Alfa zrealizowały 328 inwestycji w 319 spółek portfelowych (różnica pomiędzy liczbą inwestycji a liczbą spółek odpowiada 9 koinwestycjom dokonywanym wspólnie przez co najmniej dwa fundusze BRIdge Alfa)³⁴. Portfel ten został zbudowany w okresie trzech lat (2017-2019) w miarę rozpoczęcia działalności operacyjnej przez kolejne fundusze wyłonione w dwóch konkursach. W 2017 roku, w którym działalność operacyjną podjęło 16 funduszy Bridge Alfa zrealizowano 44 inwestycje. W kolejnym roku 29 funduszy dokonało 110 nowych inwestycji, a w roku

³⁴ W podrozdziale pt. „Fundusze – stan obecny” pojawia się informacja o 346 transakcjach (inwestycjach) dokonanych w 331 spółek. Dane te oparte są na bazie udzielonej pomocy publicznej. Podawane powyżej dane (328 inwestycji w 319 spółek) odnoszą się do inwestycji, które zmaterializowały się w sensie prawnym tzn. inwestycja (np. nowa spółka) została wpisana do krajowego rejestru sądowego. Zatem pierwsza z baz rejestruje transfery środków, podczas gdy druga rejestruje faktycznie dokonaną (prawnie potwierdzoną) inwestycję.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

następnym łącznie 41 funduszy prowadzących inwestycje (spośród 66, z którymi NCBR podpisało umowy) dokonały 174 inwestycji. Znaczne rozciągnięcie w czasie momentu rozpoczęcia przez fundusze działalności operacyjnej spowodowało duże zróżnicowanie w rozmiarach poszczególnych portfeli inwestycyjnych. Obecnie na sześć funduszy działających najdłużej, wyłonionych w pierwszym konkursie, przypada 26% inwestycji. Natomiast 50% wszystkich inwestycji jest efektem działania 14 funduszy.

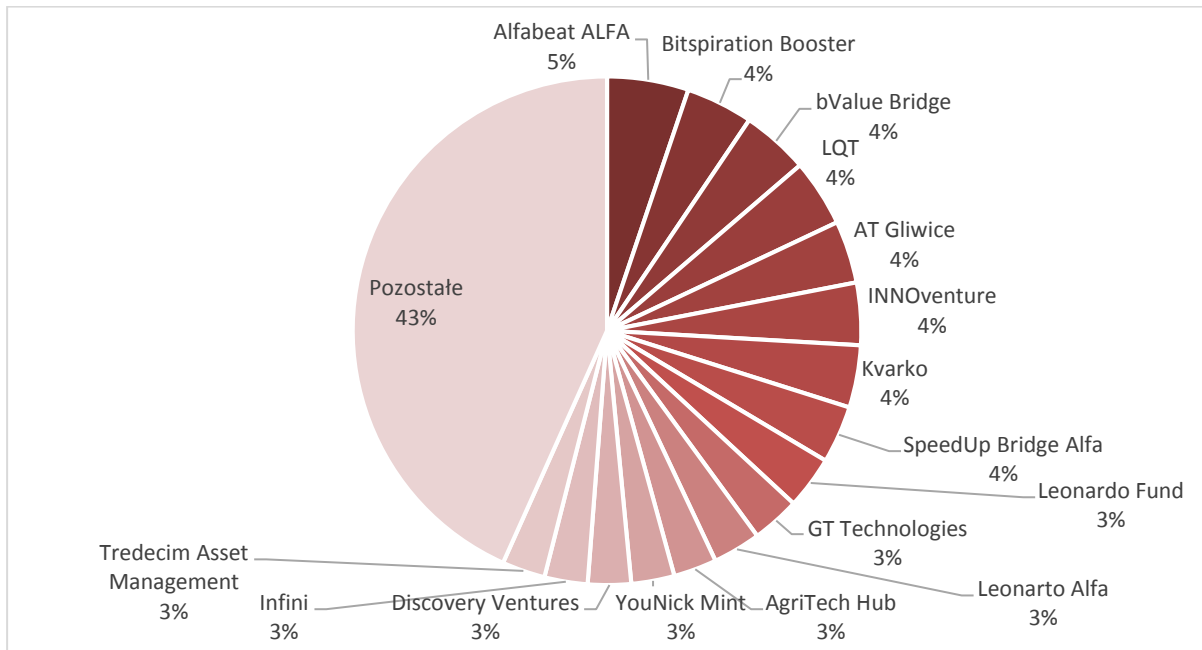
Tabela 5. Liczba inwestycji funduszy BRIdge Alfa w latach 2017-2019

Lata	Liczba inwestycji	Średni % udział funduszu we własności spółki	Łączna wartość inwestycji (wkład prywatny i NCBR)	Średnia wartość inwestycji
2017	44	23,8	67 012 994	1 523 023
2018	110	20,1	176 620 978	1 605 645
2019	174	23,2	169 986 496	976 934
Razem	328	23,0	413 620 468	1 230 416

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR.

Cały portfel 319 spółek, w ramach zrealizowanych 328 transakcji wchłonął 330,8 mln zł wniesionych przez NCBR w formie grantów przeznaczonych na prace B+R oraz 82,8 mln zł kapitałów prywatnych - łącznie 413,6 mln zł. Średnia wartość inwestycji w spółkę wyniosła ok. 1,26 mln zł na co składa się ok. 1 mln zł w formie grantu i 252,4 tys. zł kapitału prywatnego. Inwestując w spółki fundusze Bridge Alfa średnio obejmowały pakiet 22,2% udziałów lub akcji. Inwestycje te w większości przypadków (70%) dokonywane były w spółki nowo utworzone działające średnio nie dłużej niż 10 miesięcy. Kapitały wnoszone przez fundusze Bridge Alfa oraz NCBR wspierały zatem pierwszą – założycielską – rundę finansowania (tylko 3 inwestycje dokonane zostały w ramach drugiej rundy finansowania); 18 inwestycji (w ramach 19 transakcji) miało charakter inwestycji wspólnej (koinwestycja).

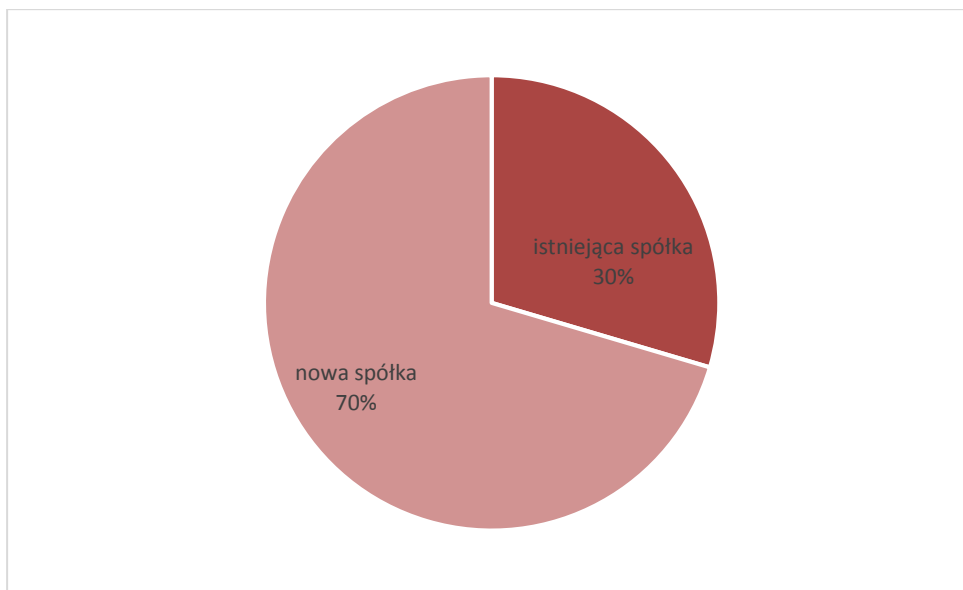
Wykres 11. Liczba inwestycji w podziale na fundusze BRIDGE Alfa



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR. n=328

Proces inwestycyjny

Wykres 12. Spółki portfelowe funduszy BRIDGE Alfa pod względem statusu w momencie inwestycji

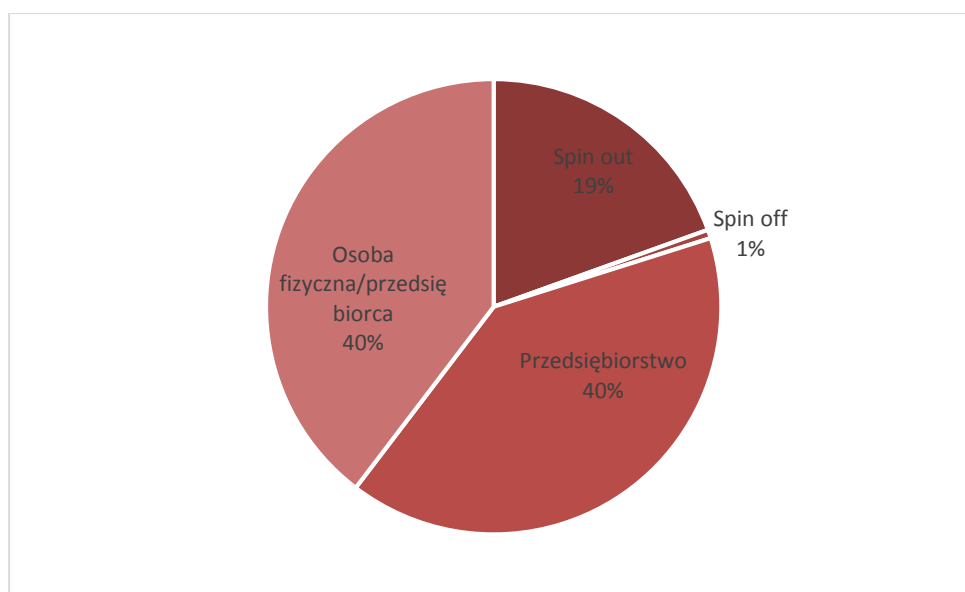


Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR. n=328

Źródłem pochodzenia projektów, w które inwestowały fundusze Bridge Alfa były przede wszystkim już działające przedsiębiorstwa lub przedsiębiorcy indywidualni. Tego typu projektów było łącznie 262, czyli 80%. Stosunkowo często jako źródło projektów pojawiali się naukowcy – obecni i byli pracownicy naukowci uczelni wyższych lub instytutów naukowych oraz doktoranci. Inwestycji wywodzących się z tego źródła było 64 (19,5%). Porównując tą wartość z poprzednimi badaniami można zauważyć tendencję spadkową. W pilotażu programu Bridge Alfa (w 2015 r.) doktoranci i pracownicy naukowci obecni byli w spółkach reprezentujących 37% portfela. Wśród spółek portfelowych w ramach działania 1.3.1 POIR na koniec 2018 r. było to już tylko 21% portfela. Z kolei wśród założycieli spółek portfelowych dominują osoby z doświadczeniem menadżerskim (91%) oraz osoby, które już wcześniej zakładały spółki (83%). Grupa osób, która miała doświadczenie w realizacji prac B+R stanowiła 56%, a stopień doktora posiadało 33% przedstawicieli ankietowanych spółek portfelowych.

Inwestycje funduszy dotyczyły projektów realizowanych na bardzo wczesnym i wczesnym etapie (85% wskazań w ramach badania ankietowego).

Wykres 13. Źródła pochodzenia spółek portfelowych funduszy BRIdge Alfa



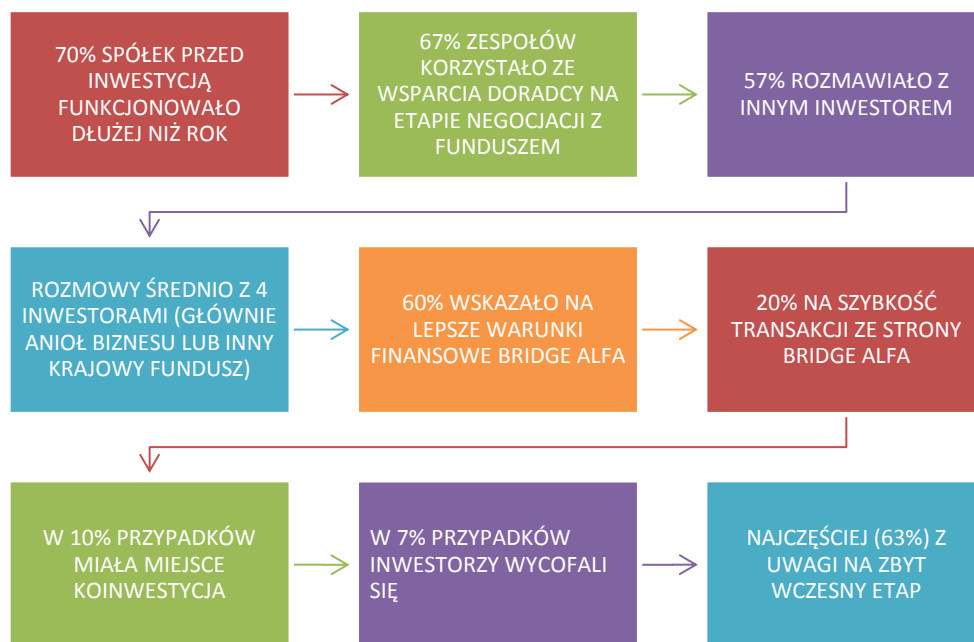
Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR n=328

57% spółek portfelowych możliwość inwestycji kapitałowej negocjowało nie tylko z funduszami Bridge Alfa. Rozmowy w tej sprawie prowadzone były średnio z czterema inwestorami. Najczęściej była to osoba fizyczna (aniół biznesu) – 61% wskazań lub inny fundusz krajowy – 48% wskazań. Spółki te ostatecznie wybrały fundusz Bridge Alfa o czym

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

najczęściej zdecydowało zaproponowanie korzystnych warunków (60% wskazań) oraz tempo realizacji inwestycji (20% wskazań). W 10% przypadków inwestorzy prywatni zdecydowali się na inwestycję razem z funduszem BRIDGE Alfa. Natomiast zbyt wczesny etap inwestycji był najczęściej (63%) wymienianą przyczyną wycofania się inwestora prywatnego z negocjacji. Sytuacja ta wystąpiła w 7% przypadków.

Infografika 4. Podsumowanie procesu inwestycyjnego



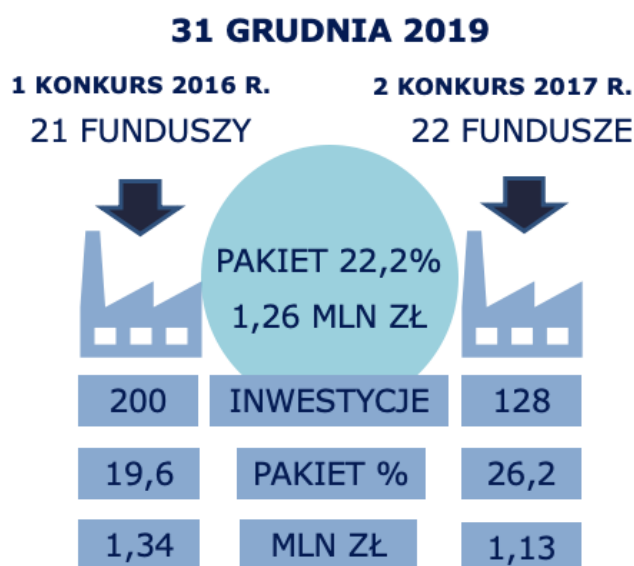
Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI beneficjentów ostatecznych (n=199)

Wybór funduszu przez założycieli spółki portfelowej staje się coraz bardziej profesjonalny. 67% spółek korzysta z doradztwa niezależnego w stosunku do funduszu, np. firmy doradczej lub kancelarii prawnej. W sytuacji braku takiego doradcy warunki umowy oraz zapisy poszczególnych klauzul były dyskutowane i wyjaśniane przez fundusz (76% takich przypadków). W ocenie 7% ankietowanych respondentów warunki umowy nie zostały wyjaśnione, a w 15% przypadków udzielone wyjaśnienia były niewystarczające. Kwestie związane z umową inwestycyjną i procesem negocjacyjnym (stopniem skomplikowania czy też narzucania rozwiązań korzystnych dla funduszu) są przedmiotem częstej krytyki ze strony spółek portfelowych i bywają wskazywane jako obszar złych praktyk funduszy BRIDGE Alfa³⁵.

³⁵ Na podstawie badania ankietowego CATI beneficjentów ostatecznych (n=199)

Struktura własności

Infografika 5. Podsumowanie inwestycji funduszy BRIdge Alfa w podziale na konkursy



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR.

Średni udział funduszu BRIdge Alfa w kapitale spółki portfelowej wynosi 22,2% (mediana 20,3%). Oznacza to niewielki wzrost w stosunku do wartości obserwowanych rok wcześniej (21,05%, mediana 18,8%).

Znaczne dysproporcje w podejściu do struktury własności widoczne są, jeżeli porównamy pakiety obejmowane przez fundusze wybrane w pierwszym i drugim konkursie. Fundusze z pierwszego konkursu obejmowały pakiety udziałów średnio wynoszące 19,6% przy wartości inwestycji na poziomie 1,34 mln zł.

Fundusze wybrane w drugim konkursie inwestowały mniej – 1,13 mln zł - ale za to obejmowały znacznie większe pakiety udziałów, bo wynoszące średnio 26,2%. Wśród tych funduszy znalazł się przykładowo, taki który stosuje zasadę obejmowania wszystkich (tj. 100%) udziałów w spółce, a następnie w miarę realizacji kamieni milowych przekazuje pomysłodawcom (założycielom) kolejne pakiety udziałów. W badaniu CATI na stosowanie mechanizmu przekazywania dodatkowych udziałów przez fundusz wskazało 79 spółek (spośród 239); dodatkowy pakiet przekazywany w takim trybie pomysłodawcom przeciętnie stanowił dodatkowe 20% udziałów. W przypadku 8% spółek pakiet udziałów obejmowany przez fundusz był większy niż 40%. Sytuację taką należy uznać za niekorzystną, gdyż im wyższy pakiet obejmowany przez fundusz tym większe ryzyko

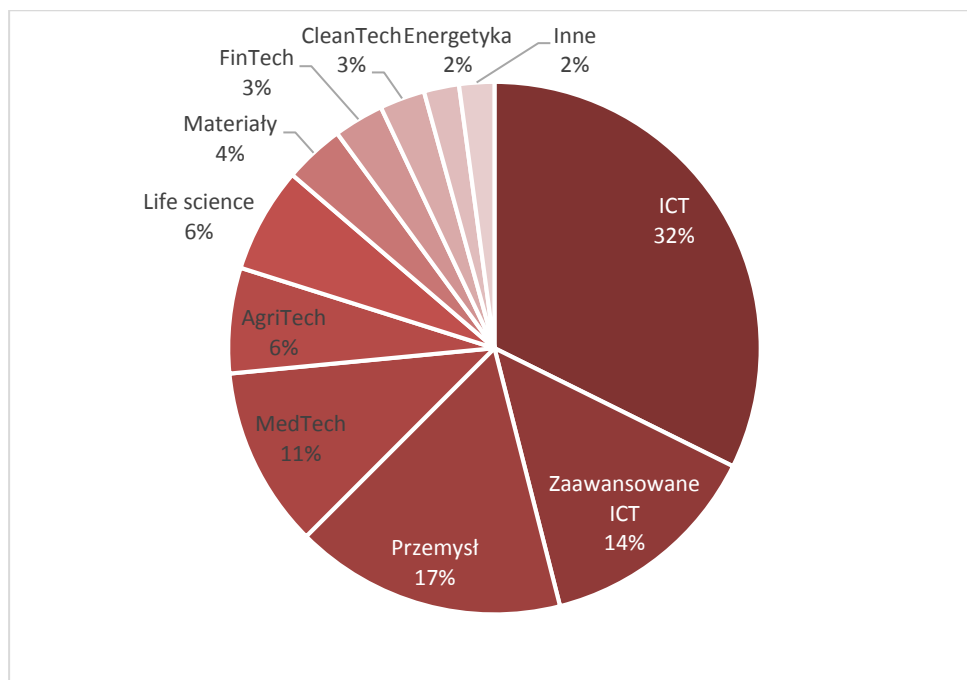
niezrealizowania drugiej rundy finansowania z uwagi na wystąpienie efektu tzw. rozmycia pomysłodawców, czyli znacznego zmniejszenia udziału założycieli - pomysłodawców³⁶.

Struktura branżowa

Największa liczba spółek portfelowych reprezentuje branżę ICT – 32,3% oraz zaawansowane ICT – 13,7%. Realizują one głównie standardowe rozwiązania w zakresie podstawowych usługach teleinformatycznych w takich obszarach jak e-commerce, marketing czy gry. Tylko niewielka część z tych projektów odpowiada zaawansowanym usługom ICT - w zakresie sztucznej inteligencji czy też rozszerzonej rzeczywistości. Na drugiej pozycji znajdują się spółki reprezentujące przemysł - 16,5%, gdzie znalazły się także usługi informatyczne wspierające przemysł (Internet 4.0 czy też Internet rzeczy). Trzeci najliczniej reprezentowany sektor to Med-tech, który odpowiada zaawansowanym rozwiązaniom technologicznym dla sektora medycznego.

Wykres 14. Struktura sektorowa spółek portfelowych funduszy BRIDGE Alfa

³⁶ Uważa się, że we wczesnych fazach rozwoju spółki założyciele (pomysłodawcy) powinni posiadać udziały większościowe.



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR n=328

Jeżeli spółki portfelowe przyporządkujemy do sektorów zgodnie z Polską Klasyfikacją Działalności³⁷ to dotychczasowe inwestycje funduszy koncentrują się w dwóch sekcjach³⁸: sekcja J – informacja i komunikacja – oraz sekcja C – przetwórstwo przemysłowe. Do sekcji tych można przyporządkować odpowiednio 182 i 88 inwestycji, co stanowi 64,8% i 31,3% wszystkich dotąd dokonanych. Z bardziej szczegółowej analizy wynika, że 165 inwestycji (czyli 90,6%) odpowiadających sekcji J przypada na Dział 62 PKD (działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana). W przypadku przetwórstwa przemysłowego inwestycje są rozproszone pomiędzy 16 różnych Działów PKD wykazując jedynie niewielkie skupienie. W branży produkcji chemikaliów i wyrobów chemicznych (PKD 10) oraz produkcji podstawowych substancji farmaceutycznych (PKD 21) ulokowano po 10 inwestycji, w branży produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (PKD 26) 22 inwestycje. 12 inwestycji dokonano w branży produkcji pozostałych wyrobów (PKD 32).

Sytuacja finansowa spółek portfelowych

³⁷ Polska Klasyfikacja Działalności systematyzująca podział na branże wyróżnia sekcje (oznaczone literami) oraz działy, grupy, klasy i podklasy (wszystkie oznaczane za pomocą kodów liczbowych).

³⁸ Przyporządkowanie inwestycji do sekcji i działów PKD było możliwe w przypadku 281 inwestycji. W 47 inwestycjach przyporządkowanie było w naszej ocenie błędne, a na podstawie opisu projektu nie można było dokonać poprawnego wskazania PKD.

Inwestycje dokonane przez fundusze Bridge Alfa bardzo korzystnie wpłynęły na kształtowanie się większości parametrów finansowych spółek portfelowych.

W grupie spółek najstarszych tj. takich, w które fundusze zainwestowały w 2017 roku (analizą objęto 25 spółek, dla których dostępne były kompletne sprawozdania finansowe za lata 2017, 2018 i 2019) zaobserwowano znaczny wzrost przychodów i aktywów trwałych. Skumulowane przychody w tej grupie zwiększyły się o 378%, chociaż należy zaznaczyć, że w 2017 r. – czyli w momencie inwestycji - przychodów nie osiągało jedynie 6 z 25 spółek, a po dwóch latach były to tylko 3 spółki. Spółki, które w trzy lata od momentu inwestycji nadal nie osiągają przychodów to podmioty powiązane z sektorem naukowym (jeden spin-off i dwa spin-outy), które realizują zawansowane projekty z obszaru life science oraz Med-Tech i dodatkowo wspierane są dotacjami na rozwój B+R z innych działań POIR. Sytuacja ta wyraźnie wskazuje na znaczną kapitałochłonność projektów zawierających w sobie duży komponent B+R.

Skumulowana wartość aktywów (obrazujących wielkość i majątek spółek) wzrosła o 211%. Z kolei łączne aktywa trwałe w analizowanej grupie wzrosły o 360%, a wartości niematerialne i prawne (do kategorii tej zalicza się m.in. patenty, realizowane prace B+R, know-how), będące pewnym odzwierciedleniem poziomu innowacyjności, wzrosły o 238%.

Inwestycje funduszy korzystnie oddziaływały także na zatrudnienie. Wzrosło ono o ponad 100%, w tym w obszarze B+R o 67%.

Zyskowość spółek jest niska, w 2017 roku tylko 6 spółek wykazywało zyski, a w 2019 liczba ta wzrosła do 8 spółek (z 25 analizowanych). Niemniej jednak, sumarycznie znacząco wzrosła jego wartość: skumulowany dla 8 spółek zysk EBITDA wzrósł o 410%, a zysk netto o 207%.

W grupie spółek najmłodszych, w które fundusze BRIdge Alfa zainwestowały w 2018 roku (analizą objęto tu 49 spółek, które opublikowały sprawozdania finansowe dla lat 2018-2019) podstawowe kategorie finansowe również wykazywały wzrosty choć – ze względu na krótszy czas funkcjonowania – były one niższe niż w grupie omówionej powyżej. W przypadku skumulowanych przychodów dynamika rok do roku osiągnęła poziom ok. 179%, a liczba podmiotów, które po roku od inwestycji nadal nie osiągały przychodów zmalała z 14 do 8. Łączne aktywa trwałe powiększyły się o 295%, ale wartości niematerialne i prawne przyrosły "tylko" o 127%. Aktywa całkowite spółek wzrosły o 127%, a zatrudnienie o 101%, w tym zatrudnienie w obszarze B+R o 118%. Liczba spółek osiągających zysk jest w tej populacji niższa. 6 spółek notowało zysk w roku, w którym dokonano inwestycji a po upływie roku zysk netto osiągało 9 spółek. Sumaryczna wartość zysku netto wzrosła o 158%, a EBITDA o 196%.

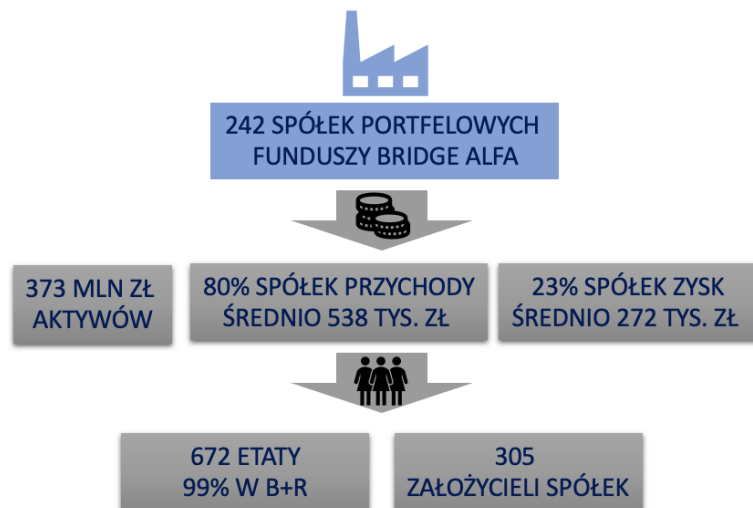
Tabela 6. Zmiana parametrów finansowych spółek portfelowych BRIDGE Alfa w wybranych okresach

	Liczba spółek	Przychody	Zysk EBITDA	Zysk netto	Aktywa razem	Aktywa trwałe	Wartości niematerialne i prawne
2017-2019	25	378%	410%	207%	211%	362%	238%
2018-2019	49	180%	196%	158%	127%	295%	141%

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR.

Infografika 6. Podsumowanie danych finansowych dla spółek portfelowych BRIDGE ALFA – stan na koniec 2019 r.

CHARAKTERYSTYKA FINANSÓW

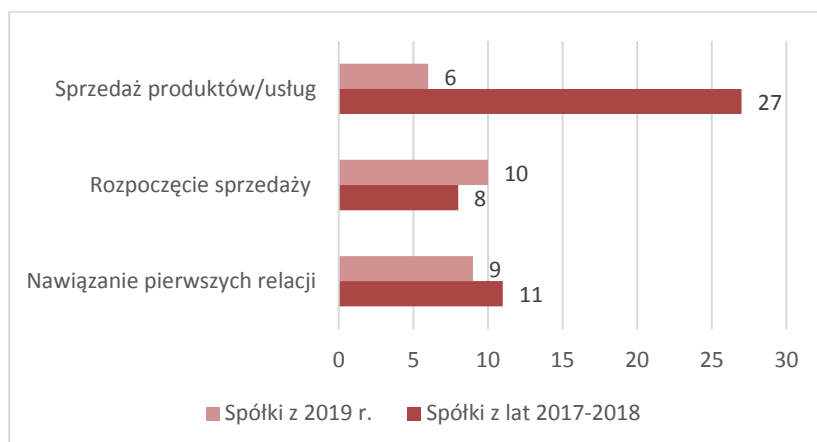


Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR.

Pomijając dynamikę zmian w czasie w końcu 2019 roku w całej populacji spółek portfelowych, w które fundusze zainwestowały zarówno w 2017 roku, jak i w 2018 oraz 2019 roku (są to 242 spółki, które opublikowały sprawozdania finansowe), aż 80% spółek osiąga przychody średnio wynoszące ok. 533 tys. zł. Niska wartość mediany - 170 tys. zł – wskazuje na ich znaczne zróżnicowanie. Zysk netto generuje jednak tylko 23% spółek. Cały portfel spółek reprezentuje aktywa o wartości 377 mln zł (średnio 1,4 mln na spółkę), gdzie wartości niematerialne i prawne wynoszą 61 mln zł. Zatrudnienie w tych spółkach wyniosło 672 etaty (EPC), w tym 664 etaty w działalności B+R.

Pozytywne dane finansowe korespondują z rosnącą obecnością na rynkach zagranicznych. W całej populacji ankietowanych spółek portfelowych 36% deklaruje obecność na rynkach zagranicznych (71 z 199 ankietowanych spółek). Spośród nich 71% rozpoczęło sprzedaż na rynkach zagranicznych (46% już sprzedaje a kolejne 25% rozpoczyna taką sprzedaż), a przychody z tego tytułu to średnio 54% wszystkich przychodów spółki.

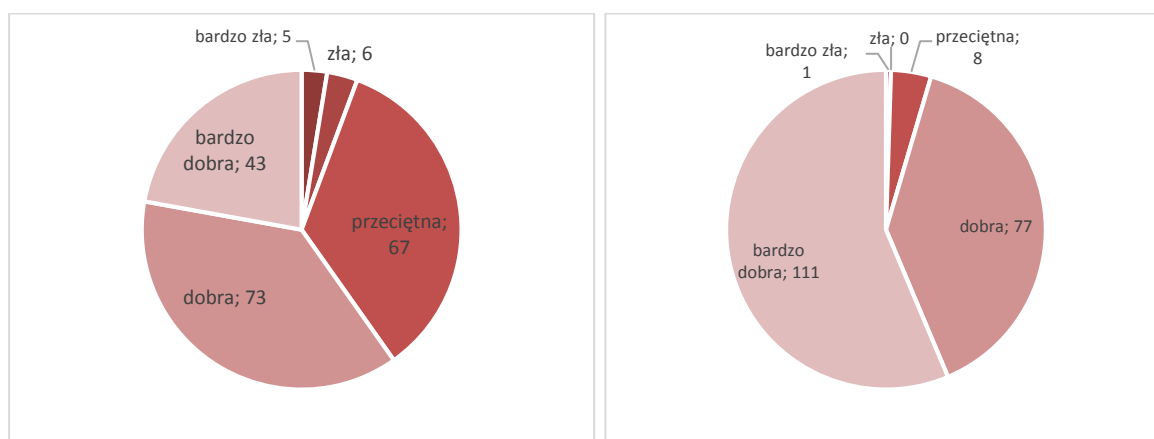
Wykres 15. Forma obecności spółek portfelowych funduszy BRIdge Alfa na rynkach zagranicznych



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI spółek portfelowych (n=71)

Korzystną sytuację finansową potwierdzają również badania CATI. Jako bardzo dobrą i dobrą sytuację finansową oceniało 58% spółek portfelowych będących przedmiotem inwestycji w latach 2017-2019. W kolejnych badaniach ankietowych oceny są coraz bardziej optymistyczne; w ostatnim badaniu z początku 2020 roku 62% spółek będących przedmiotem inwestycji funduszy w 2019 r. oceniło swój standing finansowy jako bardzo dobry i dobry. Optymistyczna ocena dotyczy również perspektyw na przyszłość, które jako bardzo dobre i dobre ocenia 94% ankietowanych (w ostatnim badaniu jest to prawie 98%)³⁹.

Wykres 16. Ocena sytuacji finansowej spółek portfelowych – obecna sytuacja (lewy wykres), perspektywy rozwoju (prawy wykres)



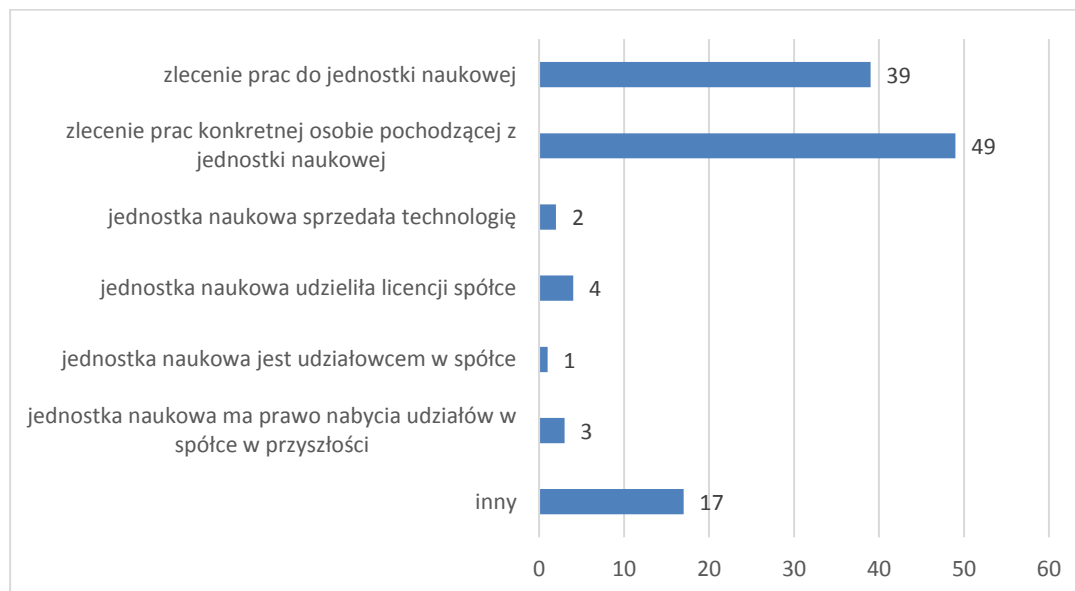
Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI beneficjentów ostatecznych (n = 194 – lewy wykres, n = 197 – prawy wykres).

³⁹ Badanie było przeprowadzane styczeń/luty 2020 r. tj. przed wybuchem pandemii.

Słaba współpraca z sektorem jednostek naukowych

Współpraca spółek portfelowych z jednostkami naukowymi wykazuje tendencję malejącą. W programie pilotażowym (2015 rok) poprzedzającym wdrożenie programu pomocowego aż 65% spółek deklaroowało taką współpracę przy prowadzeniu prac B+R. W badaniu ankietowym przeprowadzonym pod koniec 2018 roku taką współpracę deklaroowała połowa spółek w jakie zainwestowały fundusze Bridge Alfa. Na początku 2020 roku wskaźnik ten obniżył się do 41%. Łącznie dla całej zbiorowości spółek dokapitalizowanych z działania 1.3.1 POIR oznacza to, że współpraca taka ma miejsce w przypadku ok. 43% inwestycji (projektów). Współpraca realizowana jest głównie poprzez zlecenie konkretnej osobie będącej pracownikiem jednostki naukowej wykonania pewnych prac (tak deklaruje 25% ankietowanych spółek portfelowych) lub zlecenie prac jednostce bez wskazywania osoby (20% ankietowanych). Przypadki, w których jednostka naukowa ma prawo do objęcia - w zamian za wykonane prace B+R - udziałów w spółce zlecającej są nieliczne. Sytuację taką odnotowaliśmy jedynie w przypadku trzech spółek. W jednej spółce zlecającej prace B+R jednostka naukowa już jest udziałowcem.

Wykres 17. Formy współpracy spółek portfelowych z poddziałania 1.3.1 POIR z jednostkami naukowymi (wybór wielokrotny)



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI spółek portfelowych (n=85)

Bardzo nisko należy ocenić użyteczność infrastruktury mającej wspierać komercjalizację prac B+R. Współpracę z Centrami Transferu Technologii deklaruje zaledwie 12% spółek. W porównaniu z pilotażem BRIDGE Alfa oznacza to znaczący spadek, gdyż wtedy taką współpracę deklaroowało 35% respondentów. Podobnie jak w przypadku

współpracy z samymi funduszami oznacza to generalnie małą użyteczność infrastruktury komercjalizacyjnej jednostek naukowych.

Spółki portfelowe BRIDGE CVC

Pierwsze inwestycje z poddziałania 1.3.2 POIR zostały dokonane w lipcu 2019 roku, a do końca 2019 r. fundusze w swoich portfelach miały 6 spółek. Fundusze wydatkowały na ten cel 50 mln zł (kapitał prywatny i publiczny w proporcji 50/50). Dwie inwestycje z sześciu miały łączną wartości 42 mln zł. Zostały one zrealizowane przez fundusz COGITO Capital Partners, w którym udział instrumentu BRIDGE CVC w funduszu wynosi 17,9%. W przypadku pozostałych czterech inwestycji ich wartość jest niewielka – średnio ok. 2 mln zł. Spółki w jakie zainwestowano są obecne na rynku średnio od 5 lat i generują już przychody. W jednym przypadku - Reliability Solutions, jest to druga runda inwestycyjna spółki portfelowej z pilotażowego programu BRIDGE Alfa. Pod względem branżowym są to przedsiębiorstwa reprezentujące sektor ICT - zaawansowane rozwiązania dla przemysłu oraz rozwiązania dla branży usług finansowych.

2.4.2 Wpływ interwencji na działalność beneficjentów ostatecznych

-
- ⇒ ***Spółki wsparte w ramach poddziałania 1.3.1 POIR uzyskują większy wkład pozafinansowy od funduszy BRIDGE Alfa niż porównywalne podmioty z sektora prywatnego;***
 - ⇒ ***Najkorzystniejsze oddziaływanie funduszy Bridge Alfa na spółki dotyczy takich obszarów jak profesjonalizacja działalności biznesowej, tworzenie wizerunku wiarygodnej firmy i zwiększenie jakości produktów;***
 - ⇒ ***W miarę upływu czasu, spółki portfelowe odnotowują także korzyści w zakresie umiędzynarodowienia spółki i ukierunkowania na wyjście z inwestycji (ale ocena ta jest wyraźnie najslabsza);***
 - ⇒ ***Porównanie ocen spółek z portfela BRIDGE Alfa ze spółkami prywatnymi, a także ze spółkami funduszy mieszanych (sfinansowanych z programu KFK) wskazuje, że fundusze BRIDGE Alfa są bardziej zaangażowane w spółki portfelowe i w każdym przypadku ich wkład jest wyżej oceniany. Uzyskane wyniki są statystycznie istotne.***
-

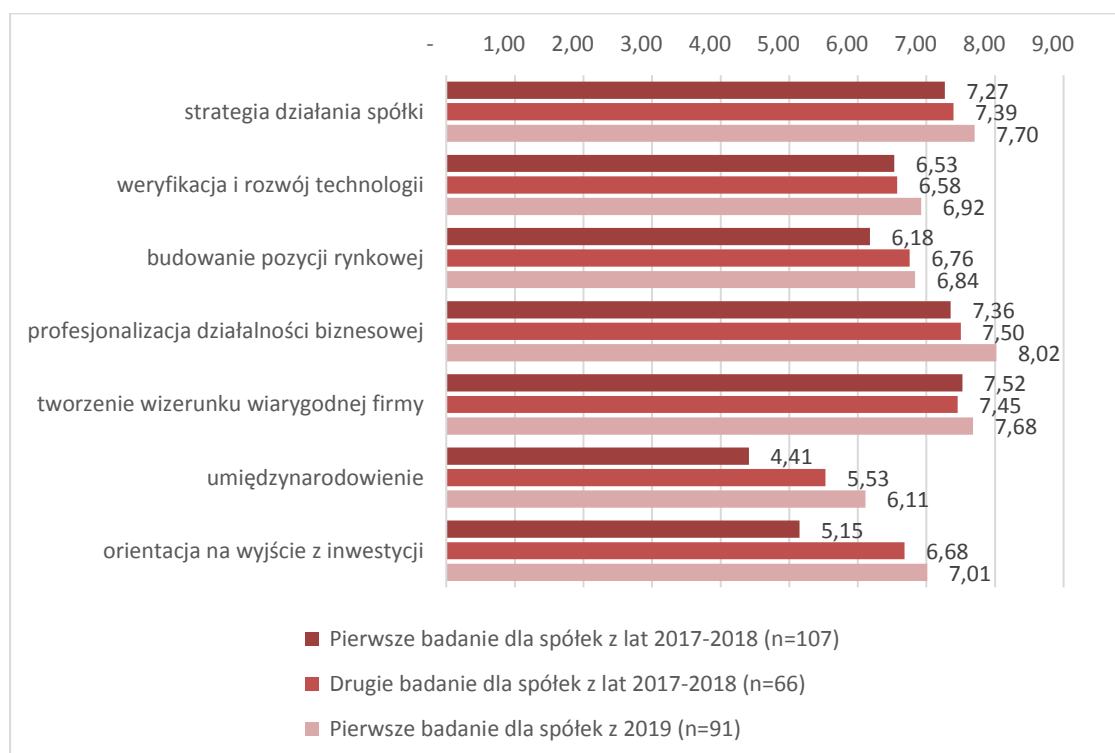
Dla oceny użyteczności interwencji publicznej dokonaliśmy analizy oddziaływania zespołów zarządzających funduszami BRIDGE Alfa na spółki portfelowe. Badanie polegało na wskazaniu przez menedżerów/założycieli spółek rodzaju i siły wsparcia otrzymywanego ze strony menedżerów funduszy w siedmiu wyróżnionych obszarach problemowych: strategia, technologia, pozycja rynkowa, profesjonalizacja działania, wizerunek, umiędzynarodowienie, zakończenie inwestycji. Badanie zostało przeprowadzone w dwóch grupach tj. dla spółek z pilotażu BRIDGE Alfa (40 spółek w pierwszym badaniu, 27 w badaniu powtórnym i trzecim badaniu 20 spółek), oraz dla spółek portfelowych z poddziałania 1.3.1 POIR (107 spółek, które były przedmiotem inwestycji w latach 2017-2018 oraz powtórne badanie tych spółek w 2020 r. w którym wzięło udział 66 spółek, oraz 91 spółek, które były przedmiotem inwestycji w 2019 r.).

Dla spółek portfelowych z poddziałania 1.3.1 POIR (łącznie dla podmiotów, w które fundusze zainwestowały w latach 2017-2019), najwyższe oceny dotyczyły takich obszarów jak profesjonalizacja działalności biznesowej (np. wprowadzenia systemu kontroli kosztów – budżetowanie, controlling, usprawniania organizacji wewnętrznej przedsiębiorstwa, pozyskiwania kluczowych pracowników) oraz tworzenie wizerunku wiarygodnej firmy i wysokiej jakości produktów (np. utrzymywania dobrych relacji/kontaktów z klientami i dostawcami, obecnymi i potencjalnymi, projektowanie produktów i usług). Ankietowani

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

przedstawiciele spółek portfelowych w tych dwóch obszarach wsparcie otrzymywane ze strony funduszy oceniali średnio na poziomie 7,36 i 7,52 pkt w 10-cio stopniowej skali w pierwszym badaniu i 7,5 i 7,45 w drugim badaniu. Z kolei najniższa ocena została zanotowana w zakresie umiędzynarodowienia spółki portfelowej (pod tym hasłem rozumiemy wsparcie ze strony funduszu BRIDGE Alfa w zakresie poszukiwania zagranicznych kanałów sprzedaży, pomoc w rekrutowaniu zagranicznych przedstawicieli/pośredników). W przypadku drugiego badania spółek, w które fundusze zainwestowały w latach 2017-2018, widać największy wzrost ocen funduszy właśnie w tych dwóch obszarach, co związane jest z przechodzeniem spółek z fazy inkubacji do fazy wzrostu, co związane jest z wejściem na rynki zagraniczne i poszukiwaniem kolejnych rund inwestycyjnych. Z kolei w przypadku spółek, w które fundusze zainwestowały w 2019 r. widać znaczący optymizm (wyższe oceny w każdym z obszarów) ale także wysokie oceny w obszarze strategia działania spółki i orientacji funduszu na wyjście z inwestycji, co związane jest w pierwszym przypadku z wczesną fazą rozwoju spółek oraz w przypadku orientacji na wyjścia z inwestycji z uwagi na lepszą koniunkturę na rynku VC.

Wykres 18. Średni pozytywny wpływ funduszy BRIDGE Alfa (poddziałanie 1.3.1 POIR) na spółki portfelowe we wskazanych obszarach (w skali 0–10, gdzie 0 – nieistotny, 10 – bardzo istotny)



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI wśród spółek portfelowych funduszy BRIDGE Alfa z działania 1.3.1 Badanie w latach 2018-2020

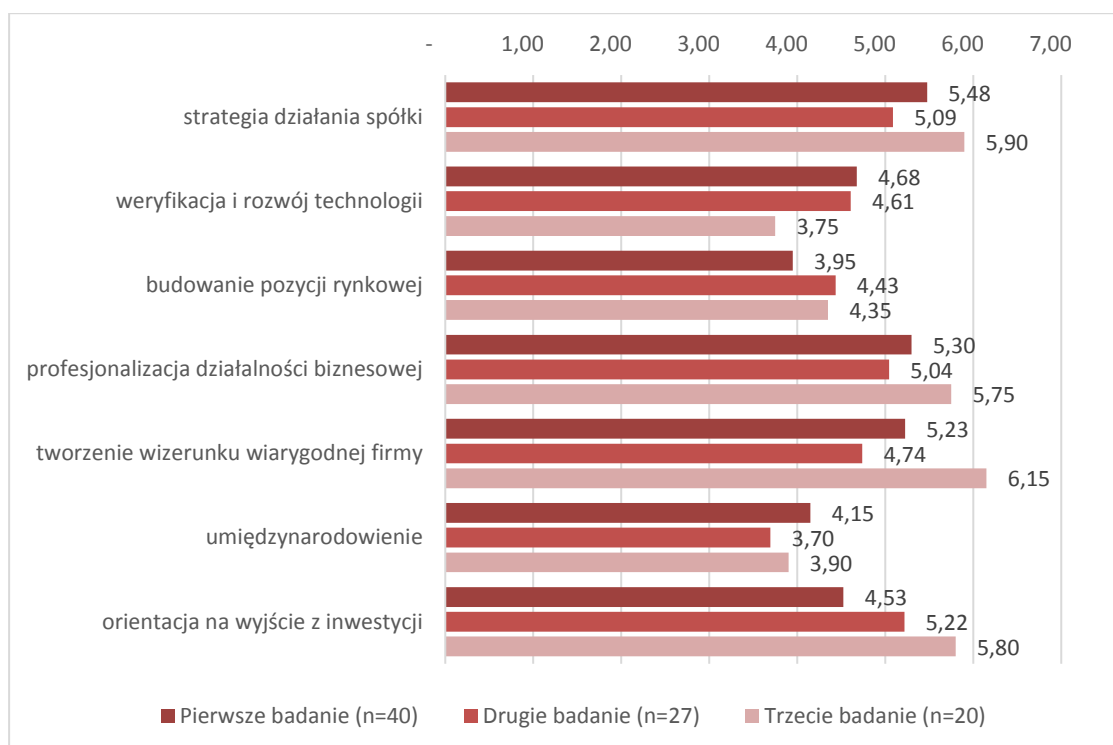
Oceny funduszy BRIDGE Alfa przez spółki portfelowe z pilotażu działania

Dla zobrazowania dłuższego trendu przeprowadzono taką samą ankietę wśród spółek portfelowych z pilotażu programu BRIDGE Alfa. Spółki były ankietowane trzykrotnie w każdym z kolejnych lat pomiędzy 2018 a 2020 r.

Spółki te wystawiały znacznie niższe oceny swoim funduszom: najwyższa ocena w pierwszym badaniu w 2018 roku dotyczyła strategii działania spółki (tj. wsparcia funduszu w zakresie tworzenia, modyfikowania, aktualizowania biznes planu, definiowania celów strategicznych) i wyniosła 5,48 pkt. Co ciekawe, w kolejnym badaniu w 2019 r. na tej samej grupie spółek, oceny pogorszyły się (jedynie w przypadku budowanie pozycji rynkowej ocena wzrosła), a w badaniu z 2020 r. oceny wzrosły w czterech obszarach: strategia działania spółki (5,90 pkt.), profesjonalizacja działalności biznesowej (5,75 pkt.), tworzenie wizerunku spółki portfelowej (6,15 pkt.) oraz orientacja na wyjście z inwestycji (do 5,80 pkt.). Znacznie niższa ocena może być związana z bardziej pesymistyczną oceną sytuacji na rynku Venture Capital. W 2018 r. liczba funduszy oferujących wsparcie w ramach kolejnych rund inwestycyjnych była stosunkowo mała. Fundusze finansowane z PFR Ventures dopiero rozpoczynały działalność operacyjną, a dostępność funduszy prywatnych była ograniczona. Dodatkowo, sytuacja finansowa spółek portfelowych nie była najlepsza, gdyż środki z inwestycji już się wyczerpały, a nie wszystkie podmioty generowały znaczące przychody. Poprawa oceny w 2020 r. związana była z poprawą oceny rynku VC i możliwościami pozyskiwania kolejnych rund inwestycyjnych, co widoczne jest zwłaszcza w ocenie orientacji na wyjście (4,53 w 2018 r. i wzrost do 5,8 w 2020 r.)

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Wykres 19. Średni pozytywny wpływ funduszy BRIdge Alfa z pilotażu na spółki portfelowe we wskazanych obszarach (w skali 0–10, gdzie 0 – nieistotny, 10 – bardzo istotny)



Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI wśród spółek portfelowych funduszy BRIdge Alfa z pilotażu w kolejnych latach 2018-2020

Negatywny wpływ funduszy na spółki portfelowe

W przypadku ocen negatywnych (co najmniej w jednym obszarze), najwięcej ich wystawiły spółki portfelowe z pilotażu BRIdge Alfa (40% ankietowanych w pierwszym badaniu). Z kolei w badaniu dla spółek z podziałania 1.3.1 POIR negatywne oceny (wskazywane co najmniej w jednym obszarze) wystawiło średnio 15% spółek (łącznie dla podmiotów, w które fundusze zainwestowały w latach 2017-2019), a najwyższe (tj. najbardziej negatywne) oceny dotyczyły wzrostu wymogów formalnych i administracyjnych dla spółki (średnio 4,8 w 10-cio stopniowej skali), a także wsparcia w rozwoju technologii (średnio 3,4). Obiektywna ocena jest tutaj utrudniona z uwagi na stosunkowo niewielką liczbę udzielonych odpowiedzi oraz skrajnie negatywne oceny w przypadku niektórych spółek portfelowych.

Ocena spółek portfelowych BRIDGE Alfa w porównaniu do sektora prywatnego

Dla oceny faktycznego wpływu funduszy BRIDGE Alfa na spółki portfelowe powyższe badanie zostało poszerzone o grupę inwestycji prywatnych. Podczas, gdy zreferowane wcześniej wyniki pozwalają jedynie poznać miejsca najintensywniejszego oddziaływania funduszy na swoje spółki portfelowe, do oceny skuteczności i efektywności programu pomocowego konieczna jest jeszcze perspektywa porównawcza. Do badania włączono więc inwestycje prywatnych funduszy VC⁴⁰. W badaniu wyróżniono 3 grupy spółek: spółki portfelowe, w które zainwestowały fundusze prywatne (PVC), spółki portfelowe funduszy mieszanych (z 50% udziałem kapitału prywatnego i 50% kapitału publicznego sfinansowanego w ramach działania 3.2 POIG – KFK⁴¹) oraz spółki wsparte przez fundusze dokapitalizowane w ramach interwencji publicznej (spółki portfelowe BRIDGE Alfa) – GVC. Analiza została oparta na wynikach badania ankietowego przeprowadzonego na populacji 325 spółek wspartych ze środków publicznych, 40 spółek z portfeli funduszy mieszanych i 26 spółek wspartych prywatnie.

Z analizy średnich poziomów wsparcia pomiędzy spółkami portfelowymi funduszy BRIDGE Alfa (GVC), a spółkami z portfeli prywatnych (PVC) i mieszanych (MVC) wynika, że użyteczność wsparcia otrzymywanego ze strony funduszy jest wyższa w przypadku spółek BRIDGE Alfa. Porównanie średnich wartości uzyskanych ocen w poszczególnych kategoriach pokazuje, że pozytywny wpływ funduszy jest w każdym przypadku wyższy dla spółek portfelowych BRIDGE Alfa. Wyniki są statystycznie istotne dla wszystkich kategorii wsparcia za wyjątkiem orientacji na wyjście z inwestycji (i tutaj też różnica jest najniższa). Najwyższa różnica na korzyść spółek BRIDGE Alfa dotyczy kategorii „weryfikacja i rozwój technologii”. Z kolei ocena negatywnego wpływu jest też wyższa w przypadku funduszy prywatnych, chociaż statystycznie istotne różnice dotyczą czterech kategorii: „ograniczenie wpływu pomysłodawców na rozwój spółki”, „w zakresie umiędzynarodowienia”, „wzrost wymogów formalnych i administracyjnych” oraz „ograniczenie udziału pomysłodawców we własności i głosach”. Najwyższa różnica na niekorzyść spółek z portfeli funduszy prywatnych i mieszanych dotyczy „ograniczenie wpływu pomysłodawców na rozwój spółki”.

⁴⁰ Projektując taki układ badania wzorowano się na podejściu zastosowanym w ogólnoeuropejskim badaniu wpływu publicznych funduszy VC na spółki portfelowe realizowanym przez zespół pod kierunkiem dr T. Luukkonen. Porównaj: Terttu Luukkonen, Mattchias Daschryvere, Fabio Bertoni The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds. *Technovation* 33 (2013) 154-162. Na temat zastosowanej metodologii patrz załącznik nr 3.

⁴¹ Fundusze KFK zostały włączone do badania z uwagi na małą próbę spółek portfelowych funduszy prywatnych.

Tabela 7. Porównanie średnich ocen wpływu funduszy VC BRIDGE Alfa (GVC) oraz mieszanych i prywatnych (PVC+MVC) na spółki portfelowe we wskazanych obszarach (w skali 0–10, gdzie 0 – nieistotny, 10 – bardzo istotny)

Obszar wartości dodanej	GVC (n=325)		PVC+MVC (n=66)		Testy	
	średnia	odchylenie	średnia	odchylenie	F	t
Strategia działania spółki	7,09	2,72	5,98	2,98	1,20	2,95*
Weryfikacja i rozwój technologii	6,33	3,13	4,27	3,23	1,07	4,83*
Budowanie pozycji rynkowej	6,12	3,15	5,18	3,30	1,09	2,19*
Profesjonalizacja działalności biznesowej	7,20	2,72	6,08	3,38	1,54	2,93*
Tworzenie wizerunku wiarygodnej firmy	7,12	2,95	5,79	3,63	1,51*	3,21*
Umiedzynarodowienie	5,06	3,67	3,89	3,48	1,11	2,37*
Orientacja na wyjście z inwestycji	5,94	3,53	5,24	3,26	1,17	1,49

* - statystycznie istotne różnice dla poziomu istotności 0,05

F – test jednorodności wariancji w grupach,

t – test t do badania istotności różnic średnich w grupach

Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI

Ocena różnicy wpływu funduszy VC pomiędzy poszczególnymi grupami funduszy została także zweryfikowana w modelu ekonometrycznym przy uwzględnieniu dwóch grup funduszy tj. BRIDGE Alfa oraz funduszy mieszanych i prywatnych traktowanych łącznie. Do oceny wpływu funduszy wykorzystano oceny przyznawane w siedmiu kategoriach (patrz tabela 7). W modelu uwzględniono również podział branżowy, przy czym ze względów metodologicznych konieczne było ujęcie branż w dwóch grupach: spółki z sektora ICT (w tym e-commerce, fintech, e-marketing, SaaS i inne rozwiązania typu B2C) oraz spółki technologiczne (life-science, przemysł, energetyka, ale też med-tech i zaawansowane rozwiązania ICT takie jak machine learning, sztuczna inteligencja, sieci geolokalizacyjne czy IoT i przemysł 4.0).

Obliczono różnice pomiędzy średnią oceną wpływu funduszy dla technologicznych spółek portfelowych BRIDGE Alfa i technologicznych spółek prywatnych oraz informatycznych spółek portfelowych BRIDGE Alfa i informatycznych spółek prywatnych. W obu przypadkach średnia wartość dodana jest wyższa w każdej z kategorii dla spółek portfelowych BRIDGE Alfa. Znacznie wyższe oceny spółek portfelowych BRIDGE Alfa w stosunku do spółek prywatnych możemy zaobserwować w odniesieniu do spółek z sektorów ICT. Najwyższa różnica dotyczy „weryfikacji i rozwoju technologii”, ale wynik jest statystycznie nieistotny. W dalszej kolejności jest wpływ funduszu na „profesjonalizację

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

działalności biznesowej” oraz „tworzenie wizerunku wiarygodnej firmy”, a także na „tworzenie strategii działania spółki”. Najmniejszy wpływ widoczny jest na „orientacje na wyjście z inwestycji”. Wyniki te są statystycznie istotne. Z kolei porównanie spółek technologicznych z portfela funduszy BRIDGE Alfa i funduszy prywatnych wypada także na korzyść funduszy BRIDGE Alfa, ale różnice są tutaj niższe i do tego statystycznie nieistotne. Najwyższa różnica dotyczy kategorii „weryfikacji i rozwoju technologii” i wynik ten jest na granicy istotności.

Z analizy powyższego modelu możemy wywnioskować, że zespoły funduszy BRIDGE Alfa są bardziej zaangażowane i tym samym wnoszą więcej wartości merytorycznych (pozafinansowych) niż fundusze prywatne czy też mieszane. Dodatkowo, użyteczność ta jest najsilniejsza w przypadku spółek z sektora ICT, co związane jest najprawdopodobniej z wcześniejszym doświadczeniem fund menadżerów (patrz rozdział 2.1.4 Zespoły menedżerskie kierujące funduszami Bridge Alfa). Użyteczność (pozafinansowa) funduszy jest znacznie niższa jeżeli mają do czynienia ze spółkami zaawansowanymi technologicznie co związane jest właśnie z brakiem doświadczenia w prowadzeniu inwestycji w zakresie wysokich technologii.

Tabela 8. Wyniki estymacji modelu

	1	2	3	4	Różnica między 1 a 2	F	Różnica między 3 a 4	F
	TECH GVC	TECH PVC	ICT GVC	PVC ICT				
strategia działania spółki	6,75	5,96	7,80	6,00	0,78	1,71	1,80	18,32*
weryfikacja i rozwój technologii	6,00	5,00	7,02	3,77	1,00	2,47	3,25	0,24
budowanie pozycji rynkowej	5,70	4,93	7,01	5,36	0,77	1,40	1,65	11,31*
profesjonalizacja działalności biznesowej	6,86	6,33	7,91	5,90	0,53	0,65	2,02	11,94*
tworzenie wizerunku wiarygodnej firmy	6,90	6,11	7,58	5,56	0,79	1,26	2,02	8,61*
umiędzynarodowienie	4,83	3,85	5,53	3,92	0,98	2,03	1,61	3,75*
orientacja na wyjście z inwestycji	5,81	5,41	6,21	5,13	0,41	0,35	1,08	14,40*

* - statystycznie istotne różnice dla poziomu istotności 0,05

F – test jednorodności wariancji w grupach,

Źródło: Taylor Economics na podstawie badania CATI

2.5 Pośredni wpływ pozytywny

2.5.1 Wpływ programu na zmniejszenie luki kapitałowej

- ⇒ **Luka kapitałowa została skutecznie ograniczona w wymiarze ilości realizowanych inwestycji (przede wszystkim tych pochodzących z sektora nauki);**
- ⇒ **Część realizowanej interwencji - w naszej ocenie - wychodzi poza obszar luki jaki stanowił punkt odniesienia przy projektowaniu programu pomocowego w zakresie finansowania ryzyka (tj. projekty technologiczne, life science z komponentem B+R);**
- ⇒ **Obniżenie limitu inwestycyjnego (rozporządzenie Omnibus) spowodowało natomiast „spłylenie” interwencji co może przełożyć się na ograniczenie możliwości rozwojowych niektórych inwestycji (trudność z pozyskaniem kolejnych rund finansowania) oraz wzrost zachowań oportunistycznych funduszy (inwestowanie w projekty o małym ryzyku, projekty o niskiej kapitałochłonności).**

Szacunki sporządzone bezpośrednio przed uruchomieniem programu pomocowego wskazywały, że rynek prywatnych inwestycji kapitałowych zasadniczo rozpoczyna się od transakcji o wartości nie mniejszej niż ok 3 mln euro⁴². Poniżej tej kwoty występowała więc luka w podaży kapitałów o charakterze equity. Luka szczególnie dotyczyła przedsiębiorców znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, nieposiadających produktów lub usług zweryfikowanych przez rynek (dopiero opracowywanych, testowanych) i nie wykazujących z tego powodu przychodów ze sprzedaży. Pewnym wyjątkiem były projekty biznesowe z sektora ICT, które ze względu na stosunkowo niską kapitałochłonność i - jeśli trafiały w niszę rynkową - wysoką rentowność były w stanie przyciągać prywatny kapitał, nawet jeśli projekt znajdował się w bardzo wczesnej fazie rozwoju. Kwota 3 mln euro stanowiła więc pewną umowną linię brzegową, powyżej której funkcjonował rynek prywatny, a poniżej podaż kapitału prywatnego była sporadyczna. Niemniej jednak, jak zauważono w analizie

⁴² Ocena stanu gotowości sektora badawczo-rozwojowego w Polsce do skorzystania z możliwości wsparcia z publiczno-prywatnych inwestycyjnych instrumentów finansowych w latach 2014-2020 oraz możliwości wdrażania tych instrumentów przez NCBR. Warszawa, marzec 2015 r.

ex ante, projekty powyżej tej kwoty, a dotyczące komercjalizacji prac B+R nadal napotykają na trudności w finansowaniu na co składa się znaczna awersja do ryzyka w tego typu projektach i luka kompetencyjna wśród menadżerów funduszy w przypadku projektów wysokotechnologicznych i *life science*.

Analiza podaży projektów zawierających komponent B+R, które mogłyby przyciągnąć inwestycje funduszy VC wskazała, że takich projektów - w perspektywie lat 2015-2020 - może być ok. 115, a w ramach inwestycji kontynuacyjnych (runda B) do 50. Liczba ta zakładała, że na podaż złożą się cztery strumienie: projekty pochodzące z jednostek naukowych, projekty zgłaszane przez doktorantów oraz projekty powiązane z biotechnologicznymi start-upami i wywodzące się z sektora przedsiębiorstw. Łączna liczba projektów została oszacowana na 1151, a zapotrzebowanie na kapitał oszacowano na ponad 10 mld zł. Średnie zapotrzebowanie na kapitał w ramach poszczególnych strumieni wahało się od 5,9 mln zł w grupie *spin-off i spin-out*, poprzez 11 mln zł w grupie przedsiębiorstw technologicznych i do 21 mln zł w grupie przedsiębiorstw biotechnologicznych. Przy stopie selekcji funduszy VC na poziomie 10% docelowa liczba podmiotów w luce to 115 projektów, a ich zapotrzebowanie kapitałowe dawało kwotę ok. 1.022 mln zł (dla finansowania w ramach rundy A). Luka kapitałowa w obszarze projektów B+R była więc opisywaną za pomocą dwóch zmiennych: liczby projektów znajdujących się w luce (115 projektów) oraz wartości hipotetycznego popytu zgłaszanego przez te projekty znajdujące się w luce (ok. 1 mld zł). Dodatkowo wskazano na potrzebę finansowania kontynuacyjnego w ramach rundy B na poziomie 500 mln zł dla maksymalnie 50 projektów.

Dane, jakimi dysponujemy na początku 2020 roku nie wskazują, aby założenia przyjęte do obliczenia wielkości popytu na finansowanie kapitałowe (VC), odpowiadającego *de facto* rozmiarom luki kapitałowej, rozminęły się z realiami. W naszej ocenie wielkość luki w ujęciu teoretycznym (pomijając oddziaływanie programu pomocowego) jest obecnie niewiele większa niż była w momencie sporządzania analizy *ex ante*.

W analizie *ex-ante* w oparciu o dane historyczne (z lat 2005–2013) średnia prognozowana dla lat 2015–2020 liczba nadanych doktoratów (w dziedzinie nauk inżynierskich i medycznych) wyniosła 17 917. Z najnowszych statystyk (dla lat 2014–2017) opublikowanych przez GUS wynika, że liczba nadanych stopni doktorskich wykazuje wahania (zamiast jednoznacznej tendencji)⁴³. Nowy szacunek dla lat 2015–2020 wynosi zatem około 18 226 doktoratów (poprzednio 17 917) co daje przyrost o 309. Mogłoby się to przełożyć na około 4 spółki doktoranckie, ale zaledwie 0,4 inwestycji VC. Brak jest natomiast podstaw do istotnego zweryfikowania założonego wskaźnika skłonności

⁴³ Nauka i Technika w 2017. GUS, Warszawa 2019 r.

do komercjalizacji (1,4%), gdyż z rynku napływają raczej sprzeczne sygnały w tej kwestii. Przykładowo przebieg i efekty programu SPIN-TECH nie wskazują, aby następował wzrost zainteresowania tego typu osób (doktorantów) zakładaniem spółek. Z drugiej strony optymizm, jaki zrodził się wraz z wynikami programu pilotażowego BRIDGE Alfa, w wyniku którego fundusze VC zainwestowały w 17 spółek, w których obecni byli naukowcy lub doktoranci (37% całego portfela), zmalał wraz z bieżącymi wynikami programu. Choć nominalnie liczba tego typu inwestycji według stanu na koniec 2019 roku wzrosła do 64 (na koniec 2018 roku było 29) stanowi to 19,5% całego portfela (poprzednio 37%). Może to sygnalizować wyhamowanie podaży z tego źródła albo większą skłonność funduszy do inwestowania w projekty spoza sektora nauki. Podstawy do optymizmu w zakresie wzrostu podaży naukowych spółek typu *spin off/spin out* są więc kruche. Wydaje się, że największy problem dotyczy inwestycji w spółki typu *spin off* z bezpośrednim udziałem jednostek naukowych. Wprawdzie w pilotażu fundusze BRIDGE Alfa zainwestowały w pięć podmiotów, w których jednostka naukowa była obecna jako udziałowiec lub beneficjent przyszłych zysków (warranty subskrypcyjne), ale wśród aktualnych inwestycji są tylko dwa takie podmioty oraz dwa, w przypadku których zastosowano warranty subskrypcyjne.

Znacznie wydajniejszym źródłem projektów niż to wskazano w analizie *ex ante* jest sektor przedsiębiorstw. Liczba przedsiębiorstw aktywnych badawczo systematycznie wzrasta. W 2018 roku było ich 5155, czyli ok. 21% więcej niż w 2016 roku (4250)⁴⁴. W analizie *ex-ante* założono, że sektor korporacyjny może rocznie "dawać" ok. 35 (w wariancie optymistycznym) innowacyjnych projektów technologicznych czyli łącznie w okresie 2015-2020 ok. 210 projektów, z których 10% (tj. 21) będzie w stanie przyciągnąć inwestycje VC. Wprowadzone przez rząd zachęty podatkowe dla przedsiębiorców w zakresie realizacji prac B+R oraz dostępność dotacji na B+R mogą spowodować wzrost zainteresowania finansowaniem projektów z udziałem VC. Jeśli założymy, że przyrost takich projektów będzie proporcjonalny do stopy przyrostu przedsiębiorstw aktywnych badawczo w okresie 2018-2016 (+21%) to oznaczałoby wzrost podaży z tego źródła z 35 do 42 projektów rocznie, czyli 252 (zamiast 210 – wzrost o 42) w całym okresie 2015-2020. Łącznie więc w teoretycznej luce kapitałowej przy założonym wzroście spółek doktoranckich i projektów korporacyjnych mogłoby - w latach 2015-2020 - znajdować się nie ok. 115, lecz 120 spółek co jest przyrostem niezwykle małym (w porównaniu do szacunków z analizy *ex-ante*).

Oddziaływanie programu pomocowego na lukę kapitałową wg stanu na styczeń 2020 roku można ocenić następująco. Po pierwsze program BRIDGE Alfa ze względu na

⁴⁴ Działalność badacza i rozwojowa w Polsce w 2018 r.; tablica 1(5). GUS, Warszawa 2019.

zdefiniowane pierwotnie limity inwestycyjne (<3 mln zł) został skutecznie "zakotwiczony" w dolnej strefie luki kapitałowej. Program objął więc przede wszystkim fazy *preseed/seed* oraz startu, które de facto nie były brane pod uwagę w analizie *ex ante*. Obniżenie limitu kwotowego wartości inwestycji (w efekcie wdrożenia rozporządzenia Omnibus) z pułapu 3 mln zł do 1 mln zł jeszcze bardziej przesunęło ciężar interwencji w kierunku bardzo wczesnych faz rozwoju. Po drugie od momentu rozpoczęcia działalności przez pierwsze fundusze (2017 rok) do końca stycznia 2020 roku dokonano 328 inwestycji; w latach 2017 - styczeń 2020 było to odpowiednio: 48, 88 i 192 inwestycje. Jest to więc znacznie więcej niż wskazywały szacunki w analizie *ex-ante* (328 w okresie 2017-2019 wobec 115 w okresie 2015-2020). Po trzecie inwestycje te zaabsorbowały 413 mln zł kapitału w postaci dotacji NCBR i wkładu prywatnego (w poszczególnych latach było to odpowiednio: 67 mln zł, 176 mln zł i 169 mln zł). W ujęciu wartościowym program pomocowy wprowadził więc w obszar luki mniej kapitału oraz w mniejszej skali na jedną inwestycję niż zakładała to analiza *ex-ante*.

Porównanie rozmiarów luki kapitałowej jakie oszacowano w analizie *ex-ante* z osiągniętymi efektami inwestycyjnymi może wskazywać, że pod względem liczby inwestycji luka została "domknięta" (328 inwestycji w około 3 lata, czyli średnio po 109 inwestycji rocznie wobec szacunków ok 19 inwestycji rocznie) i to ze znaczną nadwyżką. Pod względem kapitałowym jest to średnio 1 mln zł na jedną inwestycję. Z kolei program BRIDGE CVC (stanowiący zwrotny instrument finansowy) został uruchomiony ze znacznym opóźnieniem. Pierwsze fundusze ukonstytuowały się w 2019 r., a pierwsze inwestycje zrealizowano w drugiej połowie roku. Łącznie zrealizowano 6 inwestycji, w czterech przypadkach poniżej 1 mln EUR (choć fundusze mają prawo do realizacji dalszych inwestycji kontynuacyjnych) oraz dwie większe inwestycje o wartości 2 mln EUR i 7,8 mln EUR (obie transakcje funduszu COGITO Capital Partners). Łączna suma zainwestowanych środków to 50 mln zł, co także jest znacznie niższą wartością niż kwota prognozowanej luki. W przypadku dwóch inwestycji są to projekty wywodzące się z programu BRIDGE Alfa, dla których fundusze z działania 1.3.2 stanowią drugą rundę (jedna ze spółek wywodzi się pilotażu BRIDGE Alfa, a druga z bieżącej edycji), ale kwoty rezerwowane na te inwestycje nie są znaczące.

Jak zinterpretować sytuację nadmiaru inwestycji w ujęciu ilościowym i niedoboru kapitału w ujęciu wartościowym? Czy oznacza to, że luka jest faktycznie szersza (liczba projektów) niż szacowano, ale płytsza (wartość kapitału)?

Po pierwsze należy zauważyć, że liczba spółek oraz przypadająca na nie kwota inwestycji przyjęte do analizy *ex ante* dotyczyły projektów realizujących rundę A finansowania, tj. projektów po fazie *seed*, gdzie wartość inwestycji była szacowana na minimum 1,4 mln EUR. Jeżeli porównamy te wartości z rynkiem europejskim to np. zgodnie

z metodologią firmy badawczej Dealroom seria A realizowana jest w wartościach 4 do 15 mln USD⁴⁵. Po drugie w analizie *ex ante* zakładano uruchomienie funduszu BRIdge Beta, który realizowałby inwestycje w wysoko technologiczne spółki na poziomie około 5 mln zł, a analiza *ex ante* instrumentów finansowych w ramach POIR sporządzona przez firmę WYG PSDB zakładała, że w ramach instrumentu kA (ukierunkowanego na realizację prac B+R) średnia wartość inwestycji w pojedynczy projekt wyniesie 15 mln zł⁴⁶. Tym samym, obecnie realizowany BRIdge Alfa z obniżonym limitem inwestycyjnym plasuje projekty w dolnym obszarze luki kapitałowej, a brak finansowania kolejnych rund (w tym szacowanej w analizie *ex ante* rundy A) zmusza do substytuowania braku inwestycji dotacją na realizację prac B+R. Taka sytuacja została już zdiagnozowana w analizie *ex ante*, gdzie spółki z pilotażu BRIdge Alfa nie miały możliwości sfinansowania dalszych etapów rozwoju i ma miejsce obecnie co obrazują niektóre studia przypadków (np. LifeGel, inwestycja w spółkę DiCella – patrz załącznik Studia Przypadku). Z kolei brak złączenia poszczególnych etapów inwestycji poprzez stworzenie dwóch oddzielnych poddziałań, czyli 1.3.1 i 1.3.2 POIR, zamiast podejścia zintegrowanego tak jak miało to miejsce w pilotażu BRIdge VC, powoduje, że fundusze z działania 1.3.2 realizują etapy preinkubacyjne w danym projekcie od początku o czym świadczy wartość inwestycji. Dodatkowym problemem są profile funduszy powoływanych w ramach działania 1.3.2. Założenia tego działania preferują⁴⁷ korporacyjne fundusze, których do tej pory nie było na rynku polskim. W modelu tym wskazano również na wymóg niezależności zespołu zarządzającego funduszem od inwestora, co nie spotkało się z pozytywnym odzewem wśród przedsiębiorstw zainteresowanych tym działaniem. Z drugiej strony brak doświadczenia fund menadżerów w kierowaniu takimi funduszami może w tej sytuacji utrudnić dystrybucję środków w luce kapitałowej zwłaszcza w odniesieniu do wysokotechnologicznych projektów komercjalizujących projekty wywodzące się ze środowiska jednostek naukowych. Problemem jest też bardzo późne uruchomienie działania 1.3.2 i pojawienie się pierwszych funduszy dopiero w 2019 r. Biorąc pod uwagę dotacyjny charakter programu BRIdge Alfa oraz niską kwotę dotacji przypadającą na jedną spółkę należy łączne oddziaływanie programu pomocowego na lukę kapitałową ocenić jako stosunkowo niewielkie. Znacznie większy wpływ na jej ograniczenie mogą mieć fundusze tworzone w ramach BRIdge CVC

⁴⁵ The Journey to Series A in Europe; Fundraising benchmarks for founders of early-stage companies Part 1; Dealroom.co <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2018/11/The-Journey-to-Series-A-in-Europe.pdf> Dostęp 15.02.2020

⁴⁶ Ocena *ex-ante* instrumentów finansowych w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój. WYG PSDB sp. z o.o. Instrument kA był jednym z czterech instrumentów kapitałowych zaproponowanych do wdrożenia w ramach POIR. Celem instrumentu kA miało być wspieranie komercjalizacji projektów badawczo-rozwojowych na etapie inkubacji i akceleracji technologicznej.

⁴⁷ Tzw. term sheet opublikowany przez PFR Ventures.

jednakże ta część programu pomocowego została uruchomiona stosunkowo niedawno i jest za wcześnie na jego ocenę.

Po drugie, niższa kwota kapitału zainwestowanego w projekty znajdujące się w obszarze luki jest głównie spowodowana przez zmniejszenie limitów inwestycyjnych. Ich utrzymanie spowodowałoby, że najbardziej obiecująca część portfela (najlepiej rokujące inwestycje) wchłonęłaby najprawdopodobniej dwa lub trzy razy więcej kapitału. Widać to wyraźnie na przykładzie sporządzonych studiów przypadków, gdzie brak możliwości większego dokapitalizowania spółki przez fundusz jest substytuowany (na razie skutecznie) pozyskiwaniem dotacji z regionalnych programów operacyjnych. Z kolei większa niż szacowano liczba inwestycji jest najprawdopodobniej wynikiem pewnego niedoszacowania podaży projektów, jak i konsekwencją "wychodzenia" interwencji poza obszar luki (fundusze inwestują w projekty o niskim ryzyku, nie posiadające lub posiadające bardzo mały komponent B+R). Z analizy źródeł podaży projektów, w które inwestują fundusze BRIDGE Alfa wynika, że dominują projekty pochodzące od przedsiębiorców, a nie z jednostek naukowych (jak pierwotnie zakładano). Większość tych projektów to rozwiązania z obszaru ICT. Ze sporządzonych studiów przypadków wynika, że istnieje ryzyko, iż niektóre z tych projektów mogą nie zawierać prac B+R, jeśli do ich wyróżnienia zastosować kryteria Podręcznika Frascati. Jednakże na podstawie dostępnych danych nie jesteśmy w stanie ocenić jak duża jest to część całego portfela inwestycyjnego⁴⁸. Natomiast możemy przyjąć jako pewnik, że projekty z udziałem naukowców zawierają komponent B+R (potwierdzają to studia przypadków). Takich projektów jest łącznie 64. Podsumowując można stwierdzić, że mamy do czynienia z sytuacją, gdzie luka kapitałowa została skutecznie ograniczona w wymiarze ilości realizowanych inwestycji (przede wszystkim tych pochodzących z sektora nauki). Jednakże część realizowanej interwencji wychodzi poza obszar luki jaki stanowił punkt odniesienia przy projektowaniu programu pomocowego (projekty technologiczne, life science z komponentem B+R). Obniżenie limitu inwestycyjnego spowodowało natomiast "spłylenie" interwencji co może przełożyć się na ograniczenie możliwości rozwojowych niektórych inwestycji (trudność z pozyskaniem kolejnych rund finansowania) oraz wzrost zachowań oportunistycznych funduszy (inwestowanie w projekty o małym ryzyku, projekty o niskiej kapitałochłonności).

⁴⁸ Ocena zakresu prac B+R prowadzonych w spółkach portfelowych nie wchodziła w zakres ewaluacji.

2.5.2 Wpływ programu na rozwój wybranych sektorów

-
- ⇒ ***Bardzo mała liczba inwestycji w relacji do rozmiarów (ilościowych) poszczególnych branż uniemożliwia uchwycenie ich pozytywnego wpływu na strukturę podmiotową;***
 - ⇒ ***Istnieją pewne symptomy wskazujące, że pozytywne efekty ilościowe programu pomocowego mogą pojawić się w pierwszej kolejności w Dziale PKD 21 (produkcja podstawowych substancji farmaceutycznych), a w dalszej w Dziale PKD 26 (produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych).***
-

Stosunkowo mała liczba inwestycji dokonanych przez fundusze Bridge Alfa - 328⁴⁹ w okresie trzech lat – sprawia, że dające się zaobserwować pozytywne efekty ilościowe np. w postaci wkładu we wzrost stopy narodzin przedsiębiorstw są bardzo małe (struktura sektorowa inwestycji została omówiona w rozdziale 2.4.1).

⁴⁹ Wg stanu na koniec grudnia 2019 roku.

Tabela 9. Sektory o największej liczbie inwestycji a nowe rejestracje podmiotów gospodarczych.

	2017	2018	2019 (I-IX)	Razem	Udział przedsiębiorstw innowacyjnych	Liczba inwestycji funduszy BRIDGE Alfa
Liczba podmiotów nowo zarejestrowanych w rejestrze REGON Sekcja C dział 20	353	332	254	939	45,5%	10
Liczba podmiotów nowo zarejestrowanych w rejestrze REGON Sekcja C dział 21	43	55	42	140	52%	10
Liczba podmiotów nowo zarejestrowanych w rejestrze REGON Sekcja C dział 26	307	275	249	831	51,6%	22
Liczba podmiotów nowo zarejestrowanych w rejestrze REGON Sekcja C dział 32	1 490	1 419	1 017	3 926	25,3%	12
Liczba podmiotów nowo zarejestrowanych w rejestrze REGON Sekcja J dział 62	15 942	18 975	7 440	42 357	43,5%	165

Źródło: Taylor Economics na podstawie Bank Danych Lokalnych GUS, Działalność innowacyjna przedsiębiorstw w latach 2016-2018. GUS, Warszawa 2020.

Te stosunkowo niewielkie liczby inwestycji sprawiają, że jak na razie trudno wskazać na występowanie korzyści w postaci wzrostu rozmiarów sektorów będących efektem działania funduszy. Wkład liczby dokonanych inwestycji we wzrost populacji

przedsiębiorstw nowo zarejestrowanych⁵⁰ utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Jest to od 0,3% do 2,6%. Przy małej liczbie inwestycji statystyki tej nie poprawi nawet zawężenie analizy wyłącznie do przedsiębiorstw innowacyjnych⁵¹. Z danych GUS wynika, że tego typu przedsiębiorstwa – w tych konkretnych Działach PKD – stanowiły od 25% do 52% wszystkich zarejestrowanych przedsiębiorstw. Jeśli przyjąć, że wśród nowo zarejestrowanych podmiotów procent firm innowacyjnych jest analogiczny to nadal wkład inwestycji funduszy w powstawanie firm innowacyjnych pozostawałby na stosunkowo niskim poziomie od 1% do 2%.

Pewnym wyjątkiem jest jednak Dział PKD 21 (produkcja podstawowych substancji farmaceutycznych oraz leków i pozostałych wyrobów farmaceutycznych). W porównaniu do innych Działów, w tym liczba nowych rejestracji jest bardzo mała, bo na przestrzeni 3 lat (od 2017 roku do III kwartału 2019 roku) wyniosła ok. 140 przedsiębiorstw. Przy 22 inwestycjach funduszy Bridge Alfa jakie można przyporządkować do tego Działu oznacza to ok. 7% wkład w nowe rejestracje i najprawdopodobniej blisko 14% wkład w nowe rejestracje firm innowacyjnych. Z podobną sytuacją – ale wyłącznie w odniesieniu do powstawania firm innowacyjnych – mamy do czynienia w przypadku Działu 26 (produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych). Przy 831 nowo zarejestrowanych podmiotach i ok. 51,6% udziale firm innowacyjnych wkład inwestycji (w nowe rejestracje innowacyjnych przedsiębiorstw) można szacować na poziomie ok. 5%. Podsumowując, można stwierdzić, że istnieją pewne symptomy wskazujące, że pozytywne efekty ilościowe programu pomocowego mogą pojawić się w pierwszej kolejności w Dziale 21, a w dalszej w Dziale 26.

⁵⁰ Chodzi o przedsiębiorstwa wpisane do rejestru REGON.

⁵¹ Ze względu na charakter inwestycji VC (projekty o dużym potencjalnie konkurencyjności) można tu założyć, że inwestycje funduszy powinny być wkładem przede wszystkim w przyrost populacji innowacyjnych przedsiębiorstw, a nie przedsiębiorstw w ogóle.

2.5.3 Wpływ programu na wypełnienie luki podażowej projektów technologicznych

-
- ⇒ **Wdrożenie poddziałania 1.3.1 POIR spowodowało zwiększenie napływu na rynek VC projektów technologicznych i life science;**
 - ⇒ **Na podstawie sporządzonych studiów przypadków można wnosić, że zawartość komponentu B+R w realizowanych projektach jest bardzo różna, a co za tym idzie nie wszystkie inwestycje odnoszą się do technologii czy life science.**
-

Wyjściowe założenia

Sporządzona w 2015 roku analiza *ex-ante* wskazała na trzy podstawowe źródła podaży projektów B+R, które mogłyby być przedmiotem inwestycji funduszy tworzonych w oparciu o program pomocowy⁵². Pierwsze źródło to spółki doktoranckie (*spin-out*) komercjalizujące dorobek naukowy powstały w trakcie przygotowywania rozpraw doktorskich. Na podstawie statystyk liczby nadanych stopni doktorskich w okresie 2005-2013 oraz przyjętej skłonności do komercjalizacji oszacowano, że w latach 2015-2020 spółek takich może powstać ok. 251. Drugie źródło to spółki *spin-off* zakładane przez pracowników jednostek naukowych (z udziałem tych jednostek lub też najczęściej bez). Liczbę tego typu spółek oszacowano na ok. 544 oraz 146 spółek o profilu biotechnologicznym. Trzecie źródło stanowiły projekty wywodzące się z przedsiębiorstw (korporacyjne *spin-off/out*). W tym wypadku liczbę możliwych do skomercjalizowania projektów zawierających komponent B+R oszacowano na ok. 210. Łącznie w oparciu o te trzy źródła aktywności B+R w okresie 2015-2020 szacowano, że może powstać ok. 1151 projektów technologicznych, które mogłyby stanowić grupę docelową dla funduszy tworzonych w oparciu o program pomocowy. Analiza *ex-ante* zakładała także, że przy stopie selekcji stosowanej przez fundusze VC i wynoszącej 10% z takiego zasobu projektów B+R mogłyby powstać ok. 115 inwestycji kapitałowych.

Przytoczone powyżej szacunki bazowały na założeniu, że projektowany program pomocowy ma adresować problem *equity gap* w obrębie projektów B+R pochodzących przede wszystkim z sektora publicznych jednostek naukowych co wynikało wprost z misji

⁵² Ocena stanu gotowości sektora badawczo-rozwojowego w Polsce do skorzystania z możliwości wsparcia z publiczno-prywatnych inwestycyjnych instrumentów finansowych w latach 2014-2020 oraz możliwości wdrażania tych instrumentów przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju. Taylor Economics Sp. z o.o. oraz PAG Uniconsult Sp. z o.o.; Warszawa, marzec 2015, str. 30 i dalej.

NCBR. Tak też cel programu pomocowego (poddziałania 1.3.1) ujęto w Szczegółowym Opisie Osi Priorytetowych POIR 2014-2020.

Z perspektywy roku 2020 i najnowszych danych statystycznych wynika, że założenia przyjęte w analizie *ex-ante* nie zostały zweryfikowane „in-minus”, a sytuacja w zakresie podaży nadających się do komercjalizacji projektów z komponentem B+R nawet uległa nieznacznej poprawie: np. w latach 2014-2017 zwiększyła się liczba nadawanych stopni doktorskich⁵³ co podnosi szacunki dla tego strumienia podaży⁵⁴.

Inwestycje a podaż projektów technologicznych

Do końca stycznia 2020 roku fundusze Bridge Alfa zrealizowały 328 transakcji inwestując w 319 spółek portfelowych. Liczba tego typu inwestycji jest więc znaczna, szczególnie jeśli porównać je z danymi Invest Europe dla Polski. W roku 2014 (tj. jeszcze przed uruchomieniem programu pilotażowego BRIDGE Alfa), inwestycje *venture capital* w ramach specjalizacji „biotechnologia i zdrowie” stanowiły 2,8% wartości wszystkich inwestycji i 6,5% wszystkich spółek (4 inwestycje). W 2015 r. udział tej grupy inwestycji funduszy *venture* wzrósł do 12,4% pod względem wartości i 12,5% pod względem liczby (11 inwestycji). W 2017 r. pomimo spadku ogólnej liczby inwestycji w segmencie *venture*, inwestycje w segmencie „biotechnologia i zdrowie” stanowiły 25,4% wartości wszystkich inwestycji i 14,8% wszystkich spółek (4 inwestycje). Z kolei w roku 2018 inwestycje takie stanowiły 6% wartości i 20% (7 inwestycji) wszystkich inwestycji funduszy VC w Polsce, które raportują do Invest Europe.

Bardziej szczegółowe dane wskazują także na znaczne zaawansowanie pod względem poziomów techniki projektów będących przedmiotem inwestycji. Z klasyfikacji PKD wynika, że ok. 31,3% (88) inwestycji dotyczyło branż przetwórstwa przemysłowego, a ok. 64,8% (182) sekcji J PKD, czyli „informacja i komunikacja”. Z przekształcenia klasyfikacji PKD na klasyfikację OECD bazującej na poziomach techniki wynika, że znaczna część spośród projektów z przemysłu przetwórczego dotyczyła wysokiej (36,4%) i średnio-wysokiej techniki (39,8%). Z kolei w przypadku inwestycji „nieprzemysłowych” aż 165 z nich dotyczyło Działu 62 PKD (działalność związana z oprogramowaniem) klasyfikowanego jako usługi wysokiej techniki.

Struktura pochodzenia projektów inwestycyjnych okazała się być jednak odmienna od pierwotnych założeń i szacunków. Większość inwestycji - 81,2% - zostało dokonanych

⁵³ Nauka i Technika w 2017. GUS, Warszawa 2019 r.

⁵⁴ W analizie *ex-ante* (na podstawie danych dla lat 2005-2013) szacowano, że w latach 2015-2020 w ramach tego źródła może powstawać ok. 17,9 tys. doktoratów; z danych dla lat 2005-2017 można szacować że liczba ta wzrośnie (w całym przedziale 2015-2020) do 18,2 tys.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

w projekty zgłoszone przez przedsiębiorstwa lub indywidualne osoby (fizyczne lub przedsiębiorców). Jedynie 18,7% inwestycji ulokowano w projektach zgłoszonych przez pracowników naukowych (obecnych lub byłych) instytutów badawczych lub uczelni oraz doktorantów. Warto zauważyć, że różnią się one znacznie co do swojej istoty od projektów pochodzących z przedsiębiorstw, gdyż w takich obszarach jak med-tech, materiały, life science czy energetyka stanowią dominującą grupę. Bardzo dobrze obrazują to sporządzone studia przypadków. Wytwarzanie kropek kwantowych (nano-kryształów stosowanych we wszelkiego rodzaju wyświetlaczach), żel do trójwymiarowej hodowli komórek, na których można skuteczniej testować leki czy oprogramowanie do szybkiego rozpoznawania obrazów mikroskopowych różnych struktur biologicznych (komórki, bakterie) to projekty jakie fundusze Bridge Alfa pozyskały ze środowisk naukowych. Oprogramowanie do weryfikacji przez fundusz pożyczkowy standingu finansowego potencjalnych klientów czy oprogramowanie do zarządzania logistyką dostaw dań z restauracji do domu zamawiającego to z kolei dwa przykłady inwestycji wywodzących się z sektora przedsiębiorców (studia przypadków znajdują się w załączniku nr 4).

Zebrane dane niewątpliwie pokazują, że program pomocowy spowodował zwiększenie napływu na rynek VC projektów technologicznych i *life science*. Studia przypadków wskazują jednak, że nie można wszystkich do tej pory zrealizowanych inwestycji uznać za inwestycje w tego typu projekty. Niewątpliwie cele programu pomocowego wymagają, aby każda inwestycja dotyczyła projektu B+R obejmującego badania przemysłowe i prace rozwojowe. Jeśli nawet uznać, że zawartość w projekcie komponentu B+R faktycznie stanowi o jego "technologiczności" to przytoczone powyżej przykłady - kropki kwantowe, żel do hodowli 3D komórek, oprogramowanie rozpoznające obrazy mikroskopowe versus aplikacje do zarządzania zasobami i procesami w przedsiębiorstwie - pokazują, że stopień tej „technologiczności” (intensywności prac B+R) jest bardzo różny. W projektach wywodzących się z jednostek naukowych jest on przypuszczalnie najwyższy, a znacznie niższy w niektórych projektach z sektora przedsiębiorców.

Wydaje się też, że wśród inwestycji mogły znaleźć się projekty, które nie są technologiczne, bo faktycznie nie zawierają komponentu B+R. Choć nie dysponujemy szczegółową dokumentacją dotyczącą istoty prac badawczych i rozwojowych prowadzonych w poszczególnych projektach z opisów niektórych inwestycji można wnosić, że nie zawierają one komponentu B+R rozumianego tak jak definiuje to Podręcznik

Frascati⁵⁵. Może to szczególnie dotyczyć projektów polegających na wytworzeniu oprogramowania, czyli tych których jest stosunkowo najwięcej wśród wszystkich inwestycji. Takie wątpliwości mogą nasuwać się po lekturze opisu inwestycji w spółki Funeda czy Papukurier. Niewątpliwie oba projekty są innowacyjne, ale wytwarzane oprogramowanie opiera się na znanych narzędziach i technologiach (co nie pozwala zaklasyfikować tych prac jako B+R, a tym samym nie są to projekty skutkujące np. nową technologią przetwarzania danych, sygnału, obrazu, itd.). Można więc skonkludować, że program pomocowy przyczynił się do zwiększenia podaży na rynek VC projektów technologicznych i *life science*, jednak projekty tego typu prawdopodobnie stanowią tylko niewielki fragment całego portfela inwestycyjnego.

⁵⁵ Według Podręcznika Frascati, aby dana działalność mogła zostać uznana za działalność badawczą i rozwojową, musi spełniać pięć podstawowych kryteriów: musi być nowatorska (zdobycie nowej wiedzy), twórcza (opieranie się na oryginalnych, nieoczywistych koncepcjach i hipotezach), nieprzewidywalna (niepewność co do ostatecznego wyniku), metodyczna, możliwa do przeniesienia lub odtworzenia. W przypadku oprogramowania następujące rodzaje prac nie mogą być uznane za prace B+R: tworzenie aplikacji biznesowych i systemów informatycznych na podstawie znanych metod i istniejących narzędzi informatycznych, dodawanie funkcjonalności dla użytkownika w istniejących programach użytkowych (w tym podstawowe funkcje związane z wprowadzaniem danych), tworzenie stron internetowych lub oprogramowania przy użyciu istniejących narzędzi, stosowanie standardowych metod szyfrowania, weryfikacji bezpieczeństwa i testowania integralności danych, dostosowanie produktu do konkretnego zastosowania, chyba że w trakcie tego procesu wytworzona zostanie wiedza, która znacząco ulepszy program podstawowy, rutynowe usuwanie błędów w istniejących systemach i programach (debugging), chyba że ma to miejsce przed zakończeniem procesu prac rozwojowych. Porównaj: Podręcznik Frascati 2015. Zalecenia dotyczące pozyskiwania i prezentowania danych z zakresu działalności badawczej i rozwojowej. OECD. Wydanie polskie, GUS, Warszawa. 2018. str. 48 i 70.

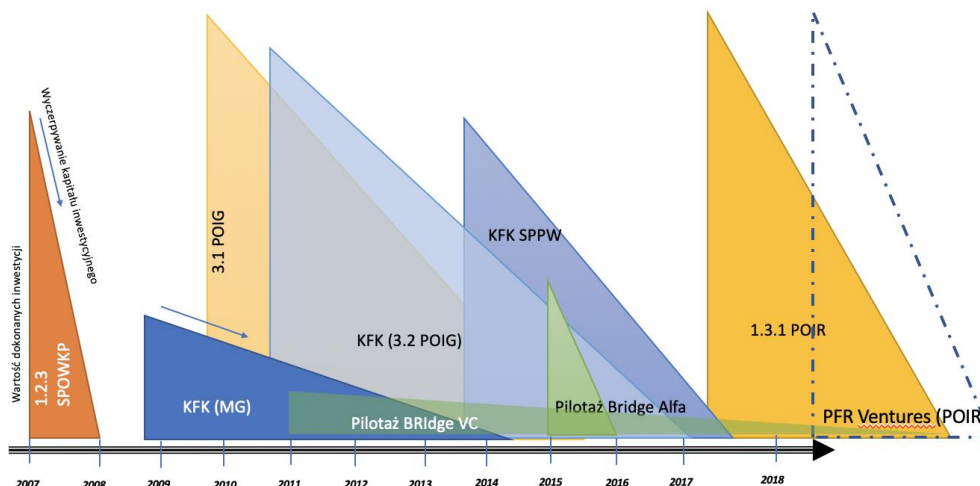
2.5.4 Wpływ programu na rozwój rynku VC

- ⇒ **Program pomocowy w zakresie finansowania ryzyka wydatnie przyczynił się do zwiększenia liczby działających funduszy VC;**
- ⇒ **Program spowodował wzrost podaży kapitału oraz wzrost liczby inwestycji;**
- ⇒ **Program istotnie przyczynił się do zwiększenia liczby dostępnych na rynku zespołów menedżerskich;**
- ⇒ **Widoczny jest efekt komplementarności: kapitały prywatne dołączają do środków publicznych i dzięki obniżeniu ryzyka inwestycyjnego powodują przesunięcie się rynku w kierunku bardziej ryzykownych inwestycji.**

Wpływ na liczbę działających funduszy

Program pomocowy wdrażany przez NCBR wydatnie przyczynił się do zwiększenia liczby działających funduszy VC inwestujących w projekty znajdujące się na wczesnym etapie rozwoju.

Wykres 20. Rozkład w czasie publicznych programów wsparcia rynku VC



Wykres pokazuje moment wprowadzenia danej podaży na rynek (pierwsza inwestycja w ramach danego programu) oraz jej wygasanie z upływem czasu (moment dokonania ostatniej inwestycji). Wysokość trójkątów symbolizuje wartość dokonywanych inwestycji w MSP. Proporcja nie została zachowana w przypadku 3.1 POIG oraz 1.3.1 POIR ze względu na wykroczenie figur poza pole rysunku.

Źródło: Taylor Economics.

Poza przedmiotowym programem pomocowym na przestrzeni ostatnich 10 lat w Polsce uruchomiono 6 programów⁵⁶ wsparcia rynku VC. W efekcie powstało 111 funduszy, które zrealizowały prawie 1,5 tys. inwestycji o wartości 1,4 mld zł. Wszystkie te programy zostały zakończone, a utworzone fundusze nie prowadzą już działalności inwestycyjnej (Wykres 20)⁵⁷. Struktura rynku VC według stanu na koniec 2019 roku wygląda więc następująco⁵⁸:

1. Fundusze BRIDGE Alfa (poddziałanie 1.3.1 POIR) – 66 funduszy o łącznej potencjalnej podaży kapitału w ramach budżetów inwestycyjnych do 2023 roku wynoszącej ok. 1,7 mld zł (po uwzględnieniu dotychczasowych wydatków);
2. Fundusze Bridge VC/CVC – 5 funduszy o budżecie inwestycyjnym 480 mln zł (uwzględniając przesunięcie części alokacji w ramach powyższego działania (patrz rozdział Wybrane fundusze Bridge VC/CVC). Do końca 2020 r. PFR Ventures do dystrybucji pomiędzy funduszami VC ma 211 mln zł, co da możliwość uruchomienia funduszy VC o łącznym budżecie inwestycyjnym o wartości około 400 mln zł
3. Fundusze BRIDGE VC (pilotaż) - 2 fundusze, które dysponują kapitałem publiczno-prywatnym w wysokości około 290 mln zł i ukierunkowane są na finansowanie fazy komercjalizacji projektów badawczo-rozwojowych;
4. Fundusze PFR Ventures – 21 funduszy sfinansowanych w ramach pięciu działań z POIR inwestujących w zakresie wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstw (programy Starter FIZ i Biznest FIZ) oraz późniejszych faz (Otwarte Innowacje, KOFFI). Fundusze dysponują budżetem inwestycyjnym w wysokości około 1,6 mld zł (po uwzględnieniu wkładu prywatnego i wydatków inwestycyjnych w 2019 r.). PFR Ventures do dystrybucji pomiędzy funduszami VC 460 mln zł, co da możliwość uruchomienia funduszy VC o łącznym budżecie inwestycyjnym o wartości około 600 mln zł);
5. Cztery fundusze finansowane przez Europejski Fundusz Inwestycyjny (jeden z tych funduszy jest także finansowany przez PFR Ventures w ramach dwóch działań POIR) oraz jeden fundusz ukierunkowany na finansowanie typu venture debt i mezzanine.

⁵⁶ Były to następujące programy: poddziałanie 1.2.3 SPOWKP, działania 3.1 i 3.2 POIG, SPPW, pilotaż BRIDGE VC, pilotaż BRIDGE Alfa, środki własne Ministerstwa Gospodarki wniesione do KFK SA.

⁵⁷ Z końcem 2017 roku zakończył się także okres inwestycyjny dla funduszy dokapitalizowanych z SPPW (przy czym jeszcze przez dwa lata fundusze będą mogły wносить ze swojego portfela kolejne transe do spółek); ze względu na rewolwingowy charakter inkubatorów inwestycyjnych utworzonych w ramach działania 3.1 POIG mogą jeszcze pojawiać się pojedyncze inwestycje finansowane z tego programu (środki pochodzące z wyjść). Skala nie jest jednak znacząca, gdyż zgodnie z wynikami ewaluacji działania 3.1 POIG do sierpnia 2017 roku do inkubatorów wróciło około 59 mln zł. Porównaj: M. Gajewski, J. Szczucki, M. Przybyłowski, P. Tamowicz (i inni), „*Inkubacja i co dalej*”, op. cit.

⁵⁸ Na rynku istnieje kilka statystyk dotyczących rynku Venture Capital. Większość z nich bazuje na informacjach zgłaszanych przez fundusze, co niestety zniekształca obraz rynku. Na rynku dostępne są statystyki przygotowywane przez stowarzyszenia inwestorów venture capital np. Invest Europe czy NVCA, gdzie dane są weryfikowane. Na potrzeby niniejszego raportu wykorzystywane są statystyki Invest Europe, które są korygowane o monitoring rynku realizowany przez Taylor Economics.

Łączny kapitał tych funduszy to około 140 mln EUR, ale są to środki przeznaczone na inwestycje w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej i w przypadku instrumentów mezzanine na późniejszych etapach niż *venture capital*.

6. Fundusze prywatne - grupa ponad 30 funduszy *venture capital* ukierunkowanych na inwestycje w fazę start-up i wzrostu. Grupa ta jest dosyć zróżnicowana, jeśli chodzi o strategię inwestycyjną – zarówno pod względem wartości inwestycji, jak i branży, chociaż przeważają tutaj preferencje w zakresie projektów ICT oraz skalowanych projektów z obszaru usług. W grupie tej są fundusze zrzeszone w PSIK, które deklarują inwestycje w segmencie *venture capital* (w tym fundusze zagraniczne) oraz fundusze notowane na rynku giełdowym, które prowadzą aktywną politykę inwestycyjną (z wyłączeniem funduszy finansowanych ze środków publicznych). Łącznie ta grupa funduszy dysponuje kapitałem prawie 2 mld zł.; do największych funduszy należą podmioty z grupy kapitałowej MCI, Manta Ray czy Fidiasz EVC.

Wpływ na podaż kapitału

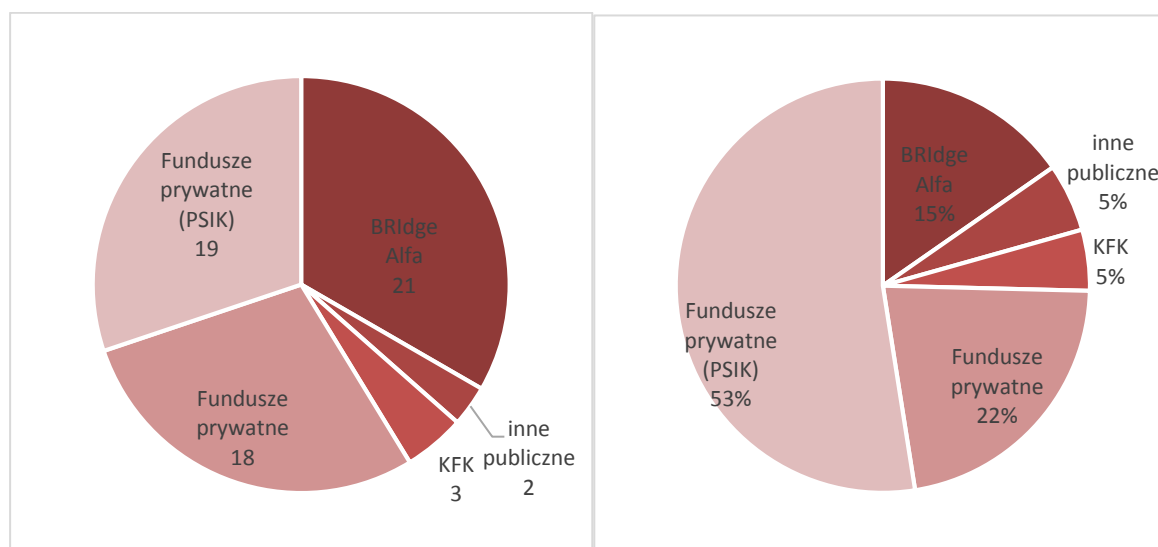
Powyższe dane wskazują na kluczową rolę programu pomocowego w zwiększeniu liczby aktywnych funduszy. 66 dofinansowanych przez NCBR funduszy to łącznie 54% wszystkich (124) działających na koniec 2019 r. na rynku oraz 72% funduszy działających ze wsparciem publicznym (tych jest razem 91). Program pomocowy ma więc największy wkład w przyrost liczby funduszy. Pod względem kapitału wszystkie fundusze dysponowały aktywami inwestycyjnymi o wartości ponad 6 mld zł. Widoczna jest znacząca przewaga kapitału publicznego, który na koniec 2019 r. stanowił 70% aktywów funduszy. W tym udział funduszy BRIDGE Alfa to około 32% wartości rynku. BRIDGE CVC oraz pozostałe fundusze PFR Ventures to kolejne 33%. Należy także wziąć pod uwagę, że w 2020 r. napływ kapitałów do funduszy może być jeszcze znaczący, gdyż PFR Ventures ma do rozdysponowania jeszcze 200 mln w ramach BRIDGE CVC, co umożliwi uruchomienie funduszy o kapitalizacji 400 mln zł, oraz w ramach pozostałych instrumentów Venture 460 mln zł, co pozwoli na uruchomienie funduszy o kapitalizacji około 600 mln zł. Biorąc jednak pod uwagę czas jaki pozostał do rozdysponowania funduszy i zaawansowanie prac wydaje się, że będzie to bardzo trudne do realizacji. Niemniej jednak napływ kapitału publicznego nie spowodował spadku nominalnej wartości kapitału prywatnego, którego napływ na rynek *venture capital* jest znaczący, zwłaszcza w 2016 i 2017 r. kiedy to na rynku *venture capital* pojawiły się takie fundusze jak Dirlango, Manta Ray Venture, Fidiasz oraz kiedy miała

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

miejsce wzmożona aktywność takich inwestorów jak TFI Trigon czy IPOPEMA 112⁵⁹. W 2017 i 2018 r. na rynku pojawiły się takie fundusze jak Innovation Nest II oraz Market One Capital sfinansowane przez EIF, który jest klasyfikowany jako fundusz prywatny. Z kolei w 2019 i 2020 uruchomione zostały fundusze Pracuj Ventures, OTB Ventures czy kolejny fundusz zespołu Innova Capital (dwa ostatnie również sfinansowane przez EIF).

Program pomocowy ma również istotne znaczenie, jeśli za punkt odniesienia przyjmie się faktyczną podaż kapitału⁶⁰ zamiast deklarowanych nominalnych kapitalizacji. Od 2017 roku - kiedy to pierwsze fundusze BRidge Alfa rozpoczęły inwestycje - do końca 2019 roku fundusze te zainwestowały 330,8 mln zł (w poszczególnych latach było to odpowiednio: 67 mln zł, 176,6 mln zł i 169,9 mln zł).

Wykres 21. Liczba funduszy (lewy wykres) i struktura kapitału funduszy (prawy wykres) – grudzień 2017

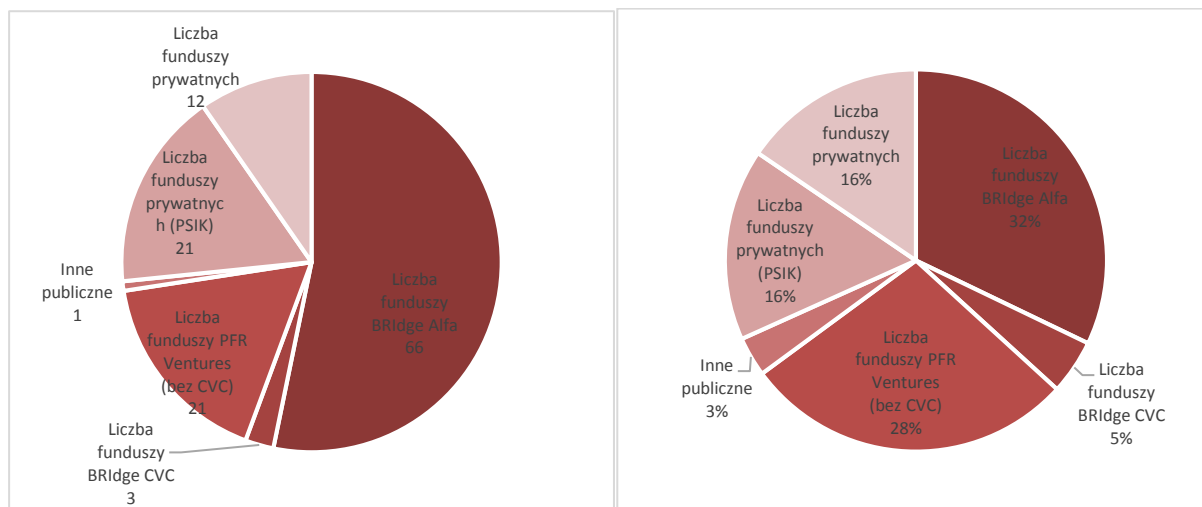


Źródło: Taylor Economics na podstawie danych GPW, Invest Europe, KFK, NCBR, PSIK.

⁵⁹ W analizie wzięto pod uwagę dwa źródła danych dotyczących prywatnych funduszy tj. fundusze prywatne będące członkami PSIK, których dane są raportowane do Invest Europe oraz fundusze zidentyfikowane przez Taylor Economics takie jak: Dirlango, Manta Ray Venture, Fidiasz, Market One Capital.

⁶⁰ Kapitały zainwestowane w spółki portfelowe.

Wykres 22. Liczba funduszy (lewy wykres) i struktura kapitału funduszy (prawy wykres)
– grudzień 2019



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych GPW, Invest Europe, KFK, NCBR, PSIK.

Efekt komplementarności

Efektom interwencji na rynku *venture capital* jest wprowadzenie na rynek znaczących zasobów kapitału publicznego, które – jeżeli mają zostać zainwestowane – wymagają przyciągnięcia kapitału prywatnego. Kapitał przeznaczony na inwestycje o wysokim stopniu ryzyka jest w Polsce znacznie ograniczony i skupiony wokół firm, które już wcześniej prowadziły tego typu działalność: prywatne fundusze VC, aniołowie biznesu, sektor przedsiębiorstw i inwestorów finansowych. Warunki zaproponowane przez instytucje pośredniczące okazały się na tyle atrakcyjne, że znaczna część inwestorów VC zdecydowała się na przyłączenie kapitału do nowo tworzonych funduszy publiczno-prywatnych. Tym samym liczba podmiotów *strictly* prywatnych zmalała. Pozytywnie należy jednak ocenić zainteresowanie funduszy działających na styku rynku *venture capital* i *private equity* segmentem *seed/start-up* i tym samym udział w konkursach uruchamianych w ramach środków publicznych. Pod warunkiem realizacji przyjętych strategii inwestycyjnych będzie to oznaczało obniżenie ryzyka inwestycyjnego i przesunięcie się rynku VC w kierunku bardziej ryzykownych inwestycji. Proces ten uwidacznia się szczególnie poprzez obecność doświadczonego personelu wśród kluczowych partnerów funduszy BRIDGE Alfa, ale także na poziomie inwestorów kapitałowych. Wśród funduszy BRIDGE Alfa jako inwestorzy obecni są przedstawiciele segmentu Private Equity czy też finansowi inwestorzy instytucjonalni (TFI) i znani inwestorzy indywidualni. Łącznie 7 funduszy BRIDGE Alfa wybranych w konkursie z 2016 i 2017 roku jest członkami PSIK, a tym samym fundusze te są uwzględniane w statystykach przygotowywanych przez europejskie stowarzyszenie VC/PE – Invest Europe.

Efektom zmian strukturalnych jest zmniejszenie liczby prywatnych funduszy, głównie wśród członków PSIK. Jest to jednak częściowo związane z konkursami uruchamianymi w ramach PFR Ventures, gdzie wsparcie rynku VC jest realizowane przez kapitałowe instrumenty zwrotne. Niemniej jednak wartość kapitałów prywatnych pozostaje na zbliżonym poziomie w stosunku do poprzednich lat (około 2 mld zł), a na rynku można zauważyć pojawianie się funduszy *venture capital* związanych z przedsiębiorstwami, m.in. z Grupą Selena (Fidiasz Entrepreneurial Venture Capital), Pracuj Ventures, Luma Ventures czy PGE Ventures.

Różnorodność publicznych instrumentów wspierających rynek VC spowodowała wykreowanie się grup inwestycyjnych działających w różnych obszarach inwestycji – od fazy *seed* oferowanej przez BRIDGE Alfa poprzez fazę start-up (PFR Starter) i bardziej dojrzałą (Otwarte Innowacje, KOFFI i PFR NCBR CVC). Podmioty zaangażowane w te działania to powstałe w wyniku interwencji publicznych fundusze SpeedUp Group czy Satus Venture (oba podmioty zaangażowane w rynek *seed* poprzez obecność w funduszach BRIDGE Alfa, ale również w instrumentach zwrotnych, odpowiednio w PFR NCBR CVC i PFR Starter), a także nowe podmioty zarządzające EEC Magenta czy Cogito Capital Partners (oba obecne w instrumencie PFR NCBR CVC).

Wpływ na liczbę realizowanych inwestycji

Oszacowanie wpływu prywatnych inwestycji na rynku VC jest bardzo trudne z uwagi na brak jednolitej i wiarygodnej metodologii zbierania danych. Rynek venture z uwagi na swój prywatny charakter jest rynkiem o ograniczonym dostępie do informacji, dlatego większość statystyk jest budowanych oddolnie, bazując na informacjach pochodzących bezpośrednio od funduszy. Statystyki europejskiego stowarzyszenia branżowego Invest Europe obejmują tylko transakcje realizowane przez członków stowarzyszenia, z kolei statystyki takich instytucji jak Dealroom, Pitchbook, Prequin czy Crunchabase bazują na transakcjach zgłaszanych przez fundusze i nie zawsze są rzetelnie weryfikowane⁶¹.

W latach 2015 – 2018 fundusze *venture capital* reprezentujące kapitał prywatny i mieszany (fundusze dofinansowane przez Krajowy Fundusz Kapitałowy) dysponowały kapitałem o wartości od 19,2 do 44 mln EUR (bez udziału funduszy BRIDGE Alfa zrzeszonych w PSIK). Główna część tego kapitału była alokowana na inwestycje znajdujące się w fazie start-up. Dodatkowo, od kilku do kilkunastu milionów EUR było inwestowanych corocznie przez

⁶¹ Przykładowo z danych jakie znajdują się w tych bazach wynika, że niektóre fundusze *seed capital* są znacznie większe niż duże fundusze *venture capital* co jest nieprawdopodobne. Te różnice mogą wynikać z faktu niezgłoszenia do baz danych wszystkich inwestycji lub zgłoszenia ich wg odmiennej metodologii wyceny.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

fundusze niezrzeszone w PSIK (np. Fidiasz, Dirlango, Market One Capital, TDJ Investment czy Manta Ray) oraz fundusze zagraniczne. Pomimo, że kapitał inwestowany przez fundusze BRIDGE Alfa jest istotny, to jednak jego pojawienie się nie zmniejszyło puli kapitału prywatnego, który w latach 2015-2018 stanowił 20-40 mln EUR.

Wpływ na fazę rozwoju spółek

Fundusze BRIDGE Alfa inwestują głównie w fazę *seed* lub nawet *pre-seed* przy średniej wartości inwestycji wynoszącej około 240 tys. EUR. Zgodnie ze statystykami Invest Europe w Polsce w fazie *seed* średnia wartość inwestycji wynosiła od 130 tys. EUR w 2015 r. do 430 tys. EUR w 2018. W ramach tych wyższych wartości pojawiają się fundusze prywatne. Dodatkowo, wartości te są znacznie poniżej średniej dla Europy. W 2018 r. średnia wartość transakcji w fazie start-up wyniosła 1,2 mln EUR, a w fazie wczesnego rozwoju 1,9 mln EUR. Dla całego europejskiego segmentu venture łącznie jest ok. 10 mln EUR. Z kolei serwis PitchBook wskazuje na znaczny wzrost wartości transakcji VC na europejskim rynku od 2017 r. W 2018 r. dla transakcji *seed* i aniołów biznesu mediana wyniosła 0,89 mln EUR, transakcje na wczesnym etapie (*early VC*) to 3,23 mln EUR a na późniejszym etapie (*late VC*) 6,7 mln EUR⁶².

Według szacunków PFR Ventures w 2019 r. statystyki dotyczące rynku VC mogą znacząco wzrosnąć i osiągnąć rekordowe wartości: 269 inwestycji i 214 mln EUR (bez największej rundy DocPlannera o wartości 80 mln EUR). Przy takim szacunku i uwzględniając bardzo wczesny etap inwestycji BRIDGE Alfa należy ocenić, że interwencja w ramach działania 1.3.1 POIR nie wypycha kapitału prywatnego z rynku *venture capital*.

⁶² Serwisy informacyjne znacznie wyżej kategoryzują inwestycje *seed* i *start up*. Np. Dealroom za transakcje *preseed* uważa transakcje poniżej 1 mln USD, *seed* to transakcje o wartości między 1 a 7 mln USD. Powyżej tej kwoty, a do 15 mln EUR klasyfikowane są transakcje serii A tj. m.in. *start-up*.

Tabela 10. Wartość inwestycji venture capital w Polsce w latach 2015-2019 (tys. EUR)

Źródło danych	2015	2016	2017	2018	2019
NCBR BRIDGE Alfa	11 767	-	15 584	41 075	39 532
PFR NCBR CVC	-	-	-	-	11 652
Invest Europe	19 198*	21 434*	44 032*	29 182*	198 742**

*Bez inwestycji funduszy BRIDGE Alfa i CVC, a będących członkami Invest Europe/PSIK

** Szacunek PFR Ventures

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych Invest Europe/EDC, NCBR, PFR Venture

Tabela 11. Wartość inwestycji venture capital w Polsce w latach 2015-2018 w podziale na fazy rozwoju (tys. EUR)

Faza rozwoju	2015	2016	2017	2018
Seed	4 691	1 671	2 191	4 744
Start-up	17 761	15 067	22 193	27 199
Later Stage Venture	6 421	4 696	24 538	3 780
Total venture	28 873	21 434	48 922	35 723

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych Invest Europe/EDC, NCBR, PFR Venture

Tabela 12. Średnia wartość inwestycji venture capital w Polsce w latach 2015-2018 w podziale na fazy rozwoju (tys. EUR)

Faza rozwoju	2015	2016	2017	2018
Seed	134,03	557,13	365,09	431,25
Start-up	377,89	386,35	1 305,46	1 182,56
Later Stage Venture	1 070,14	1 173,89	6 134,60	1 890,17
Total venture	328,10	465,97	1 811,92	1 020,66

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych Invest Europe/EDC, NCBR, PFR Venture

Wpływ na branżę spółek portfelowych

Jeżeli porównamy branże w jakie inwestują fundusze uwzględniane w statystykach Invest Europe oraz fundusze BRIDGE Alfa to widać pewne podobieństwa. Najwyższa wartość inwestycji została ulokowana w sektorze ICT i biotechnologii oraz energii. Różnice widoczne są w dalszych sektorach – fundusze VC chętniej inwestują w spółki związane z sektorem produktów i usług konsumenckich, a fundusze BRIDGE Alfa w produkty i usługi dla biznesu oraz w rolnictwo. Z kolei serwis transakcyjny Dealroom wskazuje, że od kilku lat branże w których realizowanych jest najwięcej inwestycji VC w Europie to zdrowie, oprogramowanie dla przedsiębiorstw, fintech i transport. Dla Polski ogółem w 2019 r. były to zdrowie, marketing oraz edukacja i oprogramowanie dla przedsiębiorstw. Serwis Dealroom oferuje również możliwość podziału transakcji wg modeli biznesowych i tak w 2019 r. 58% transakcji dotyczyło e-commerce i handlu.

Tabela 13. Porównanie sektorów w inwestycjach venture capital wg wartości (tys. EUR) inwestycji w Polsce dla spółek raportujących do Invest Europe i funduszy BRIDGE Alfa

Branża	Inwestycje wg statystyk Invest Europe		Inwestycje BRIDGE Alfa	
	2017	2018	2017	2018
Rolnictwo	0	0	1 158	2 315
Produkty i usługi dla biznesu	804	2 245	1 988	4 656
Chemicals and materials	0	1 127	465	849
ICT (Komunikacja, komputery i elektronika)	31 009	22 385	3 515	15 866
Produkty i usługi dla konsumentów	356	6 129	-	813
Energetyka i środowisko	4 112	643	-	3 864
Usługi finansowe i ubezpieczeniowe	233	1 035	377	698
Biotechnologia i zdrowie	12 409	2 159	3 192	5 473
Razem	48 922	35 723	10 694	34 533

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych Invest Europe/EDC, NCBR

Wpływ na rozwój rynku zespołów menadżerskich

Jednym z pierwszych efektów uruchomienia programu pomocowego (1.3 POIR) było zainicjowanie procesu tworzenia i rozwoju zbiorowości zespołów menadżerskich zawodowo zajmujących się zarządzaniem funduszami VC. Faktycznie proces ten zaczął się już kilka lat wcześniej wraz z uruchomieniem poprzednich interwencji. Jednak zasób zespołów menadżerskich jaki wówczas powstał posiadał zróżnicowane doświadczenie inwestycyjne. W ramach działania 3.1 POIG inwestującego na bardzo wczesnych etapach rozwoju wyszkolono około 300 menadżerów realizujących inwestycje w ramach inkubatorów inwestycyjnych⁶³. Z kolei w działaniu 3.2. POIG oraz pozostałych funduszach finansowanych przez fundusz funduszy KFK funkcjonowało 18 zespołów menadżerskich inwestujących na nieco późniejszych etapach, ale głównie w spółki sektora ICT reprezentujące takie projekty jak e-commerce, e-marketing czy różnego typu rozwiązania w modelu SaaS⁶⁴. Właściwie dopiero pilotaż programu BRIDGE Alfa z 2015 r. pozwolił na zdobycie doświadczenia przez grupę ponad 50 osób kluczowego personelu i członków zespołów zarządzających realizujących projekty inwestycyjne z komponentem B+R⁶⁵.

Po rozstrzygnięciu pierwszego z konkursów na rynek wkroczyły 22 zespoły menadżerskie, a następnie – po drugim konkursie – 44. Z tych 66 zespołów 27 (41%) posiadało wcześniejsze (jako większość zespołu) doświadczenia inwestycyjne zdobyte głównie w trakcie pilotażu BRIDGE Alfa (10 zespołów) oraz w trakcie działalności inkubatorów inwestycyjnych utworzonych w ramach działania 3.1 POIG. 39 zespołów (59%) zostało zawiązanych na potrzeby udziału w ogłaszanych konkursach jako „*first-time-teams*”. Na koniec 2019 r. w miarę zamykania procesu inwestycyjnego w funduszach finansowanych z poddziałania 1.3.1 POIR część zespołów pozyskuje finansowanie na kolejne fundusze w ramach projektów funduszy funduszy PFR Ventures (m.in. bValue, KnowledgeHub, Satus Partners, SpeedUp Group czy YouNick).

Pozytywnym i ważnym elementem oddziaływania programu pomocowego (1.3 POIR) na rynek zespołów menadżerskich jest przyciągnięcie na rynek VC instytucji otoczenia biznesu, których portfele aktywności uprzednio nie obejmowały usług finansowych czy zwrotnych instrumentów finansowych. Wśród utworzonych i dofinansowanych przez NCBR funduszy można wymienić zespoły zarządzające pośrednio

⁶³ M. Gajewski, J. Szczucki, M. Przybyłowski, P. Tamowicz – Inkubacja i co dalej – ewaluacja efektów inicjowania działalności innowacyjnej MŚP, przy wsparciu instrumentów III osi priorytetowej POIG. Warszawa, PARP, listopad 2017 r.

⁶⁴ M. Gajewski, J. Szczucki, M. Przybyłowski, P. Tamowicz – Efektywność systemu funduszy venture capital wspartych przez KFK S.A. ze środków POIG, 2007-2013. Warszawa, listopad 2017 r.

⁶⁵ M. Przybyłowski P. Tamowicz – Podsumowanie dotychczasowych efektów realizacji pilotażu BRIDGE Alfa identyfikacja dobrych praktyk. Gdańsk, kwiecień 2018 r.

lub bezpośrednio związane z co najmniej dziewięcioma takimi instytucjami, jak np.: YouNick Technology Park w Poznaniu, którego zespoły zarządzają dwoma funduszami BRIDGE Alfa, Małopolska Agencja Rozwoju Regionalnego, która weszła na rynek VC poprzez zarządzanie dwoma inkubatorami inwestycyjnymi w ramach działania 3.1 POIG, Technopark Gliwice, który również zapoczątkował swoją aktywność poprzez udział w działaniu 3.1 POIG, Fundacja Obserwatorium Zarządzania, Fundacja Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości, AINOT powiązany z federacją NOT, Jagiellońskie Centrum Innowacji obecne w funduszu Human Alfa (spółka powołana w 2004 roku przez Uniwersytet Jagielloński w Krakowie w celu budowy i zarządzania infrastrukturą Life Science Parku) czy SPIN-US – spółka celowa Uniwersytetu Śląskiego w Katowicach obecna w funduszu Invento Capital (po raz pierwszy występująca na rynku VC), a także Emobio – spółka powiązana osobowo z pracownikami CTT i spółki celowej Politechniki Gdańskiej.

Nieskuteczni wnioskodawcy deklarują pozostanie na rynku

Wnioskodawcy nieskuteczni w konkursach BRIDGE Alfa, pomimo że deklarują pozostanie na rynku, nie dokonują inwestycji kapitałowych. W badaniu CATI⁶⁶ zrealizowanym na grupie nieskutecznych wnioskodawców konkursów z 2016 i 2017 roku prawie połowa ankietowanych deklarowała, że inwestowała i będzie nadal inwestować w tym samym obszarze zainteresowań. Osoby te deklarują dysponowanie własnym kapitałem (czyli pochodzącym od członków kluczowego personelu) lub pochodzącym od członków zespołu zarządzającego (61% wskazań) oraz w dalszej kolejności, kapitałem pochodzącym od inwestorów zewnętrznych (krajowych i zagranicznych) – 24% odpowiedzi. Wśród tej grupy prawie 75% respondentów zadeklarowało, że od momentu zakończenia konkursu do dnia badania realizowało inwestycje kapitałowe – głównie w fazie *seed* i *start-up*. Łącznie wskazano na 41 inwestycji przy średniej wartości transakcji na poziomie około 0,5 mln zł. Informacje te jednak nie znajdują potwierdzenia w innych źródłach danych (statystyki PSIK, monitoring transakcji prowadzony przez Taylor Economics na potrzeby niniejszej ewaluacji). Osoby wchodzące w skład zespołów będących nieskutecznymi wnioskodawcami stanowią więc obecnie pewien rezerwowo zasób rynku fund managerów; część tych zespołów, jeśli nie większość będzie starała się pozyskać kapitały z innych źródeł (prywatnych, publicznych)⁶⁷.

⁶⁶ Badanie zostało przeprowadzone trzykrotnie: w listopadzie 2017 roku na 30 nieskutecznych beneficjentach z konkursu w 2016 roku, w październiku 2018 roku powtórnie na grupie 30 nieskutecznych beneficjentów z konkursu w 2016 roku oraz w listopadzie 2018 roku na 21 nieskutecznych beneficjentach z konkursu w 2017 roku.

⁶⁷ W powtórny badaniu nieskutecznych wnioskodawców z 2018 roku z grupy 30 respondentów jedynie w 6 przypadkach stwierdzono prowadzenie działalności inwestycyjnej ze środków prywatnych, w 2 przypadkach fundusze uzyskały dofinansowanie w konkursie BRIDGE Alfa w 2017 roku, a w 1 przypadku w programie Starter. Kolejne 2 zespoły zarządzające znalazły się w innych funduszach BRIDGE Alfa będących beneficjentami w konkursie w 2017 roku.

2.6 Pośredni wpływ negatywny

2.6.1 Występowanie efektu wypychania kapitału prywatnego

-
- ⇒ ***Działanie 1.3.1 POIR nie spowodowało wystąpienia negatywnego efektu wypychania kapitału prywatnego;***
 - ⇒ ***Polityki inwestycyjne funduszy wspartych publicznie i funduszy prywatnych nie pokrywają się.***
-

Wypychanie z rynku inwestorów prywatnych przez kapitały publiczne jest negatywnym zjawiskiem, które podważa zarówno sens interwencji publicznej, jak i zaufanie do państwa jako strażnika reguł rynkowych. Do oceny ryzyka wystąpienia takiego zjawiska na skutek wprowadzenia programu pomocowego wykorzystano transformowane wskaźniki specjalizacji Balassy, które pozwalają na porównywanie polityk inwestycyjnych poszczególnych grup funduszy (prywatne vs. publiczne) definiowanych za pomocą określonego zbioru zmiennych⁶⁸.

Oszacowanie wskaźników TBI zostało przeprowadzone w oparciu o dane odzwierciedlające stan portfeli inwestycyjnych funduszy Bridge Alfa z końca stycznia 2020 roku. Portfele te pokazują więc efekty blisko dwóch lat działalności inwestycyjnej funduszy. Największy wpływ na rodzajową charakterystykę tych portfeli miały jednak fundusze wyłonione w pierwszym konkursie (2017 rok), które rozpoczęły działalność operacyjną najwcześniej. Sumarycznie badaniem objęto trzy zagregowane portfele inwestycyjne: łączny portfel inwestycyjny funduszy Bridge Alfa składający się z 361 spółek (włącznie z inwestycjami dokonanymi w ramach pilotażu Bridge Alfa jaki przeprowadzono w latach 2015-2016), portfel funduszy prywatnych składający się ze 150 inwestycji i portfel funduszy hybrydowych (z udziałem kapitału publicznego i prywatnego w proporcji 50/50) z 205 spółkami (są to inwestycje dokonane w ramach poddziałania 3.2 POIG za

⁶⁸ Jako pierwsi zastosowanie wskaźników specjalizacji Balassy do oceny poziomu specjalizacji polityk inwestycyjnych funduszy VC zaproponowali F. Bertoni i M. Colombo. Wyznaczone wartości wskaźników Balassy pozwalają określić poziom specjalizacji wybranego typu inwestorów VC względem pozostałych typów dla różnych przekrojów charakteryzujących spółki portfelowe. Aby wyeliminować pewne wady tego wskaźnika dokonuje się jego transformacji. Wskaźnik Balassy jest łatwy do obliczenia i intuicyjny w interpretacji. Po transformacji przyjmuje on wartość z przedziału od -1 do 1. Dodatnia (ujemna) wartość wskaźnika transformowanego (Transformed Balassa Index – TBI) wskazuje, że dany typ funduszu jest bardziej (mniej) wyspecjalizowany w danej kategorii inwestycji (w spółki) niż pozostali inwestorzy. Na temat metodologii obliczania wskaźników Balassy patrz załącznik Metodologia. Porównaj F. Bertoni, M. G. Colombo, A. Quas The patterns of venture Capital investment in Europe. *Small Business Economics* (2015) 45: 543-560.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

pośrednictwem funduszy wspartych przez KFK SA). Do opisu polityk inwestycyjnych poszczególnych rodzajów funduszy wykorzystano trzy zmienne: faza rozwoju spółki w momencie inwestycji, wiek spółki w momencie inwestycji (liczba lat od powstania do inwestycji), sektor (wyróżniono 11 sektorów).

Tabela 14. Rozkłady liczebności badanej zbiorowości funduszy GVC, PVC i MVC dla wybranych charakterystyk spółek portfelowych (styczeń 2020 r.)

Charakterystyka	GVC	PVC	MVC	GVC	PVC	MVC
	Liczebność			Udział		
Faza rozwoju spółki w momencie inwestycji						
Nowa	252	71	109	0,58	0,16	0,25
Istniejąca	109	79	96	0,38	0,28	0,34
Liczba lat od inwestycji						
<2	311	91	145	0,57	0,17	0,27
>=2	50	59	60	0,30	0,35	0,36
Sektor						
MedTech	39	9	7	0,709	0,164	0,127
AgriTech	24	2	3	0,828	0,069	0,103
Materiały	15	6	6	0,556	0,222	0,222
Przemysł	62	15	15	0,674	0,163	0,163
Life science	26	10	13	0,531	0,204	0,265
Zaawansowane ICT	50	9	14	0,685	0,123	0,192
Energetyka	11	3	8	0,500	0,136	0,364
Cleantech	9	3	3	0,600	0,200	0,200
Fintech	10	12	11	0,303	0,364	0,333
ICT	108	73	115	0,365	0,247	0,389
Inne niezaawansowane	7	8	10	0,280	0,320	0,400

GVC- fundusze Bridge Alfa

PVC – prywatne fundusze VC

MVC – fundusze mieszane (działanie 3.2 POIG)

Źródło: Taylor Economics

Wartości wskaźników Balassy generalnie wskazują, że polityki inwestycyjne funduszy Bridge Alfa i pozostałych dwóch grup analizowanych funduszy (prywatnych i mieszanych) nie kolidują ze sobą choć wykazują pewien punkt styczności.

Już pierwsza zmienna charakteryzująca polityki inwestycyjne tj. faza rozwoju spółki w momencie inwestycji (spółka nowa vs. istniejąca) wskazuje na rozłączność strategii inwestycyjnych. Podczas, gdy TBI dla funduszy Bridge Alfa wynosi odpowiednio (+)0,073 dla spółek nowych i (-)0,136 dla istniejących to w przypadku funduszy prywatnych jest to analogicznie (-)0,121 i (+)0,141. Wskaźniki TBI pokazują nam, że obie zbiorowości funduszy inaczej lokują swoje inwestycje. Fundusze Bridge Alfa preferują inwestowanie w spółki nowe, których z kolei fundusze prywatne raczej unikają. Bardzo ciekawie wygląda analiza wartości wskaźników i ich znaków. Z danych tych wynika, że fundusze prywatne zdecydowanie (wysoka wartość wskaźnika) unikają inwestycji w spółki nowe i zdecydowanie preferują inwestycje w spółki istniejące. W przypadku Bridge Alfa skłonność do inwestycji w spółki nowe jest jednak znacznie mniejsza (bo wartość TBI jest znacznie niższa) niż dla porównania skłonność prywatnych funduszy do inwestowania w istniejące (0,073 wobec 0,141). Nie oznacza to kolizji polityk inwestycyjnych, a jedynie nie tak wielką skłonność Bridge Alfa do inwestycji w spółki całkowicie nowe. Ciekawą obserwacją jest także to, że fundusze mieszane inwestują w bardzo podobny sposób jak fundusze prywatne: raczej unikają inwestowania w spółki nowe (TBI -0,063) i nieznacznie preferują spółki istniejące. To podobieństwo polityk inwestycyjnych wynika głównie ze znaków (+/-) jakie pojawiają się przy wskaźnikach TBI niż ich wartości (które są znacznie niższe). Fundusze hybrydowe lokują się więc niejako pomiędzy Bridge Alfa (nie kolidując z nimi), a funduszami prywatnymi.

Bardzo podobna sytuacja występuje w przypadku drugiej charakterystyki, tj. wieku spółki w momencie inwestycji (liczba lat od rejestracji do inwestycji). Ponownie fundusze Bridge Alfa raczej preferują (TBI +0,060), choć ze stosunkowo małą intensywnością, inwestycje w spółki młode (działające krócej niż 2 lata), a unikają spółek starszych (TBI -0,260). Preferencje funduszy prywatnych są zdecydowanie odmienne. Znacznie bardziej (niż Bridge Alfa) unikają inwestycji w spółki młode wiekiem za to zdecydowanie preferując spółki działające dłużej niż 2 lata. Podobnie jak poprzednio zachowują się fundusze hybrydowe. Ich polityki inwestycyjne są dość elastyczne – raczej unikają spółek młodych i raczej preferują spółki starsze (o czym świadczą niskie wartości wskaźników TBI).

Wartości wskaźników TBI dla obu podstawowych charakterystyk polityk inwestycyjnych wyraźnie wskazują, że warunki wsparcia zdefiniowane w programie pomocowym, w tym przede wszystkim limit inwestycyjny stworzyły w miarę skuteczny mechanizm ograniczający ryzyko wypychania kapitału prywatnego z rynku. Kolizja (wypychanie) nie zachodzi nawet w przypadku funduszy hybrydowych, gdzie można by

oczekiwać, że stosunkowo duży udział kapitału publicznego powinien je skierować dokładnie w tę samą stronę co fundusze Bridge Alfa.

Ciekawe wnioski płyną z analizy sektorowego rozkładu wskaźników TBI. Dotychczasowe preferencje inwestycyjne funduszy Bridge Alfa to przede wszystkim takie sektory jak AgriTech, MedTech, zaawansowane ICT i przemysł. Wartości wskaźnika TBI dla tych specjalizacji inwestycyjnych są najwyższe i dodatnie (odpowiednio 0,243, 0,169, 0,152 i 0,144). Dla porównania fundusze prywatne zdecydowanie preferują FinTech (TBI 0,269) i kategorię „inne niezaawansowane” (TBI 0,209). Warto zaznaczyć, że miejscem największego zróżnicowania polityk inwestycyjnych są trzy branże: jest to AgriTech, FinTech i kategoria „inne niezaawansowane”. W przypadku tych trzech branż wartości wskaźnika TBI dla funduszy Bridge Alfa są dodatnie i najwyższe, a dla funduszy prywatnych są najniższe i ujemne. Oznacza to najsilniejszą rozbieżność kierunków inwestowania (fundusze Bridge Alfa te obszary preferują, fundusze prywatne ich unikają).

Wśród wszystkich analizowanych branż daje się zauważyć jeden punkt wspólny. Jest to branża „materiały”. TBI dla obu grup funduszy w przypadku tej branży jest dodatnie (wystąpienie preferencji) choć wartość wskaźnika jest bardzo niska (0,048 i 0,029). Z punktu widzenia statystyki może to sygnalizować istnienie pewnej kolizji polityk inwestycyjnych (konkurowanie o projekty z tego samego obszaru). Ponieważ w tej kategorii pojęciowej mieszczą się materiały o różnym zastosowaniu (np. nanokryształy stosowane w wyświetlaczach, jak i hydrożel do hodowli komórek) dlatego przy bardzo małej liczbie wszystkich inwestycji (15) – trudno sytuację taką uznać za przejaw wypychania kapitału prywatnego. Tym niemniej sytuacja ta (wpływ interwencji na sektor prywatny) musi być nadal monitorowana przez NCBR.

Tabela 15. Wskaźniki BI i TBI dla wybranych charakterystyk spółek portfelowych poszczególnych rodzajów funduszy VC (styczeń 2020 r.)

Charakterystyka	GVC	PVC	MVC	GVC	PVC	MVC
	BI			TBI		
Faza rozwoju spółki w momencie inwestycji						
Nowa	1,157	0,785	0,881	0,073	-0,121	-0,063
Istniejąca	0,761	1,328	1,181	-0,136	0,141	0,083
Liczba lat od inwestycji						
<2	1,128	0,794	0,926	0,060	-0,115	-0,039
>=2	0,587	1,666	1,240	-0,260	0,250	0,107
Sektor						
MedTech	1,406	0,781	0,445	0,169	-0,123	-0,385
AgriTech	1,641	0,329	0,361	0,243	-0,505	-0,469
Materiały	1,102	1,061	0,776	0,048	0,029	-0,126
Przemysł	1,337	0,778	0,569	0,144	-0,125	-0,274
Life science	1,052	0,974	0,927	0,026	-0,013	-0,038
Zaawansowane ICT	1,358	0,588	0,670	0,152	-0,259	-0,198
Energetyka	0,992	0,651	1,270	-0,004	-0,211	0,119
Cleantech	1,190	0,955	0,699	0,087	-0,023	-0,177
Fintech	0,601	1,736	1,164	-0,249	0,269	0,076
ICT	0,724	1,177	1,357	-0,160	0,081	0,151
Inne niezaawansowane	0,555	1,527	1,397	-0,286	0,209	0,166

GVC- fundusze Bridge Alfa

PVC – prywatne fundusze VC

MVC – fundusze mieszane (działanie 3.2 POIG)

Źródło: Taylor Economics

2.6.2 Tendencyjność sektorowa

⇒ ***Pomimo dużej liczby inwestycji w projekty ICT tendencyjność sektorowa nie występuje, gdyż opracowywane rozwiązania (ICT) są skierowane do bardzo różnych użytkowników końcowych (z różnych branż).***

Inwestycje funduszy Bridge Alfa wykazują znaczną koncentrację w obszarze praktycznie jednej branży (ICT). Sytuacji tej nie można jednak uznać za zjawisko negatywne - przejawu tendencyjności branżowej w działalności funduszy i zagrożenia dla innych przedsiębiorców - z dwóch powodów. Po pierwsze skala inwestycji funduszy jest niewspółmiernie mała w stosunku do rozmiarów całej branży. Po drugie pomimo tego, że formalnie inwestycje te należą do ICT to opracowywane w ramach takich projektów produkty lub usługi docelowo są kierowane do bardzo różnych branż np. w ramach przemysłu przetwórczego.

Rozkład inwestycji funduszy wskazuje na znaczną koncentrację finansowanych projektów w branży informatycznej związanej głównie z tworzeniem oprogramowania do różnych zastosowań w przemyśle i usługach. Branża ta wg klasyfikacji PKD odpowiada Działowi 62 („Działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana”). Do branży tej można przyporządkować 165 inwestycji, czyli 58,7% wszystkich zrealizowanych dotychczas⁶⁹. Dwie kolejne branże, które zaabsorbowały najwięcej inwestycji to „produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych” (Dział 26 PKD wchodzący w skład przetwórstwa przemysłowego) – 22 inwestycje i „produkcja pozostałych wyrobów” (Dział 32 PKD również wchodzący w skład przetwórstwa przemysłowego) – 12 inwestycji. Udział tych trzech branż (wskaźnik C3) w całym portfelu inwestycyjnym funduszy Bridge Alfa wynosi zatem 70,8%. Z pozostałych branż najwięcej inwestycji – po 10 – przypadło na produkcję chemikaliów i wyrobów chemicznych (Dział 20 PKD) i produkcję podstawowych substancji farmaceutycznych oraz leków i pozostałych wyrobów farmaceutycznych (Dział 21 PKD). Wskaźnik koncentracji C5 wyniósł więc 77,9%.

Liczba inwestycji dokonanych przez fundusze jest jednak bardzo mała w relacji do rozmiarów sektorów. W branżach, w których koncentrują się inwestycje działało od kilkuset

⁶⁹ Przyporządkowanie inwestycji do działów PKD było możliwe w przypadku 281 inwestycji. W przypadku 47 inwestycji przyporządkowanie jakie wskazano w sprawozdaniach było w naszej ocenie błędne, a na podstawie opisu projektu nie można było dokonać poprawnego wskazania PKD.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

podmiotów do kilkudziesięciu tysięcy, a liczba nowych rejestracji wynosiła od 140 do ponad 40 tysięcy (0). Inwestycje stanowiły więc od 0,05% do 1,3% działających podmiotów i od 0,3% do 7% nowo zarejestrowanych. Najwyższy wskaźnik w ogólnej liczbie zarejestrowanych podmiotów (1,3%) i podmiotów nowo zarejestrowanych (7%) wystąpił w Dziale 21 PKD. 6 z 10 inwestycji jakie ulokowano w tej branży było jednak start-upami co oznacza, że udzielona pomoc publiczna nie trafiła w ręce istniejących przedsiębiorców mogąc ich w ten sposób uprzywilejowywać względem pozostałych. W tych 10 podmiotach utworzonych ze wsparciem funduszy Bridge Alfa zatrudnionych było łącznie 10 pracowników wobec 7,2 tys. pracujących w małych i średnich przedsiębiorstwach w tej branży⁷⁰.

Znaczne zróżnicowanie miejsc docelowego zastosowania produktów i usług opracowywanych w ramach projektów z obszaru ICT, w które zainwestowały fundusze Bridge Alfa dodatkowo wskazuje na bardzo małe ryzyko negatywnego oddziaływania programu pomocowego na sytuację w branży. Przykładem mogą być trzy studia przypadków (patrz załącznik Studia Przypadków). Oprogramowanie jakie opracowała spółka DiCelle służy do identyfikacji i oceny obrazów mikroskopowych struktur biologicznych - komórek, bakterii. Oprogramowanie to będzie, więc miało zastosowanie przede wszystkim w analizie laboratoryjnej jednostek służby zdrowia. Oprogramowanie jakie stworzyła spółka Papukurier będzie umożliwiało całkowitą automatyzację procesu zarządzania logistyką dostaw w sektorze gastronomicznym. Oba projekty w ujęciu kasyfikacji PKD jako Dział 62 (informatyka i oprogramowanie) będą więc skierowane do zupełnie innego użytkownika końcowego w ujęciu branżowym.

⁷⁰ Rocznik Statystyczny Przemysłu 2018. GUS, Warszawa, 2018. str. 206.

Tabela 16. Inwestycje funduszy, a rozmiary branż i liczba nowych rejestracji

	Produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych Dział 20 PKD	Produkcja podstawowych substancji farmaceutycznych oraz leków i pozostałych wyrobów farmaceutycznych dział 21 PKD	Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych Dział 26 PKD	Produkcja pozostałych wyrobów Dział 32 PKD	Działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana Dział 62 PKD
Liczba inwestycji Funduszy Bridge Alfa (2017-01/2020)	10	10	22	12	165
Liczba podmiotów w branży wg rejestru REGON (I-III kw. 2019)	5 495	767	6 438	23 699	121 052
Liczba podmiotów nowo zarejestrowanych w rejestrze REGON (2017-IX 2019)	939	140	831	3 926	42 357

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych GUS

2.7 Adekwatność środka pomocy

- ⇒ **Program pomocy w zakresie finansowania ryzyka (poddziałanie 1.3.1 i 1.3.2 POIR) w swojej wyjściowej konstrukcji jako obowiązywała w momencie jego uruchomienia w 2016 roku spełniał kryterium adekwatności;**
- ⇒ **Zmiany w zasadach jego realizacji (obniżenie limitu inwestycyjnego na skutek wdrożenia rozporządzenia Omnibus), a także problemy wdrożeniowe, adekwatność tę obniżyły czyniąc program mniej skutecznym i mniej efektywnym;**
- ⇒ **Przywrócenie jego adekwatności w ramach formuły instrumentu quasi-kapitałowego wymaga zmian, gdyż w innym wypadku analogiczne efekty można będzie uzyskać w oparciu o tańszą formułę przedsięwzięcia stricte dotacyjnego (analogicznego jak działanie 3.1 POIG).**

Koncepcja ideowa programu pomocy, jaka legła u podstaw opracowania szczegółowych rozwiązań wdrożeniowych była w pełni adekwatna do problemów zdiagnozowanych w trakcie prac nad programem operacyjnym (POIR). Pomimo systematycznego reformowania sektora nauki i zwiększania jego bazy infrastrukturalnej komercjalizacja wyników prac B+R wciąż była na poziomie nieadekwatnym do jakości i rozmiarów krajowych aktywów naukowych. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy była niewątpliwie znaczna słabość czy wręcz brak prywatnego rynku VC w zakresie finansowania bardzo wczesnych etapów rozwoju przedsiębiorstw, w tym szczególnie ryzykownych projektów bazujących na wynikach prac B+R. Co gorsza ze względu na specyficzne reguły ekonomiki funduszy VC (np. podaż kapitałów do funduszy VC/PE preferująca fundusze dużych rozmiarów, zasady kwotowania stawek za zarządzanie funduszami skłaniające firmy zarządzające do tworzenia funduszy o dużych rozmiarach) powstawanie takich funduszy w oparciu wyłącznie o kapitał prywatny było niemożliwe. Stąd też konieczne było zasilanie rynku VC kapitałami publicznymi i dodatkowo stosowanie różnych sposobów na obniżanie ryzyka inwestycyjnego po stronie kapitału prywatnego (np. finansowanie przez czynnik publiczny większej części kosztów zarządzania funduszem, nierównomierny podział przychodów z inwestycji). Program pomocowy – czerpiąc z zachęcających wyników pilotażu Bridge Alfa – trafnie zaadresował zidentyfikowane dysfunkcje: należy stworzyć sieć funduszy, ukierunkować je na projekty B+R, a ryzyko inwestycyjne przerzucić na czynnik publiczny poprzez mechanizm grantu na projekt B+R i rezygnację z partycypacji w podziale korzyści z inwestycji.

W trakcie procesu wdrażania – który rozpoczął się w 2016 roku wraz z ogłoszeniem pierwszego naboru na wybór funduszy – pojawiło się jednak kilka czynników negatywnie oddziałujących na wyjściową adekwatność programu. W przypadku działania 1.3.1 POIR pierwszym i najistotniejszym było zmniejszenie limitu inwestycyjnego z 3 mln zł do 1 mln zł skutkiem wdrożenia rozporządzenia Omnibus. Zmiana ta nie zablokowała inwestycji w zakresie tego większego limitu (do 3 mln zł), ale musiały być one teraz realizowane wyłącznie w oparciu o kapitał prywatny. Pomijając kwestię ogólnych niedoborów prywatnego kapitału inwestycyjnego na rynku VC zmiana proporcji pomiędzy kapitałami publicznymi a prywatnymi zmieniła relację zysk-ryzyko znacznie ją pogarszając: większa część inwestycji musiała być sfinansowana przez kapitał prywatny przy nadal bardzo wysokim ryzyku inwestycyjnym szczególnie w projektach B+R. Utrzymanie zaplanowanej na etapie tworzenia funduszy wartości inwestycji na poziomie 3 mln zł przy 800 tys. zł dotacji z NCBR (27% udział kapitału publicznego) spowodowałoby, że program BRIDGE Alfa miałby mniej korzystny stosunek udziału kapitałów publicznych niż takie programy jak KOFFI (50%) skierowane do większych i bardziej rozwiniętych przedsiębiorstw (i tym samym charakteryzujących się mniejszym ryzykiem). W tej sytuacji wartość inwestycji została obniżona do 1 mln zł a strategie inwestycyjne zostały ukierunkowane na większą liczbę, teoretycznie mniej wymagających kapitałowo projektów. Na zmianie tej program stracił w zakresie swojej skuteczności, gdyż zniechęcił (poprzez nałożenie na kapitał prywatny dodatkowego, nieplanowanego ryzyka) inwestorów do angażowania się w bardziej ryzykowne lub bardziej kapitałochłonne projekty. Nie bez znaczenia była też strata wizerunkowa (zmiana reguł w trakcie gry) osłabiająca zaufanie do czynnika publicznego. Erozję adekwatności programu spowodowały też pewne problemy wdrożeniowe. Długi okres czasu jaki upływał od zamknięcia konkursów do rozpoczęcia działalności inwestycyjnej funduszy Bridge Alfa powodował dezaktualizowanie się biznesplanów, w oparciu o które planowano działalność. Do powolności procesów wdrożeniowych niewątpliwie przyczyniły się też czynniki obiektywne jak np. zmiany regulacyjne i wymóg posiadania przez firmy zarządzające statusu ASI. Czynnikiem rzutującym na skuteczność programu i dynamikę inwestycji była także logistyka działania sieci przedstawicieli NCBR w komitetach inwestycyjnych. W trakcie badania, zarówno zarządzający funduszami, jak i przedstawiciele spółek portfelowych wskazywali na występowanie problemów w trakcie procedowania projektów, w trakcie posiedzeń komitetów inwestycyjnych. Wskazywano tu szczególnie na zmiany reprezentantów NCBR, czy długi czas podejmowania decyzji, które mogły spowalniać tempo inwestycji, czy też pogorszyć konkurencyjność projektów. Z drugiej strony w przypadku funduszy następowały również zmiany personelu kluczowego, a dokumentacja nie zawsze spełniała wymagania przedstawicieli NCBR, co przyczyniało się także do pogorszenia efektywności całego procesu inwestycyjnego.

Podobnie jak i w przypadku działania 3.2 POIG wdrażanego przed kilku laty przez KFK SA tak i w przypadku Bridge Alfa doszło także do pewnej kolizji kultur organizacyjnych. W przeciwieństwie do funduszy VC będących podmiotami biznesowymi, których podstawą jest sprawność i szybkość działania, dla których czas jest istotnym kryterium decyzyjnym a zysk celem nadrzędnym, NCBR jest agendą rządową, poddaną licznym regulacjom krajowym i unijnym, dla której zarówno czas jak i kategoria zysku finansowego nie są elementami fundamentalnymi. Trwające bardzo długo kontrole realizacji projektów, długi czas podejmowania decyzji, czy też rezerwa wobec podejmowania trudnych decyzji, z którymi NCBR nie miało wcześniej do czynienia (np. procesy wychodzenia z inwestycji przez fundusze) były źródłem napięć i nieporozumień rzutując na tempo funkcjonowania programu pomocowego.

Osobnym elementem jest słaba realizacja jednego z celów działania tj. wsparcie projektów B+R, pochodzących głównie ze środowiska jednostek naukowych w Polsce (uczelnie, instytuty badawcze, instytuty naukowe PAN). Pomimo rosnącej współpracy funduszy BRIdge Alfa z jednostkami naukowymi oraz polepszającej się oceny użyteczności CTT i spółek celowych jednostek naukowych, współpraca nie przyczynia się do powstawania spółek spin-off z udziałem jednostek naukowych. Dodatkowo, udział przedsięwzięć spin-out (z udziałem doktorantów czy też byłych pracowników) w ogólnej liczbie spółek portfelowych odnotowuje tendencję malejącą. Brak współpracy wynika z różnych priorytetów i odmiennych motywacji funduszy i naukowców, ale znaczący jest wpływ braku gotowości inwestycyjnej projektów wywodzących się z jednostek naukowych. Potwierdzają to realizowane wywiady z przedstawicielami funduszy, CTT i spółek celowych, jak i niski procent projektów (około 16%) jakie zdaniem menadżerów funduszy mogą być komercjalizowane przy wsparciu funduszu VC. W tej sytuacji istotne jest zwiększenie liczby i skali programów wsparcia wpływających na budowę gotowości inwestycyjnej projektów B+R realizowanych w jednostkach naukowych.

Wszystkie wskazane powyżej elementy pomimo trafności i aktualności wyjściowych założeń oraz adekwatności pierwotnej konstrukcji programu spowodowały, że z czasem adekwatność ta uległa erozji. Obecnie szczególnie po obniżeniu limitu inwestycyjnego i po ujawnieniu się wszystkich problemów wdrożeniowych najprawdopodobniej te same lub zbliżone efekty można by uzyskać na bazie programu *stricte* dotacyjnego bez konieczności tworzenia złożonej infrastruktury wdrożeniowej wymagającej tworzenia wydzielonych zespołów zarządzających, uzyskiwania statusu ASI, angażowania prywatnych inwestorów, powoływania przedstawicieli w komitetach inwestycyjnych, tworzenia systemu wielostronnych umów (projekt grantowy - grant - inwestycja), itd. W obecnej wersji program pod względem swojej funkcjonalności jest bardzo zbliżony do dotacyjnego działania 3.1 POIG, które także adresowało lukę kapitałową w zakresie wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstw.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Osobny problem stanowi poddziałanie 1.3.2 tj. BRIDGE CVC działający jako finansowy instrument zwrotny. Pierwotnie planowane uruchomienie funduszy funduszy zorientowanego na tworzenie specjalistycznych funduszy VC ukierunkowanym na wysokotechnologiczne inwestycje w późniejszych fazach rozwoju (jako kolejna runda finansowania dla spółek portfelowych BRIDGE Alfa) zamieniono na dwa komponenty tj. pierwotnie planowany BRIDGE VC oraz nowy komponent BRIDGE CVC dedykowany korporacyjnym funduszom venture capital. W efekcie problemów jakie dotknęły fundusze funduszy odpowiedzialny za komponent BRIDGE VC, całość alokacji została przekazana do Funduszu Funduszy PFR NCBR CVC, ale z uwagi na brak rynku CVC w Polsce oraz brak niezależnych profesjonalnych zespołów zarządzających start programu opóźnił się i połowa alokacji została przesunięta do działań niezwiązanych z rynkiem VC. Pozostałą kwota tj. około 200 mln zł ma zostać rozdysponowana w okresie najbliższych 6 miesięcy co jest przedsięwzięciem trudnym ale wykonalnym. W chwili obecnej fundusze dopiero rozpoczęły proces inwestycyjny, dlatego niemożliwa jest ostateczna ocena adekwatności w ramach tego działania. Można tu zwrócić uwagę na lukę kapitałową na jaką wskazują menadżerowie z funduszy BRIDGE Alfa tj. 3-5 mln zł (71% menadżerów z funduszy wybranych w pierwszym konkursie i przebadanych w ramach badania CATI w marcu 2020 r.) oraz brak możliwości realizacji drugiej rundy inwestycyjnej niezależnie od jej wielkości w spółkach portfelowych (43% menadżerów z funduszy wybranych w pierwszym konkursie i przebadanych w marcu 2020 r.). Program BRIDGE VC/CVC miał właśnie tą lukę wypełniać czego nie udało się do chwili obecnej zrealizować. Instrument ten więc w teorii jest więc adekwatny do zakładanych celów, jednakże o jego praktycznej adekwatności trudno wnioskować przy tak słabo zaawansowanym wdrażaniu.

2.8 Proporcjonalność pomocy

⇒ **Wkład NCBR do programu był adekwatny do możliwości inwestorów prywatnych biorąc pod uwagę ich poziom awersji do ryzyka.**

Założeniem programu pomocowego było takie zaadresowanie ryzyka pojawiającego się przy inwestycjach VC w projekty B+R, aby tymi przedsięwzięciami (poprzez udział w funduszu) zainteresować kapitał prywatny. Ryzyko takie dla inwestycji typu VC w fazie załączkowej (seed) i startu, a nawet wczesnych faz rozwoju jest bardzo wysokie. Dane opublikowane w 2014 roku przez EVCA (obecnie Invest Europe) pokazują, że inwestując w akcje spółek z londyńskiego indeksu FTSE Europe w okresie 10 lat osiągnęłoby się stopę zwrotu (IRR) wynoszącą 6,45% podczas, gdy inwestycja w fundusz VC specjalizujący się w finansowaniu fazy załączkowej/wczesnego wzrostu przyniosłaby stratę (IRR) na poziomie ok. (-)0,12%⁷¹. Na podobnie wysoki poziom ryzyka wskazują dane na temat działalności funduszy brytyjskich dokapitalizowanych przez agendę rządową British Business Bank. W tym wypadku mnożnik DPI dla funduszy tworzonych w okresie 2006-2016 wyniósł 0,47. Oznacza to, że zwrot z inwestycji wynoszącej 1 funta wyniósł 0,47 funta (co oznacza stratę)⁷².

Właśnie ze względu na tak wysoki poziom ryzyka przy komercjalizacji projektów B+R program pomocowy w przypadku instrumentu Bridge Alfa (poddziałanie 1.3.1 POIR) został oparty na niesymetrycznym wkładzie kapitału (na działalność operacyjną i inwestycyjną) wynoszącym 80/20 (NCBR/inwestorzy) oraz niesymetrycznym podziale środków uzyskanych z wyjścia z inwestycji - 0/100 (NCBR/inwestorzy). Jakkolwiek taki rozkład oznacza brak formalnej proporcjonalności wkładów (czyli 1 : 1) to jednak uwzględniając poziom ryzyka należy uznać, że wkład NCBR był adekwatny do możliwości inwestorów prywatnych (biorąc pod uwagę ich awersję do ryzyka). Można założyć, że po wdrożeniu rozporządzenia Omnibus relacja ta nawet pogorszyła się na niekorzyść inwestorów prywatnych (aby kontynuować rozwój projektu którego ryzyko nadal było bardzo wysokie konieczne było dokładanie wyłącznie kapitału prywatnego co zwiększało jego ekspozycję na ryzyko), gdyż w programach pomocowych z analogicznym limitem inwestycyjnym i grupą docelową wkład prywatny (na poziomie funduszu) nie był wymagany. Tak przykładowo było w poddziałaniu 3.1 POIG (100% wkładu do inkubatora

⁷¹ 2013 Pan European Private Equity Performance Benchmarks Study. EVCA June 2014, str. 21.

⁷² Analysis of UK VC Financial Returns. October 2019.

inwestycyjnego stanowiły wyłącznie środki publiczne), programu University Challenge Seed Funds czy funduszu TechStart Northern Ireland; tam gdzie pojawił się wymóg udziału kapitału prywatnego na poziomie funduszu portfelowego w wysokości 20-50% limity inwestycyjne były znacznie wyższe niż w przypadku Bridge Alfa (np. Baltic Innovation Fund – 15 mln euro, program węgierski JEREMIE I/II/III – 2,5 mln euro, PFR Starter FIZ – 3 mln zł).

W przypadku działania 1.3.2 – BRIDGE CVC wprowadzono model udziału kapitału prywatnego na poziomie minimum 50% kapitalizacji funduszu. Fundusze działają na zasadach *pari passu* czyli na zasadach rynkowych i w taki sposób kształtowane są opłaty za zarządzanie, a także sposób rozliczenia inwestycji. Uwzględniając założony udział kapitału prywatnego i brak preferencji dla inwestorów prywatnych trudne w realizacji będzie osiągnięcie celu działania tj. rozwój publiczno-prywatnych form finansowania, nakierowanych na wspieranie komercjalizacji projektów B+R w fazie pre-inkubacji, inkubacji i akceleracji. Związane jest to z wysokim ryzykiem inwestycyjnym tego typu projektów, a wskazanie na stosunkowo wczesną fazę rozwoju (POIR wskazuje na projekty B+R, wychodzące z fazy seed i poszukujące kolejnych rund finansowania) ogranicza inwestycje do fazy rozwoju projektów nie generujących przychodów finansowych lub charakteryzujących się negatywnym *cash-flow* (nadwyżka kosztów nad przychodami). Dodatkową komplikacją jest formuła korporacyjnego funduszu *venture capital* z uwagi na brak tego typu podmiotów w Polsce. Efektem tych działań jest problem z uruchomieniem odpowiedniej liczby funduszy inwestycyjnych; utrudniona też będzie zarówno realizacja założonych wskaźników rezultatu, jak i celów POIR. Wprawdzie wymóg występowania prac B+R zagwarantowano poprzez kryterium istnienia tzw. polskiego pierwiastka to jednak taki warunek nie gwarantuje realizacji celów założonych w analizie *ex ante* i wskazanych w POIR. Z punktu widzenia założonych celów bardziej odpowiednia byłaby formuła udziału kapitału prywatnego w zależności od fazy rozwoju podmiotu tak jak wskazano to w analizie *ex ante* (alokacja kapitału prywatnego - 10% - 40% - 60%) do instrumentu jako średnia ważona wynikająca z rodzaju inwestycji) i tak jak jest to realizowane w ramach pilotażowego programu BRIDGE VC.

3 WNIOSKI I REKOMENDACJE

3.1 Kluczowe wnioski

Pomoc publiczna udzielana przez NCBR w postaci dwóch instrumentów wsparcia (poddziałanie 1.3.1 i 1.3.2 POIR) miała na celu obniżenie bariery luki kapitałowej negatywnie oddziałującej na procesy komercjalizacji innowacyjnych projektów o charakterze technologicznym i *life science* bazujących na wynikach prac badawczo-rozwojowych. W efekcie jego wdrożenia utworzono łącznie 66 funduszy BRIdge Alfa i 5 funduszy BRIdge CVC/VC, z których większość prowadzi działalność inwestycyjną. Fundusze BRIdge Alfa dokonały 328 inwestycji w 319 spółek portfelowych, których wartość wyniosła ponad 413 mln zł (wkład publiczny i prywatny). Fundusze BRIdge CVC dokonały 6 inwestycji na kwotę 51,5 mln zł⁷³. Blisko czteroletni okres funkcjonowania działania 1.3.1 POIR daje szeroką podstawę empiryczną do formułowania wniosków co do jego trafności, skuteczności, użyteczności i trwałości. W przypadku działania 1.3.2 POIR z uwagi na moment rozpoczęcia działalności operacyjnej funduszy, pełna ocena nie jest możliwa.

1. Nie ulega wątpliwości, że opracowanie przez NCBR programu pomocowego w postaci działania 1.3 POIR **było działaniem słusznym**. Luka kapitałowa w zakresie finansowanie wczesnych faz rozwoju projektów, w tym w szczególności tych pochodzących z sektora B+R jest zjawiskiem negatywnym występującym permanentnie. Ponieważ luki tej nie jest w stanie samodzielnie zapłacić kapitał prywatny potrzebna jest stała interwencja czynnika publicznego. Wskazują na to wieloletnie doświadczenia krajów Europy Zachodniej systematycznie wdrażających różnego rodzaju programy wsparcia rynku VC.
2. Zaprojektowane instrumenty, w tym w szczególności 1.3.1 POIR zostały skonstruowane w sposób **adekwatny** do zdiagnozowanych problemów. Wysokie ryzyko związane z zakładaniem przedsiębiorstw komercjalizujących wyniki prac B+R zostało przejęte przez czynnik publiczny w ten sposób stanowiąc zachętę dla kapitału prywatnego do zaangażowania w tego typu projekty.
3. Na poziomie beneficjentów ostatecznych (spółki portfelowe) udzielana pomoc publiczna przynosi szereg **pozytywnych** efektów. Oferowane wsparcie kapitałowe

⁷³ Na podstawie informacji NCBR, zgodnie ze stanem na 18 czerwca łączna liczba inwestycji wynosi 9.

pozwała na tworzenie nowych przedsiębiorstw w tym komercjalizację szeregu innowacyjnych projektów wywodzących się z sektora nauki oraz z sektora przedsiębiorstw. Co jest istotne, uzyskane wyniki wskazują, że wartość dodana (poza wsparciem kapitałowym) wnoszona do spółek portfelowych przez zespoły menedżerskie jest wyższa niż wartość wnoszona przez fundusze prywatne (uzyskane wyniki są statystycznie istotne).

4. Udzielona pomoc publiczna wywołała też wiele **pozytywnych** zmian w strukturze i funkcjonowaniu rynku VC. Wzrosła liczba funduszy VC działających na rynku, wzrosła liczba nowych zespołów menadżerskich, którzy nabierają doświadczenia w realizacji inwestycji z komponentem B+R, zwiększyła się liczba dokonywanych inwestycji. Siłą rzeczy wzrosła więc podaż kapitału inwestycyjnego w obszarze luki kapitałowej. Powyższe efekty pozwalają założyć, że trwałość interwencji objawi się poprzez kontynuację funkcjonowania funduszy, zwłaszcza tych, które zrealizują wyjścia z inwestycji. Bardzo istotny jest fakt, że udzielana pomoc nie wywołała efektów negatywnych - wsparcie publiczne nie powoduje wypychania kapitału prywatnego ani efektu tendencyjności sektorowej.
5. Pomimo tych licznych pozytywnych efektów na poziomie spółek portfelowych i rynku VC w trakcie wdrażania pojawiło się szereg problemów **negatywnie** wpływających na **skuteczność i użyteczność** udzielonej pomocy.
6. Przede wszystkim należy wskazać, że wdrażanie programu pomocowego rozpoczęte zostało w bardzo trudnych warunkach startowych. NCBR posiadało niewielkie doświadczenie we wdrażaniu programów wykorzystujących zwrotne instrumenty kapitałowe (quasi-kapitałowe), a wiedza na temat silnych i słabych stron programów wdrażanych wcześniej (przez PARP, KFK SA) nie była jeszcze upowszechniona. **Ryzyko i zagrożenia** wynikające z warunków i otoczenia wdrożeniowego nie zostały w pełni rozpoznane i wzięte pod uwagę.
7. Szczególnie ważkim problemem, z którym przyszło się mierzyć wdrażającym instrumenty była słabość rynku zespołów menedżerskich (mających zarządzać funduszami), w tym szczególnie brak istotniejszych doświadczeń w realizacji prywatnych inwestycji kapitałowych. Podczas gdy w pilotażu Bridge Alfa uruchomiono jedynie 10 funduszy w pierwszym konkursie w ramach poddziałania 1.3.1 wyłoniono 22 fundusze, a w kolejnym konkursie 44. Tak znaczny wzrost skali interwencji (ponad pięciokrotny w stosunku do pilotażu) spowodował szybkie wyczerpanie zasobów rynku zespołów menedżerskich. Widać to wyraźnie w statystykach – wśród zespołów aplikujących do drugiego konkursu dominują te kompletowane ad hoc (*first time teams*). Zespoły te będą potrzebowały czasu na zgranie się i stworzenie synergii a brak tych elementów póki co może **negatywnie rzutować na skuteczność działania funduszy** (50% inwestycji zostało

dokonanych przez 14 spośród 66 funduszy, z którymi NCBR podpisało umowy) i efektywność całego portfela inwestycyjnego.

8. Utworzenie dużej liczby funduszy (66 umów) nie tylko spowodowało wyczerpanie zasobów na rynku zespołów menedżerskich. NCBR z poziomu pilotażu Bridge Alfa będącego w istocie programem „detalicznym” (10 funduszy, które dokonały 48 inwestycji) w bardzo krótkim czasie przeszedł do realizacji programu niejako hurtowego (w planach było utworzenie 70 funduszy). Wymagało to szybkiego rozbudowania własnych zasobów organizacyjnych, w tym np. stworzenia zespołu kilkudziesięciu przedstawicieli NCBR w komitetach inwestycyjnych. Wywołało to początkowo szereg napięć na linii NCBR – fundusze wynikających z przedłużających się procesów decyzyjnych co przynajmniej początkowo mogło spowalniać tempo inwestowania. Trudne doświadczenia związane z funkcjonowaniem tak dużej liczby funduszy raczej skłaniają do rekomendacji, aby w przyszłości analogiczne instrumenty wsparcia ukierunkowane na projekty B+R miały **zdecydowanie mniejszą skalę podmiotową** (kilkna-kilkanaście funduszy).
9. Generalnie zwiększenie skuteczności i efektywności działania 1.3 POIR wymaga zmniejszenia dystansu jaki dzieli kulturę organizacyjną NCBR od kultury funkcjonowania podmiotów biznesowych. Mamy świadomość, że NCBR musi poruszać się w środowisku licznych, skomplikowanych i nieklarownych przepisów krajowych i unijnych, jednak sprawność procesów decyzyjnych (dotyczących inwestycji i spółek portfelowych) – na co często zwracali w trakcie ewaluacji zarządzający funduszami - powinna być wyższa. Dotyczy to także funkcjonowania przedstawicieli NCBR w komitetach inwestycyjnych. Choć na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy nastąpiła tu **istotna poprawa**, nadal konieczne jest zmniejszanie fluktuacji tych osób, większa samodzielność w podejmowaniu decyzji i pogłębianie wiedzy na temat zasad działania rynku VC.
10. Niewątpliwie niezwykle istotnym czynnikiem negatywnie oddziałującym na skuteczność i użyteczność udzielanej pomocy było rozciągnięcie na poddziałanie 1.3.1 rozporządzenia Omnibus. **Ograniczenie limitu inwestycyjnego** (z 3 do 1 mln zł) stało się czynnikiem negatywnie rzutującym na polityki inwestycyjne funduszy BRIdge Alfa. W przeprowadzonych wywiadach zmiana ta była wyraźnie negatywnie akcentowana – „...musieliśmy zrezygnować z projektów, które już były przygotowane do inwestycji...”. Obniżenie limitu inwestycyjnego do ok. 1 mln zł na pewno nie stanowiło problemu dla tych funduszy, które z góry zakładały inwestycje w innowacyjne, ale już dojrzałe i jednocześnie słabo nasycone pracami B+R projekty. Stanowiło natomiast problem dla funduszy realizujących projekty technologiczne i *life science*, gdzie proces komercjalizacji zakładał znaczne nakłady związane z realizacją prac B+R i komercjalizacją rozwiązań. Tak niski limit przy tego

typu projektach w połączeniu z ryzykiem fazy *seed* i konieczności angażowania środków prywatnych skutecznie odstraszył fundusze od takich inwestycji. Obniżenie limitu inwestycyjnego de facto spowodowało program Bridge Alfa do postaci analogicznej jaką miało działanie 3.1 POIG bazujące całkowicie na mechanizmie dotacyjnym. Złożona infrastruktura stworzona do obsługi programu Bridge Alfa (komitety inwestycyjne, przedstawiciele NCBR, system monitorowania) w tej sytuacji staje się mało użyteczna podnosząc koszty całego przedsięwzięcia. Przywrócenie Bridge Alfa realnego oddziaływania na lukę kapitałową w kontekście projektów B+R wymaga podniesienia limitu inwestycyjnego co najmniej do poprzedniej wartości. Nie tylko otoczenie utrudniało realizację programu pomocowego. Wdrożenie działania 1.3.2 zostało uruchomione stosunkowo późno (procedura konkursowa związana z wyborem funduszy funduszy) oraz przerwane przez wypowiedzenie umowy jednemu z funduszy funduszy i rezygnacja z realizacji jednego z komponentów tego działania. Wpłynęło to na skierowanie tego poddziałania do praktycznie nie istniejącego w Polsce segmentu korporacyjnych funduszy VC, który dopiero zaczął się kształtować. W tej sytuacji realizacja kolejnych rund inwestycyjnych dla projektów technologicznych i *life science* z działania 1.3.1 przez większe fundusze z działania 1.3.2 zostało utrudnione i przesunięte w czasie.

11. W przyszłych programach pomocowych **należy bardziej precyzyjnie określić grupę docelową projektów**, w które powinny inwestować fundusze VC wsparte publicznie wydzielając np. dwie pule środków na inwestycje w konkretne branże (np. *life science*, przemysł 4.0) oraz inwestycje we wszystkie inne sektory. Występująca obecnie w portfelach funduszy Bridge Alfa dominacja projektów z obszaru ICT – w tym także takich, w których obecność komponentu B+R jest niewielka (co potwierdzają zrealizowane studia przypadku) – jest wypadkową pewnej ogólnikowości zapisów regulaminu konkursowego (Bridge Alfa), oportunistycznym zarządzającym funduszami mającego na celu przesunąć inwestycje w kierunku aktualnie panującej mody inwestycyjnej i niskiego limitu inwestycyjnego nie zachęcającego do angażowania się w projekty kapitałochłonne. Mamy świadomość, że na rynku zespołów zarządzających brakuje osób z doświadczeniem branżowym (technologie przemysłowe, *life science*) co jest przeszkodą w tworzeniu funduszy technologiczno-branżowych, jednak to właśnie w inwestycjach technologicznych i *life science* wywodzących się z sektora jednostek naukowych należy dopatrywać się największej wartości dodanej (dla gospodarki i społeczeństwa) w relacji do zaangażowanych środków publicznych. W przyszłych programach należy więc wyraźnie wyodrębnić środki na fundusze technologiczno-

branżowe dokładnie definiując rodzaje projektów i źródła ich pochodzenia (przede wszystkim sektor nauki).

- 12.**Problemem wizerunkowym programu pomocowego jest **niski stopień wykorzystania alokacji** na poddziałanie 1.3.1 i 1.3.2 POIR. Obecnie wykorzystanie środków już ulokowanych w funduszach VC wynosi odpowiednio 20% i 5%, podczas gdy na inwestycje pozostały jeszcze 4 lata. W porównaniu do analiz ex-ante alokacja ta została przeszacowana i prawdopodobnie nie uda się jej w pełni skonsumować (a spadek aktywności gospodarczej spowodowany pandemią Covid-19 dodatkowo będzie to utrudniać). Zwiększeniu wykorzystania alokacji na program na pewno sprzyjałoby podniesienie limitu inwestycyjnego (byłoby to przede wszystkim korzystne dla efektywności programu). Należy także rozważyć czy możliwe jest od strony prawnej aneksowanie umów z funduszami najsprawniej inwestującymi (mającymi już zbudowany portfel) co pozwoliłoby wykorzystać potencjał najlepszych zespołów menedżerskich.
- 13.**Mała podaż projektów ze środowiska jednostek naukowych ma swoje korzenie w **niskiej gotowości inwestycyjnej** zarówno projektów jak i zespołów wywodzących się z tych instytucji. W celu wzrostu podaży tych projektów należałoby wspierać CTT oraz spółki celowe jednostek naukowych w zakresie realizacji prac B+R podnoszących TRL projektów, umożliwiającą ich ochronę patentową czy też przeprowadzenia analiz biznesowych w zakresie ich komercjalizacji. Tego typu działania powinny być realizowane wraz z uruchamianiem programów inwestycyjnych.

3.2 Tabela rekomendacji

Nr	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny
1.	Wdrożenie rozporządzenia Omnibus spowodowało zmianę warunków prowadzenia przez fundusze inwestycji. Obniżenie wartości dotacji i inwestycji do około 1 mln zł może znacznie utrudnić, a w niektórych przypadkach także uniemożliwić realizację bardziej kapitałochłonnych inwestycji (projekty z zakresu technologii przemysłowych, life science), skupiając strategię funduszy wokół sektora ICT.	Należy rozważyć możliwość przywrócenia poprzednich limitów inwestycyjnych poprzez dołączenie do środków UE (zadysponowanych do funduszy) publicznego kapitału krajowego. Może to być zrealizowane poprzez dołączenie do projektu grantowego dotacji ze środków krajowych lub też w formie osobnego funduszu koinwestycyjnego (bazującego na środkach krajowych).	NCBR	Uruchomienie programu dotacyjnego równolegle zasilającego środkami krajowymi projekty grantowe realizowane przez fundusze Bridge Alfa lub utworzenie funduszu koinwestycyjnego skapitalizowanego na środkach krajowych i prywatnych, inwestującego wspólnie z funduszami BRIDGE Alfa lub w ramach ich drugiej rundy.	IV kwartał 2021	Programowa strategiczna	System realizacji polityki spójności
2.	Obecne tempo inwestycji realizowane przez fundusze BRIDGE Alfa oraz wpływ sytuacji rynkowej	Należy dążyć do wydłużenia okresu inwestycyjnego do 2023 roku w przypadku funduszy BRIDGE Alfa	NCBR, MFiPR	Aneksowanie umów inwestycyjnych zawartych z funduszami wyłonionymi w drugim konkursie i	III kwartał 2020	Programowa operacyjna	Sprawność administracji



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

	<p>(pandemia Covid-19 i związane z nią spowolnienie gospodarcze, czy konkurencja ze strony innych instrumentów o charakterze kapitałowym), Może wpłynąć negatywnie na planowane inwestycje funduszy. Tym samym, nawet pomimo obniżenia alokacji przeznaczonej na poddziałanie 1.3.1 POIR (przewidziane w aktualizacji SZOOP w kwietniu 2020 r. o 400 mln zł) może w perspektywie 2023 r. spowodować niewydatkowanie kwoty nawet 400 mln zł.</p>	<p>utworzonych w wyniku drugiego konkursu.</p> <p>Należy dokonać usystematyzowanego przeglądu stanu realizacji zawartych przez NCBR umów z funduszami z drugiego konkursu i jak najszybciej rozwiązać umowy z funduszami, które nie roszą nadziei na zrealizowanie zakładanych planów inwestycyjnych (nie podjęty w ogóle działalności inwestycyjnej). Pula środków finansowych z rozwiązyanych umów powinna zostać skierowana na kolejny konkurs (zorganizowany przed upływem okresu wydatkowania, tj. w 2020 roku), a kryteria selekcji w takim konkursie powinny preferować zespoły najsprawniejsze (liczba i wartości sfinansowanych inwestycyjnych projektów B+R). Tym samym preferowane będą fundusze</p>		<p>wydłużenie okresu inwestycyjnego do 2023 roku.</p> <p>Analiza możliwości organizacji kolejnego konkursu i zainteresowania ze strony najbardziej zaawansowanych funduszy; rozwiązanie umów z funduszami nierealizującymi programu w tempie zapewniającym jego wykonanie; organizacja konkursu i jego rozstrzygnięcie (przed końcem 2020 roku); alternatywnie przeanalizowanie możliwości aneksowania umów z najlepszymi funduszami i zwiększenie ich kapitalizacji.</p>	<p>III kwartał 2020</p>		
--	---	---	--	---	-------------------------	--	--



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

		BRIdge Alfa, które do tego momentu wydatkują cały lub większość budżetu inwestycyjnego z konkursów w 2016 i 2017 roku.					
3.	W portfelach funduszy zdecydowanie dominują spółki specjalizujące się w rozwiązaniach z obszaru ICT. Udział tych spółek w całkowitej liczbie spółek portfelowych rośnie najszybciej. Ze sporządzonych studiów przypadków wynika, że zawartość komponentu B+R w projektach ICT może być wątpliwa.	Należy nadal dokładnie monitorować i kontrolować – na podstawie listy kontrolnej korespondującej z kryteriami wskazanymi w <i>Podręczniku Frascati</i> – czy w projektach przedkładanych komitetom inwestycyjnym (decyzja inwestycyjna) obecny jest komponent B+R.	NCBR	Wymiana informacji (przy zachowaniu odpowiedniego poziomu poufności) pomiędzy przedstawicielami NCBR w komitetach na temat problemów spotykanych w trakcie analizy poszczególnych projektów w zakresie oceny stanu i charakterystyki prac B+R w nich występujących (np. w trakcie comiesięcznych spotkań operacyjnych). Przygotowanie wewnętrznej bazy danych obejmującej zestawienie specyficznych sytuacji i sposobów ich rozwiązywania.	IV kwartał 2020	Program operacyjna	Sprawność administracji
4.	Udział w portfelach funduszy inwestycji w projekty powiązane bezpośrednio lub pośrednio z sektorem jednostek naukowych przyrasta znacznie wolniej	Uruchomienie dedykowanej, odpowiednio pozycjonowanej strony internetowej dla programu BRIdge Alfa, prezentującej informacje na temat oferty funduszy BRIdge Alfa, spółek	NCBR	Zlecenie zewnętrznemu wykonawcy zaprojektowania i wykonania strony internetowej oraz administrowania nią i dostarczania treści (materiały informacyjne, promocyjne).	IV kwartał 2020	Program operacyjna	System realizacji polityki spójności



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

	<p>niż inwestycji wywodzących się z sektora przedsiębiorstw. Jest mało prawdopodobne, aby to źródło podaży (jednostki naukowe) zostało już całkowicie wyeksploatowane i wyczerpane. Niewątpliwie istnieje jednak szereg barier, które utrudniają pozyskiwanie projektów z tego źródła (np. słabość infrastruktury komercjalizacji, brak wiedzy na temat funduszy Alfa, brak zaufania itd.).</p> <p>Informacje na temat funkcjonowania i możliwości programu BRIDGE Alfa oraz jego efektów nie są łatwo dostępne dla potencjalnych odbiorców.</p>	<p>portfelowych, w które już zainwestowano, oraz innych materiałów informacyjnych i promocyjnych (np. <i>success stories</i>).</p> <p>Organizacja przez NCBR spotkań, na których prezentowana będzie oferta jednostek naukowych, indywidualnych pracowników naukowych czy też spółek celowych, a z drugiej strony możliwości funduszy BRIDGE Alfa w zakresie finansowania faz PoP i PoC.</p>		<p>Zlecenie zewnętrznej firmie opracowania koncepcji oraz organizacji i prowadzenia cyklu forów (w miastach będących największymi ośrodkami naukowymi: Warszawa, Kraków, Wrocław) kojarzących oferty jednostek naukowych i funduszy.</p>	<p>IV kwartał 2020</p> <p>IV 2020</p>		
5.	<p>Przedstawiciele funduszy BRIDGE Alfa oraz spółek portfelowych wskazują na problemy z interpretacją zapisów regulaminowych</p>	<p>Konieczne jest wskazanie jednoznacznych interpretacji niezrozumiałych zapisów umów i regulaminów oraz umożliwienie uzyskiwania</p>	NCBR	<p>Powołanie osoby odpowiedzialnej za realizację komunikacji pomiędzy funduszami, spółkami portfelowymi i NCBR</p>	<p>IV kwartał 2020</p>	<p>Program operacyjna</p>	<p>Sprawność administracji</p>



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

	<p>oraz jednostkowych sytuacji występujących w bieżącej działalności (m.in. dotyczące łączenia pomocy publicznej, realizacji wskaźników rezultatu czy wyjść z inwestycji). Jasność warunków, w jakich funkcjonują fundusze, będzie kluczowa dla tempa inwestycji oraz procesu wyjść z inwestycji.</p>	<p>informacji w zakresie interpretacji zapisów regulacyjnych, w tym bazujących na decyzjach podejmowanych do tej pory w trakcie komitetów inwestycyjnych, a związanych z nietypowymi sytuacjami, oraz kwestii problemowych związanych z inwestycją oraz z wyjściem z inwestycji.</p>		<p>(ambasador Bridge Alfa”). Zamieszczanie wszystkich zapytań o interpretację zapisów i stanowiska NCBR na stronie internetowej programu BRIDGE Alfa (forma FAQ).</p>			
6.	<p>Gotowość inwestycyjna w przypadku jednostek naukowych i projektów tam tworzonych jest niska (pomimo dużego potencjału). Dodatkowo większość projektów badawczych znajduje się na bardzo wczesnych etapach rozwoju technologicznego, co uniemożliwia ich rynkową prezentację i tym samym zainteresowanie potencjalnych inwestorów.</p>	<p>Uruchomienie programów budowania gotowości inwestycyjnej, takich jak np. SPIN-TECH czy Inkubator Innowacyjności, przeznaczonych dla jednostek naukowych (CTT, spółki celowe), które będą wspierać kreowanie podaży projektów inwestycyjnych przez cały okres trwania programu BRIDGE Alfa.</p>	<p>NCBR, MFiPR/ MNIŚW</p>	<p>Zaprojektowanie i uruchomienie programu budowania gotowości inwestycyjnej na podstawie zrealizowanych ewaluacji działania SPIN-TECH i inkubator innowacyjności.</p>	<p>IV kwartał 2020</p>	<p>Horyzontalna operacyjna</p>	<p>Innowacyjność oraz badania i rozwój</p>