

# Venture Capital

Przewodnik po najważniejszych zagadnieniach  
w kontekście wsparcia innowacyjności

Michał Baranowski  
Sekcja Analiz i Ewaluacji



Narodowe Centrum Badań i Rozwoju

## Venture Capital

Przewodnik po najważniejszych  
zagadnieniach w kontekście wsparcia  
innowacyjności

Narodowe Centrum Badań i Rozwoju | Warszawa 2022

ISBN: 978-83-960561-7-7



# Spis treści

Od dyrektora NCBR	5
Wstęp	7
Czym jest venture capital?	8
W co i kiedy inwestuje fundusz VC?	10
Jak działają fundusze VC?	13
Jaka jest rola kapitału wysokiego ryzyka w gospodarce?	17
Jakie znaczenie mają fundusze venture dla innowacyjności?	20
Czy wsparcie publiczne rynku VC jest potrzebne?	24
Gdzie powstał i jak się rozwijał kapitał wysokiego ryzyka?	28
Jak rozwijał się rynek VC w Polsce?	34
Jak się wspiera rozwój VC w Polsce?	41
Dlaczego i jak NCBR wspiera fundusze VC?	45
Jakie wnioski płyną z realizacji wsparcia NCBR?	52
Jaka przyszłość stoi przed rynkiem VC w Polsce?	58
Bibliografia	61



# Spis skrótów i pojęć

<b>Aniołowie biznesu</b>	określenie osób prywatnych posiadających nadwyżki finansowane przeznaczone na finansowanie przedsiębiorstw (MŚP) o potencjalnej wysokiej stopie zwrotu we wczesnych fazach ich rozwoju
<b>Bootstrapping</b>	finansowanie przez założycieli przedsięwzięć/projektów we wczesnych etapach rozwoju ze środków własnych
<b>B+R+I</b>	badania, rozwój i innowacje
<b>Crowdfunding, crowdinvesting</b>	forma społecznościowego finansowania przedsiębiorstw lub przedsięwzięć, najczęściej za pośrednictwem wyspecjalizowanych platform internetowych
<b>CVC (Corporate Venture Capital)</b>	fundusze wysokiego ryzyka tworzone przez korporacje
<b>GII (Global Innovation Index, globalny indeks innowacji)</b>	ranking innowacyjności obejmujący większość państw świata
<b>EIS (European Innovation Scoreboard)</b>	europejski ranking innowacyjności państw
<b>EFI (Europejski Fundusz Inwestycyjny)</b>	instrument Unii Europejskiej finansujący małe i średnie przedsiębiorstwa w Europie, również z wykorzystaniem VC
<b>FoF (Fund of Funds, fundusz funduszy)</b>	specjalny fundusz utworzony w celu inwestowania w inne fundusze VC
<b>Fundusz koinwestycyjny</b>	fundusz inwestujący wyłącznie wspólnie z jednym lub wieloma partnerami
<b>ICT (Information and Communication Technologies)</b>	technologie informacyjne i komunikacyjne
<b>IPO (initial public offering)</b>	wprowadzenie przedsiębiorstwa na giełdę, czyli dokonywana po raz pierwszy oferta publiczna określonej liczby papierów wartościowych
<b>Invest Europe (d. EVCA)</b>	europejskie stowarzyszenie funduszy oraz inwestorów Venture Capital i Private Equity
<b>Jednorożec (Unicorn)</b>	młode przedsiębiorstwo, którego wycena rynkowa przekracza 1 mld USD
<b>Mezzanine</b>	hybrydowa forma finansowania łącząca elementy finansowania dłużnego (np. kredytu) i udziałowego (np. emisja akcji)
<b>Micro VC</b>	niewielkie kwotowo inwestycje VC w przedsięwzięcia na wczesnych fazach rozwoju (oznaczające w USA od 25 tys. do 500 tys. USD)
<b>MŚP (małe i średnie przedsiębiorstwa)</b>	przedsiębiorstwa, które zatrudniają mniej niż 250 pracowników i których roczny obrót nie przekracza 50 milionów euro lub całkowity bilans roczny nie przekracza 43 milionów euro

<b>NCBR (Centrum, Narodowe Centrum Badań i Rozwoju)</b>	rządowa agencja wykonawcza realizująca zadania z zakresu polityki naukowej, naukowo-technicznej i innowacyjnej państwa
<b>NIF (NCBR Investment Fund)</b>	powołany przez NCBR fundusz koinwestycyjny
<b>NVCA (National Venture Capital Association)</b>	amerykańskie stowarzyszenie branży Venture Capital i Private Equity
<b>OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development, Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju)</b>	organizacja międzynarodowa o profilu ekonomicznym skupiająca państwa wysokorozwinięte
<b>pari-passu</b>	(z łac. równym krokiem) klauzula prawna, która zobowiązuje do równego traktowania wierzycieli
<b>PARP (Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości)</b>	agencja rządowa wspierająca przedsiębiorczość, od 2019 roku w strukturach Grupy PFR
<b>PE (Private Equity)</b>	inwestycje kapitałowe w spółki, które nie są przedmiotem obrotu publicznego np. giełdowego, w celu poprawy efektywności na późniejszych etapach rozwoju przedsiębiorstwa
<b>Grupa PFR (Grupa Polskiego Funduszu Rozwoju)</b>	grupa instytucji finansowych i doradczych dla przedsiębiorców
<b>PO IG (Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka)</b>	finansowany z Funduszy Europejskich program operacyjny na lata 2007-2013
<b>PO IR (Program Operacyjny Inteligentny Rozwój)</b>	finansowany z Funduszy Europejskich program operacyjny na lata 2014-2020
<b>PSIK (Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych)</b>	krajowe stowarzyszenie inwestorów PE/VC
<b>SBIC (Small Business Investment Companies)</b>	program wsparcia przedsiębiorstw w USA
<b>Smart money</b>	inwestycja funduszu VC, która niesie za sobą także korzyści pozafinansowe związane ze wsparciem przedsiębiorstwa w jego rozwoju
<b>SPO WKP (Sektorowy Program Operacyjny Wspieranie Konkurencyjności Przedsiębiorstw)</b>	finansowany z Funduszy Europejskich program operacyjny na lata 2004-2006
<b>Spółka portfelowa</b>	przedsiębiorstwo, którego udziały posiada fundusz VC lub PE, czyli takie które znajduje się w jego portfelu inwestycyjnym
<b>Start-up</b>	przedsiębiorstwo z branży nowoczesnych technologii w początkowej fazie rozwoju poszukujące kapitału na rozwój biznesu
<b>Scale-up</b>	przedsiębiorstwo rosnące w tempie co najmniej 20% w ciągu ostatnich trzech lat
<b>VC (Venture Capital)</b>	inwestycje kapitałowe w przedsięwzięcia o podwyższonym ryzyku i dużym potencjale wzrostu

# Od dyrektora NCBR



Szanowni Państwo,

Narodowe Centrum Badań i Rozwoju posiada w swojej ofercie konkursowej szereg inicjatyw mających za zadanie wspieranie szeroko rozumianego procesu B+R. Od 15 lat budujemy ekosystem wsparcia uczelni i przedsiębiorstw, tworząc platformę finansowania najbardziej ambitnych projektów. Jedną z ciekawszych form takiego wsparcia są fundusze kapitałowe. Wspomniane rozwiązanie może być skutecznym narzędziem prowadzenia polityki innowacyjnej państwa, co realnie przełoży się na wzrost konkurencyjności naszej gospodarki.

Oddaję w Państwa ręce kolejną publikację z cyklu „Krajobraz innowacji”, w której dzielimy się wiedzą i obserwacjami w obszarze wsparcia przedsiębiorstw oraz wartościowych projektów, posiadających rynkowy potencjał wdrożeniowy przy pomocy venture capital. Przybliżamy w niej jakie znaczenie ma kapitał wysokiego ryzyka dla gospodarki i jej innowacyjności. Zwracamy przy tym uwagę na istotną rolę wsparcia rozwoju rynku VC środkami publicznymi. Przedstawiamy kon-

kretnie przykłady takich programów, także poza Polską. Podobnie jak w poprzednich publikacjach, wartością dodaną niniejszego wydania jest studium przypadku oparte na doświadczeniach NCBR.

W 2022 roku obchodzimy jubileusz 15-lecia działalności Centrum. To okazja do podsumowań realizacji ambitnych zadań i popularnych programów. To także dobry moment na refleksję, której celem powinno być ulepszenie i usprawnienie funkcjonowania NCBR jako kluczowej instytucji w systemie wsparcia badań, rozwoju i innowacji. Jestem przekonany, że dzięki wsparciu ze strony Centrum, zachęcimy naszych Innowatorów do pojęcia trudnych zadań i realizacji ambitnych projektów.

Zachęcam do lektury i dyskusji.

**dr Paweł Kuch**

**p. o. dyrektor Narodowego Centrum  
Badań i Rozwoju**

# Liczby

**0,015%**

udział inwestycji VC w PKB Polski w 2020 roku

---

**10%**

udział środków z NCBR w transakcjach na rynku VC w 2021 roku

---

**37%**

udział transakcji z wykorzystaniem środków z NCBR we wszystkich transakcjach na rynku VC w 2021 roku

---

**3**

liczba programów/przedsięwzięć NCBR nakierowanych na wsparcie VC

---

**379**

liczba spółek, w które zainwestowały fundusze VC w Polsce w 2021 roku

---

**3,6 mld zł**

wartość inwestycji VC w Polsce w 2021 roku

---

**156 mld \$**

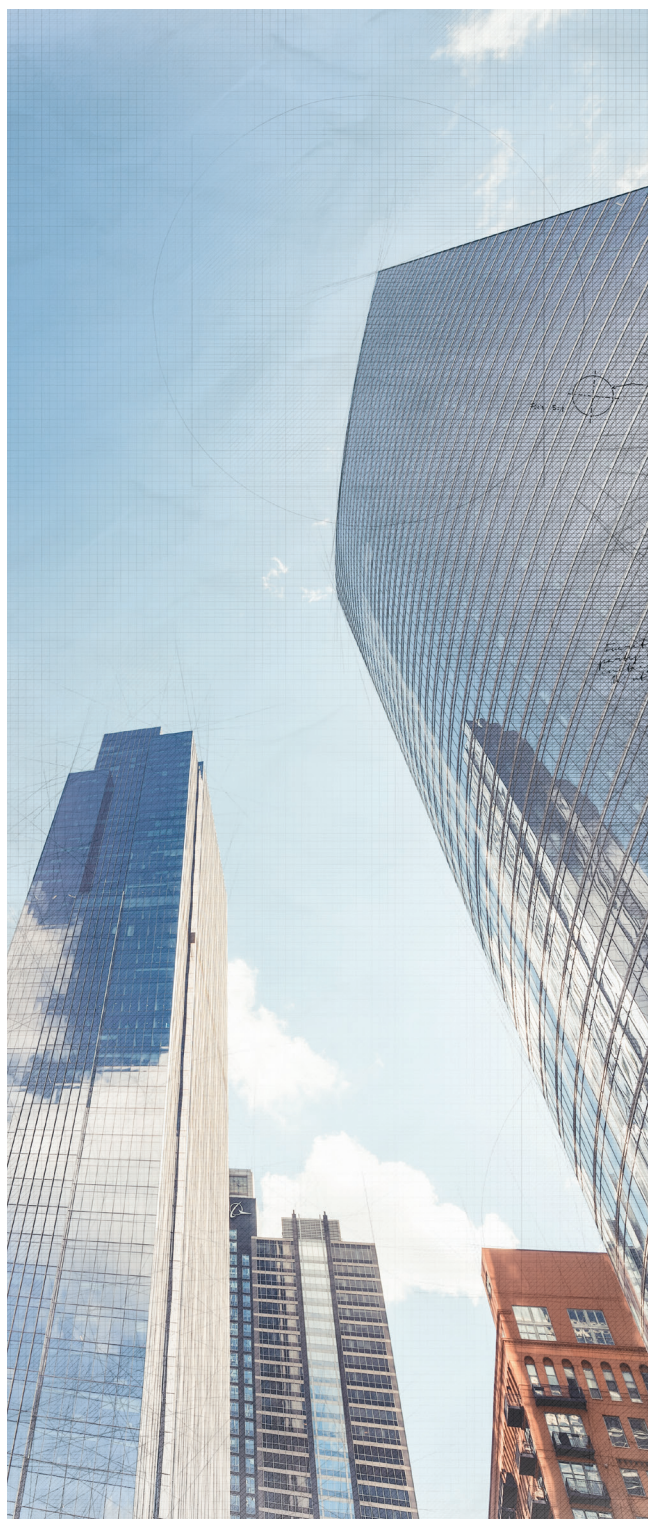
wartość inwestycji VC w krajach OECD w 2019 roku

---



# Wstęp

Na kwestie finansowania przedsiębiorstw za pomocą venture capital można patrzeć z różnych perspektyw: przedsiębiorców poszukujących środków na rozwój swojego pomysłu, przedsiębiorców potrzebujących wsparcia w budowie modelu biznesowego, inwestorów oczekujących zysków z zainwestowanych pieniędzy czy funkcjonowania samych funduszy. W niniejszej publikacji staramy się przybliżyć, czym jest venture capital i dlaczego może być narzędziem prowadzenia polityki innowacyjnej państwa. Poszczególne rozdziały odpowiadają na pytania dotyczące kwestii bardzo ogólnych – jak działa, jaką ma historię, jak i szczegółowych. Dlaczego w ogóle państwo (a właściwie państwa, bo Polska nie jest przecież wyjątkiem) angażuje się we wspieranie tego segmentu rynku kapitałowego? Jak jest zbudowany system wsparcia w Polsce? Jaka jest rola Narodowego Centrum Badań i Rozwoju i z jakich powodów instytucja wspierająca badania stosowane angażuje się w przedsięwzięcia związane z rynkiem kapitałowym? W ostatniej części dzielimy się doświadczeniami Centrum, które mogą pomóc w planowaniu podobnych interwencji. Opieramy się na wnioskach z badań programów NCBR prowadzonych w latach 2016-2020 oraz przygotowanego na ich podstawie podsumowania, tzw. metaewaluacji. Ze względu na hermetyczność używanego w branży języka oraz skomplikowanie pewnych technicznych aspektów działalności funduszy, tam gdzie to możliwe staraliśmy się pewne kwestie upraszczać z nadzieją, że nie czynimy tego nadmiernie.







ROZDZIAŁ 1

# Czym jest venture capital?



Każdy pomysł, który ma się przełożyć na przedsięwzięcie przynoszące zyski potrzebuje środków na start. Pozyskanie takich środków nie zawsze jednak jest łatwe. Ewolucja rynku kapitałowego pozwoliła na stworzenie nowych form inwestowania, a oznacza to, że jednocześnie otworzyła przed przedsiębiorcami nowe możliwości pozyskiwania środków na rozwój.

Finansowanie typu *venture capital* (VC) i *private equity* (PE) jest formą inwestycji kapitału (środków pieniężnych) w spółki nieotworzone na giełdzie – zarówno powstające, jak i już funkcjonujące na rynku. Dokonują ich wyspecjalizowane podmioty – fundusze inwestycyjne wysokiego ryzyka. Minimalna inwestycja to znacząca kwota – co najmniej kilkaset tysięcy złotych. Inwestowanie polega na objęciu akcji lub udziałów w danym podmiocie. Innymi słowy można ująć to tak, że w zamian za wkład finansowy fundusz *private equity* lub *venture capital* zostaje współwłaścicielem finansowanej spółki. Finansowanie w tej postaci zawsze jest realizowane w określonych ramach czasowych. Inwestor może wejść z kapitałem w udziały spółki na dwa, trzy lata w celu sfinansowania konkretnej fazy jej rozwoju, bądź dłużej (np. na 7 lat), tak aby finansować jej dynamiczny rozwój w perspektywie długookresowej. Wraz z końcem okresu finansowania fundusz wycofuje swój kapitał poprzez sprzedaż udziałów lub akcji<sup>1</sup>.

Definicja Invest Europe – europejskiego stowarzyszenia branży VC i PE – doprecyzowuje obszar, w którym dokonywana jest inwestycja. Dostarczany kapitał ma generować znaczny wzrost przedsiębiorstwa, którego celem jest rozwój innowacyjnych (nowych dla rynku) produktów, technologii i procesów lub wzrost kapitału obrotowego, a także przejmowanie spółek czy poprawa bilansu przedsiębiorstwa<sup>2</sup>. Rozbijając tę definicję widoczne jest, że szansa na zysk upatrywana jest we wzroście wartości przedsiębiorstwa. Drogą do osiągnięcia tego mogą być nowe produkty lub rozwiązania. Może to też dotyczyć samej technologii, której potencjalna wartość i znaczenie sprawia, że rośnie wycena przedsiębiorstwa<sup>3</sup>.

Tego typu inwestycje są w szczególności domeną *venture capital* – kapitału wysokiego ryzyka. W tym przypadku bardzo często inwestycje dokonywane są w podmioty posiadające technologie, rozwiązania, które jeszcze nie weszły rynek i nie wiadomo jak będą się sprzedawać. Fundusze *private equity* wolą natomiast inwestycje w mniej ryzykowne przedsięwzięcia.

Przy tej okazji warto też zaznaczyć, że ze względu na zasadniczo podobny mechanizm inwestycje typu *venture* jako odrębne od *private equity* zaczęto wyróżniać później, w zasadzie w latach 90. XX wieku. Stąd też zdarza się, że obydwa pojęcia w literaturze przedmiotu stosowane są zamiennie albo łącznie (np. jako skrót PE/VC) co czasami może wprowadzać w konfuzję. W niniejszej publikacji obydwie te formy są rozróżniane, tylko w przypadku danych pochodzących z Invest Europe są one przedstawiane łącznie.

1 P. Tamowicz *Venture capital – kapitał na start*, PARP Gdańsk 2004.

2 K. Kasner *Rynek Private Equity. Historia i aktualna organizacja*, Studia Ekonomiczne nr 2/2010 (LXIX), s. 194-195.

3 Wycena technologii, wycena własności intelektualnej, wycena wartości niematerialnych i prawnych jest dokonywana przez niezależne podmioty za pomocą wyspecjalizowanych metod.



A close-up photograph of a hand dropping a coin into a glass jar. The hand is positioned at the top left, with the coin held between the thumb and index finger, just above the jar's opening. The jar is made of clear glass and sits on a wooden surface. In the background, there are several stacks of coins, suggesting a focus on finance or investment. The lighting is warm and focused on the hand and the coin.

ROZDZIAŁ 2

## W co i kiedy inwestuje fundusz VC?

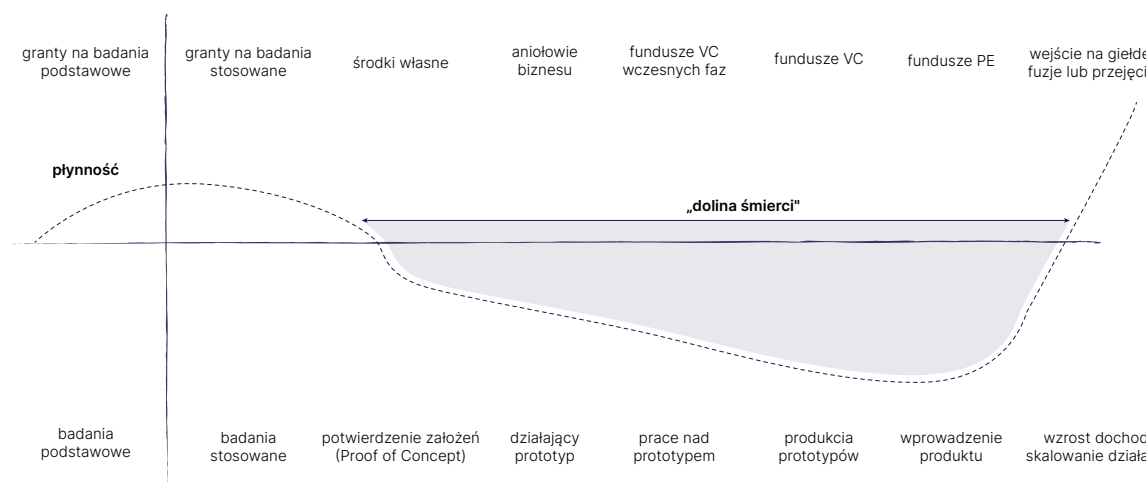


Venture capital dostarcza środki na rozwój przedsiębiorstwom, inwestując w nie na wczesnych etapach ich rozwoju. Ujmując to bardziej formalnie można stwierdzić, że umożliwia takim podmiotom dostęp do rynku kapitałowego. Można to zilustrować na przykładzie wykorzystującym model życia młodego przedsiębiorstwa technologicznego – start-upu. Model ten przedstawia

teoretyczną ścieżkę finansowania, choć – co trzeba zastrzec – jest to tylko pewne przybliżenie, bo w każdym projekcie może to wyglądać odrobinę inaczej. Przy tej okazji warto nadmienić, że środki pochodzące z *venture capital* określa się także mianem *smart money* (mądrych pieniędzy), ponieważ oznaczają, że idzie za nimi także wsparcie spółki wiedzą i kontaktami inwestora.

**Rysunek 1 Cykl życia przedsięwzięcia o podwyższonym ryzyku, a źródła finansowania przedsięwzięcia**

**Finansowanie**



Źródło: opracowanie własne na podstawie Lifecycle of Venture, UCDavies.

Każda z faz realizacji projektu wiąże się z zapotrzebowaniem na środki finansowe potrzebne do rozwijania produktu. W początkowej fazie środki na rozwój mogą zapewniać granty badawcze, i to zarówno na badania podstawowe (jeżeli oczywiście są potrzebne w danym przypadku), jak i na badania stosowane, czyli takie, które są zorientowane na praktyczne zastosowanie wyników. Przy pierwszych próbach komercjalizacji pomysłu (czytaj – wygenerowania z nich zysku) często przyjmowaną strategią jest finansowanie

pierwszych działań zmierzających do tego ze środków własnych (tzw. *bootstrapping*). Kolejną jest pożyczanie pieniędzy od rodziny i znajomych (w niektórych publikacjach ten etap określa się jako FFF – *family, friends and fools*, czyli rodzina, przyjaciele i naiwniacy). Kolejnym potencjalnym źródłem finansowania projektów są aniołowie biznesu (*business angels*), czyli zamożne osoby, które są gotowe samodzielnie inwestować w takie przedsięwzięcia<sup>4</sup>. Fundusze VC wskazywane są jako źródło finansowania w tzw. „dolinie

śmierci”, czyli w kolejnych, ale także bardzo wczesnych, etapach rozwoju projektu. Jest to okres, w którym przedsięwzięcie lub młode przedsiębiorstwo jest najbardziej narażone na upadek w związku z brakiem odpowiedniego finansowania. Fachowo kolejne etapy określa się mianem fazy zasiewu (*seed*), kiedy dopiero pracuje się nad rozwiązaniem oraz fazy start-up, kiedy spółka już „kielkuje”. Przedsiębiorstwo rozwijając się, wprowadzając i sprzedając produkt może wejść w fazę ekspansji. Późniejsze etapy rozwoju, zwłaszcza wspomniana faza ekspansji, są bardziej domeną funduszy *private equity*. Dalsze etapy pozyskiwania kapitału mogą się łączyć z przejściem przedsiębiorstwa lub jego połączeniem z innym (*mergers and acquisitions*) lub wejściem na giełdę (co wiąże się z tzw. IPO – *Initial Public Offering*, oferowaniem akcji przed wprowadzeniem ich do obrotu).

Standardowo zapotrzebowanie na środki finansowe w projekcie rośnie wraz z zaawansowaniem prac. W Stanach Zjednoczonych przyjmuje się, że zapotrzebowanie na kapitał w bardzo wstępnej fazie przy finansowaniu własnym może wynosić od 5 do 50 tys. USD. To samo dotyczy innych źródeł na kolejnych etapach pozyskiwania środków, tj. aniołów biznesu (50-500 tys. USD, w Europie od 25-250 tys. EUR), funduszy VC finansujących wczesne fazy rozwoju (0,5-2 mln USD, w Europie 0,3-1,5 mln EUR) oraz fazy późniejsze (2-50 mln USD, w Europie 2-50 mln EUR<sup>5</sup>). Są to oczywiście szacunki, gdyż granice te mogą być płynne i różnić się w zależności od kraju (choćby tylko związanego z tym poziomem płac i innych kosztów), jak i od branży. Przykładowo, zupełnie inne są koszty projektu informatycznego niewymagającego znacznych nakładów na kosztowny sprzęt i badania, a inne przedsięwzięcia związanego z produkcją leku lub terapii. Różnica pomiędzy *venture capital* a *private equity* jest dobrze widoczna przy porównaniu etapu zaawansowania przedsięwzięcia. Fundusze

PE inwestują w zaawansowane fazy rozwoju spółki i na większą skalę<sup>6</sup>, a inwestowanie odbywa się najczęściej na zasadzie fuzji, przejęcia lub wykupu menadżerskiego (czasem nawet do 100% udziałów). Natomiast VC podejmuje mniejsze inwestycje, których celem jest szybki wzrost wartości młodego i innowacyjnego przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.

Warto wspomnieć o jeszcze jednej potencjalnej formie finansowania. Przedsiębiorstwa przed wejściem na giełdę mogą udostępniać do sprzedaży swoje akcje przez wyspecjalizowane platformy w ramach tzw. *crowdfunding* (finansowania społecznościowego), czyli finansowania różnego rodzaju projektów w ramach niewielkich wpłat dokonywanych przez osoby indywidualne. Obecnie taka forma pozyskiwania kapitału jest w Polsce jednak stosunkowo rzadka<sup>8</sup>. Inną i bardziej tradycyjną formą pozyskiwania środków z rynku publicznego jest giełda. W Polsce do potrzeb młodych przedsiębiorstw w sektorach nowych technologii jest przystosowany rynek *New Connect* na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Fundusze VC oczywiście nie inwestują we wszystkie rozwijające się przedsiębiorstwa. Kapitał kierowany jest przede wszystkim do przedsiębiorstw charakteryzujących się potencjalnie wysoką innowacyjnością, zwłaszcza w branżach o wysokim potencjale wzrostu. W obszarze ich zainteresowań leżą przede wszystkim przedsiębiorstwa z branży nowych technologii, takich jak np. informatyka, usługi finansowe, biotechnologia, urządzenia medyczne, media i rozrywka, usługi finansowe, ale także produkty konsumenckie i usługi. Czasem fundusze działają w sektorach bardziej tradycyjnych, jak np. rolnictwo czy sektor spożywczy, ale ich celem są nowe usługi lub nowe technologie w tych obszarach. Na kierunki inwestycji funduszy wpływ ma przede wszystkim strategia inwestycyjna, ale także regulacje prawne, które warunkują sposób funkcjonowania funduszy czy pochodzenie kapitału<sup>9</sup>.

5 Dąbrowska E., Halbersztat W. *Współpraca inwestorów wysokiego ryzyka z ośrodkami innowacji*, PARP, Warszawa 2011, s. 15-16.

6 Tamowicz P. (2004), op. cit.

7 Fałat-Kilijańska I., „2013” [w:] Zarządzanie i Finanse, Vol. 2., Issue 4, s. 125-138.

8 Niemniej w Polsce istnieją wyspecjalizowane platformy zajmujące się pozyskiwaniem środków w ten sposób, jednak skala ich działalności jest niewielka.

9 Kilijańska-Fałat I. *Zwiększenie innowacyjności polskiej gospodarki, czyli jak wzmocnić rodzime inwestycje venture capital* [w:] Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 462, s.46-60.



The background is a blurred office scene. On the left, a whiteboard features a large pie chart with blue, orange, and red segments, and several smaller charts and sticky notes. A bright green sticky note is prominent in the center. On the right, another whiteboard with a colorful pie chart is visible. The overall lighting is bright and professional.

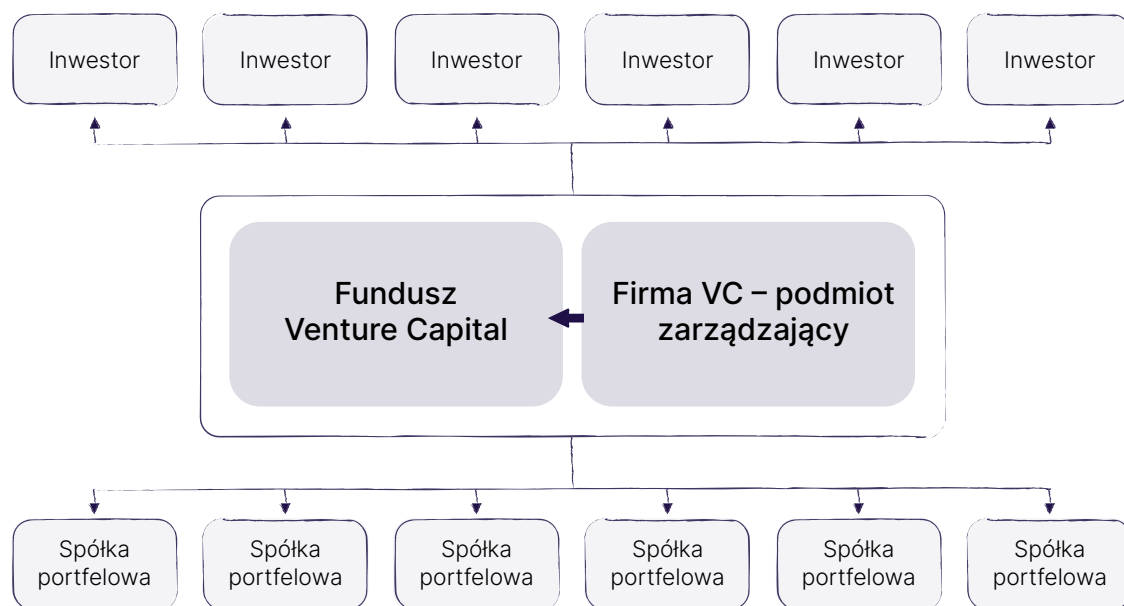
ROZDZIAŁ 3

## Jak działają fundusze VC?

Od strony organizacyjnej w procesie inwestowania uczestniczy kilka rodzajów podmiotów:

- **inwestorzy**, zasilający fundusze środkami;
- **firmy zarządzające** – wyspecjalizowane w zarządzaniu funduszami na zróżnicowanych etapach rozwoju;
- **fundusze** – wspierające swoim kapitałem przedsiębiorstwa lub samodzielne projekty inwestycyjne;
- środki inwestowane są w przedsiębiorstwa, start-upy, które określane są mianem **spółek portfelowych**.

**Rysunek 2 Schemat działania funduszu VC**



Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Kornasiewicz, op.cit.

Inwestorzy zewnętrzni (zwani także Limited Partners) mają zazwyczaj ograniczony wpływ na politykę inwestycyjną. Inwestorami mogą być zarówno osoby prywatne, jak też i inne przedsiębiorstwa, w tym banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, a nawet instytuty naukowe i badawcze, uczelnie, czy instytucje publiczne<sup>10</sup>. Fundusze VC mogą stanowić atrakcyjną alternatywę dla innych sposobów inwestowania dla osób zamożnych, dysponujących znacznym kapitałem, a także skłonnych do ryzyka. Zachętą

jest szansa osiągnięcia znaczącego zysku z zainwestowanego kapitału. Zwrot ten może być dość znaczny i sięgać wielokrotności wartości pojedynczej inwestycji. Należy jednak pamiętać o tym, że inwestycje te są jednocześnie bardzo ryzykowne, a wyniki poszczególnych funduszy VC (i inwestycji) znacząco różnią się od siebie<sup>11</sup>. Doświadczenia z najbardziej rozwiniętego rynku, jakim są Stany Zjednoczone pokazują, że 3/4 inwestycji nie przynosi zwrotu z zainwestowanego kapitału, a tylko około 10-20% przynosi zyski<sup>12</sup>.

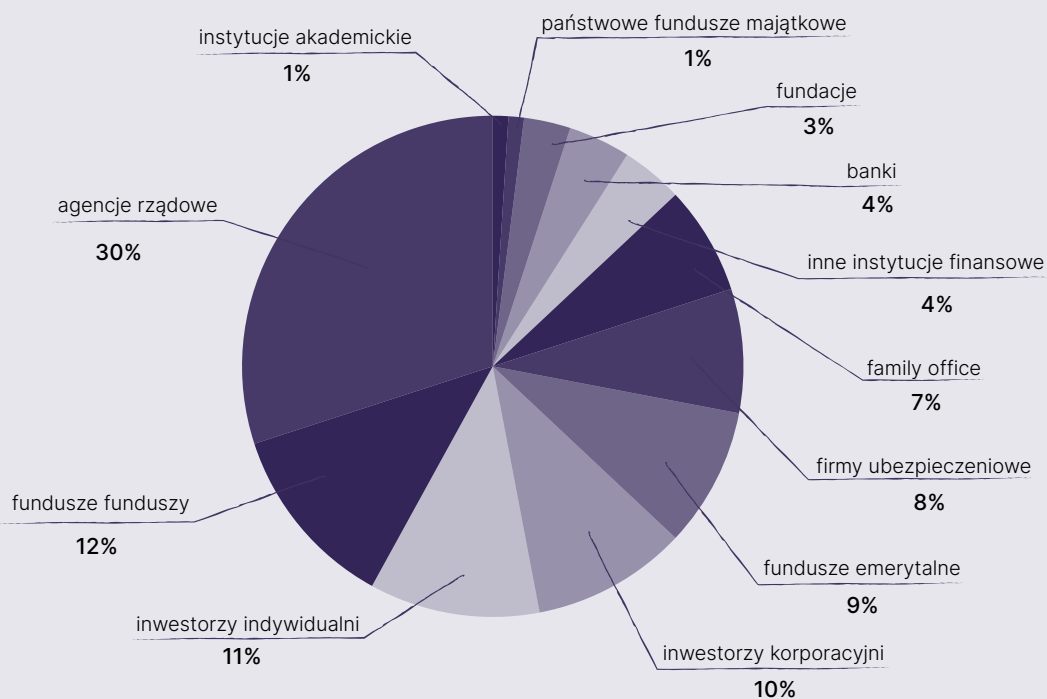
10 *Investing in Europe. Private Equity Activity 2020*. Invest Europe, 2021.

11 Porównania między zwrotami z funduszy VC a różnymi możliwościami inwestowania (tzw. benchmarki) np. na rynku amerykańskim regularnie publikuje firma Cambridge Associates.

12 Gage D. *The Venture Capital Secret: 3 Out of 4 Start-Ups Fail*, Wall Street Journal, 20.09.2012, <https://www.wsj.com/articles/SB10000872396390443720204578004980476429190>

## Inwestorzy w Europie

Struktura inwestorów w funduszach venture w Europie odpowiada poziomowi ryzyka, jakie za sobą niosą takie inwestycje – aż za 30% kapitału dostarczanego funduszom odpowiadają instytucje rządowe (np. agencje takie jak NCBR).



Źródło: Investing in Europe. Private Equity Activity 2020. Invest Europe, 2021.

Porównując z innymi typami funduszy widać także, że oprócz większego udziału środków z instytucji publicznych, zdecydowanie mniej kapitału funduszom venture dostarczają fundusze emerytalne. Bardziej aktywne są natomiast korporacje, których celem inwestycji często jest nie tylko zysk, ale i dostęp do nowych technologii.

Firma zarządzająca funduszem, partnerzy zarządzający (określani jako General Partners) z kolei zajmują się zarządzaniem funduszem, pozyskiwaniem kapitału, dokonywaniem inwestycji w rokujące spółki oraz przeprowadzaniem wyjść, czyli odzyskiwaniem zainwestowanego kapitału. Partnerzy zarządzający także inwestują w fundusz własne środki.

Poprzez objęcie udziałów w spółce portfolioj fundusz staje się współnikiem i dzieli ryzyko inwestycji wraz z innymi właścicielami. Cel funduszu jest tożsamy z celami właściciela firmy – jest to rozwój przedsiębiorstwa oraz wzrost jego wartości w perspektywie średnio lub długookresowej. Dla młodego przedsiębiorstwa pozyskanie funduszy z rynku publicznego (kredyty, pożyczki,



leasingi) może być bardzo trudne. Wynika to z wysokiego ryzyka niepowodzenia inwestycji, a także braku historii kredytowej. Co więcej – jak było wspomniane – fundusze VC nie ograniczają się tylko do dostarczania środków finansowych. Dzięki dopuszczeniu inwestora typu *venture*, firma zdobywa wspólnika z doświadczeniem w inwestowaniu, znającego rynki kapitałowe, posiadającego cenne kontakty biznesowe oraz myślącego w perspektywie kilku lat<sup>13</sup>. Inwestorzy ze względu na duże doświadczenie, oferują przedsiębiorcom (w przypadku VC są to często początkujący przedsiębiorcy) wsparcie w zarządzaniu (np. w zakresie strategii i budżetowania, budowie odpowiednich mechanizmów zarządczych, nadzoru i kontroli nad spółką, budowie zespołu, rozwiązywaniu problemów, przygotowania do kolejnej fazy inwestycji), dostęp do wiedzy (np. ekspertów, technologii) *know-how* oraz kontaktów (np. partnerów, klientów, osób z funduszy). Firmy z udziałem kapitału VC są też bardziej odporne na zmiany otoczenia oraz rozwijają się szybciej niż branża, w której funkcjonują<sup>14</sup>.

Zysk funduszu może być realizowany na kilka sposobów. Zalicza się do nich: sprzedaż, odsprzedaż udziałów innej firmie *private equity*, inwestorowi branżowemu (przedsiębiorstwu), wejście na giełdę, umorzenie udziałów, wykup przez właściciela lub sprzedaż instytucji finansowej. Często stosuje się także bardziej

skomplikowane sposoby jak forma wykupu akcji preferencyjnych/pożyczek *mezzanine* (jest to hybrydowa forma finansowania przedsiębiorstw, za pomocą długu i kapitału własnego). W Europie przeciętny czas trwania inwestycji dla funduszy VC wynosi około 6 lat.

Istnieje wiele kryteriów podziału funduszy *venture* związanych ze sposobem ich działania. Mamy do czynienia z funduszami prywatnymi i publicznymi, czyli takimi, które korzystają ze środków publicznych, np. pozyskiwanych od agencji rządowych. Uwzględniając terytorialny zakres działania możemy wyodrębnić fundusze międzynarodowe, krajowe i regionalne. Na rynku funkcjonują też fundusze uniwersalne, obejmujące swoją działalnością wszystkie formy inwestycji w przedsiębiorstwa oraz fundusze specjalistyczne, korzystające tylko z wybranych instrumentów finansowych lub związane z konkretną branżą, w którą inwestują. Co więcej, fundusze VC można podzielić również na fundusze komercyjne – nastawione na maksymalizację zysku pochodzącego ze zbycia udziałów przedsiębiorstwa oraz fundusze pomocowe, których głównym celem jest wspieranie rynku (interwencja), gdzie zysk nie jest podstawowym motywem ich działalności<sup>15</sup>. Jeszcze inny podział obejmuje fundusze tradycyjne, fundusze korporacyjne (CVC – *corporate venture capital*), filantropijne oraz uniwersyteckie<sup>16</sup>.

13 Melnarowicz K. (2011) *Uwarunkowania rozwoju funduszy typu private equity*, Studia i Prace, Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt naukowy 110, (2011), SGH, s. 146-160.

14 Kapuścińska-Przybylska W., Łukowski M. op. cit., s. 287-300.

15 Rosa A. *Venture Capital w Polsce* [w:] Zeszyty naukowe Instytutu Ekonomii i Zarządzania, nr 12, 2008, s. 133-143.

16 D. Rose, C. Patterson *Research to Revenue. A Practical Guide to University Start-ups*, University of North Carolina Press, 2016, s.61-63.





## ROZDZIAŁ 4

# Jaka jest rola kapitału wysokiego ryzyka w gospodarce?

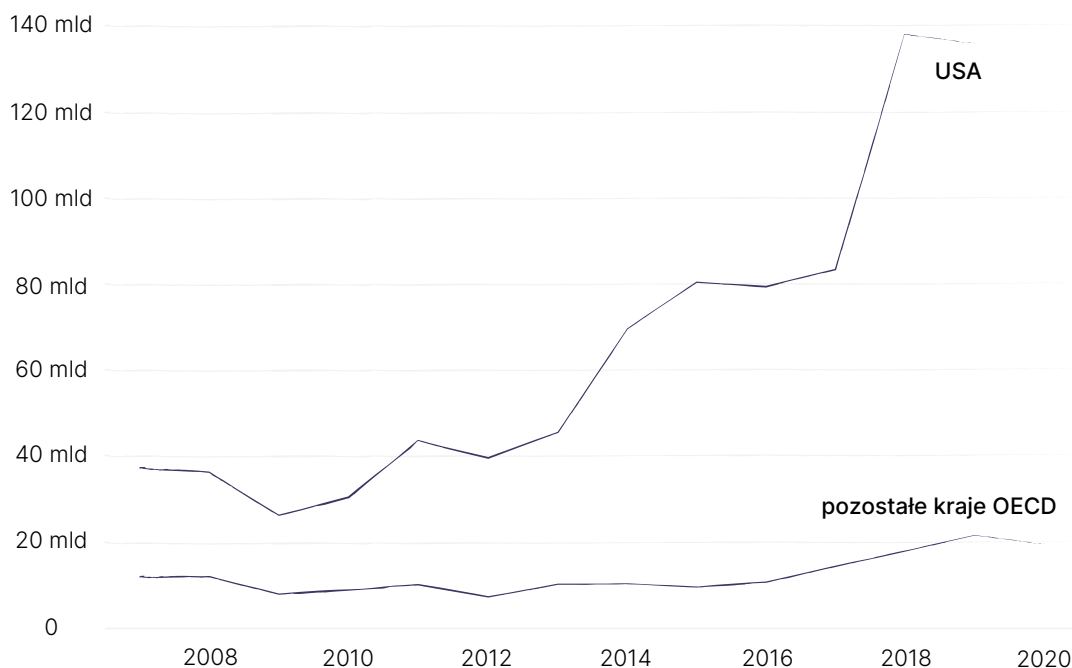


W gospodarkach poszczególnych krajów fundusze pełnią stosunkowo niewielką rolę, jeśli uwzględnimy wielkość środków jakimi dysponują czy zasięg ich działania. Nawet w gospodarce Stanów Zjednoczonych szacuje się, że tylko ułamek procenta nowych przedsiębiorstw (ok. 0,16%) korzysta lub otrzymuje dofinansowanie tego typu<sup>17</sup>. Inwestycje funduszy stanowią też niewielki udział w PKB tego kraju. Według danych OECD w USA stanowią one ok. 0,63% PKB, przy czym tak duży udział należy potraktować jako wyjątek (na drugim miejscu jest Izrael, w którym udział ten wynosi do 0,38% PKB). Udziały pozostałych krajów są dużo niższe, praktycznie śladowe. W przypadku Polski inwestycje VC według statystyk Invest Eu-

rope to 0,015% PKB, co i tak stanowi większy udział niż w np. w Czechach i Portugalii, ale generalnie różnice pomiędzy poszczególnymi krajami są znikome.

W liczbach bezwzględnych widać jeszcze większą dysproporcję finansowania *venture capital* między USA a resztą krajów. Nawet biorąc pod uwagę tylko członków OECD (czyli klub państw tzw. wysoko rozwiniętych) różnice te są znaczące. W 2019 roku w USA kwota inwestycji wyniosła blisko 136 mld USD, podczas gdy w pozostałych krajach OECD wyniosła 21,5 mld USD<sup>18</sup>. Poza krajami OECD do krajów o wyższym udziale kapitału wysokiego ryzyka w PKB można zaliczyć także Singapur, Indie i Chiny.

**Rysunek 3 Wysokość inwestycji venture capital w USA i pozostałych krajach OECD w latach 2007-2020 (mld USD)**



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych OECD „Venture capital investments”, Structural and Demographic Business Statistics (database). Uwaga, w kategorii „pozostałych krajów OECD” brakuje danych dla Izraela od 2014 roku oraz dla kilku państw w 2020 roku.

17 *Global Innovation Index 2020. Who will finance the innovation?* Cornell University, INSEAD and WIPO, Ithaca, Fontainebleau and Geneva 2020, s. 67-74

18 W momencie przygotowywania publikacji (marzec 2022) dane dla USA za 2020 rok nie były jeszcze dostępne w bazach OECD.

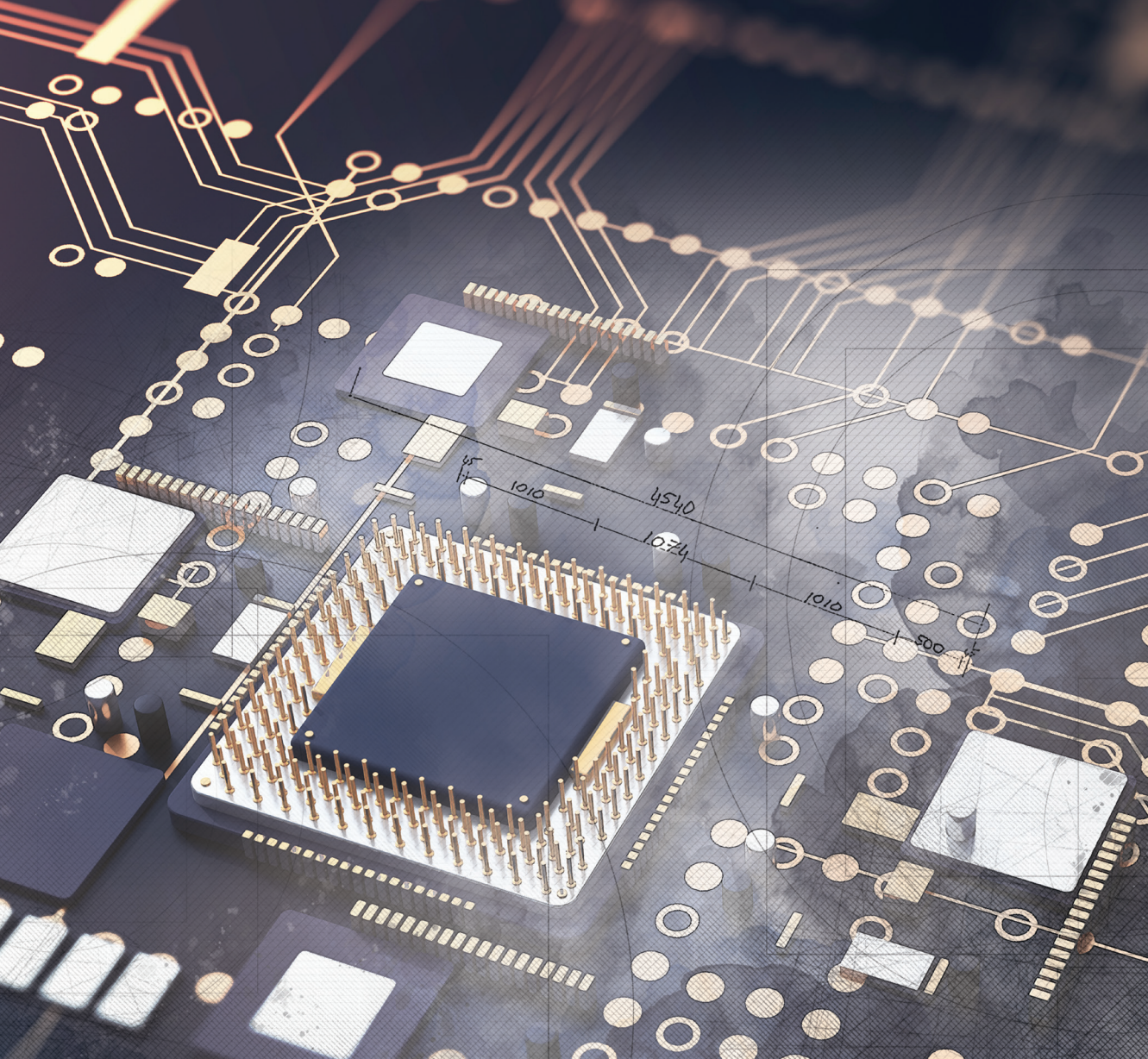
To jednak inne statystyki i mierniki niż relacja tego kapitału do PKB pokazują rolę kapitału wysokiego ryzyka w gospodarce. W Stanach Zjednoczonych, według danych NVCA, czyli amerykańskiego stowarzyszenia branży, w 2021 roku ponad 14 400 przedsiębiorstw korzystało z takiego finansowania. Natomiast aktywami o wartości 995 mld USD zarządzało aż 5 338 funduszy VC<sup>19</sup>. Widać zatem, że skala zarówno inwestycji, jak i zaangażowanych środków jest dość duża (choć już nie w odniesieniu do całej gospodarki). Natomiast rok wcześniej w Europie dokonano inwestycji o wartości 12 mld USD w 5 005 przedsiębiorstw, wśród których 97% stanowiły małe i średnie<sup>20</sup>.

Jeszcze istotniejszy jest jakościowy charakter inwestycji. Około 60% spółek, które zadebiutowały na giełdzie w Stanach Zjednoczonych, wcześniej korzystało z tego typu finansowania. Wśród najbardziej znanych przedsiębiorstw korzystających z finansowania można wskazać np. Google (obecnie Alphabet), Apple, Facebook, Twitter, Zalando, Zoom, Spotify, Dropbox. Spoza USA natomiast zaliczają się do nich np. chińskie przedsiębiorstwa jak Xiaomi czy gigant handlu internetowego Alibaba (właściciela znanej także w Polsce platformy internetowej AliExpress). Firmy te poprzez swoje obroty, kapitalizację, a przede wszystkim sposób działania i globalną skalę działalności odgrywają ważną rolę nie tylko w gospodarce własnych krajów.



19 NVCA 2022 Yearbook, <https://nvca.org/wp-content/uploads/2022/03/NVCA-2022-Yearbook-Final.pdf>.  
20 Investing in Europe. Private Equity Activity 2020. Invest Europe, 2021.





## ROZDZIAŁ 5

# Jakie znaczenie mają fundusze venture dla innowacyjności?

Fundusze VC/PE odgrywają istotną rolę w dostarczaniu środków finansowych na rozwój przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich, zwłaszcza tych, które są innowacyjne. Wynika to z tego, że finansowanie wdrożeń, które kończą się innowacją jest dużo łatwiejsze w przypadku dużych

przedsiębiorstw, które najczęściej przeznaczają na ten cel środki własne. W przypadku przedsiębiorstw i inicjatyw dopiero się rozpoczynających – jak wskazano to na schemacie cyklu życia przedsięwzięcia – jest to dużo trudniejsze i tutaj rola tego typu kapitału jest kluczowa.

## Pozycja Polski we wskaźnikach dotyczących obszaru VC (miejsce w rankingu)

Pomimo rozwoju rodzimego rynku venture, Polska nadal zajmuje odległe miejsce pod tym względem w poszczególnych wskaźnikach rankingów międzynarodowych. Przyczyną tego może być zarówno jakość danych, które są wykorzystywane, jak i ich spłaszczanie (branie pod uwagę średniej z kilku lat). W poszczególnych rankingach wygląda to następująco:

### European Innovation Scoreboard

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>EIS – Inwestycje VC jako % PKB (miejsce wśród krajów Unii Europejskiej – EU 27)</b>	19	21	20	21	21	19	21	19

Źródło: Opracowanie własne przy wykorzystaniu EIS-RIS Overview Module, kraje EU27

### Global Innovation Index

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Umowy Venture Capital (miejsce w rankingu na świecie)</b>	59	49	35	55	40	59	47	41	41	62	63

Źródło: Opracowanie własne przy wykorzystaniu EIS-RIS Overview Module, kraje EU27



Zauważalna rola funduszy we wspieraniu innowacyjnych przedsięwzięć oraz wzrost popularności tej formy finansowania sprawiła, że włączono je do czynników mających wpływ na innowacyjność państw. Znalazło to praktyczny wymiar w międzynarodowych rankingach innowacyjności. Rankingi te wykorzystują specjalnie przygotowywane wskaźniki, na które składają się dane z różnych obszarów aktywności gospodarczej. Dwa najważniejsze i najbardziej znane rankingi to europejska tablica wyników innowacyjności (bardziej znana jako *European Innovation Scoreboard*) oraz globalny indeks innowacji (*Global Innovation Index*). Obydwa korzystają także z miar i danych dotyczących *venture capital*. *European Innovation Scoreboard* jest przygotowywany dla Komisji Europejskiej i, zgodnie z nazwą, przede wszystkim dotyczy państw europejskich. Wśród 32 wskaźników do pomiaru używa się także liczby inwestycji VC w odniesieniu do wielkości PKB. Źródłem danych (w 2021 roku) był Invest Europe. Drugi z rankingów – *Global Innovation Index* – obejmuje większość krajów świata. Posługuje się miarą umów, inwestycji VC w odniesieniu do wielkości

gospodarki, czyli w przeliczeniu na 1 mld \$ PKB. Jest to jeden z około 80 wskaźników wykorzystywanych w tym projekcie<sup>21</sup>. Źródłem danych jest serwis Refinitiv Eikon w zakresie transakcji *private equity*. Miary te – zdaniem autorów rankingów – obrazują dynamikę tworzenia nowych przedsiębiorstw, w szczególności tych wykorzystujących lub tworzących nowe, jeszcze obciążone ryzykiem, technologie.

Na gruncie teoretycznym miejsce VC w systemie innowacji można pokazać na przykładzie modelu potrójnej helisy. Podstawowy model przedstawia zależności pomiędzy poszczególnymi interesariuszami tego systemu, tj. biznesem, nauką i państwem, jako istotne dla powstawania innowacji. Fundusze VC są częścią sektora biznesu, ale ich inwestycje mogą obejmować także projekty wywodzące się ze świata nauki. Sektor publiczny także odgrywa istotną rolę zarówno ze względu na ustanowienie warunków ich działalności, jak i możliwość bezpośredniego ich wsparcia. Z perspektywy modelu potrójnej helisy fundusze *venture capital* są związane z każdym z jego elementów – i tym samym przyczyniają się do tworzenia innowacji.

#### Rysunek 4 Schematyczna lokalizacja funduszy VC w modelu potrójnej helisy



Źródło: opracowanie własne

21 Liczba wskaźników może się różnić w zależności od edycji. Od 2021 wskaźniki dotyczące obszaru opierają się o średnie trzyletnie. W 2021 roku dodano także wskaźnik dotyczący odbiorców inwestycji, w oparciu o lokalizację – kraj, w którym znajduje się spółka portfelowa. Polska pod tym względem znalazła się na 68 miejscu.



Z kolei w modelach zarządzania projektami B+R+I czasem uwzględnia się rolę funduszy wydzielając je jako odrębny byt, który oddziałuje z biznesem<sup>22</sup>. Fundusze mogą odgrywać także pewną rolę w tworzeniu sieciowych powiązań innowatorów, co przyczynia się do szybszego wprowadzania innowacji. W tym kontekście często używa się także pojęcia ekosystem startupów. Jest to sieć powiązań i interakcji pomiędzy podmiotami takimi jak start-upy, fundusze venture, akceleratorzy, inwestorzy czy mentorzy, a także ich otoczenie. Poziom zaawansowania tych

relacji można mierzyć, czego przykładem jest np. raport porównujący ekosystemy między krajami<sup>23</sup>.

Rola kapitału wysokiego ryzyka dla rozwoju procesów innowacyjnych, szczególnie w małych i średnich przedsiębiorstwach, jest dostrzegana przez wiele państw. Stąd też wsparcie tej formy rynku kapitałowego jest włączane do ich polityk innowacyjnych zarówno w formie specjalnych programów, jak i tworzenia odpowiednich warunków do inwestowania<sup>24</sup>.

## Pośredni wpływ na nakłady na badania i rozwój

Niektóre z amerykańskich przedsiębiorstw korzystających w przeszłości z finansowania VC zaliczają się do tych o najwyższej kapitalizacji – wartość giełdowa wspomnianego Facebooka, Alphabet (Google), a także Apple<sup>25</sup> przekroczyła granicę 1 biliona dolarów. Nie tylko zaliczają się one do przedsiębiorstw innowacyjnych, ale ich aktywność ma także przełożenie na dalsze inwestycje w B+R. Alphabet z wydatkami rzędu 23,2 mld USD w 2019 roku zajmował pierwsze miejsce na liście 2500 przedsiębiorstw ponoszących największe nakłady na prace B+R na świecie, Apple piąte (14,4 mld USD), Facebook siódme (12,1 mld USD), a Intel ósme (11,9 mld USD)<sup>26</sup>. Prezentowane firmy należą do branży ICT, ale na liście można znaleźć także przedsiębiorstwa z innych branż gospodarki, które korzystały z finansowania VC. Co więcej, część z nich sama później założyła fundusze VC, zaliczające się do tzw. CVC (Corporate Venture Capital – funduszy korporacyjnych), co ma znaczenie dla dalszego rozwoju tego rynku.

22 *Procesy zarządzania projektami B+R+I. Raport z badania*, KIC na zlecenie NCBR, Warszawa 2016.

23 Polska w rankingu jest na 30. miejscu na świecie. *Global Startup Ecosystem Index 2021*, StartupBlink <https://www.startupblink.com/startupecosystem-report.pdf>

24 Wersesa M. *Polityka Innowacyjna*, PWN, Warszawa 2014, s. 186-189.

25 Apple korzystało w początkach swojej działalności ze wsparcia aniołów biznesu, a później trzech rund inwestycyjnych funduszy VC.

26 *R&D Ranking of the World Top 2500 Companies*; <https://iri.jrc.ec.europa.eu/scoreboard/2020-eu-industrial-rd-investment-scoreboard>.





**ROZDZIAŁ 6**

## **Czy wsparcie publiczne rynku VC jest potrzebne?**

Brak dostępności środków w stosunku do zapotrzebowania nazywa się „luką finansową”. Oznacza to, że przedsiębiorstwo lub pomysłodawca (np. naukowiec) potrzebujący określonej kwoty na dalszy rozwój nie może jej pozyskać z rynku, bo albo nie ma instytucji finansujących daną fazę rozwijanego projektu, albo oferowane środki finansowe są zbyt małe w stosunku potrzeb. Braki te może wypełnić państwo poprzez stworzenie systemu funduszy działających w tych obszarach.

Zaangażowanie środków publicznych w fundusze VC wynika z kilku powodów. Jednym z nich jest wspomniana luka finansowa, ograniczony dostęp do kapitału. A różnice w dostępie do środków ilustruje choćby wspomniana wielkość zaangażowanych środków na inwestycje w USA i pozostałych krajach OECD (jest to oczywiście pewne uproszczenie, bo braki w dostępie do środków analizowane są w podziale na segmenty rynku). Jeszcze innym powodem może być brak rynku venture lub jego niewielki rozmiar oraz brak odpowiednio wykwalifikowanych kadr potrafiących zarządzać tego typu projektami. Środki publiczne mogą posłużyć jego aktywizacji (por. Business Finland VC) lub wręcz stworzeniu odpowiedniego środowiska działania (por. program Yozma). Kolejnym powodem jest możliwość „sterowania” inwestycjami, tj. wchodzeniem w projekty o konkretnym profilu, ważnym z punktu widzenia polityki państwa. Dodatkowo wsparcie publiczne powoduje, że zostaje przejęta przez nie część ryzyka inwestycyjnego.

Tym samym fundusze VC są bardziej skłonne do wchodzenia w projekty o wysokim ryzyku i umiarkowanym potencjalnym zwrocie. Mogą to być także projekty, które nie wpisują się w aktualne trendy rynkowe, a wręcz mogą je zmienić.

Badania wskazują, że zaangażowanie państwa, szczególnie w przypadku dołączenia środków publicznych do środków prywatnych, zwiększa możliwości finansowania dla przedsiębiorstw<sup>27</sup>. Dzieje się to nie tylko poprzez zwiększenie dostępności środków, ale także poprzez efekt dodatkowości. Oznacza on, że w takiej sytuacji jest więcej zaangażowanych środków prywatnych, niż gdyby wsparcia publicznego nie było. Wsparcie to zwiększa także liczbę przedsiębiorstw, które otrzymują dofinansowanie, a nie otrzymałyby go od funduszy prywatnych. Co ważne, w takiej sytuacji nie zaobserwowano tzw. efektu wypychania, czyli sytuacji w której środki publiczne zastępują środki prywatne.

W ramach poniżej przedstawiono różne przykłady wsparcia publicznego. Jednym z nich jest izraelski program Yozma. Stanowił on istotny kamień milowy w rozwoju venture capital i młodych przedsiębiorstw w tym kraju (przyjęto się nawet określenie Izraela jako „narodu start-upów”<sup>28</sup>). Drugi przykład pokazuje standardowy sposób finansowania publicznego funduszy w kraju o wysokim poziomie innowacyjności na przykładzie Finlandii. W kolejnej części publikacji przedstawiono także rozwiązania zastosowane przez Stany Zjednoczone i Unię Europejską.

27 James A. Brander, Qianqian Du, Thomas Hellmann, *The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence*, Review of Finance, Volume 19, Issue 2, March 2015, Pages 571–618.

28 Od tytułu książki Senor D., Singer S. *Naród start-upów. Historia cudu gospodarczego Izraela*, Wydawnictwo Studio EMKA, 2013.



## Program Yozma

Program Yozma był realizowany w latach 1993-1998. Jego głównym założeniem było powołanie funduszu Yozma zasilonego kapitałami publicznymi w wysokości 100 mln USD. Zadaniem funduszu było uruchomienie inwestycji przez 10 prywatnych funduszy (Yozma działał jako fundusz funduszy), na co przeznaczono 80% przekazanego kapitału publicznego oraz uruchomienie samodzielnych inwestycji w projekty wysokotechnologiczne. Fundusze, w które inwestował Yozma, musiały być niezależnymi od innych podmiotów finansowych spółkami izraelskimi, które posiadały partnera w postaci profesjonalnego zagranicznego inwestora *venture capital* (gwarancja przepływu know-how) oraz krajowej uznanej instytucji finansowej (gwarancja stabilności finansowej). Polityka inwestycyjna funduszy była ukierunkowana na izraelskie spółki z sektora wysokich technologii znajdujące się na bardzo wczesnym etapie rozwoju. Pojedyncza inwestycja w spółkę na wstępie wynosiła od 0,5 do 1 mln USD, a Yozma wspierał nowy fundusz kwotą odpowiadającą 40% pozyskanych środków prywatnych (ale nie więcej niż 8 mln USD). Dzięki zainicjowanemu programowi rozwój rynku *venture capital* nabrał znacznego tempa. Fundusze utworzone na bazie programu Yozma okazały się efektywne i zdobywały finansowanie w kolejnych rundach (trzy i więcej rund finansowania). Na koniec 2000 roku fundusze zarządały sumą ok. 3,2 mld USD, co stanowiło 54% sumy kapitałów pozyskanych w latach 1993 – 2000 przez całą branżę VC w Izraelu. Sam fundusz Yozma przeprowadził z sukcesem dwie kolejne rundy finansowania (Yozma II i Yozma III), a kapitał zarządzany przez wszystkie trzy fundusze wyniósł 220 mln USD. Grupa zrealizowała ponad 50 bezpośrednich inwestycji w spółki z sektorów, takich jak komunikacja, informatyka i technologie medyczne. Inwestycja portfelowa funduszu waha się w przedziale od 1 mln USD do 6 mln USD z ukierunkowaniem na wczesne fazy rozwoju celów inwestycyjnych. Yozma jest aktywnym inwestorem wspierającym spółki, zarówno przy budowaniu i rozwijaniu ich strategii, pozyskiwaniu menadżerów, jak i mobilizowaniu dodatkowego kapitału. Program przyczynił się do znacznego rozwoju sektora VC w Izraelu, był także inspiracją do uruchamiania podobnych programów w innych krajach.

Sukces programu Yozma związany był z wieloma czynnikami zewnętrznymi m.in. z rewolucją w sektorze ICT, deregulacją rynków telekomunikacyjnych, napływem wykształconych imigrantów z byłych republik radzieckich<sup>29</sup> i powrotem doświadczonych emigrantów z USA oraz zmianą regulacji prawnych w zakresie inwestycji *venture capital* i przedsiębiorczości. Dodatkowym elementem był rozwój izraelskiego sektora militarnego, który chłoniął wszelkie innowacyjne rozwiązania technologiczne z sektora przedsiębiorstw.

29 Przyjazd imigrantów z byłego ZSRR do Izraela w latach 90. oznaczał przyływ dużej liczby wysoko kwalifikowanych specjalistów z różnych dziedzin. Szacuje się, że było wśród nich ponad 80 tys. inżynierów (wobec ogółem ok. 30 tys. wykształconych w Izraelu), 15 tys. lekarzy i 14 tys. naukowców. Za: Matusiak M. „Rosyjska ulica” Miejsce i znaczenie imigrantów z byłego ZSRR w Izraelu, OSW, Warszawa 2021.



## Business Finland Venture Capital

Business Finland Venture Capital (BFVC) dostarcza środków funduszom *venture capital* inwestującym w fińskie firmy na ich wczesnym etapie rozwoju. Celem spółki jest rozwój rynku *venture capital* w Finlandii przez usunięcie niedoskonałości rynku, polegającej na braku możliwości finansowania w początkowych stadiach działalności przedsiębiorstw, czyli w fazie załączkowej lub start-up i podniesienie poziomu inwestycji ze środków prywatnych.

Business Finland Venture Capital jest spółką skarbu państwa. Po połączeniu z poprzednim operatorem - TEKES, fińską agencją ds. innowacji, zarządza nią w Business Finland. Wielkość potencjalnego zaangażowania w pojedynczym funduszu docelowym nie przekracza połowy jego całkowitego kapitału. Maksymalną granicą zaangażowania kapitałowego jest 20 milionów euro. BFVC inwestuje w fundusze, które mają wiarygodną i sprawną politykę inwestycyjną nakierowaną na podniesienie wartości przedsiębiorstw docelowych i generowanie dochodów. Menedżerowie spółki zarządzającej funduszem powinni mieć doświadczenie w dziedzinie polityki inwestycyjnej funduszu i posiadać historię sukcesu swoich działań inwestycyjnych.

BFVC nie uczestniczy w procesie wyboru firm docelowych przez fundusze i w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Business Finland jest reprezentowany w Radzie Nadzorczej funduszy. Fundusz może także inwestować w spółki zarejestrowane poza Finlandią do wysokości 40% wartości kapitału funduszu. Inwestycje muszą być oparte o plan biznesowy, który zawiera szczegółowe informacje na temat produktów i usług, jak również dane dotyczące sprzedaży i rozwoju rentowności spółki celowej.

Obecnie BFVC jest zaangażowany w 13 funduszy VC, które pozyskały ponad 200 mln euro, z czego połowę od prywatnych inwestorów. Fundusze zainwestowały łącznie w ponad 300 spółek.





**ROZDZIAŁ 7**

# Gdzie powstał i jak się rozwijał kapitał wysokiego ryzyka?

## Stany Zjednoczone

- 1946** – Powstają fundusze VC J.H. Whitney i Rockefeller Brothers
- 1946** – utworzenie funduszu inwestycyjnego American Research and Development (zakończył działalność w 1973 roku)
- 1958** – zainicjowanie programu Small Business Investment Companies
- 1961** – Powstaje pierwszy fundusz VC w Dolinie Krzemowej (Davies & Rock)
- 1972** – Powstają fundusze Sequoia Capital i Kleiner Perkins Caufield & Byers
- 1973** – kryzys naftowy, załamanie rozwoju rynku VC
- 1978** – Revenue Act – obniżenie podatków od zysków kapitałowych
- 1979** – fundusze emerytalne mogą inwestować w VC
- 1985** – na rynku działa 250 przedsiębiorstw zarządzających 530 funduszami VC i 17 mld USD
- 2000** – pęka tzw. bańka dotkomów, co dotyka także rynek funduszy VC (przed nią działa ok. 700 firm zarządzających 143 mld USD)
- 2008** – kryzys finansowy (przed nim działa ok. 900 firm zarządzających 230 mld USD)
- 2010** – wejście na rynek nowych graczy, tzw. micro VC
- 2020** – działa ok. 1300 przedsiębiorstw VC

Korzenie działalności funduszy PE/VC w USA sięgają XIX wieku. Inwestorzy – głównie bogate rodziny i inwestorzy indywidualni – lokowali środki finansowe także w przedsięwzięcia technologiczne, początkujące i dobrze rokujące przedsiębiorstwa. Działania te nie miały wówczas zinstytucjonalizowanej formy, mechanizmem przypominały Aniołów Biznesu<sup>30</sup>.

Początkowo podejście inwestycyjne było pozbawione pierwiastka doradczego w prowadzeniu interesu i skoncentrowane wyłącznie na dostarczeniu środków finansowych. Nie miało ono również charakteru zinstytucjonalizowanego. Instytucje pośrednika między inwestorem a przedsiębiorcą wykształciła wraz z rozwojem gospodarki. Dostarczali oni usługi zarówno dawcom, jak i biorcom kapitału. Tym pierwszym dostarczali wiarygodne informacje o potencjalnych obiektach inwestowania i dokonywali selekcji, dla drugich stanowili istotne wsparcie merytoryczne w wielu kwestiach.

Rynek zaczął instytucjonalizować się po II wojnie światowej. W drugiej połowie lat 40. XX wieku, w odpowiedzi na powojenną stagnację gospodarki, wprowadzono zmiany prawne ułatwiające inwestycje w nowopowstające przedsiębiorstwa. Powstał także pierwszy fundusz inwestycyjny – *American Research and Development* (ARD). Lokował on kapitał w firmach inżynieryjnych opierających swoją działalność na rozwoju technologii wykorzystywanych podczas II wojny światowej<sup>31</sup>. Sam fundusz był powiązany z bostońskim środowiskiem uniwersyteckim (MIT i Harvard)<sup>32</sup>. Kolejnym krokiem w rozwoju rynku funduszy VC był amerykański program *Small Business Investment Companies* (SBIC) zainicjowany w 1958 roku. SBIC pełnił rolę pomocową w stosunku do prywatnych funduszy kapitałowych, pośrednicząc w pożyczkach udzielanych przez rządową agencję *Small Business Administration*. Inwestorzy zachęceni byli do lokowania kapitału preferencyjnymi warunkami pożyczek oraz ulgami

30 Piotrowski S. *Venture Capital jako forma finansowania MŚP w polityce wspierania innowacji w UE*, Rozprawa doktorska, Wydział Gospodarki Międzynarodowej, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu. 2011

31 Falat-Kilijańska I. (2013) op.cit., s. 125-138.

32 Kornasiewicz A. op. cit. s. 75-90



podatkowymi, tj. możliwością posiadania rezerwy na pokrycie ewentualnych strat lub odliczenie inwestycji od podatku dochodowego. Fundusze *venture capital* miały za zadanie wspierać politykę innowacyjną państwa.

W każdym następnym dziesięcioleciu zwiększała się zarówno liczba przedsiębiorstw zarządzających funduszami, jak i liczba funduszy oraz zarządzanych przez nich aktywów. Podobnie jak w przypadku innych segmentów rynków finansowych, jego rozwój przerywały kryzysy. Jednak po każdym z nich liczba funduszy oraz zarządzanych środków zwiększały się przekraczając wartości wcze-

śniejsze. Pierwszym z nich był kryzys naftowy i późniejsza recesja lat 1974-1975. Odrodzenie rynku i związany z nim boom trwający do końca lat 80. przypisuje się uchwaleniu szeregu aktów prawnych ułatwiających działalność funduszy VC na przełomie lat 70. i 80. W latach następnych rozwój przerwał spowolnienie na początku lat 90., a później „pęknięcie bańki” związanej z inwestycjami w przedsiębiorstwa internetowe (tzw. dot-komy) w 2000 roku. Ostatnią cenzurą – i to istotną – dla ekspansji *venture capital* był kryzys finansowy lat 2007-2008. Niemniej przez cały ten czas Stany Zjednoczone pozostawały niekwestionowanym liderem na rynku VC.



## Small Business Investment Companies

W kontekście doświadczeń amerykańskich zasadniczo można mówić o istnieniu jednego instrumentu zwrotnego oraz dwóch programów grantowych (instrumenty dotacyjne) oddziałujących na rynek VC i działalność B+R prowadzoną przez przedsiębiorców. Instrumentem oddziaływania na rynek VC jest program Small Business Investment Companies (SBIC) funkcjonujący od 1958 roku.

Jest to formuła mechanizmu zasilania strony podaźowej rynku kapitału ryzyka poprzez mechanizm dźwigni finansowej, czyli lewarowanie kapitałami publicznymi środków prywatnych zgromadzonych w funduszach VC (zarządzanych prywatnie). Mechanizm zasilania polega na udzielaniu funduszom długookresowych pożyczek na sfinansowanie kapitału inwestycyjnego. Warunkiem otrzymania wsparcia publicznego jest posiadanie minimalnego wkładu prywatnego (min. 150 tys. USD), inwestowanie wyłącznie w małe i średnie przedsiębiorstwa oraz nabywanie mniejszościowych pakietów. Program nie zawiera żadnych preferencji do inwestowania w projekty zawierające pierwiastek B+R. Oprócz wspierania strony podaźowej sektor publiczny przejmował na siebie również część ryzyka inwestycyjnego. W przypadku upadłości funduszu posiadającego status SBIC państwo gwarantowało pokrycie strat inwestorów.

Funkcjonowanie SBIC w istotny sposób przyczyniło się do ilościowego rozwoju rynku i spopularyzowania koncepcji inwestycji VC. W połowie lat 60. funkcjonowało blisko 700 funduszy mających status (licencję) SBIC, które kontrolowały większość rynku kapitału ryzyka w USA. SBIC okazały się jednak pasywnymi inwestorami, którzy w większości przypadków, oprócz kapitału, nie wnosili do spółek portfelowych żadnego doświadczenia. W związku z faktem, że środki publiczne były wprowadzane do funduszu prywatnego w formie pożyczki, menedżerowie preferowali inwestycje w bardziej stabilne, mało ryzykowne przedsięwzięcia gospodarcze. Gwarantowało to pewność dochodów na obsługę pożyczki. Dodatkowo, świadomość gwarantowania części inwestycji ze środków publicznych doprowadziła do sytuacji, kiedy to menadżerowie SBIC nie mieli bodźców do należytego monitorowania portfela inwestycji. W początkowym okresie program doprowadził do nadpodaży kapitału i deficytu kadry zarządzającej funduszami. W 1968 roku stopa zwrotu wszystkich funduszy SBIC wyniosła zaledwie 2,4%. Rola SBIC zaczęła maleć w tym okresie, na co wpływ miał także dynamiczny rozwój rynku prywatnych inwestorów. W 2015 roku funkcjonowało 245 licencjonowanych funduszy mających pod zarządem aktywa o wartości ok. 20 mld USD, z czego ponad 10 mld USD był to kapitał prywatny. W roku 2013 fundusze te zainwestowały w 1 038 przedsiębiorstw.

Łącznie, od 1958 roku, SBIC dostarczył ponad 50 mld USD kapitału do ponad 100 tysięcy małych przedsiębiorstw.

## Europa

- 1945** – Powstaje pierwsza organizacja dla finansowania inwestycji VC w Wielkiej Brytanii – ICFC
- 1965** – Powstaje pierwszy niemiecki fundusz PE – DBG (Deutsche Beteiligungsgesellschaft)
- 1973** – Powstaje pierwszy szwedzki fundusz VC
- 1975** – Powstaje pierwszy niemiecki fundusz VC – WFG (Deutsche Wagnisfinanzierungs- gesellschaft)
- 1981** – Powstaje program gwarancyjny dla firm Private Equity (PPM) w Holandii
- 1983** – utworzenie stowarzyszenia EVCA (obecnie Invest Europe)
- 1983,1985** – Francja wprowadza nowe formy prawne dla funduszy
- 1994** – powstaje Europejski Fundusz Inwestycyjny
- 1998** – Komisja Europejska przyjęła Risk Capital Action Plan (RCAP)
- 2011** – przyjęto dyrektywę AFIM regulującą działalność funduszy
- 2013** – przyjęto rozporządzenie EUVeca dotyczące działalności europejskich funduszy VC
- 2015** – w Europie działa ok. 700 firm zarządzających VC
- 2016** – uruchomiono paneuropejski instrument dla funduszy funduszy VentureEU
- 2020** – uruchomiono program pilotażowy ESCALAR dla tzw. scale-upów (szybko rozwijających się przedsiębiorstw)
- 2020** – przyjęto rozporządzenie ECSP regulujące crowdfunding

W krajach europejskich rynek VC/PE zaczął rozwijać się początkowo w Wielkiej Brytanii. W 1945 roku największe banki komercyjne i Bank Anglii stworzyły tzw. Industrial and Commercial Finance Corporation (ICFC). ICFC śladem amerykańskich funduszy inwestował środki w przedsiębiorstwa o wysokim potencjale rozwojowym poprzez objęcie udziałów lub wykup akcji. ICFC funkcjonuje zresztą do dziś<sup>33</sup>. W Europie kontynentalnej początki tego rodzaju finansowania datuje się (w zależności od źródła) na lata 60. i 70. XX wieku<sup>34</sup>. Rozwój europejskiego rynku venture capital nastąpił jednak dopiero w latach 80., a jego właściwe ukształtowanie miało miejsce dopiero w drugiej połowie lat 90.<sup>35</sup> Wolniejszy rozwój tłumaczy się m.in. ówczesnymi politykami gospodarczymi, które nie były nakierowane na wsparcie małych przedsiębiorstw<sup>36</sup> oraz konserwatyżmem przedsiębiorców, niechętnym nowym typom finansowania.

Poszczególne rynki VC w krajach europejskich posiadają swoją wewnętrzną specyfikę, która historycznie wynikała choćby tylko z różnych przepisów prawno-podatkowych. Niemniej, rola sektora publicznego w jego rozwoju – podobnie jak w Wielkiej Brytanii – była istotna. Było tak choćby w Szwecji, gdzie fundusz *Företagskapital* powstał w 1973 roku w wyniku współpracy strony rządowej z bankami handlowymi<sup>37</sup>. W Szwecji pewną rolę odgrywały także inicjatywy na poziomie regionalnym, które były wzorowane na amerykańskim programie SBIC (większość została jednak rozwiązana w trakcie kryzysu lat 90.). Większą rolę na poziomie regionalnym odgrywały zwłaszcza fundusze działające w Niemczech. Tam wsparcie typu udziałowego pozostaje zwykle w gestii rządów landów, co wynika z przyjętej polityki rozwojowej<sup>38</sup>. Generalnie jednak można wskazać, że w aktywizacji funduszy VC istotną rolę miały odpowiednie programy rządowe, regulacje prawne, zachęty podatkowe oraz promowanie przedsiębiorczości i wiedzy o tym typie finansowania kapitałowego<sup>39</sup>.

33 Jako Investors in Industry Group PLC (3i Group): <http://venture-capital.pl/venture-capital/geneza-i-historia-zjawiska-venture-capital>, dostęp 21.10.2021.

34 Autorzy różnie wyznaczają początki sektora, co wynika z tego, że jeszcze nie był nazywany w ten sposób. Niemniej w literaturze najczęściej wskazuje się właśnie na lata 60. i 70.

35 Por. Kornasiewicz A. *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 91-165

36 Wierzbička K. Gardocka-Jałowicz A. *Analysis of the Attractiveness of the Polish Market for Venture Capital Funds*, e-Finanse, 2017, vol. 13/ nr 3.

37 Baygan G. *Venture Capital Policies in Sweden*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2003/11.

38 Revest V. Sapio A. *Financing technology-based small firms in Europe: what do we know?* Small Business Economics 39, 179-205 (2012).

39 Kornasiewicz A., op. cit, s. 165.

Bez wątplenia istotny wpływ na sektor miało zainteresowanie tematem przez Komisję Europejską. W latach 90. raporty i projekty Komisji Europejskiej wskazywały na znaczną rolę tego typu kapitału w kształtowaniu i pobudzaniu rynku pracy w Unii Europejskiej<sup>40</sup>. Inspiracją do działań były doświadczenia i sukcesy wspartych w ten sposób innowacyjnych firm z USA. Efektem tych działań było powołanie w 1994 roku Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI). Jest to najważniejszy i największy publiczny instrument oddziaływania na europejski rynek VC. W 1998 roku zatwierdzono specjalny plan działania – *Risk Capital Action Plan* – mający ułatwić pozyskiwanie kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa na inwestycje obciążone dużym ryzykiem – między innymi poprzez fundusze *venture capital* (z realizacji planu „spowiadano” się w kolejnych latach).

Regulacja rynków następowała poprzez kolejne unijne akty prawne, a wsparcie poprzez szereg programów uruchamianych przez EFI.

Warto też wspomnieć o roli europejskiego stowarzyszenia branży. W 1983 roku założono Europejskie Stowarzyszenie Private Equity (EVCA), które w 2015 roku zmieniło nazwę na Invest Europe. Do Invest Europe mogą przynależać zarówno inwestorzy, jak i menedżerowie funduszy oraz inni interesariusze, jak np. firmy prawnicze, konsultanci, doradcy finansowi lub naukowcy. Stowarzyszenie stoi na straży standardów zawodowych, kształtuje zasady etycznego postępowania i zaufania w relacjach między podmiotami w branży *private equity* i *venture capital*. Invest Europe jest też ważnym źródłem danych, badań i spostrzeżeń rzucającym światło na działalność branży w Europie<sup>41</sup>.

## Europejski Fundusz Inwestycyjny

Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI) jest instrumentem finansowym wspierającym dostęp do finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Europie. Powstał w 1994 roku z siedzibą w Luksemburgu. Należy do EIB Group (European Investment Bank Group) (EIB Group). Udziałowcami EFI są Europejski Bank Inwestycyjny, Unia Europejska, reprezentowana przez Komisję Europejską oraz szeroka gama publicznych i prywatnych banków i instytucji finansowych (m.in. z Polski). Jego celem jest identyfikacja i eliminacja niedoskonałości rynku przy wsparciu MŚP w UE z naciskiem na regiony słabiej rozwinięte.

EFI nie wspiera przedsiębiorstw bezpośrednio. Opracowuje i oferuje ukierunkowane produkty finansowe pośrednikom, tj. bankom, firmom gwarancyjnym i leasingowym, podmiotom udzielającym mikrokredytów oraz funduszom *private equity*. Działa jako inwestor kontrykcyjny, tj. w przypadku negatywnej koniunktury na rynku. Wspiera także nowo powstałe zespoły i projekty, gdzie ryzyko dla inwestorów jest największe, choćby z powodu krótkiej historii przedsiębiorstwa.

EFI jest czołowym dostawcą kapitału, w tym kapitału wysokiego ryzyka (VC), dla finansowania młodych i innowacyjnych przedsiębiorstw w Europie. EFI ma znaczącą rolę w zakresie dostarczania kapitału w tym obszarze. Analitycy Funduszu oceniali, że ok. 41% wszystkich inwestycji na europejskim rynku VC było wsparte przez EFI, a 10% pochodziło z bezpośrednich środków EFI. W latach 1996-2014 ze środków EFI wsparto łącznie 2 934 przedsiębiorstwa we wczesnych fazach: zasiewu oraz start-up. Inwestycje VC odgrywają znaczącą rolę w aktywnościach EFI odpowiadając za 40 do 60% łącznego zaangażowania aktywów EFI.

EFI ma szereg programów skierowanych na rynek VC/PE. Wśród nich można wymienić m.in. *VentureEU*, program wsparcia funduszy z 2016 roku, *European Angels Fund* skierowany do aniołów biznesu i innych inwestorów pozainstytucjonalnych, fundusz funduszy *Mezzanine Facility for Growth* skierowany na wsparcie tej formy finansowania, *Single EU Equity Financial Instrument*, który wspiera wzrost przedsiębiorstw, ich badania

40 Grzegorzczak E. (2013) *Funkcjonowanie kapitału private equity /venture capital w Europie na przełomie pierwszej i drugiej dekady XXI w.* [w:] *Studia Ekonomiczne/Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach*, nr 174, 2013, s.277-290.

41 <https://www.investeurope.eu/>, dostęp 20.10.2021.



i rozwój od wczesnych faz po późniejsze. Warto też wspomnieć o programie *InnovFin Equity* wspierającym inwestycje związane z funduszami, których strategię ogniskują się na transferze technologii, fundusze VC wspierające przedsiębiorstwa na wczesnym etapie i fundusze, w które zaangażowani są aniołowie biznesu. *InnovFin Equity* wykorzystywany był także do mitygowania skutków pandemii COVID19.

W Polsce EFI realizuje we współpracy z instytucjami krajowymi inicjatywę *Polish Growth Fund of Funds* (Polski Fundusz Funduszy Wzrostu – PGFF) skierowaną do przedsiębiorstw nastawionych na rozwój w Polsce oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej poprzez inwestycje *venture capital*, *private equity* i *mezzanine*. PGFF został uruchomiony w 2013 roku jako wspólna inicjatywa EIF i Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) o wartości 90 mln euro (30 mln euro z EFI, 60 mln euro z BGK), w celu stymulowania inwestycji kapitałowych w przedsiębiorstwa nastawione na rozwój na terenie Polski.

EFI jest też ważnym źródłem informacji o rynku VC i PE w Europie. Wyniki badań dostępne są w ramach serii EIF Working Papers.







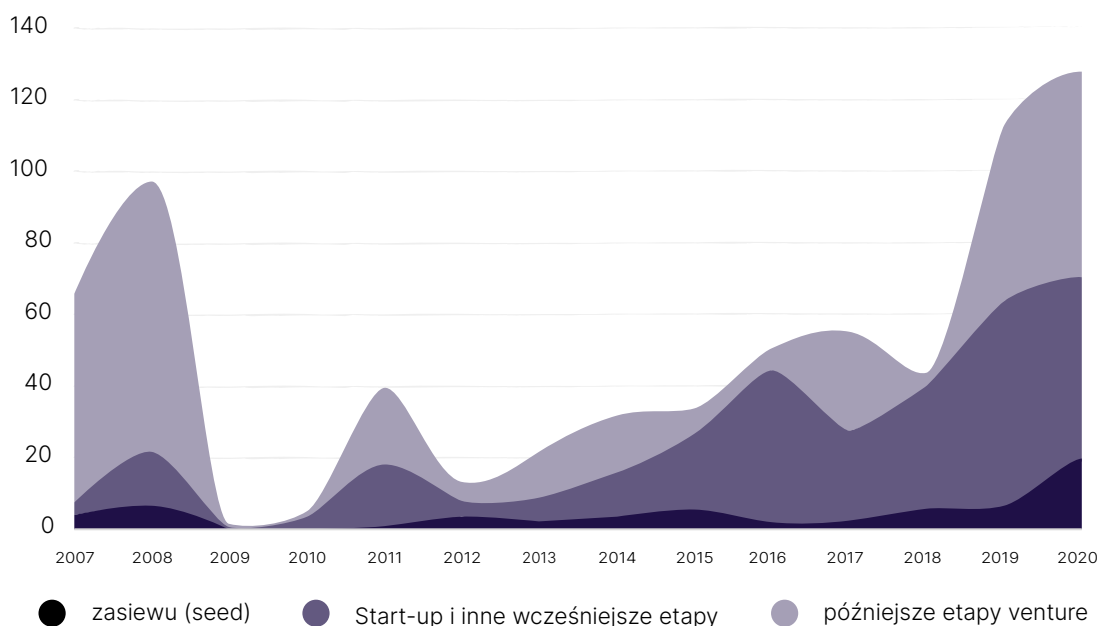
**ROZDZIAŁ 8**

# Jak rozwijał się rynek VC w Polsce?

W Polsce fundusze PE/VC pojawiły się dopiero po przemianach 1989 roku. Wiązało się to przede wszystkim z odejściem od rozwiązań gospodarki socjalistycznej, a co ważniejsze, z rozwojem przedsiębiorczości, systemu bankowego i odrodzeniem rynku kapitałowego. Pierwsze fundusze (przede wszystkim miały charakter *private equity*) były głównie finansowane ze środków zagranicznych. Na rozwój funduszy VC wpływał

także stopień rozwoju branży w Europie w tamtym czasie. Dużym przełomem było wejście Polski do Unii Europejskiej. Pozwoliło ono na nowe działania publiczne realizowane przede wszystkim ze środków unijnych. Zwiększonej liczbie inwestycji, w ostatnich latach, sprzyjał też wzrost zamożności społeczeństwa i poszukiwanie alternatyw inwestycyjnych. Wpływ na to ostatnie mogła mieć także polityka niskich stóp procentowych banku centralnego.

**Rysunek 5 Inwestycje VC w Polsce 2007-2020 w podziale na fazę rozwoju (mln EUR)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych OECD

Dane dla Polski dotyczące wysokości inwestycji VC w poszczególne fazy rozwojowe przedsięwzięcia są dostępne od 2007 roku. Obrazują one, że rynek (podobnie jak w innych krajach na świecie) rozwijał się do kryzysu finansowego lat 2008-2009. Dominowały wówczas inwestycje w późniejsze fazy funkcjonowania przedsiębiorstw. W wyniku kryzysu finansowego znacznie się one skurczyły – przy czym przez następne dwa lata (2009-2010) w ogóle nie odno-

towano inwestycji w przedsiębiorstwa w najwcześniejszych fazach rozwoju. Przy wsparciu środków publicznych z Funduszy Europejskich rynek ten rozwijał się względnie stabilnie od 2013 roku, do skokowego przyrostu wartości w 2019 roku. Jednocześnie następowała zmiana struktury – stopniowym zwiększaniu się inwestycji w przedsięwzięcia na początkowych etapach rozwoju. Poniżej przedstawiono szczegółowo, co działo się w Polsce po 1989 roku w podziale na dekady.

- 1990** – powstaje Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości oraz Duński Fundusz dla Europy Centralnej i Wschodniej
- 1991** – powstaje Towarzystwo Inwestycji
- 1992** – powstaje Caresbac Polska (fundusz inwestycyjny VC utworzony przez międzynarodową organizację SEAF (The Small Enterprise Assistance Funds))
- 1992** – powstaje Polski Prywatny Fundusz Kapitałowy I i II
- 1992** – powstaje Enterprise Investors – stworzony przez Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości zarządzający jego inwestycjami
- 1994** – powstaje fundusz Poland Partners, Renaissance Partners, Pioneer Poland Fund, Poland Investment Fund, Advent Private Equity Fund Central Europe
- 1995** – powstaje m.in. Hals – Fundusz Kapitałowy Polish Private Equity Fund
- 1995** – w ramach programu powszechnej prywatyzacji powstaje 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI)
- 1999** – powstaje fundusz MCI Management

## 1990-2000 – tworzenie rynku

Kluczową rolę w rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego, w pierwszych latach transformacji, miały międzynarodowe instytucje finansowe. Pierwsze fundusze PE/VC w Polsce w większości powstawały w oparciu o środki Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju (EBOiR) i International Finance Corporation (IFC). Miały one przede wszystkim charakter *private equity*. Z kolei środki pochodzące z USA wywodziły się, z powołanego przez Kongres, Polsko-Amerykańskiego Funduszu Przedsiębiorczości. Oprócz transakcji o charakterze restrukturyzacyjnym, inwestował także w projekty na wcześniejszych fazach rozwoju, stając się tym samym pionierem *venture capital* w Polsce. W latach 1992-1993 na rynek zaczęły wchodzić także prywatne organizacje. W tabeli obok wskazano daty powstawania kilku funduszy w tym okresie. Pewną rolę w rozwoju rynku miały także rodzime środki, w szczególności powstałe w ramach programu powszechnej prywatyzacji Narodowe Fundusze Inwestycyjne. Azjatycki kryzys finansowy w 1997 roku oraz kryzys finansowy w Rosji w 1998 roku wpłynęły na ograniczenie zaufania inwestorów zagranicznych do tzw. rynków wschodzących, w tym do Polski. Oznaczało to spadek aktywności funduszy w naszym kraju.

Od strony inwestycji fundusze *private equity* wsparły około kilkudziesięciu spółek nieposiadających kapitału inwestycyjnego<sup>42</sup>. Były to m.in. marki takie jak Sphinx, Radio Zet, Bankier.pl oraz travelplanet.pl. Dzięki temu mogły rozwinąć swoją działalność, a co za tym idzie zwiększyć zatrudnienie.

42 Grzegorzczak E. (2014) „Dokapitalizowanie rynku private equity/venture capital” [w:] Journal of Capital Market and Behavioral Finance, Vol. 1(1), p. 45-63.

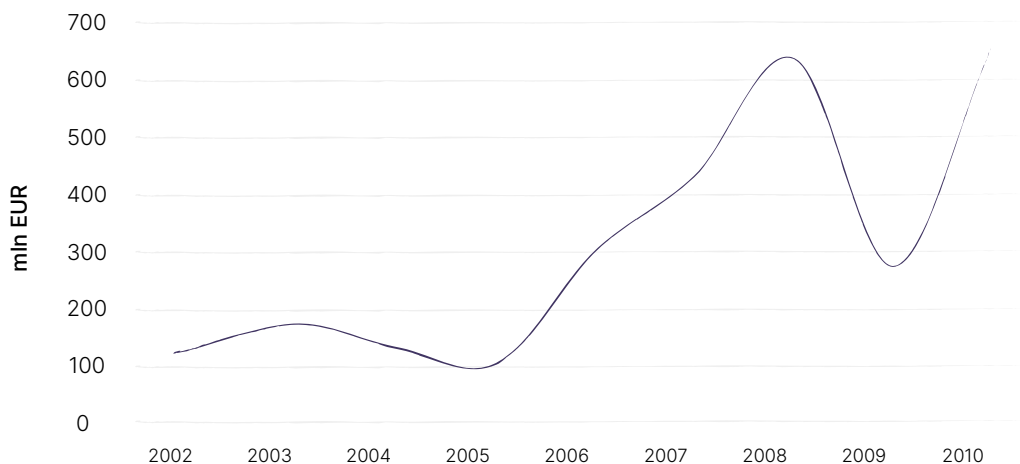


- 2002** – powstaje Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK)
- 2004** – Polska wchodzi do Unii Europejskiej
- 2004** – wchodzi w życie ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
- 2005** – utworzenie Krajowego Funduszu Kapitałowego (KFK)
- 2007** – powstaje rynek New Connect na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
- 2007** – w ramach działania 1.2.3 SPO WKP dokapitalizowano i uruchomiono sześć funduszy VC
- 2007** – powstaje fundusz Pomeranus II stworzony przez Polską Fundację Przedsiębiorczości
- 2008/09** – uruchomienie dwóch programów z Krajowego Funduszu Kapitałowego
- 2009** – powstaje m.in. fundusz MCI.TechVentures
- 2009** – powstaje m.in. SpeedUp Venture Capital Group
- 2011** – uruchomienie programu pilotażowego Bridge Alfa w NCBR
- 2013** – powstaje Expor Venture Fund
- 2016** – powstaje fundusz InnovationNest
- 2014** – uruchomienie 8 programów wsparcia rynku VC w ramach PO IR
- 2015** – powstaje fundacja Start-up Poland
- 2016** – powstaje PFR Ventures
- 2016** – powstaje m.in. fundusz BlackPearls
- 2017** – powstaje m.in. fundusze MarketOne Capital, Fidiasz EVC
- 2019** – powstaje m.in. fundusze LT Capital, SMOK Ventures

## 2001-2010 – początki publicznego wsparcia rynku VC

Na początku wieku w Polsce działało około 30 funduszy, z czego większość opierała się o środki zagraniczne, a inwestycje dokonywane były głównie w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstwa<sup>43</sup>. Rynek także rozwijał się w dużej mierze w obszarze *private equity*. Wejście Polski do UE w 2004 roku było znaczącą cenzurą dla jego rozwoju. Na podstawie danych Invest Europe można zaobserwować zwiększony napływ inwestycji po wejściu Polski do UE, w szczególności po 2005 roku i stopniowy wzrost ich wartości. Fundusze swoje zyski – poprzez tzw. wyjścia – zaczęły osiągać kilka lat później, już w kolejnej dekadzie, po 2012 roku.



**Rysunek 6 Łączne inwestycje funduszy PE i VC w Polsce 2002-2010**


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA/Invest Europe

Rynek *venture capital* rozwijał się wolniej niż rynek *private equity*. Było na nim zdecydowanie mniej transakcji. W 2003 r. łączne inwestycje – w fazie zasiewu i start-up wyniosły 1,7% zainwestowanej kwoty funduszy PE/VC, a w latach 2004 i 2006 w ogóle nie odnotowano inwestycji w tym segmencie rynku<sup>44</sup> (w 2005 roku inwestowano tylko w fazę start-up, ale była ona śladowa – tylko 0,6% kwoty inwestycji w Polsce). Dużą rolę w aktywizacji rynku odegrała skierowana na wsparcie funduszy VC interwencja publiczna. Była ona oparta o środki pochodzące z Funduszy Europejskich, przede wszystkim z Sektorowego Programu Operacyjnego Wspieranie Konkurencyjności Przedsiębiorstw 2004-2006 (SPO WKP) i została

uruchomiona w 2007 roku. Dostępne dane OECD<sup>45</sup> pokazują stosunkowo duże wartości inwestycji *venture capital* w latach 2007 i 2008 oraz późniejszy znaczący spadek związany z globalnym kryzysem finansowym, w tym brak inwestycji na bardzo wczesnym etapie zasiewu (*seed*) w latach 2009 i 2010.

Na początku dekady (2002 rok) zaczęła działać także organizacja branżowa skupiająca inwestorów oraz innych interesariuszy zainteresowanych rozwojem rynku – Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK). Istotnym punktem było także powołanie w 2005 roku Krajowego Funduszu Kapitałowego mającego pełnić rolę funduszu funduszy VC/PE.

44 [https://psik.org.pl/images/aktualnosci---statystyki-rynku/doc\\_evca\\_ceestats.pdf](https://psik.org.pl/images/aktualnosci---statystyki-rynku/doc_evca_ceestats.pdf).

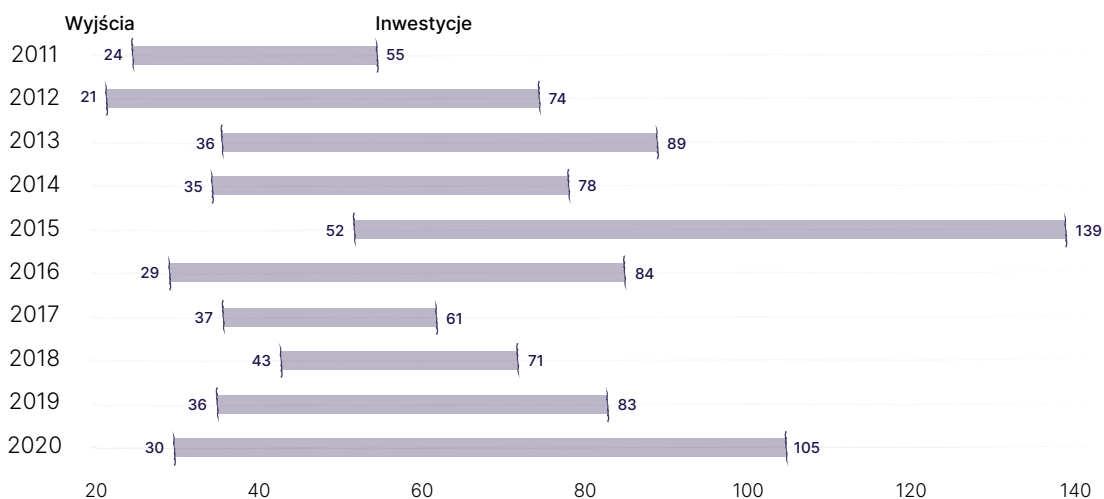
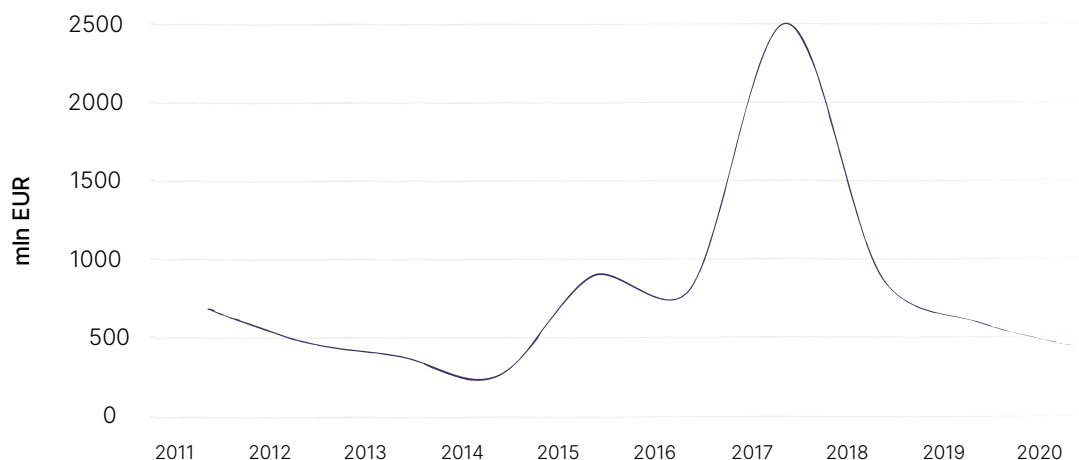
45 OECD database [dostęp październik 2021 r.].

## 2010-2021 – ekspansja na rynku VC. Publiczne wsparcie w obszarze projektów B+R.

Początek kolejnej dekady to wzrost liczby inwestycji funduszy *private equity* i *venture capital* przy jednoczesnym zmniejszeniu ich wartości. Swój szczyt (według danych Invest Europe) inwestycje osiągnęły w 2017 roku,

podczas gdy w największą liczbę spółek zainwestowano dwa lata wcześniej. Warto przy tym zwrócić uwagę na to, że rocznie inwestowano w od kilkudziesięciu do stu kilkudziesięciu spółek. Przy skali polskiej gospodarki z ok. 2,2 mln przedsiębiorstw pokazuje to, że mamy do czynienia ze zjawiskiem rzadkim, elitarnym.

**Rysunek 7 Łączne inwestycje funduszy PE i VC w Polsce oraz liczba spółek, w które zainwestowano (inwestycje) i liczba spółek, w których dokonano dezinvestycji (wyjścia) w latach 2011-2020**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EVCA/Invest Europe





Rynek *venture capital* rozwijał się inaczej, bardziej dynamicznie. Tak, jak pokazano to na rysunku nr 4, po kryzysowym załamaniu się inwestycji VC w późniejszym okresie, stopniowo one wzrastały, z lekką korektą w roku 2018, co najprawdopodobniej było spowodowane mniejszą aktywnością funduszy korzystających ze środków publicznych. Pod koniec dekady, w latach 2019-2020 mamy do czynienia ze znaczną ekspansją inwestycji, a w 2021 roku spółki zebrały więcej kapitału niż łącznie przez dwa wcześniejsze rekordowe pod tym względem lata<sup>46</sup>. Stosunek nakładów na poszczególne fazy inwestycji – od wczesnych do późniejszych – także ulegał zmianom. Zaczęto w dużo większym stopniu finansować wczesne fazy rozwoju, w szczególności fazę start-up (w 2016 roku jej udział wyniósł aż 84% wartości inwestycji *venture*). Może to wiązać się z kontynuacją, a właściwie rozbudową, programów publicznych nakierowanych na wsparcie z tego

obszaru, których szczegółowe omówienie znajduje się w następnej części publikacji. Nie jest to jednak sytuacja zasadniczo odmienna od innych krajów OECD, gdzie często występują podobne proporcje (co ciekawe, na największym rynku, w Stanach Zjednoczonych, udziały poszczególnych faz od kilku lat są mniej więcej stałe – ok. 5% na fazę zasiewu, ok. 30% start-up i ok. 60% na fazy późniejsze). Jest to zgodne z logiką inwestowania – kolejne etapy wymagają większych środków. W 2019 roku na polskim rynku działało ok. 130 funduszy *venture*.

Od strony instytucjonalnej w tej dekadzie najważniejszym wydarzeniem było powołanie Polskiego Funduszu Rozwoju (PFR) i stworzenie Grupy PFR. W jej struktury włączono kilka organizacji, które wcześniej zajmowały się wspieraniem rynku VC (m.in. KFK, PARP, BGK). PFR Ventures, który pełni rolę publicznego inwestora w fundusze *venture capital* i *private equity* (jako tzw. fundusz funduszy).

46 *Transakcje na polskim rynku VC w 2021 roku*, PFR Ventures 2022, <https://pfrventures.pl/dam/jcr:46f11e6f-52b3-4aa9-a392-b44ec9b8027a/Transakcje%20VC%20na%20polskim%20rynku%20w%202021.pdf>.





## ROZDZIAŁ 9

# Jak się wspiera rozwój VC w Polsce?



Rządowa interwencja na rynku *venture capital* rozpoczęła się wraz z korzystaniem przez Polskę z Funduszy Europejskich. W ramach stwarzania dogodnych warunków do prowadzenia i rozwoju działalności gospodarczej uruchomiono program wspierający powstawanie funduszy kapitału zaangażowanego (*seed capital*) z poddziałania 1.2.3. SPO WKP. Uruchomiono go w 2007 roku w Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości i w jego ramach powstało sześć prywatno-publicznych funduszy o łącznej kapitalizacji 135,8 mln zł. Ewaluacja całego programu SPO WKP potwierdziła, że instytucje te wymagały dalszego wzmocnienia, ponieważ pozostają stosunkowo najslabiej rozwinięte spośród innych form ułatwiających przedsiębiorstwom dostęp do finansowania.

W kolejnym okresie finansowania w latach 2007-2013, także został uruchomiony program wspierający fundusze kapitału podwyższonego ryzyka. Było to działanie 3.2 PO IG. W jego ramach Krajowy Fundusz Kapitałowy dofinansował 12 funduszy, które zainwestowały w 158 spółek<sup>47</sup>. Równolegle w tym okresie prowadzone było także wsparcie ze środków krajowych. KFK S.A. w ramach dotacji Ministerstwa Gospodarki w latach 2008-2009, dofinansował dwa fundusze VC,

które dokonały ok. 17 inwestycji. Dodatkowo w ramach Szwajcarsko-Polskiego Programu Współpracy dofinansowano 4 fundusze, które dokonały 33 inwestycji.

Wsparcie na wcześniejszym etapie rozwoju przedsiębiorstwa z kolei zapewniała Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości. W ramach działania 3.1. PO IG wspierała powstawanie inkubatorów inwestycyjnych. Inkubatory te dokonywały identyfikacji i weryfikacji potencjału rynkowego innowacyjnych pomysłów, a także miały możliwość działania jako inwestor kapitałowy wchodzący do nowo utworzonej spółki. W tym okresie był to najważniejszy instrument wspierania wczesnych faz rozwojowych przedsiębiorstw przy wykorzystaniu formy finansowania w postaci wejść kapitałowych. Łącznie powstało 69 inkubatorów, które dokonały inwestycji w 1226 spółek<sup>49</sup>.

W tym samym okresie na polu wsparcia funduszy VC zaczęło także działać Narodowe Centrum Badań i Rozwoju. W latach 2012-2013 uruchomiono ze środków krajowych dwa programy pilotażowe – Bridge Alfa i Bridge VC. Na tle pozostałych wyróżniały się tym, że inwestycje miały zawierać element prac badawczo-rozwojowych.



47 Wpływ realizacji Sektorowego Programu Operacyjnego „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw, Lata 2004-2006” na poziom innowacyjności polskich przedsiębiorstw. Raport końcowy, PAG Uniconsult 2008.

48 Efektywność systemu funduszy *venture capital* wspartych przez KFK S.A. ze środków POIG, 2007-2013. Raport końcowy, PAG Uniconsult, Taylor Economics, Warszawa 2018.

49 „Inkubacja i co dalej” – ewaluacja efektów inicjowania działalności innowacyjnej MSP, przy wsparciu instrumentów III osi priorytetowej POIG, PAG Uniconsult, Taylor Economics, Warszawa 2018



Finansowa- nie (nazwa programu)	Nazwa programu	Fazy				Dodatkowe cechy/warunki inwestycyjne			
		Faza zasiewu	Faza startu	Wcze- sna faza wzrostu	Faza wzrostu	Aniołowie biznesu	Inkubatory	Otwarte innowacje	B+R
SPO WKP 2004-2006	<b>1.2.3. SPO WKP</b>								
POIG 2007-2013	<b>3.1. POIG</b>						✓		
POIG 2007-2013	<b>3.2 POIG</b>								
POIR 2014-2020	<b>Otwarte Innowacje</b>							✓	
POIR 2014-2020	<b>Program Starter</b>								
POIR 2014-2020	<b>BizNest</b>					✓			
POIR 2014-2020	<b>KOFFI</b>								
środki krajowe (pilotaż)/POIR 2014-2020	<b>Bridge Alfa</b>								✓
środki krajowe (pilotaż)/POIR 2014-2020	<b>Bridge VC</b>								✓
środki krajowe	<b>NCBR Investment Fund</b>								✓

W latach 2014-2020 ze środków Funduszy Europejskich kontynuowano interwencję. Odbywało się to w ramach kilku działań.

W działaniu „**Otwarte innowacje** – wspieranie transferu technologii” (działanie 2.2. POIR) jeden z komponentów przewidywał dokapitalizowanie funduszy *venture capital*, selekcyjnych i inwestujących w projekty technologiczne w formule otwartych innowacji. W tym przypadku chodzi o projekty realizowane z wykorzystaniem pozyskanej własności intelektualnej (np. patenty lub prawa autorskie do oprogramowania). Inwestycja dokonywana jest w oparciu o finansowanie zwrotne zapewnione przez PFR Otwarte Innowacje FIZ, Podmiot Zarządzający oraz środki prywatne.

PFR Ventures wdrażało także program „Inwestycje w innowacyjne start-upy – Starter” (3.1.1 POIR). **Program Starter** jest instrumentem kapitałowym, w którym fundusze VC i fundusze załączkowe (seed capital) inwestują w spółki znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju, przede wszystkim przed pierwszą komercyjną sprzedażą. W ramach programu podpisano 13 umów z funduszami VC<sup>50</sup>.

Z kolei specyficzną cechą programu „Inwestycje grupowe aniołów biznesu – **BizNest**” (3.1.2 POIR) było to, że ukierunkowany jest dodatkowo na wzrost zaangażowania inwestycyjnego ze strony środowiska aniołów biznesu. Program udziela finansowania funduszom VC, które inwestują wspólnie z aniołami biznesu (w proporcji 50/50), obejmując w spółkach pakiety mniejszościowe. PFR BizNest zainwestował w 5 funduszy<sup>51</sup>.

Także KOFFI – Konkurencyjny Ogólnopolski Fundusz Funduszy Innowacyjnych (poddziałanie 3.1.4 POIR) zarządzany jest przez PFR Ventures. Fundusz KOFFI finansuje fundusze VC inwestujące w spółki znajdujące się na późniejszych etapach rozwoju: wzrostu, rozwoju lub ekspansji. PFR KOFFI FIZ wspiera sektor małych i średnich przedsiębiorstw

w tworzeniu innowacji nietechnologicznych – głównie organizacyjnych, menedżerskich lub marketingowych<sup>52</sup>.

Tym samym w chwili obecnej z perspektywy działań rządowych rynek VC wspierany jest głównie poprzez Polski Fundusz Rozwoju – PFR Ventures. Jedynym wyjątkiem są dwa specyficznym ukierunkowane programy NCBR, z czego jeden Bridge VC (1.3.2 PO IR) jest także współprowadzony przez PFR. Można tym samym zaobserwować pewną koncentrację wsparcia dla funduszy, które jest udzielane głównie przez wyspecjalizowaną agencję, jaką jest PFR.

Badania ewaluacyjne tych programów, choć nieraz pisane trudnym, hermetycznym językiem, są ciekawym źródłem informacji o efektach tych programów i dotyczą wpływu środków publicznych na rozwój rynku funduszy VC w Polsce. Najważniejszym wnioskiem, jaki z nich płynie jest dalsza potrzeba wsparcia tego obszaru. Wynika to między innymi z umiarkowanego zainteresowania instrumentami dłużnymi (czyli zwrótną formą wsparcia) po stronie potencjalnych odbiorców<sup>53</sup>. Badania pokazywały także problemy z podażą kapitałów prywatnych, czyli z dostępnością środków od prywatnych inwestorów. Oprócz kwestii związanych z samym finansowaniem ciekawych, potencjalnie innowacyjnych pomysłów, może to mieć także wpływ na wzajemne osłabienie komplementarności poszczególnych instrumentów. Także kwestia istniejącej luki finansowej – braku środków na rynku na określony rodzaj inwestycji – nadal istnieje. Finansowanie przedsięwzięć we wczesnych fazach rozwoju (w tym także przez NCBR) spowodowało przesunięcie zapotrzebowania na środki w kierunku przedsiębiorstw poszukujących kapitału na produkcję i rozwój sprzedaży, a znajdujących się nadal przed pierwszą komercyjną sprzedażą. Dotyczy to inwestycji w kwotach pomiędzy 4 a 10 mln złotych<sup>54</sup>. Niemniej kwestia dostępu do kapitału dla młodych innowacyjnych przedsiębiorstw, w tym finansowania prac B+R, nadal pozostaje aktualna.

50 <https://pfrventures.pl/dla-funduszy/PFR-Starter.html> [dostęp 12.12.2021].

51 <https://pfrventures.pl/dla-funduszy/PFR-Biznest.html> [dostęp 12.12.2021].

52 <https://www.pfrtfi.pl/fundusze-inwestycyjne/fundusze-inwestycyjne-zamkniete/fundusz-KOFFI?code=KOFFI>

53 Ewaluacja efektów wdrażania zwrótnych instrumentów finansowych realizowanych w ramach RPO WM 2014-2020 wraz z analizą ex ante dla perspektywy finansowej 2021-2027. Raport końcowy, PAG Uniconsult, imapp consulting, Warszawa 2020.

54 Ewaluacja systemu realizacji instrumentów finansowych w ramach POIR, Taylor Economics, PAG Uniconsult, Warszawa 2019.





## ROZDZIAŁ 10

# Dlaczego i jak NCBR wspiera fundusze VC?



Jako agencja rządowa finansująca B+R i realizująca zadania z zakresu polityki naukowej państwa Narodowe Centrum Badań i Rozwoju działa na specyficznym przecięciu trzech wcześniej wskazanych środowisk: nauki, biznesu i administracji. Za pośrednictwem grantów finansuje badania stosowane przede wszystkim w jednostkach naukowych oraz przedsiębiorstwach. Fundusze VC stanowią istotne uzupełnienie tego systemu. Sprzyjają realizacji jednego z ustawowych zadań NCBR jakim jest wspieranie komercjalizacji wyników badań naukowych lub prac rozwojowych oraz innych form ich transferu do gospodarki. Inaczej rzecz ujmując, oznacza to, że środki *venture capital* ułatwiają przełożenie wyników badań powstałych w jednostkach naukowych (i nie tylko) na produkt, konkretne rozwiązanie. System domyka uruchomione w 2022 roku przedsięwzięcie „Akces NCBR”, którego celem jest pomoc naukowcom w komercjalizacji wypracowanych przez nich rozwiązań poprzez tzw. mentoring (doradztwo w prowadzeniu projektu lub firmy) i akcelerację (w tym dostarczenie finansowania na przyspieszenie wzrostu). Takie podejście wpisuje się także w wizję NCBR jako kluczowego ośrodka wspierania i tworzenia innowacyjnych rozwiązań technologicznych i społecznych.

Specyfika działalności powoduje, że programy NCBR nakierowane na ten obszar różnią się od wcześniej wymienionych innych programów skierowanych do funduszy VC. Wyróżnikiem tym jest przede wszystkim to, że projekty, w które fundusze mogą

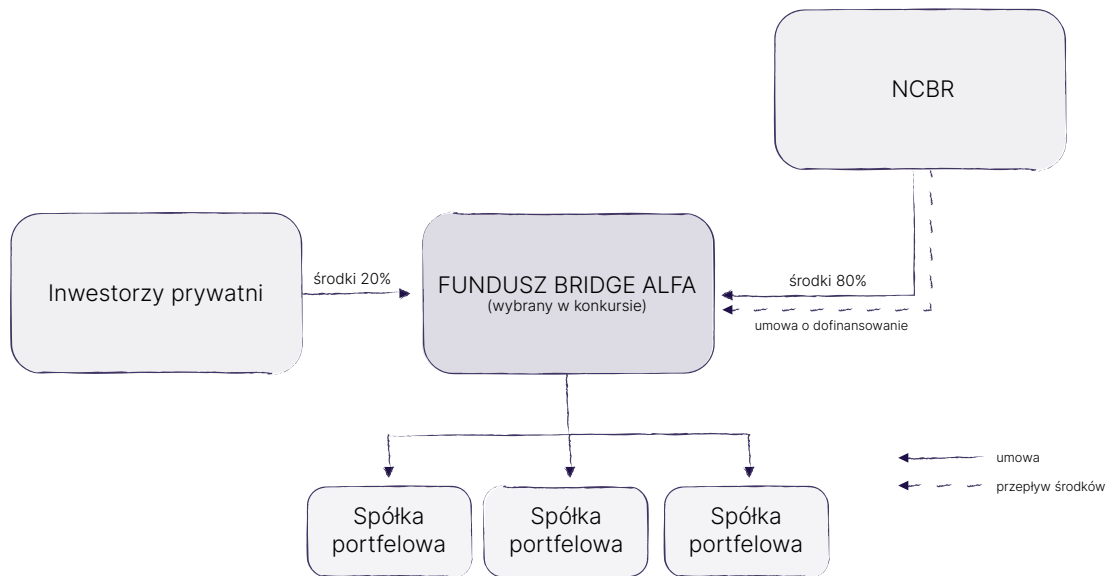
inwestować, powinny zawierać w sobie tzw. polski pierwiastek i powinny realizować prace badawczo-rozwojowe. Co to oznacza w przełożeniu na praktykę? Fundusze nie inwestują w projekty, które są oparte tylko i wyłącznie na pomysły na biznes, ale takie, które są oparte na badaniach naukowych, albo zawierają komponent prac badawczo-rozwojowych. Oznacza to, że mogą być oryginalne, nowatorskie, ale zarazem bardziej ryzykowne z punktu widzenia inwestora.

Głównymi programami/przedsięwzięciami NCBR nakierowanymi na ten obszar są dwa flagowe programy Bridge Alfa i Bridge VC oraz powstały w 2020 roku NCBR Investment Fund.

## Bridge Alfa

Pierwsze programy Centrum wykorzystujące instrumenty finansowe miały charakter pilotażowy. Pilotaż programu Bridge Alfa został uruchomiony w 2013 roku. Testowano w nim rozwiązania, które potem zastosowano w jego kontynuacji, programie o tej samej nazwie, finansowanym z Funduszy Europejskich w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka (PO IG). W jego ramach uruchomiono 10 funduszy Bridge Alfa (tzw. Alf), które zrealizowały łącznie 46 inwestycji. W następnych latach program kontynuowano ze środków POIR (poddziałanie 1.3.1). Tam z kolei w dwóch konkursach, które odbyły się w 2016 i 2017 roku podpisano łącznie 66 umów z Alfami.

**Rysunek 8 Schemat działania Bridge Alfa**



Źródło: opracowanie własne.

Program posiada mieszany charakter, finansowanie ze środków publicznych ma charakter dotacyjny, a ze środków prywatnych charakter kapitałowy. Odzwierciedla to proporcja finansowania funduszy: 80% po stronie NCBR i 20% po stronie inwestorów prywatnych. Tym samym kapitał publiczny zredukował ryzyko po stronie funduszy związane z inwestowaniem w projekty B+R. Jest ono stosunkowo wysokie ze względu na to, że inwestują one w bardzo wczesne fazy rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw, tzw. fazę zasiewu, *seed*. Elementem zachęcającym do udziału w programie jest udział w zyskach po stronie inwestorów prywatnych, który wynosi 100%. Limit inwestycyjny, który początkowo został określony na 3 mln zł, poprzez wejście regulacji europejskiej znanej jako „rozporządzenie Omnibus”, został obniżony do 1 mln zł.



## Podstawowe założenia programu Bridge Alfa

<b>Cel główny:</b>	Wzrost innowacyjności polskiej gospodarki
<b>Cel szczegółowy:</b>	Zapewnienie finansowania dla innowacyjnych mikro i małych przedsiębiorstw przez Fundusze Bridge Alfa
<b>Faza inwestycyjna</b>	Zasiewu
<b>Cechy projektu, w który powinien inwestować dofinansowany fundusz:</b>	Projekt B+R (zespół zorganizowanych działań o charakterze naukowo-badawczym lub badawczo-rozwojowym) Polski pierwiastek (podmiot powinien mieć siedzibę na terytorium Polski) Przeprowadzenie fazy proof of principle i fazy proof of concept
<b>Maksymalny limit inwestycyjny w jeden projekt:</b>	1 mln zł (3 mln w szczególnych przypadkach) Horyzont inwestycyjny: 5 lat
<b>Finansowanie:</b>	80% NCBR, 20% inwestorzy prywatni
<b>Udział w zyskach:</b>	100% inwestorzy prywatni
<b>Rola instytucji publicznej:</b>	NCBR posiada głos w Komitecie Inwestycyjnym

## Bridge VC

Pilotaż programu został uruchomiony w 2012 roku. Program został zaprojektowany z myślą o przezwyciężaniu bariery kapitałowej w procesach komercjalizacji wyników prac B+R – jako pierwszy tego typu instrument w Polsce. Założeniem Centrum było przyciągnięcie kapitału prywatnego oraz zagranicznych menadżerów venture capital w celu utworzenia funduszy inwestycyjnych wspartych środkami publicznymi. Głównym zadaniem funduszy miało być wsparcie komercjalizacji prac badawczych oraz zwiększenie inwestycji prywatnych w działalność B+R w Polsce. Efektem przedsięwzięcia miało być także

zdobycie kompetencji umożliwiających tworzenie w przyszłości przez NCBR kolejnych instrumentów o charakterze zwrotnym oraz zwiększenie w instytucjach badawczych wiedzy i doświadczenia w zakresie korzystania z komercyjnych źródeł finansowania prac B+R. W 2014 roku w wyniku zrealizowanego konkursu wybrano dwa fundusze, których celem były inwestycje w wysokotechnologiczne projekty w różnych fazach rozwoju.

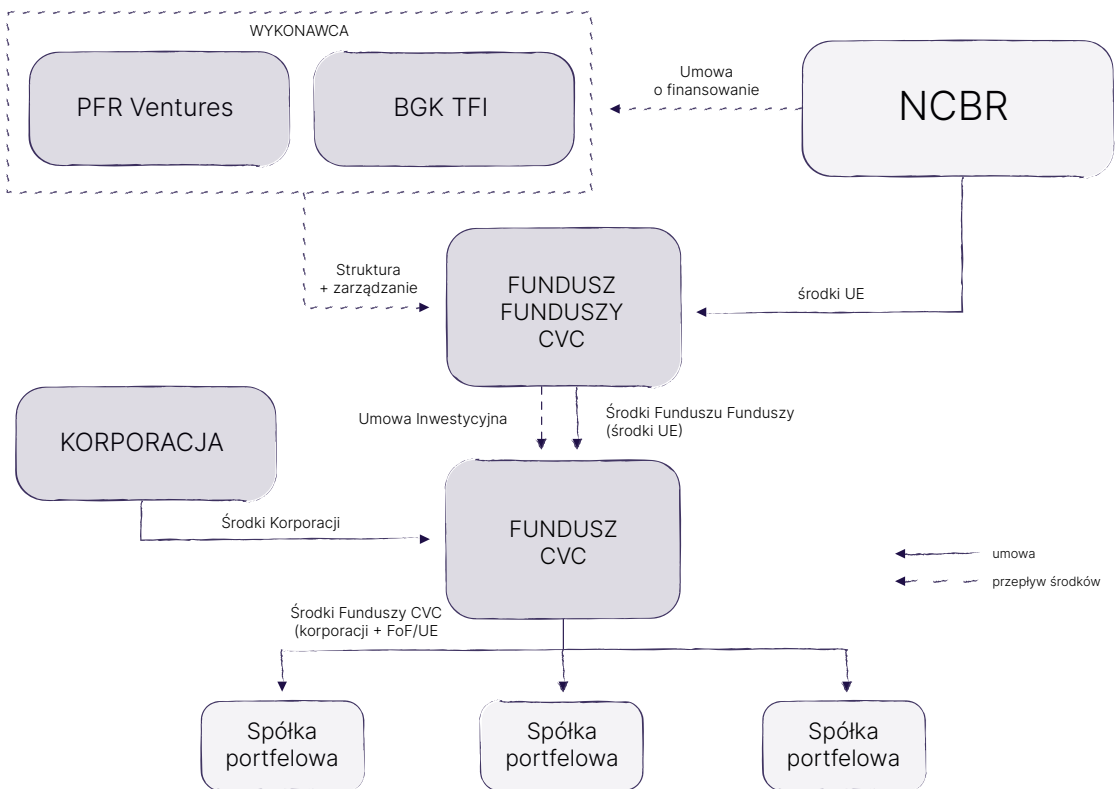
Podobnie jak w przypadku Bridge Alfa przedsięwzięcie było kontynuowane przy wsparciu środków europejskich (POIR 1.3.2). Jego wdrożenie zostało powierzone funduszowi funduszy PFR NCBR CVC



zarządzanemu przez PFR. Dokonuje on inwestycji w fundusze VC, które są wybierane w procedurze otwartego, konkurencyjnego naboru. Fundusze te, zostały zobowiązane do inwestowania w projekty zawierające wspomniany polski pierwiastek. Mogą one inwestować w przedsiębiorstwa działające nie dłużej niż 7 lat, a tylko w niektórych

przypadkach w przedsiębiorstwa starsze. Kwotowy limit dla pojedynczej inwestycji ustalono na poziomie 15 mln EUR. Proporcje finansowania i udziału w zyskach są na takim samym poziomie (50% inwestorzy prywatni, 50% NCBR). Inwestorami mogą być także korporacje, co nadaje instrumentowi charakteru *corporate venture capital* (CVC).

**Rysunek 9 Schemat działania Funduszu Funduszy NCBR CVC**



Źródło: NCBR.

Oprócz odmiennej konstrukcji, największą różnicą pomiędzy funduszem Bridge Alfa a Bridge VC jest etap, w którym dokonują one inwestycji w przedsiębiorstwo. Fundu-

sze w tym programie powinny inwestować w projekty na wyższych stopniach zaawansowania i tym samym wymagające większych środków.

## Podstawowe założenia programu Bridge VC

<b>Cel główny:</b>	Wzrost innowacyjności polskiej gospodarki (Cel)
<b>Cel szczegółowy:</b>	Zapewnienie efektywnego finansowania działalności B+R innowacyjnych MŚP poprzez działania funduszy typu CVC i VC, które wspólnie angażują środki w wsparcie przedsiębiorstw realizujących projekty B+R
<b>Faza inwestycyjna</b>	Start-up, wzrostu (dopuszczone także finansowanie fazy zasiewu w określonych przypadkach)
<b>Cechy projektu, w który powinien inwestować dofinansowany fundusz:</b>	Przedsiębiorstwa działające nie dłużej niż 7 lat lub nie prowadzące działalności na danym rynku Polski pierwiastek (podmiot powinien mieć siedzibę na terytorium Polski oraz prowadzić na jej terenie prace B+R, komitet inwestycyjny może zezwolić na udział)
<b>Maksymalny limit inwestycyjny w jeden projekt:</b>	nie więcej niż 20% deklarowanej kapitalizacji funduszu Horyzont inwestycyjny: 10 + 2 lata (5 lat inwestycje; 5 lat wychodzenie z inwestycji)
<b>Finansowanie:</b>	50% NCBR, 50% inwestorzy prywatni
<b>Udział w zyskach:</b>	50% NCBR, 50% inwestorzy prywatni
<b>Rola instytucji publicznej:</b>	NCBR w Komitecie Inwestycyjnym zasiada jako obserwator z prawem weta

## NCBR Investment Fund

NCBR Investment Fund ASI S.A. (NIF) jest koinwestycyjnym Funduszem VC, należącym do NCBR. Specjalizuje się w inwestycjach w małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) będących w fazie wzrostu lub ekspansji, komercjalizujących wyniki prac badawczo-rozwojowych (B+R).

NIF zamierza przeznaczyć, w latach 2020-2026, łącznie 700 mln złotych na koinwestycje, czyli wspólne inwestycje z Funduszami Partnerskimi. Będą one dokonywane przez każdą ze stron, w ramach jednej lub kilku rund finansowania, przy czym co najmniej

50% inwestycji będzie pochodzić od jednego lub wielu koinwestorów, a jednocześnie co najmniej 30% wartości łącznej inwestycji w danej rundzie będzie pochodzić od inwestorów prywatnych. Inwestycja w przedsięwzięcie odbywa się na wyższych etapach zaawansowania, stąd też zakładana wysokość inwestycji wynosi od ok. 3 mln zł do ok. 64 mln zł.

NIF będzie dokonywać inwestycji w przedsiębiorstwa, tzw. spółki portfelowe, czyli takie, które znajdują się w jego portfelu inwestycji. Zostaną one wyselekcjonowane i zaproponowane przez uprzednio zweryfikowane fundusze partnerskie. Spółki portfelowe



mogą też samodzielnie się zgłaszać do NIF. Mogą zostać pozytywnie ocenione przez NIF, pod warunkiem ich weryfikacji i późniejszego udziału w inwestycji co najmniej jednego funduszu partnerskiego. Podobnie jak w przypadku innych instrumentów NCBR spółka powinna komercjalizować projekt B+R+I oraz posiadać tzw. polski pierwiastek.

Od 2020 roku NIF prowadzi ciągły i otwarty nabór funduszy partnerskich, z którymi będzie wspólnie inwestował w spółki portfelowe przy zachowaniu równości warunków, tzw. klauzuli pari-passu, która zobowiązuje do równego traktowania wierzycieli.

## Podstawowe założenia działalności NCBR Investment Fund

<b>Cel główny:</b>	Wsparcie rozwoju rynku venture capital w Polsce
<b>Faza inwestycyjna</b>	Wzrostu, ekspansji
<b>Cechy spółki portfelowej:</b>	<p>Wychodzi z etapu seed (załączkowego) i start-up, czyli będącym w fazach expansion (ekspansji) oraz growth (wzrostu)</p> <p>Będzie komercjalizować projekt B+R+I</p> <p>Małe lub średnie przedsiębiorstwo (MŚP)</p> <p>Funkcjonuje na dowolnym rynku nie dłużej niż 7 lat od pierwszej komercyjnej sprzedaży,</p> <p>Siedziba w Polsce lub innym kraju OECD</p> <p>Polski pierwiastek, rozumiany jako posiadanie przez spółkę portfelową przedsiębiorstwa i prowadzeniu przez nią działalności na terytorium Polski</p> <p>Zbadana pod względem perspektyw biznesowych i ryzyka inwestycyjnego i zaakceptowana przez Fundusz Partnerski</p>
<b>Limit inwestycyjny w jeden projekt:</b>	Od 3 do 64 mln zł
<b>Finansowanie:</b>	50% NIF, 50% Fundusz VC (przy czym co najmniej 30% środków musi być od inwestorów prywatnych)



## ROZDZIAŁ 11

# Jakie wnioski płyną z realizacji wsparcia NCBR?

NCBR posiada dziesięcioletnie doświadczenie we wdrażaniu programów skierowanych na rynek VC. Programy typu Bridge odbiegają swoją konstrukcją od pozostałych form finansowania oferowanych przez Centrum, które mają przede wszystkim charakter grantów na projekty B+R. Stąd też doświadczenia w realizacji tych programów są w skali Centrum unikalne. Dotyczy to zarówno pojawiających się w trakcie realizacji nieprzewidywanych kwestii wymuszających elastyczne działania, jak i wniosków na przyszłość.<sup>55</sup>

Jednym z ważniejszych zidentyfikowanych problemów okazała się **niska podaż kapitału krajowego**. Oznacza to, że wstępowały trudności z pozyskiwaniem – będących uzupełnieniem publicznych – środków finansowych, zarówno od indywidualnych, jak i instytucjonalnych podmiotów, a także na dalsze rundy inwestycyjne. Sytuacja ta miała miejsce przed 2020 rokiem, czyli jak to było pokazane wcześniej, jeszcze przed „boomem” na rynku VC. Jako rozwiązanie tego problemu sugerowano wówczas wprowadzenie w przyszłych działaniach **modelu koinwestycyjnego**. Polegałby on na tym, że kapitał prywatny byłby dołączany nie w całości na początku inwestycji, tylko stopniowo w miarę jej realizacji. To oznaczałoby to większą elastyczność w pozyskiwaniu środków prywatnych.

Jednym z ograniczeń była także **kwestia limitu inwestycyjnego**, czyli maksymalnej ilości środków, jakie można zainwestować w projekt, w instrumentach NCBR. Dotyczyło to zwłaszcza programu Bridge Alfa. Tam jedną z najistotniejszych zmian w trakcie trwania programu było obniżenie wspomnianego limitu inwestycyjnego z 3 mln zł do 1 mln zł. Zmiana ta miała przyczyny zewnętrzne (o czym za chwilę będzie szerzej) i niósł za sobą różne konsekwencje. Jedną z najważniejszych było powstanie **luki kapitałowej**. Oznacza ona brak dostępu do środków w odpowiedniej wysokości

na finansowanie projektów badawczo-rozwojowych. Jej wielkość została oszacowana na 1-7 mln zł. Dlaczego to jest takie istotne? Ponieważ kwoty potrzebne na finansowanie badań w takich branżach, jak np. medycyna lub farmaceutyka są dużo większe niż w przedsiębiorstwach informatycznych. Oznacza to, że przedsiębiorstwa realizujące bardziej kapitałochłonne, czyli wymagające większej ilości środków, trudniejsze projekty, mogły mieć problem ze znalezieniem środków na sfinansowanie dalszych prac.

Zwracano także uwagę na to, że działania zawierające komponent B+R powinny umożliwić zrealizowanie kilku faz rozwoju spółki. W przypadku wczesnych faz, jako adekwatny określono limit w wysokości 15 mln zł (Bridge VC). Taki instrument powinien zapewnić możliwość realizacji kilku faz rozwoju projektu od pre-inkubacji poprzez inkubację do post-inkubacji. Umożliwia to funduszowi komfort ciągłego rozwijania projektu o charakterze B+R. W takiej sytuacji zarówno spółka, jak i fundusz w czasie rozwijania projektu nie muszą martwić się o zapewnienie bieżącego finansowania.

Fundusze Venture Capital są nie tylko dostarczycielami kapitału, ale także i wiedzy. Wiedza ta, to przede wszystkim umiejętności zarządcze, znajomość branży oraz kontakty, które umożliwiają zwiększenie skali przedsięwzięcia lub danego rozwiązania oraz ekspansję na rynki zagraniczne. W przypadku projektów wysokotechnologicznych, ukierunkowanych na ekspansję na rynku międzynarodowym, należy uruchamiać fundusze w formule kooperacyjnej, składającej się z partnera krajowego i **partnera z doświadczeniem inwestycyjnym na globalnym rynku VC**. Mechanizm ten wykorzystywany jest w programie Bridge VC. Także w badaniach spółki portfelowe wskazywały na potrzebę dostępu do wspomnianej wiedzy (*know-how*) i kontaktów.

55 Wnioski i rekomendacje zawarte w tej części pochodzą z badań ewaluacyjnych programów Bridge, prowadzonych na zlecenie NCBR przez firmę Taylor Economics, i sporządzonej na ich podstawie metaewaluacji.



Kolejnym wnioskiem płynącym z realizacji programów jest ten, że interwencja publiczna na rynku VC powinna mieć charakter sprecyzowany i dotyczyć **konkretnej branży**. Branża ta powinna być istotna dla rozwoju gospodarki, perspektywiczna w zakresie przyszłych kierunków rozwoju lub charakteryzować się słabym dostępem do kapitału. Także preferowane powinny być fundusze o **jednorodnym profilu inwestycyjnym**. Oznacza to, że fundusz taki powinien inwestować w projekty z jednej branży. Taki model na rynku oczywiście funkcjonuje. Przykładowo: fundusze, które nazywa się FinTechami, inwestują w rozwiązania technologiczne z zakresu finansów, bankowości, a np. fundusze nazywane MedTechami w projekty medyczne lub okołomedyczne.

Dla realizacji programów korzystne jest, gdy specjalizacja sektorowa funduszu pasuje do doświadczenia inwestycyjnego zespołu menedżerskiego. W składanych wnioskach z BRIDGE Alfa (1.3.1. POIR) w wielu z nich występowało duże rozproszenie strategii branżowej i pojawiał się problem spójności tej strategii z doświadczeniem zespołów. Oznacza to, że na etapie selekcji funduszy należy przykładać duże znaczenie do doświadczeń inwestycyjnych zespołów (liczby wcześniej zrealizowanych inwestycji) w sektorze zgodnym z profilem inwestycyjnym oraz wymagać przedstawienia listy potencjalnych celów inwestycyjnych (czyli w co fundusz zamierza inwestować). Generalnie można stwierdzić, że **specjalizacja sprzyja sukcesowi** albo, ujmując rzecz inaczej, skuteczności działania.

Warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną rzecz związaną z profilem funduszu. Ponieważ klasyfikacje branżowe (np. MedTech, BioTech, FinTech) nie są nigdzie usankcjonowane, sektor publiczny nie powinien w programach wsparcia definiować funduszy poprzez klasyfikacje formalne. Dotyczy to zwłaszcza Krajowych Inteligentnych Specjalizacji, czyli

wykorzystywanego przez administrację podziału na obszary tematyczne o najwyższym potencjale naukowym i gospodarczym. W razie konieczności można natomiast wskazywać, z której inteligentnej specjalizacji pochodzą wybrane branże.

Programy Bridge Alfa i Bridge VC różnią się od siebie także sposobem, w jakim podejmowane są decyzje inwestycyjne. W pewnym uproszczeniu można powiedzieć, że w programie Bridge Alfa, NCBR jako inwestor miało większy wpływ na podejmowanie decyzji inwestycyjnych, niż w programie Bridge VC. W Komitecie Inwestycyjnym tego programu dopuszczalne jest stosowanie weta przez obserwatorów instytucji publicznej. Zdaniem badających programy taka konstrukcja była poprawna. Powinna ona bowiem uwzględniać fakt, że instytucja publiczna pełni rolę inwestora i, zgodnie z międzynarodowymi standardami, nie powinna mieć wpływu na podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Należy zadbać o rozdzielenie roli zarządzających od inwestorów m.in. poprzez podział kompetencji i konstrukcję komitetu inwestycyjnego, aby prawa instytucji publicznej i inwestorów prywatnych były zbliżone.

Funkcjonowanie komitetów inwestycyjnych w programie Bridge Alfa było jednym z obszarów, w którym postulowane były zmiany usprawniające ich funkcjonowanie. Dotyczyły one procedur i praktyk postępowania oraz miały przyspieszyć proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Propozycje te były pokłosiem przyjętego mechanizmu i założeń programu. W szczególności dotyczyły to obecności komponentu B+R w projekcie. Zapis ten m.in. sprawiał, że niezbędna była weryfikacja czy dany projekt spełnia kryteria prac B+R zdefiniowanych w podręczniku Frascati. Jest to publikacja OECD, która zawiera międzynarodowe wytyczne dla statystyki publicznej (i nie tylko!), jak ujmować B+R i jakie działania można do B+R zaliczyć.

W trakcie realizacji programów zaobserwowano systemowy problem związany z **niską podażą projektów pochodzących z jednostek naukowych**, czyli małą liczbą pomysłów, projektów, w które mógłby zainwestować fundusz VC. Można wskazać, wiele przyczyn tego stanu. W badaniach programu, jako kluczowy element wskazywano małą wydajność i efektywność podmiotów wspierających aktywność komercjalizacyjną w jednostkach naukowych. Są to takie podmioty, jak spółki celowe – powoływane do komercjalizacji wyników badań podmioty przy jednostkach naukowych, czy Centra Transferu Technologii. Stąd też jako jedno z działań wzmacniających sprawne funkcjonowanie systemu funduszy rekomendowano uruchomienie programów, które skierowane byłyby do tego typu jednostek. Dokładnie ten sam problem, ale z drugiej strony, zaobserwowano w programie adresowanym do młodych naukowców – LIDERze. Beneficjenci tego programu często nie wiedzieli, jakie kroki mają podjąć, gdzie ubiegać się o kolejne wsparcie, by rozwijać efekty prac lub pozyskać inwestora. Tam z kolei proponowano, by w ramach działań mentoringowych i coachingowych łączyć ich z funduszami Bridge Alfa. Wspominany „Akcelerator NCBR”, który został uruchomiony w 2022 roku stanowi alternatywne, ale zbliżone podejście. Może ono przyczynić się do zwiększenia liczby projektów naukowych, które okażą się na tyle perspektywiczne, że zostaną wsparte kapitałem VC.

Innym wskazywanym rozwiązaniem były działania promocyjne oraz wspierające współpracę potencjalnych pomysłodawców z funduszami. Ich celem powinna być integracja środowisk w celu lepszego przepływu informacji o możliwościach inwestycyjnych. Stąd też proponowane rozwiązania obejmowały m.in. spotkania pomysłodawców i funduszy w formule Business Mixer (forma szybkiej wymiany pomysłów i poznawania się) oraz spotkania informacyjne, na których będzie prezentowana oferta jednostek

naukowych i możliwości funduszy. Jeszcze innym postulatem było powołanie osoby odpowiedzialnej za realizację komunikacji między instytucją publiczną a interesariuszami programów. Osobną kategorią propozycji były działania promocyjne skierowane w stronę funduszy finansujących kolejne rundy inwestycyjne oraz promocja oferty funduszy BRIDGE Alfa, spółek portfelowych, w które już zainwestowano. Są to oczywiście tylko pewne przykłady różnego typu działań, które mogą być podjęte w tym obszarze. Warto też zaznaczyć, że znaczenie łączenia ze sobą środowisk oraz działań informacyjnych nakierowanych na to, było także podkreślane w innych badaniach, które poruszały kwestie komercjalizacji badań naukowych.

Skuteczność działalności funduszy nie jest uzależniona tylko od tego jak są skonstruowane, jakie są warunki i założenia publicznych programów. W programach, w których występują interakcje między różnymi środowiskami szczególnie istotna jest budowa zaufania między ludźmi oraz sieci kontaktów. Stąd też **łączenie ze sobą ludzi i środowisk** jest równie ważne, jeśli nawet nie ważniejsze, od promocji wiedzy i dobrych praktyk. **Budowanie kapitału społecznego<sup>56</sup> jest jednym z warunków skuteczności obecnych i przyszłych interwencji.** Jest to trudne, ale wspomaganie łączenia interesariuszy może być jednym z kroków do tego celu.

W trakcie realizacji programu BRIDGE Alfa zaszyły co najmniej dwie istotne zmiany przepisów prawnych, które miały wpływ na jego realizację. Pierwszą z nich było wprowadzenie wymogów regulacyjnych dla tzw. Alternatywnych Spółek Inwestycyjnych (ASI) oraz podmiotów zarządzających nimi. Wprowadzenie tej zmiany wiązało się z długotrwałymi procedurami związanymi z wpisaniem funduszy do rejestrów Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). To z kolei mogło mieć wpływ na opóźnienia w realizacjach inwestycji przez fundusze. Druga zmiana

56 Na potrzeby niniejszego tekstu kapitał społeczny należy rozumieć, zgodnie z definicją Banku Światowego, jako „instytucje, związki, postawy i wartości, które kierują relacjami między ludźmi i przyczyniają się do wzrostu ekonomicznego i społecznego”, choć oczywiście stosowane są także i inne definicje, por. K. Sierocińska *Kapitał społeczny. Definiowanie, pomiar i typy*, Studia Ekonomiczne nr 1/2011, s.69-86.

w większym stopniu wpłynęła na funkcjonowanie programu Bridge Alfa. W 2018 roku weszło w życie rozporządzenie Komisji Europejskiej „Omnibus” przez co ograniczono limit inwestycyjny w programie Bridge Alfa z 3 do 1 mln zł. Tymczasem potrzeby spółek poszukających kapitału były znacznie większe – w jednym z wcześniejszych badań sugerowano Centrum podniesienie limitu inwestycyjnego do 5 mln zł. Zmiana ta miała przełożenie na strategię inwestycyjne funduszy. Jednocześnie skomplikowała ona realizację działania. Wspominanych wydarzeń nie dało się przewidzieć, stąd też w planowaniu konieczna jest **elastyczność w dostosowywaniu się do zmian w otoczeniu społeczno-gospodarczym oraz świadomość ryzyka, jakie wiąże się z niepewnością regulacyjną.**

Na rynku, przed uruchomieniem interwencji, była ograniczona liczba zespołów menedżerskich posiadających doświadczenie w inwestowaniu w obszarze B+R. Realizacja uruchomionych w latach 2012-13 programów pilotażowych Bridge VC i Bridge Alfa

podniosła liczbę doświadczonych zespołów menedżerskich. Uwidoczniło się to zwłaszcza w drugim konkursie w programie Bridge Alfa, w którym finansowano największą do tej pory liczbę 44 funduszy (podczas gdy w pierwszym konkursie było ich 22, a w pilotażu programu 10). Zaobserwowano również, że w wielu zespołach kluczowy personel nie posiadał adekwatnych, wcześniejszych doświadczeń. **Waga doświadczenia i umiejętności działania na rynku** potwierdziła się zarówno w przypadku Alf, jak i funduszy Bridge VC. W pierwszym duże znaczenie miało doświadczenie i wypracowane kontakty z uczelniami. W przypadku Bridge VC kluczowe były doświadczenia i kontakty partnerów zagranicznych funduszy, umożliwiające skalowalność rozwiązań i ekspansję na rynki zagraniczne. Od strony organizacji konkursu doświadczenia pokazują, że **przyjęcie odpowiednich kryteriów odnoszących się do doświadczenia i umiejętności działania** na rynku ma duże znaczenie dla oceny zespołu. Jest to element, do którego należy przykładać dużą wagę w tego typu interwencjach.





Jedną z częściej pojawiających się rekomendacji z badań programów Bridge była kwestia upowszechniania wiedzy. Wskazywano, że ze względu na stopień złożoności zagadnień niezbędną jest **promocja wiedzy, dobrych praktyk i rozwiązań ułatwiających realizację inwestycji**. Centrum odpowiada na to wyzwanie, zamieszczając na swojej stronie różnego typu informacje. Jeśli chodzi o samą działalność funduszy to można korzystać ze sporządzonej w 2018 roku listy trzynastu dobrych praktyk ([Dobre praktyki Funduszy Bridge Alfa](#)) oraz publikacji poświęconej zagadnieniom prawnym funkcjonowania funduszu ([Fundusze VC – Bridge Alfa. Zagadnienia merytoryczne i prawne](#)). Niemniej w badaniach wskazywano także i inne materiały, które mogą być przydatne i których brakuje. Był to poradnik prawny dla pomysłodawców, procedury normalizujące w sytuacjach nietypowych, czy interpretacja poszczególnych zapisów umów lub regulaminów, także związanych z nietypowymi sytuacjami. Poza samym NCBR jest sporo miejsc, w których można skorzystać z wartościowych opracowań. Są to np. standardy wypracowane przez Invest Europe (Professional Standards Handbook), a także materiały zamieszczone na stronie PSIK, np.: zasady sprawozdawczości. Z kolei aktualnych informacji o sytuacji rynku dostarcza PFR Ventures. Informacje o nim można znaleźć także na stronie fundacji Startup Poland.

Realizacja programów finansowanych ze środków publicznych wiąże się z nadzorem, oceną oraz monitorowaniem przebiegu inwestycji. Nie ma jednego przyjętego modelu w jaki sposób powinno się to odbywać. Na pewno można korzystać z systemu wskaźników projektowych. W pilotażu programu Bridge VC wskazywano, że umowy inwestycyjne z funduszami powinny zawierać wskaźniki rezultatu umożliwiające ocenę postępu realizacji inwestycji. Jeżeli nadzór prowadzony jest w formule biznesowej, np. z wykorzystaniem tzw. kluczowych wskaźników efektywności (KPI – Key Performance

Indicators), warto by zawierały one informacje na temat stanu zaawansowania prac i inwestycji w danym instrumencie.

Dużym ułatwieniem przy monitorowaniu znacznej liczby inwestycji jest **standaryzacja zbieranych danych oraz wykorzystanie narzędzi cyfrowych do monitorowania działalności funduszu**. W ramach badań wypracowano taki standard wykorzystujący rekomendacje międzynarodowych instytucji związanych z rynkiem VC m.in. Invest Europe i EFI<sup>57</sup>. Dane obejmują min. postęp realizacji funduszu, wskaźniki związane z sytuacją jego portfela inwestycyjnego, a także informacje o spółce portfelowej: wskaźniki finansowe, wycena, opisy postępu realizacji projektu, ryzyka oraz zmiany zachodzące w spółce. Celem tych działań jest m.in. umożliwienie bieżącego monitorowania inwestycji, możliwość szybkiego generowania zestawień zbiorczych, a także usprawnienie procesu zbierania danych na potrzeby oceny danego programu. Przy dużej liczbie inwestycji **brak automatyzacji może powodować, że pozyskiwanie danych może wymagać znacznego nakładu pracy i czasu**. Kwestie te warto doskonalić w trakcie trwania programu, a najlepiej odpowiednie standardy wypracować wcześniej. Z drugiej strony fundusze korzystające ze środków publicznych też powinny mieć świadomość wagi spoczywających na nich obowiązków informacyjnych.

Powyższe wnioski dotyczą przede wszystkim kwestii systemowych oraz organizacji programów. Natomiast szerzej o wpływie programów NCBR na sam rynek venture w Polsce można przeczytać w innej publikacji z cyklu „Krajobraz Innowacji” zatytułowanej „Pomoc Publiczna. Efekty wdrażania Programu Pomocowego w latach 2014-2019” wydanej w 2021 roku. Czytając ją warto jeszcze mieć w pamięci jedną informację, która nie była dostępna w momencie jej przygotowywania: w 2021 roku środki z programu Bridge Alfa stanowiły ponad 10% wartości rynku w 160 transakcjach (37% wszystkich)<sup>58</sup>.

57 Badanie ewaluacyjne mid-term przedsięwzięcia pilotażowego Bridge VC: Publiczno-prywatne wsparcie komercjalizacji wyników prac badawczo-rozwojowych z udziałem funduszy kapitałowych, Taylor Economics [na zlecenie NCBR], Gdańsk 2019, s. 91-95.

58 Transakcje na polskim rynku VC w 2021, PFR Ventures 2022, s. 12.





ROZDZIAŁ 12

# Jaka przyszłość stoi przed rynkem VC w Polsce?



Rynek VC w Polsce w ostatnich latach przeszedł znaczącą jakościową i ilościową przemianę. W latach 2019-2021 jego rozwój uległ znacznemu przyspieszeniu. Rok 2021 był rekordowy pod kątem zainwestowanych środków w polskie start-upy, rozmiaru i liczby transakcji. Polski rynek stał się największym w Europie Środkowej i Wschodniej. Podobnie urosły same fundusze – polski fundusz OTB Ventures w 2020 roku został największym w regionie<sup>59</sup>. Rekordowe pod względem wysokości były także kolejne rundy finansowania. Według szacunków PFR spółka DocPlanner nieoficjalnie stała się pierwszym polskim jednoróżcem, po tym jak pozyskała 600 mln zł finansowania<sup>60</sup>. Pandemia nie zachwiała tym segmentem gospodarki, a być może nawet wprowadzenie na szerszą skalę komunikacji zdalnej przyspieszyło procesy inwestycyjne. Rynek rozwijał się także i strukturalnie, niektóre z przedsiębiorstw zaczęły nawet wychodzić poza formułę CVC, która ma charakter inwestycji strategicznych, a wchodzić w role inwestora, którego celem nie jest tylko pozyskiwanie nowych technologii, ale zysk z inwestycji<sup>61</sup>. Od drugiej strony, spółek korzystających z finansowania, można także podać przykłady projektów technologicznych, które wchodzi w fazę skalowania. Jednym z nich jest np. toruńska firma Noctiluca (także korzystająca z finansowania Bridge Alfa), której technologia nowej generacji organicznych emiterów światła do zastosowania w panelach OLED, będzie testowana przez koreański koncern LG<sup>62</sup>.

Pomimo szybkiego rozwoju pojawiają się opinie, że rynek może ulec załamaniu, a wyceny spółek są zawyżone w stosunku do ich wartości<sup>63</sup>. Nie należy także zapominać, że sytuacja na rynku VC nie jest oderwana od trendów makroekonomicznych, polityki gospodarczej oraz monetarnej oraz, szerzej, kondycji całej gospodarki. Na przykładach Polski i USA obserwujemy, że rozwój rynku ma charakter cykliczny. Wojna, która wybuchła w lutym 2022 roku po napaści Federacji Rosyjskiej na Ukrainę wywołała turbulencje na rynkach finansowych. Z powodu geograficznej bliskości tego konfliktu spowodowała (przynajmniej w pierwszej jego fazie) odpływ kapitału z Polski. Ponadto część z funduszy inwestowała także za wschodnią granicą. Należy zatem założyć, że pośrednio będzie miała negatywny wpływ na ten segment rynku kapitałowego w Polsce w najbliższym okresie. Dodatkowo nałożyła się na to także zmiana polityki monetarnej i podnoszenie stóp procentowych przez banki centralne, w tym NBP. Prawdopodobnie będzie to jeszcze większym problemem dla rodzimych funduszy.

Wyniki interwencji NCBR pośrednio pokazują tworzenie kultury inwestowania w projekty B+R i kształtowanie kadr w tym obszarze<sup>64</sup>. Niemniej obszar finansowania wczesnych faz projektów nadal wymaga wsparcia. Istnieje ryzyko, że bez udziału środków publicznych dostępna ich ilość nie będzie wystarczająca w stosunku do potrzeb, co może być dodatkowo pogłębione przez niesprzyjające czynniki wymienione wcześniej. W związku z tym, w perspektywie finansowej na lata 2021-2027 programy wsparcia rynku VC będą kontynuowane.

59 <https://www.pb.pl/polski-vc-numerem-1-w-regionie-983114> [dostęp 18.02.2022].

60 *Transakcje na polskim rynku VC ...*, op. cit., s.3.

61 <https://www.pb.pl/zabka-zainwestowala-w-miesna-paczke-1139855> [dostęp 16.02.2022].

62 Inne technologie przedsiębiorstwa także są komercjalizowane, spółka przygotowuje się także do wejścia na giełdę, <https://www.pb.pl/lg-docenilo-polskiego-producenta-emiterow-oled-1138598> [dostęp 16.02.2022].

63 <https://crn.pl/wywiady-i-felietony/polski-rynek-vc-wkrotce-sie-zalamie/> [dostęp 16.02.2022].

64 Por. A. Tokaj-Krzewska, M. Bochenek, K. Krok, M. Baranowski (red.) *Pomoc publiczna. Efekty wdrażania Programu Pomocowego w latach 2014-2019*, NCBR Warszawa 2021.



**Niniejsza publikacja została przygotowana przez:**

Michała Baranowskiego – głównego specjalistę w Sekcji Analiz i Ewaluacji w Narodowym Centrum Badań i Rozwoju. Michał Baranowski jest absolwentem Uniwersytetu Warszawskiego, od kilkunastu lat zajmuje się zagadnieniami związanymi z polityką B+R+I. Jest także autorem, współautorem lub redaktorem kilkudziesięciu różnego typu publikacji.

**przy współpracy:**

**Katarzyny Gano** – starszego specjalisty w Sekcji Analiz i Ewaluacji w Narodowym Centrum Badań i Rozwoju.

Autor dziękuje dr Monice Kordowskiej, dr Barbarze Kowalczyk, Katarzynie Krok, Jolancie Pisarek i Martynie Zawadzkiej z Sekcji Analiz i Ewaluacji oraz Katarzynie Sytej z Działu Instrumentów Zwrotnych za cenne uwagi do niniejszego tekstu.



# Bibliografia

## Bazy danych

OECD Database <https://data.oecd.org/>

Cambridge Associates <https://www.cambridgeassociates.com/private-investment-benchmarks/>

R&D Ranking of the World Top 2500 Companies; <https://iri.jrc.ec.europa.eu/scoreboard/2020-eu-industrial-rd-investment-scoreboard>

EIS- RIS Overview Module <https://ec.europa.eu/research-and-innovation/en/statistics/performance-indicators/european-innovation-scoreboard/eis>

## Raporty ewaluacyjne i inne dokumenty

*Efektywność systemu funduszy venture capital wspartych przez KFK S.A. ze środków POIG, 2007-2013. Raport końcowy*, Warszawa 2017

*Ewaluacja on-going: programu pilotażowego Bridge Alfa (identyfikacja dobrych praktyk)*, Taylor Economics [na zlecenie NCBR], Gdańsk 2018

*Ewaluacja on-going: programu pilotażowego Bridge VC*, Taylor Economics [na zlecenie NCBR], Gdańsk 2019

*Ewaluacja on-going: Działania 1.3. POIR: Bridge Alfa i Bridge VC. Raport końcowy*, Taylor Economics [na zlecenie NCBR], Gdańsk 2020

*Ewaluacja efektów wdrażania zwrotnych instrumentów finansowych realizowanych w ramach RPO WM 2014-2020 wraz z analizą ex-ante dla perspektywy finansowej 2021-2027. Raport końcowy*, PAG Uniconsult, imapp consulting, Warszawa 2020

*Ewaluacja systemu realizacji instrumentów finansowych w ramach POIR*, Taylor Economics, PAG Uniconsult, Warszawa 2019

*Global Startup Ecosystem Index 2021*, StartupBlink 2021 <https://www.startupblink.com/startupecosystemreport.pdf>

*„Inkubacja i co dalej” – ewaluacja efektów inicjowania działalności innowacyjnej MSP, przy wsparciu instrumentów III osi priorytetowej POIG*. PAG Uniconsult, Taylor Economics, Warszawa 2018

*Investing in Europe. Private Equity Activity 2020*, Invest Europe, 2021

*Procesy zarządzania projektami B+R+I. Raport z badania*, KIC [na zlecenie NCBR], Warszawa 2016

*The Global Innovation Index 2020: Who Will Finance Innovation?* Cornell University, INSEAD, WIPO Ithaca, Fontainebleau and Geneva, 2020

*Transakcje na polskim rynku VC w 2021 roku*, PFR Ventures, 2022



Wpływ realizacji Sektorowego Programu Operacyjnego „Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw, Lata 2004-2006” na poziom innowacyjności polskich przedsiębiorstw. Raport końcowy, PAG Uniconsult 2008

Baranowski M., Pisarek J., Zawadzka M., Płoszaj A. *Ewaluacja Programu LIDER. Raport końcowy* NCBR Warszawa 2019

Baranowski M., Krok K., Pisarek J., Zawadzka M. *System wsparcia B+R+I w Polsce w kontekście realizacji wybranych programów* NCBR, NCBR, Warszawa 2022

Dąbrowska E., Halbersztat W. *Współpraca inwestorów wysokiego ryzyka z ośrodkami innowacji*, PARP, Warszawa 2011

Głodek P., Pietras P. *Źródła finansowania dla komercjalizacji technologii i wiedzy*, PARP, Łódź 2011

Hollanders H. *European Innovation Scoreboard 2021 – Methodology Report* <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/45971>

Matusiak M. *„Rosyjska ulica”. Miejsce i znaczenie imigrantów z byłego ZSRR w Izraelu*, OSW Warszawa 2021

Przybyłowski M., Tamowicz P. *Dobre Praktyki Funduszy Bridge Alfa*, NCBR, Gdańsk 2018

Rose D., Patterson C. *Research to Revenue. A Practical Guide to University Start-ups*, North Carolina Press 2016

Tamowicz P. *Venture capital – kapitał na start*, Gdańsk 2004

Tamowicz P. *Business Angels. Pomocna dłoń kapitału*, PARP, Gdańsk 2007

Raporty EVCA/Invest Europe

Raporty Global Innovation Index

### **Publikacje naukowe**

Avinimelech G. *VC Policy: Yozma Program 15-Years Perspective, Environment for Innovation eJournal* (2009)

Baygan G. *Venture Capital Policies in Sweden*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2003/11

Brander J.A., Du Q., Hellmann T., *The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence, Review of Finance*, Volume 19, Issue 2, March 2015

Grzegorzczak E. *Dokapitalizowanie rynku private equity/venture capital* [w:] *Journal of Capital Market and Behavioral Finance*, Vol. 1(1) 2014 p. 45-63.

Grzegorzczak E. *„Funkcjonowanie kapitału private equity /venture capital w Europie na przełomie pierwszej i drugiej dekady XXI w.”* [w:] *Studia Ekonomiczne*, nr 174/2013, s.277-290

Fałat-Kilijańska I. *Mechanizmy wspierania polskiego rynku venture capital. Postulaty zmian.* [w:] *Zarządzanie i Finanse*, Vol. 2., Issue 4 2013

Kapuścińska-Przybylska W., Łukowski M. *Fundusze Private Equity i Venture Capital i ich znaczenie dla gospodarki* [w:] *Studia Ekonomiczne*, nr 186 nr 2/2014

Kasner K. *Rynek Private Equity. Historia i aktualna organizacja* [w:] *Studia Ekonomiczne* nr 2/2011 (LXIX)

Kornasiewicz A. *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004

Melnarowicz K. *Uwarunkowania rozwoju funduszy typu private equity*, *Studia i Prace, Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy* 110, SGH, 2011

Piotrowski S. *Venture Capital jako forma finansowania MŚP w polityce wspierania innowacji w UE*, *Rozprawa doktorska, Wydział Gospodarki Międzynarodowej, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*, 2011

Revest V. Sapio A. *Financing technology-based small firms in Europe: what do we know?* *Small Business Economics* 39, 179–205 (2012)

Rosa A. *Venture Capital w Polsce* [w:] *Zeszyty naukowe Instytutu Ekonomii i Zarządzania*, nr 12/2008, s. 133-143.

Sierocińska K. *Kapitał społeczny. Definiowanie, pomiar i typy*, *Studia Ekonomiczne* nr 1/2011

Weresa M. *Polityka Innowacyjna*, PWN, Warszawa 2014

Węclawski J. „Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw”, *Wyd. Naukowe PWN*, Warszawa 1997

Wierzbicka K. Gardocka-Jałowicz A. *Analysis of the Attractiveness of the Polish Market for Venture Capital Funds*, *e-Finanse*, 2017, vol. 13/ nr 3

Wrońska-Bukalska E. *Hybrydowe źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstwa – studium przypadku* [w:] *Finanse, Rynki Finansowe, ubezpieczenia* nr 65, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 802, 2014

## Artykuły prasowe

Bartodziej M. *LG doceniło polskiego producenta emiterów OLED*, *Puls Biznesu*, 14.01.2022 <https://www.pb.pl/lg-doceniło-polskiego-producenta-emiterow-oled-1138598>

Bełcik A. *Polski VC numerem 1 w regionie*, *Puls Biznesu*, 23.02.2020, <https://www.pb.pl/polski-vc-numerem-1-w-regionie-983114>

Bełcik A. *Żabka zainwestowała w Mięsną Paczkę* *Puls Biznesu*, 30.01.2022, <https://www.pb.pl/zabka-zainwestowala-w-miesna-paczke-1139855>

Gage D. *The Venture Capital Secret: 3 Out of 4 Start-Ups Fail*, *Wall Street Journal*, 20.09.2012, <https://www.wsj.com/articles/SB10000872396390443720204578004980476429190>

Janiak S. *Polski rynek, wkrótce się załamie* 9.02.2022 <https://crn.pl/wywiady-i-felietony/polski-rynek-vc-wkrotce-sie-zalamie/> [dostęp 16.02.2022]





Narodowe Centrum Badań i Rozwoju

## Narodowe Centrum Badań i Rozwoju

ul. Chmielna 69  
00-801 Warszawa

Telefon: +48 22 39 07 401

[gov.pl/NCBR](http://gov.pl/NCBR)

[gov.pl/innowacje](http://gov.pl/innowacje)



Rzeczpospolita  
Polska



Narodowe Centrum Badań i Rozwoju

Unia Europejska  
Europejski Fundusz  
Rozwoju Regionalnego



Projekt współfinansowany ze środków Unii Europejskiej w ramach Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego