



80-172 Gdańsk
ul. Trzy Lipy 3,

office@tayloreconomics.com
www.tayloreconomics.com

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

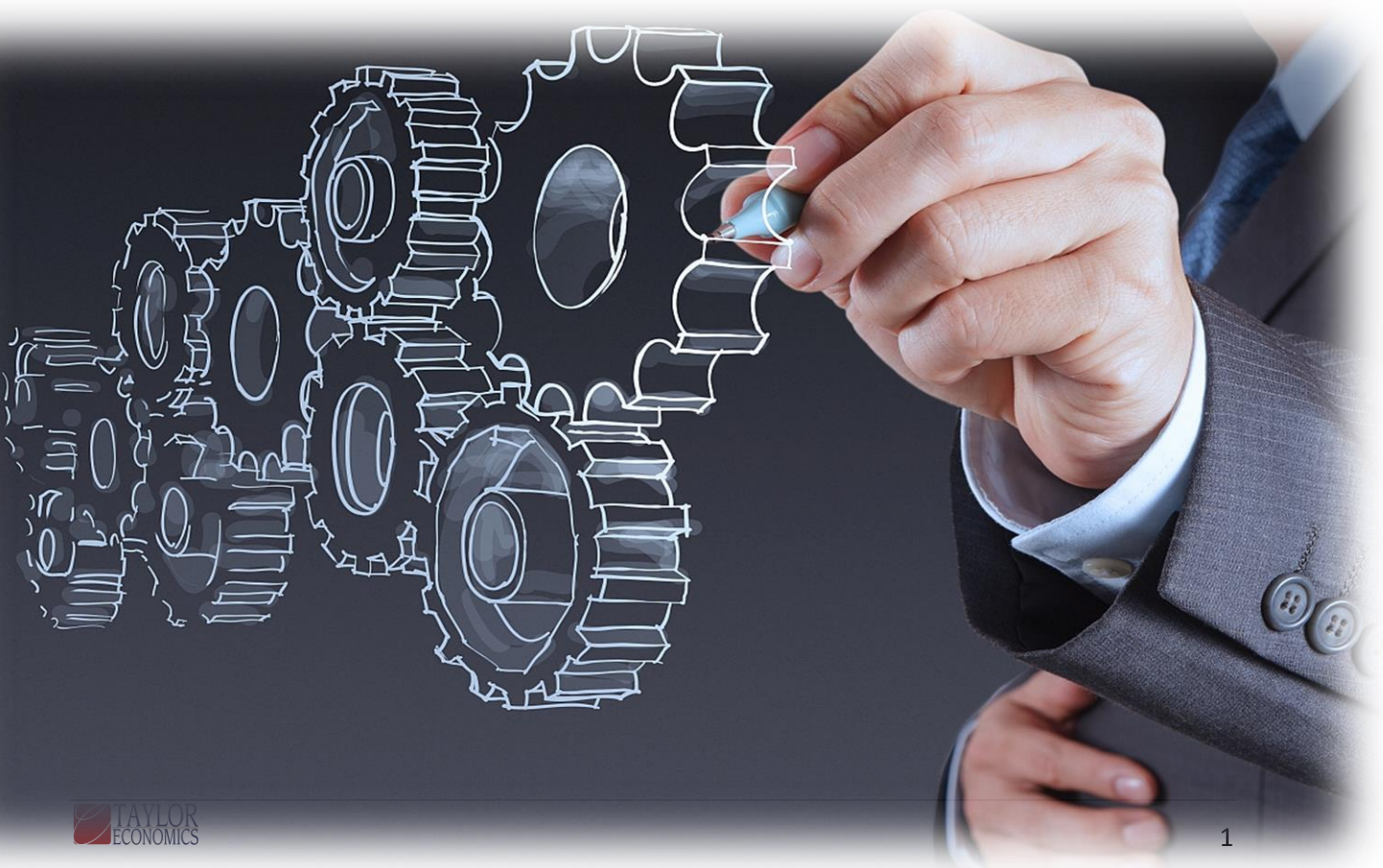
Pierwszy raport on-going - wersja robocza

Zamawiający:



Narodowe Centrum
Badań i Rozwoju

Gdańsk, 27 Lipca 2017



WYKAZ skrótów

BGŻ S.A.	Bank Gospodarki Żywnościowej Spółka Akcyjna
B+R	Badania i Rozwój
BRIdge Alfa	Instrument dotacyjny realizowany w ramach działania 1.3.1 PO IR
BRIdge VC	Instrument finansowy realizowany w ramach działania 1.3.2 PO IR
Fundusz Alfa	Beneficjent działania 1.3.1 PO IR (BRIdge Alfa)
EBAN	European Business Angel Network
EBOR	Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju
EVCA	European Venture Capital & Private Equity Association (obecnie Invest Europe)
FIZAN	Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych
Fundusz CVC	Korporacyjny fundusz podwyższonego ryzyka (ang. <i>Corporate Venture capital</i>)
Fundusz VC	Fundusz podwyższonego ryzyka (ang. <i>Venture capital</i>)
FoF	Fundusz-Funduszy (ang. <i>Fund of Funds</i>) – NCBR VC i NCBR CVC
IP	Własność intelektualna (ang. <i>Intellectual property</i>)
ICT	<i>Internet and Communication Technologies</i> (technologie internetowe i telekomunikacyjne)
KFK S.A.	Krajowy Fundusz Kapitałowy Spółka Akcyjna
KIS	Krajowa Inteligentna Specjalizacja
MSP	Sektor małych i średnich przedsiębiorstw
NCBR	Narodowe Centrum Badań i Rozwoju
PE	Private Equity
PoP	faza <i>Proof-of-Principle</i>
PoC	faza <i>Proof-of-Concept</i>
PO IG	Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka
PO IR	Program Operacyjny Innowacyjny Rozwój
PSIK	Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

RPO	Regionalny Program Operacyjny
SPO WKP	Sektorowy Program Operacyjny Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw
SPPW	Szwajcarsko – Polski Program Współpracy
UE	Unia Europejska
VC	Venture Capital
VC/PE	Venture Capital / Private Equity

SPIS TREŚCI

1	Diagnoza sytuacji początkowej.....	5
1.1	Formowanie się rynku VC/PE w Polsce (1990-2010).....	5
1.2	Luka kapitałowa i dotychczasowa interwencja (2010-2016)	9
1.3	Rynek prywatnych funduszy vc/pe.....	14
2	Logika interwencji.....	20
2.1	Poddziałanie 1.3.1 BRIDGE Alfa	20
2.2	Poddziałanie 1.3.2 BRIDGE VC.....	21
2.3	Instrumenty finansowe w perspektywie 2014-2020 a działnie 1.3. POIR.....	23
2.4	Podsumowanie logiki interwencji	27
3	Charakterystyka beneficjentów.....	29
3.1	Profile beneficjentów	29
3.2	Profile nieskutecznych wnioskodawców	41
4	Podsumowanie	47
5	Bazy danych.....	50
6	Glosariusz	51

1 DIAGNOZA SYTUACJI POCZĄTKOWEJ

1.1 FORMOWANIE SIĘ RYNKU VC/PE W POLSCE (1990-2010¹)

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

Prywatne komercyjne fundusze *private equity* bardzo szybko rozwijały swoją aktywność korzystając z renty pierwszeństwa, systematycznej poprawy klimatu gospodarczego i dużej podaży ciekawych projektów inwestycyjnych w ramach tzw. prywatyzacji kapitałowej przedsiębiorstw państwowych. Segment ten rozwijał się więc stosunkowo szybko, akumulując doświadczenia i przyciągając profesjonalnych menedżerów. Dużym impulsem wzmacniającym rozwój tego segmentu było uruchomienie w 1995 roku sieci 15 narodowych funduszy inwestycyjnych (w ramach tzw. programu powszechnej prywatyzacji). Program ten spowodował powstanie dodatkowego strumienia podaży (prywatyzowane przedsiębiorstwa), jak i przyczynił się do wykreowania nowych zespołów menedżerskich. Zainteresowanie rynkiem VC zaczęły też przejawiać niektóre banki (przykładowo powstały takie fundusze, jak Hals-Fundusz Kapitałowy utworzony przez BGŻ S.A, PBK-Inwestycje, PKO-Inwestycje) jednakże w krótkim czasie ten kierunek dywersyfikacji działalności został zarzucony². W przeciwieństwie do szybko rozwijającego się segmentu komercyjnego perspektywy rozwoju funduszy publicznych były bardzo ograniczone. Przy braku zainteresowania ze strony czynników publicznych i nowych źródeł zasilania większość tych podmiotów – pod koniec dekady - zakończyła swoją aktywność po zainwestowaniu wszystkich środków. Pod koniec lat 90-tych statystyki EVCA odnotowywały działanie na terenie Polski 81 tzw. *private equity executives*³ oraz obecność takich

¹ Za punkt graniczny przyjęto rok 2010, gdyż dopiero od tego momentu można mówić o uruchomieniu usystematyzowanej interwencji publicznej. 13.05.2008 i 21.05.2009 zarejestrowano dwa fundusze (BBI SEED FUND SA, SKA., i Helix Venture Partners FIZ dofinansowane ze środków KFK S.A. (dotacja Ministerstwa Gospodarki). W 2008 r. ze środków tych fundusze dokonały dwóch inwestycji; kolejne inwestycje pojawiły się dopiero w 2010 roku. Stąd też można przyjąć, że statystyki rynkowe (EVCA) sprzed roku 2010 pokazują w istocie obraz rynku prywatnego.

² Prywatyzacja banków i wzrost konkurencji zmusił banki do skoncentrowania się na swoim klasycznym *core* biznesie.

³ Zwrot ten można tłumaczyć jako „kluczowi członkowie zespołu zarządzającego”.

renomowanych funduszy (firm zarządzających), jak np. *3TS Venture Partners, Advent International, Baring Communications Equity, DBG Eastern Europe, Innova Capital*.

W sytuacji wygaśnięcia impulsów rozwojowych dla segmentu VC w kolejnej dekadzie (2000-2010) rynek rozwijał się praktycznie wyłącznie w obszarze *private equity* i dużych transakcji. Pewnym wyjątkiem były jedynie inwestycje w projekty „internetowe” realizowane przez wyspecjalizowane prywatne fundusze VC - np. grupa MCI czy Internet Investment Fund⁴. Dopiero pod koniec tej dekady uruchomione zostały pierwsze programy pomocowe mające zaktywizować segment VC. Skala tej interwencji była jednak bardzo mała. W połowie 2007 r. w ramach działania 1.2.3 SPO WKP dokapitalizowano (w proporcji 50/50) i uruchomiono sześć funduszy VC dysponujących łącznie (środki prywatne i publiczne) kapitałem 136 mln zł. Z kolei w latach 2008 i 2009 na rynek weszły dwa fundusze VC dokapitalizowane przez Krajowy Fundusz Kapitałowy. W tym wypadku skala interwencji była jeszcze mniejsza (łącznie docelowa kapitalizacja tych funduszy miała wynieść 100 mln zł, faktycznie było to znacznie mniej⁵).

Początek kolejnej dekady (bieżącej) przyniósł znaczną intensyfikację interwencji publicznej (patrz dalsze podrozdziały) opartej o środki funduszy strukturalnych. W dekadę tą rynek wszedł z intensywnie rozwijającym się silnym segmentem *private equity* (transakcje wykupu, finansowanie ekspansji) i bardzo słabym segmentem VC szczególnie w obszarze finansowania wczesnych etapów rozwoju. Sytuację tą dobrze obrazuje statystyka rynku. Na przestrzeni całej ubiegłej dekady (2000-2010) sektor funduszy VC/PE znacznie rozwinął skalę swojej aktywności inwestycyjnej pomimo wystąpienia silnych wahań koniunktury związanych z załamaniem na rynku inwestycji w projekty IT (okres 2000-2001) i kryzysem na rynku bankowym w latach 2008-2009. W okresie tym skala inwestycji w krajowe spółki wzrosła z poziomu ok. 104 mln euro do rekordowego poziomu 652 mln euro (tabela 1 i wykres 1). Jak sygnalizowaliśmy rozwój ten nie był równomierny. Segment VC - szczególnie w zakresie finansowania wczesnych faz rozwoju – przyciągał bardzo niewielkie środki inwestycyjne. Było to na ogół od kilku do kilkunastu milionów euro. Równolegle następował bardzo intensywny rozwój segmentu *private equity* co dobrze symbolizuje wzrost inwestycji w transakcjach wykupu (*buy-out*). W całej dekadzie wartość inwestycji *buy-out* wzrosła kilkunastokrotnie. Na słabość segmentu VC jeszcze wyraźniej wskazuje statystyka liczby dokonanych inwestycji (tabela 2 i wykres 2). Liczba inwestycji na etapie *seed* w całym okresie wahała od 0 do 11 transakcji, a inwestycji w fazę startu - w szczytowym okresie (2000 rok) – 25.

⁴ Był to okres swoistej „eksplozji” zainteresowania Internetem i możliwościami biznesowymi, jakie on stwarza. Stąd też projekty dotyczące zastosowań Internetu w biznesie (szczególnie e-commerce) stały się bardzo atrakcyjne pod względem inwestycyjnym (mała kapitałochłonność, duże stopy zwrotu).

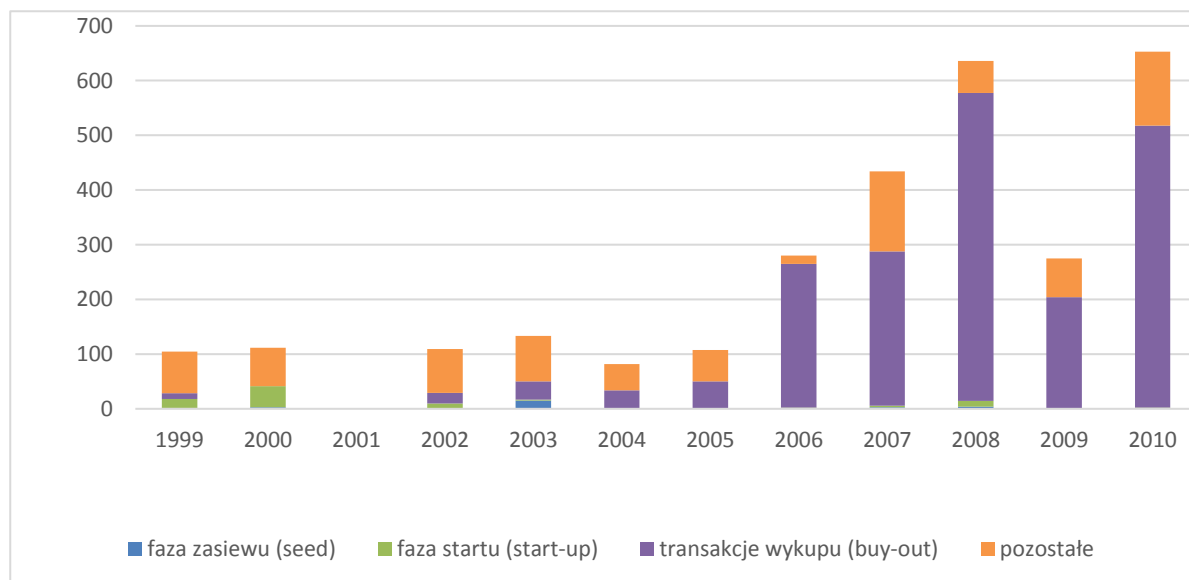
⁵ Z danych KFK SA wynika, że do końca 2016 r. te dwa fundusze zainwestowały w spółki portfelowe ok. 39,8 mln zł.

Tabela 1. Wartość transakcji na rynku VC/PE w Polsce w latach 1999-2010

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

Źródło: EVCA

Wykres 1. Wartość transakcji na rynku VC/PE w podziale na fazy w latach 1999-2010 (mln EUR)



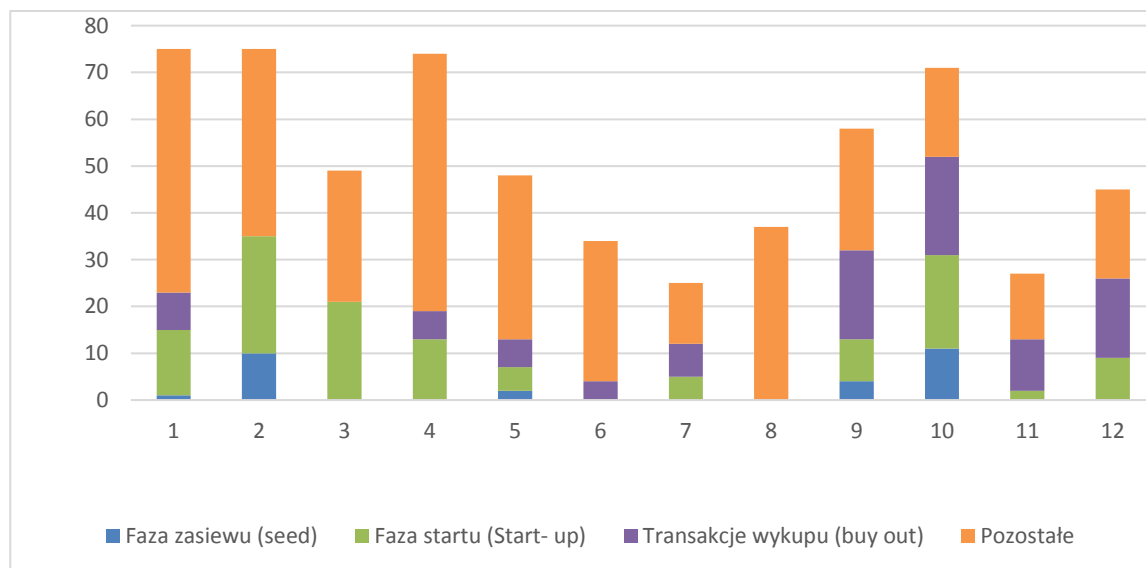
Źródło: EVCA

Tabela 2. Liczba inwestycji wg faz finansowanie na rynku VC/PE w Polsce w latach 1999-2010

Pozycja	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Liczba inwestycji (krajowych)	75	75	49	74	48	34	25	37	58	71	27	45
W tym												
Faza zasiewu (seed)	1	10	0	0	2	0	0	brak danych	4	11	0	0
Faza startu (Start-up)	14	25	21	13	5	0	5	brak danych	9	20	2	9
Transakcje wykupu (buy out)	8	0	brak danych	6	6	4	7	brak danych	19	21	11	17

Źródło: EVCA

Wykres 2. Rynek VC/PE w Polsce (okres 1999-2010); liczba inwestycji wg faz finansowanie.



Źródło: EVCA

1.2 LUKA KAPITAŁOWA I DOTYCHCZASOWA INTERWENCJA (2010-2016)

W obecnej dekadę (2010-2020) rynek kapitału ryzyka wszedł z dobrze rozwiniętym segmentem *private equity* zorientowanym na finansowanie rozwoju spółek znajdujących się w fazie ekspansji. Segment *venture* (finansowanie wczesnych faz rozwoju) wykazywał się znaczną słabością znajdującą wyraz w niewielkiej liczbie inwestycji i w konsekwencji niewielkiej łącznej wartości inwestycji. Stan taki zwyczajowo określany jest jako zjawisko luki kapitałowej.

Pierwsze szacunki rozmiarów luki kapitałowej sporządzane jeszcze w poprzedniej dekadzie (2005 r.) wskazywały na istnienie problemu (luki) z pozyskaniem środków w przedziale od 0,1 / 2 mln zł (dolna granica luki) do ok. 8 / 10 mln zł (górną granicą)⁶. Na takie rozmiary luki wskazywała zarówno analiza danych statystycznych obrazujących zmiany w strukturze rynku (zmniejszenie się udziału finansowania wczesnych faz rozwoju), systematyczne zmniejszanie się liczby funduszy oferujących niewielkie porcje kapitału, wzrost średniej wielkości pojedynczej transakcji na rynku *venture capital*, jak i oceny formułowane przez ekspertów. Dolna granica luki została określona w formie dosyć szerokiego przedziału: 0,1-2 mln zł. Wiązało się to ze zróżnicowaniem możliwości pozyskania kapitału początkowego w zależności od charakterystyki projektu i sektora, w którym jest on zlokalizowany. Tam, gdzie istniały większe możliwości zastosowania dźwigni finansowej na wyjściowych aktywach zgromadzonych samodzielnie przez założycieli firmy, tam granica luki kapitałowej zaczynała się na wyższym poziomie (bliżej kwoty 2 mln zł); w przypadku przedsięwzięć opartych na aktywach niematerialnych, gdzie nie było możliwości zastosowania lewara finansowego „początek” luki lokował się znacznie niżej⁷. Kolejna analiza luki kapitałowej z 2007 roku⁸ wskazywała na podnoszenie się jej górnej granicy do ok. 3-4 mln euro głównie na skutek przesuwania się segmentu *private equity* w kierunku dużych transakcji⁹.

Analiza luki kapitałowej odnosząca się do lat 2014-2015 wskazuje na zasadniczą niezmienność jej rozmiarów. Mediana przeciętnej wartości inwestycji obliczona na podstawie faktycznie zrealizowanych transakcji (lub tam gdzie brak takich danych na podstawie deklarowanego minimalnego limitu inwestycyjnego) dla 30 funduszy¹⁰ zrzeszonych w PSIK wyniosła ok. 6,1 mln euro. Z wykresu nr 3 można odczytać, że większość funduszy (całkowicie) prywatnych obecnych wówczas (dane dla lat 2014-2015) na rynku była ukierunkowana na inwestycje o wartości powyżej 2,5-3 mln euro (>10,7 mln zł wg kursu z końca 2014 r.)¹¹. Inwestycje poniżej tej granicy deklarowały jedynie trzy fundusze (*Warsaw Equity Group*, *Intel Capital* i *WSI Capital*). Faktyczną sytuację na ówczesnym rynku

⁶ Według kursu euro z grudnia 2005 r. byłoby to odpowiednio 0,026 / 0,5 mln euro do 2 / 2,6 mln euro.

⁷ P. Tamowicz Zjawisko luki kapitałowej (*equity gap*) w gospodarce polskiej. Ekspertyza na zlecenie Ministerstwa Gospodarki i Pracy. Warszawa, październik 2005 r.

⁸ P. Tamowicz Zjawisko *equity gap* (luka kapitałowa) oraz zapotrzebowanie MSP na finansowanie kapitałem *private equity/venture capital*. Ekspertyza na zlecenie Ministerstwa Gospodarki i Pracy. Warszawa, październik 2007.

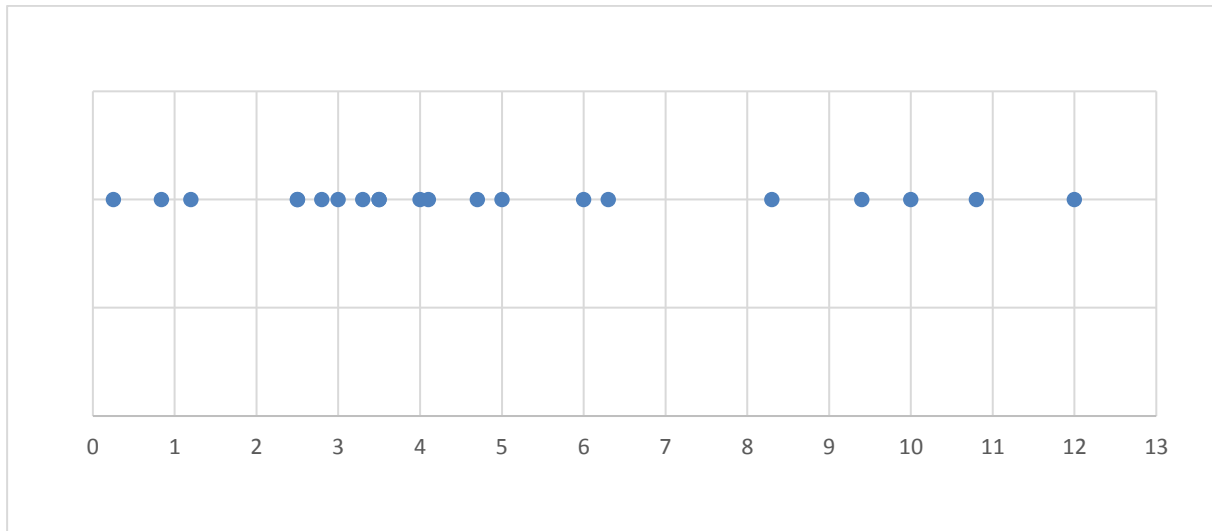
⁹ Z danych EVCA wynika, że w okresie 2007-2010 średnia wartość inwestycji na rynku VC/PE wynosiła odpowiednio: 7,5 mln euro, 9 mln euro, 10,2 mln euro i 14,4 mln euro.

¹⁰ Wzięto pod uwagę jedynie prywatne fundusze tj. nie korzystające np. ze środków KFK lub PO IG.

¹¹ Na wykresie, ze względów poglądowych (przedstawienie wszystkich funduszy spowodowałoby nieczytelność osi poziomej) przedstawiono jedynie rozkład dla 21 funduszy, których średnia inwestycja wahała się w przedziale do 12 mln euro.

jeszcze lepiej obrazuje wykres nr 4. Łączy on średnią wartość inwestycji z potencjałem inwestycyjnym danego funduszu (środki dostępne na inwestycje) pokazując „miejsce” funduszu na rynku i dostępne środki inwestycyjne. Wyraźnie tu widać, że rynek prywatny „zaczyna” się zasadniczo powyżej 2,5-3 mln euro. Powyżej tej granicy lokowało się najwięcej funduszy i dysponowały one największymi zasobami kapitału inwestycyjnego.

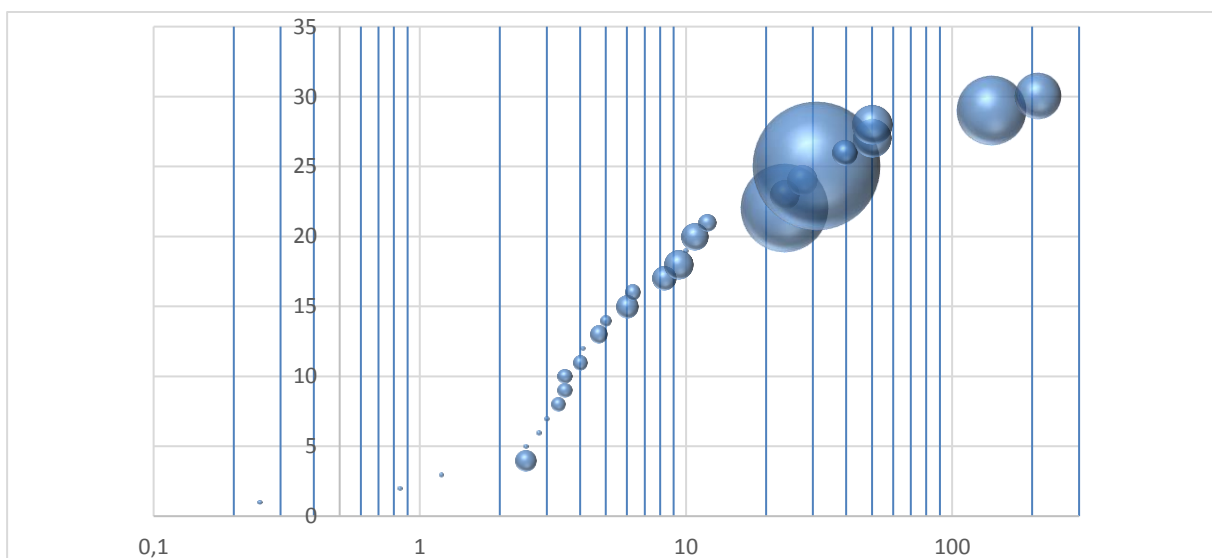
Wykres 3. Rozkład średnich wartości inwestycji funduszu (okres 2014-2015; członkowie PSIK, tylko fundusze z kapitałem prywatnym).



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych EVCA/PSIK oraz materiałów poszczególnych funduszy.

Uwaga: wykres obejmuje jedynie 21 funduszy VC/PE ze średnią wartością inwestycji do 12 mln EUR, oś X – średnia wartość inwestycji funduszu w mln EUR; oś Y bez jednostki.

Wykres 4. Rozkład średniej wartości inwestycji funduszu oraz wielkości środków dostępnych na inwestycje w Polsce (tylko fundusze prywatne, tylko członkowie PSIK; okres 2014-2015).



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych EVCA/PSIK oraz materiałów funduszy.

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

W celu ograniczenia rozmiarów luki kapitałowej w okresie 2007-2015 władze publiczne uruchomiły sześć¹² programów wsparcia (tabela 3). Chronologicznie pierwszy program – sfinansowany ze środków poddziałania 1.2.3. SPO WKP („Wspieranie powstawania funduszy kapitału załączkowego typu *seed capital*”) - został zainicjowany przez PARP na początku 2008 r. W jego wyniku powstało sześć prywatno-publicznych funduszy (zasilonych środkami publicznymi/prywatnymi w proporcji 50/50) o łącznej kapitalizacji 135,8 mln zł. Fundusze te w okresie 2008-2011 dokonały 47 inwestycji; 74% inwestycji dotyczyło sektora ICT. W 2008 r. rozpoczęło się organizowanie wsparcia poprzez Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A. W latach 2008-2015 poprzez KFK S.A. uruchomiono trzy programy. W ramach pierwszego, bazującego na środkach własnych KFK S.A. (dotacja Ministerstwa Gospodarki), dofinansowano (lata 2008-2009) dwa fundusze VC, które dokonały ok. 17 inwestycji. Następnie – w oparciu o środki z działania 3.2 PO IG („Wspieranie funduszy kapitału podwyższonego ryzyka”) – w ramach czterech kolejnych konkursów¹³ dokapitalizowano 12 funduszy¹⁴. Do końca 2016 r. dokonały one 158 inwestycji o średnie wartości 2,2 mln PLN. Jako osobny program należy wyróżnić dokapitalizowanie przez KFK S.A. środkami Szwajcarsko-Polskiego Programu Współpracy czterech funduszy VC¹⁵. Równoległe z rozpoczęciem działalności inwestycyjnej przez KFK S.A. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości uruchomiła program mający na celu stworzenie sieci *quasi*-funduszy załączkowych (inkubatorów). Funduszy takich powstało 77 (afiliowanych przy 69 instytucjach otoczenia biznesu); dokonały one 1,2 tys. inwestycji (na etapie startu). Ostatni z programów adresujący problem luki kapitałowej został uruchomiony przez NCBR w roku 2014/2015 - pilotaż BRIDGE Alfa w ramach projektu systemowego finansowanego z działania 1.5 PO IG. Doprowadził on do uruchomienia 10 funduszy inwestujących w fazie *pre-seed* w projekty komercjalizujące wyniki prac B+R.

¹² Za podstawę wyróżnienia posłużyło nam źródło pochodzenia środków. W zasadzie można by mówić o pięciu programach gdyż środki jakie pochodziły z dotacji Ministerstwa i środki z działania 3.2 POIG jakie inwestowało KFK dystrybuowane były na tych samych zasadach.

¹³ Otwarte konkursy oferty (tzw. OKO) 1/2009, 1/2010, 1/2012 i 1/2016.

¹⁴ Przy czym rozstrzygnięcie konkursu 1/2016 nastąpiło w styczniu 2017 r.

¹⁵ Były to konkursy 2/2010 i 1/2011.

Tabela 3. Publiczne programy wsparcia rynku VC/PE w latach 2007-2015

Podmiot wdrażający	Źródła finansowania	Alokowane środki publiczne (mln PLN)	Alokowany kapitał prywatny (mln PLN)	Liczba funduszy	Liczba spółek portfelowych	Wartość środków przeznaczonych na inwestycje (mln PLN)	Średnia wartość inwestycji (mln PLN)
PARP	Działanie 1.2.3 SPO WKP	33,95	33,95	6	47	104,94	2,23
PARP	Działanie 3.1 POIG	834,40	37,30	77	1 222	667,52*	0,55
KFK S.A.	Dotacja MG	39,80	39,80	2	17	Brak danych	3,15
KFK S.A.	3.2 PO IG	369,66	369,66	12	158	349,36**	2,21
KFK S.A.	SPPW	113,87	113,87	4	33	Brak danych	Brak danych
NCBR (BRidge Alfa Pilotaż)	1.5 PO IG	60,85	10,74	10	47	47,92	1,04

* Wartość oszacowana przy założeniu, że 80% środków zostało przekazanych na inwestycje kapitałowe

** Przy kalkulacji użyto przelicznika 1 EUR=4,2 PLN

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

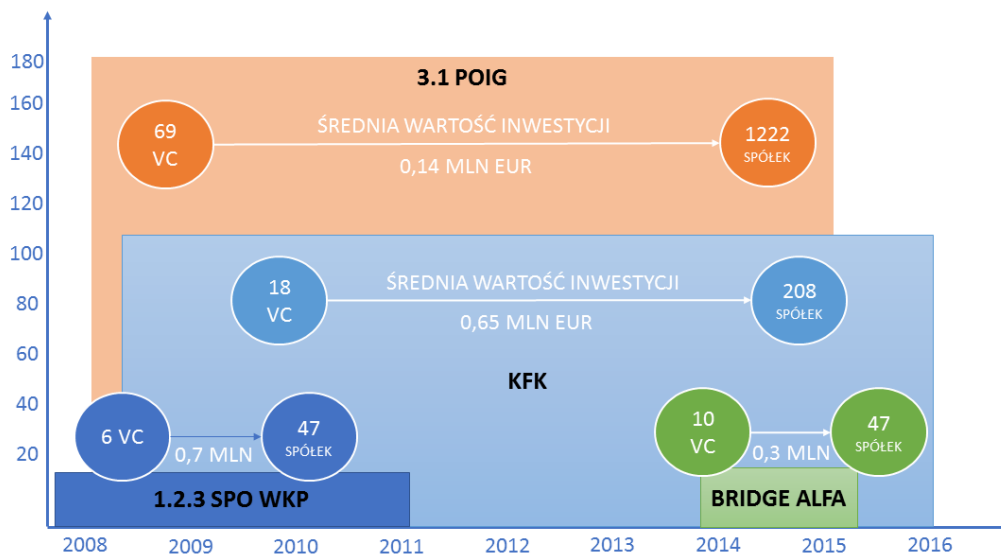
Uruchomione działania i środki istotnie zmieniły obraz rynku VC. W omawianym okresie 2008-2016 na rynek alokowano łącznie ok. 450 mln euro środków publicznych i uzupełniających je środków prywatnych; powstało 113 funduszy¹⁶, które zainwestowały w 1524 projekty biznesowe. Skala tej interwencji była stosunkowo duża, jednakże podaż tego kapitału powoli wygasa. Programy oparte o działanie 1.2.3 SPO WKP i 3.1 PO IG wyczerpały już pierwotnie dostępne środki i są „nieaktywne”, a nowe inwestycje mogą być dokonywane wyłącznie w oparciu o kapitały pochodzące z tzw. wyjść z inwestycji. Dwa fundusze dofinansowane przez KFK S.A. ze środków Ministerstwa Gospodarki również zakończyły fazę inwestycyjną i wraz z likwidacją portfela będą dokonywać rozliczenia inwestycji i proporcjonalnego zwrotu środków. 12 funduszy dofinansowanych przez KFK S.A. z działania 3.2 PO IG zainwestowało łącznie 369 mln PLN, a kolejne 86,2 mln PLN zostało przekazane do 4 funduszy uruchomionych w ramach Szwajcarsko-Polskiego Programu Współpracy.

Ze wstępnej analizy średniej wartości inwestycji dokonanych przez fundusze korzystające ze wsparcia publicznego wynika, że cała dotychczasowa interwencja skupiła się w strefie luki kapitałowej w przedziale znacznie poniżej 1 mln euro (schemat 1). W przedziale 0-0,5 mln euro ulokowane zostały środki trzech programów pomocowych w tym pilotaż BRidge Alfa. Powyżej tego przedziału interwencja była bardzo mała pod względem wielkości dostępnych środków. Obecnie jedyne środki wciąż dostępne na inwestycje uruchamiane są poprzez fundusze portfelowe KFK S.A.; można

¹⁶ Włącznie z dwoma funduszami wyłonionymi przez KFK S.A. w ramach konkursu rozstrzygniętego w 2017 r.

zakładać, że w ciągu najbliższych kilku – kilkunastu miesięcy zostaną one całkowicie wyczerpane i nastąpi faza likwidacji portfela.

Schemat 1. Rozkład interwencji publicznych realizowanej w latach 2008-2016



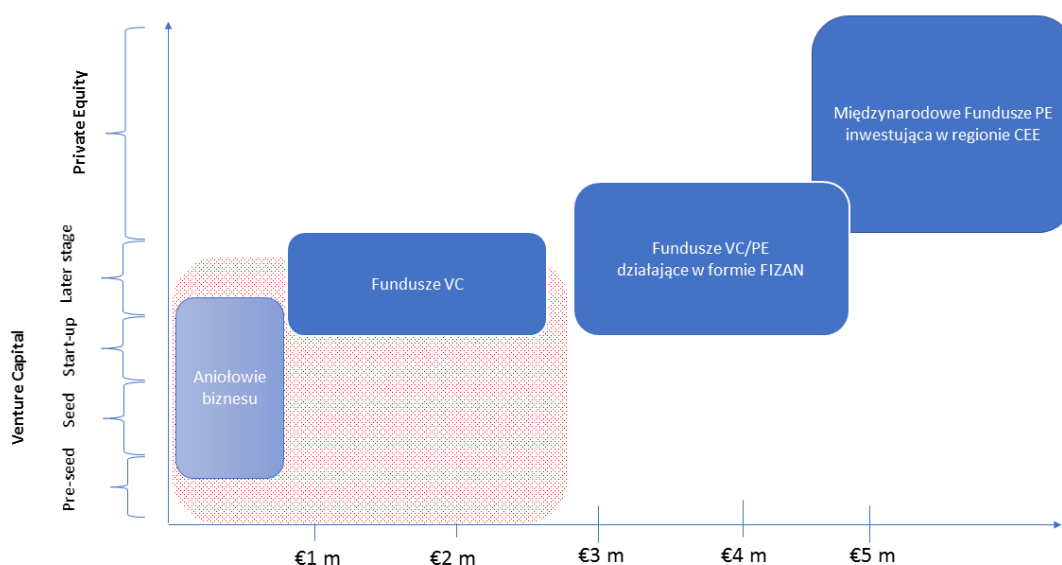
Źródło: Taylor Economics na podstawie danych PARP, KFK S.A. i NCBR.

1.3 RYNEK PRYWATNYCH FUNDUSZY VC/PE

Z dostępnych danych statystycznych oraz materiału analitycznego zebranego na potrzeby ewaluacji wynika, że możemy wyróżnić cztery grupy podmiotów (funduszy, inwestorów) operujących na polskim rynku prywatnych inwestycji kapitałowych (schemat 2):

- Duże fundusze *private equity*, zarejestrowane na ogół zagranicą¹⁷, zarządzające kapitałem pochodzącym głównie od zagranicznych inwestorów instytucjonalnych, zainteresowane praktycznie wyłącznie inwestycjami w dojrzałe spółki i transakcjami w rodzaju wykupów, inwestycji *buy-and-build* czy *ad-on*,
- Fundusze operujące w oparciu o polskie regulacje i struktury prawne - formuła FIZAN,
- Fundusze VC,
- Inwestorzy indywidualni (aniołowie biznesu).

Schemat 2. Poglądowa struktura rynku prywatnych funduszy VC/PE



Źródło: Taylor Economics

¹⁷ Są to fundusze korzystające głównie z tzw. zagranicznych struktur prawnych (np. spółki prawa brytyjskiego) dla celów optymalizacji podatkowej.

1. **Duże fundusze PE.** Są to fundusze inwestujące globalnie, najczęściej w obszarze całej Europy Środkowo-Wschodniej i finansowane przez zagraniczny kapitał. Fundusze tego typu inwestują znaczne kwoty kapitału¹⁸ w istniejące przedsiębiorstwa. Transakcje realizowane przez takie podmioty dotyczą finansowania wzrostu przedsiębiorstw (rozwój i wejście na nowe rynki), restrukturyzacji, wymiany inwestorów (tzw. *replacement*) czy wykup udziałów od dotychczasowych właścicieli (*buy-out / buy-in*) – tabela 4. Zgodnie z danymi *Invest Europe*¹⁹ w 2015 r. transakcji tego typu dokonanych w polskie spółki było 40 o łącznej wartości 783 mln EUR (głównie transakcje wykupu o łącznej wartości 700 mln zł)²⁰. Zgodnie z powyższymi danymi w Polsce inwestuje obecnie 19 funduszy *private equity* (14 funduszy o charakterze wykupowym i 5 uniwersalnych).

Tabela 4. Przykładowe inwestycje funduszy *private equity* działających na rynku polskim (lata 2015-2017)

Fundusz	Nazwa spółki	sektor	Wielkość przedsiębiorstwa	Wartość inwestycji
Highlander Partners	Rotometal	Urządzenia/narzędzia do poligrafii	średnie	brak danych
CVC Capital Partners	Żabka	handel detaliczny	duże	brak danych
21 Concordia	Red Rubin sp. z o.o. i Q Diamonds sp. z o.o	produkcja i dystrybucja wyrobów jubilerskich	małe	brak danych
Abris Capital	Graal S.A.	przetwórstwo spożywcze (ryby)	duże	przejęcie spółki giełdowej
3TS Capital Partners	H88	usługi IT	brak danych	5,5 mln euro
MID Europa Partners	Allegro	e-commerce	duże	3,2 mld dol. (nabycie w konsorcjum)
Waterland PEVII	Kredyt Inkaso	usługi finansowe	duże	brak danych (przejęcie w wezwaniu)
Waterland PEVII	L'Biotica	kosmetyki	małe	brak danych
InnovaCapital	Polskie ePłatności	usługi IT	Średnie	brak danych
Darby Private Equity	Fifor Polska	produkcja słonych przekąsek	brak danych	brak danych
Abris Capital	ID	leasing lokomotyw	średnie	brak danych
21 Concordia	Hollywood	pralnie przemysłowe	średnie	brak
3TS Capital Partners	SALESmanago	usługi IT	średnie	5 mln dolarów
Highlander Partners	QFG	przetwórstwo spożywcze	średnie	brak danych
21 Concordia	Wójcik Fashion	handel odzieżą	średnie	brak danych
Resource	Golpasz	produkcja paszy	średnie	brak danych

¹⁸ Na potrzeby niniejszego badania przyjęto, że segment PE zaczyna się od transakcji na kwotę co najmniej 5 mln EUR.

¹⁹ W przypadku Polski statystyka powstaje w oparciu o transakcje realizowane przez członków PSIK, do którego należą również fundusze finansowane z publicznych środków chociaż w przypadku sektora *Private Equity* ich obecność jest ograniczona z uwagi na wartość transakcji.

²⁰ Należy zaznaczyć, że na statystyce tej istotnie zaważyła jedna inwestycja o wartości ponad 400 mln EUR zrealizowane przez CVC Partners w spółkę PKP Energetyka.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Partners		przemysłowych dla zwierząt		
Avallon MBO Fund II	Plasma System	usługi dla przemysłu	małe	brak danych
CVC Capital Partners	PKP Energetyka	dystrybucja i sprzedaż energii	duże	1400 mln zł
Enterprise Investros	SMT Software Services	usługi IT	duże	150 mln zł
Avallon MBO Fund II	Novo Tech	produkcja opakowań	brak danych	brak danych
Abris Capital	Graf Poz	produkcja opakowań	Średnie	brak danych
Avallon MBO Fund II	EMERSON Direct Communication	e-marketing	średnie	brak danych
Enterprise Investors	3S	telekomunikacja	średnie	86 mln zł
MCI TechVenture 1	Ganymed	producent gier komputerowych	średnie	brak danych
3TS Capital Partners	Travel Holdings	e-commerce	średnie	5 mln euro
CEE Equity Partners	Electronic Control Systems	usługi budowlane	średnie	brak danych

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych PSIK

2. **Fundusze w formule FIZAN.** Według danych Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami w Polsce działa obecnie 149 funduszy mających formułę tzw. FIZAN²¹ i inwestujących w niepubliczne aktywa (tj. z wyłączeniem funduszy nieruchomości i sekurytyzacyjnych) zarządzanych przez 22 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (TFI). Aktywa netto tych funduszy na koniec 2016 r. wynosiły ponad 103 mld zł. Charakter krajowy (tj. inwestujących wyłącznie na rynku polskim) miało prawie 80% funduszy. Z przeprowadzonej analizy wynika, że znaczna część aktywów ulokowanych przez inwestorów w tych funduszach związana jest z optymalizacją podatkową; natomiast jedynie kilkanaście funduszy²² można uznać za takie, które faktycznie inwestują środki na rynku VC/PE. Według danych na koniec grudnia 2016 r. 12 funduszy (zarządzanych przez 7 TFI) realizujących inwestycje w obszarze VC/PE posiadały aktywów netto o wartości 4 209 mln zł. Grupa ta jest jednak niejednorodna, gdyż znajdziemy tam zarówno podmioty oficjalnie funkcjonujące jako fundusze VC/PE (np. fundusze MCI Capital: Subfundusz MCI.EuroVentures 1.0, Subfundusz MCI.TechVentures 1.0, MCI.CreditVentures 2.0 FIZ czy MCI.Partners Fundusz Inwestycyjny Zamknięty; Capital Partners: CP Investment I FIZ; Trigon TFI: Venture FIZ) oraz fundusze reprezentujące majątek indywidualnych osób (np. IPOPEMA 112 FIZ Aktywów Niepublicznych, poprzez który inwestuje znany inwestor giełdowy Michał Sołowow).

²¹ Fundusze Inwestycyjne Zamknięte Aktywów Niepublicznych - fundusze tego typu alokują do 80% aktywów w papiery wartościowe nie będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Tego typu fundusze mogą mieć charakter detaliczny (możliwość zainwestowania w nie przez szerszą grupę inwestorów) oraz niedetaliczny (fundusze dla dedykowanych klientów).

²² Są to np. takie fundusze w formule FIZAN jak: fundusze MCI Capital (Subfundusz MCI.EuroVentures 1.0, Subfundusz MCI.TechVentures 1.0, MCI.CreditVentures 2.0 FIZ czy MCI.Partners Fundusz Inwestycyjny Zamknięty), IPOPEMA 112 FIZ Aktywów Niepublicznych poprzez który inwestuje Michał Sołowow czy Capital Partners (CP Investment I FIZ), Trigon TFI (Trigon Ventures).

3. **Prywatne fundusze VC** - z analizy profili członków stowarzyszenia PSIK wynika, iż wśród 54 funduszy (w tym również fundusze finansowane z kapitału publicznego i fundusze zagraniczne) 32 to podmioty prywatne reprezentujące sektor *private equity*. Cztery z tych funduszy deklarują minimalną wartość inwestycji poniżej 5 mln EUR oraz zainteresowanie inwestycjami w późniejszą fazę venture – tzw. *later stage*. W przypadku tego segmentu rynku dominują transakcje w takich sektorach gospodarki jak telekomunikacji, energetyki czy transportu. Przewagi uzyskiwane przez przedsiębiorstwa w tych sektorach związane są z efektem skali – rozwój mocy produkcyjnych czy wejście na nowe rynki. Do grupy tych funduszy należy także zaliczyć podmioty nie zrzeszone w PSIK działające w formule spółek inwestycyjnych notowanych na rynku *NewConnect* oraz spółki prywatne (nienotowane) promujące się jako fundusze VC a faktycznie mające status podmiotów doradczo-inwestycyjnych przy czym nierzadko inwestycje są de facto wynikiem zapłaty w formie udziałów we własności za udzielone wsparcie doradcze. Do tych pierwszych można zaliczyć np. ERNE Ventures czy grupę podmiotów związaną z PCH Capital – Runicom i Assetian. Przykładem funduszy (czy spółek doradczo-inwestycyjnych) z drugiej grupy są fundusze zakładane przez grupy doświadczonych przedsiębiorców - Protos VC, Fidiasz czy HedgeHog Fund, czy też inwestycje tzw. bogatych rodzin (np. Michał Sołowow, Łukasz Wejchert, rodzina Kulczyków²³) zrealizowane poprzez dedykowane podmioty (np. Dirlango, Kulczyk Investment). Polityka inwestycyjna tych podmiotów – w tym w szczególności spółek doradczo-inwestycyjnych - ukierunkowana jest głównie na sektor ICT, gdzie kapitałochłonność inwestycji jest stosunkowo niska, a prawdopodobieństwo zwrotu z kapitału wysokie. Wśród spółek portfelowych w jakie inwestuje ta grupa funduszy (inwestorów) znajdziemy również wyjątki reprezentujące wysokie technologie oraz spółki realizujące prace badawczo rozwojowe (np. inwestycje M. Sołowowa w spółkę 3D Gence - producenta drukarek 3D, czy OncoArendi Therapeutics - leki przeciwzapalne i przeciwnowotworowe, a w przypadku spółki Kulczyk Investment - Fibaro inteligentne domy. Obserwowana obecnie duża mobilizacja środków publicznych ukierunkowanych na wsparcie rynku *venture capital* powoduje – jak wynika z naszych obserwacji - że prywatny kapitał zgromadzony w ramach funkcjonujących małych funduszy VC czy też spółek inwestycyjnych jest akumulowany i kierowany m.in. do programów ogłaszanych w ramach POIR. Można zatem oczekiwać, że wiele prywatnych funduszy (zwłaszcza tych mniejszych) wykorzysta pojawienie się interwencji jako element aktywizujący ich działalność i ją wspierający. Wspierający w tym sensie, że możliwe i realne stanie się dokonywanie inwestycji w układach konsorcjalnych: publiczno-prywatnych gdzie oba rodzaje kapitału będą się wzajemnie uzupełniać. Można zatem przypuszczać – na tym etapie ewaluacji - iż mało prawdopodobne jest, aby interwencja publiczna (realizowana przez NCBR) powodowała efekt wypychania z rynku właśnie tych mniejszych inwestorów (w tym aniołów biznesu). Bardziej prawdopodobne jest, że wzmocni ona mobilizację kapitału i zwiększanie skali działalności podmiotów prywatnych i inwestorów.

²³ Inwestycje Kulczyk Investment mają charakter *private equity*, ale są tam też inwestycje o charakterze venture np. Fibaro, a w planach są kolejne inwestycje poprzez projekt InCredibles VC.

4. **Aniołowie biznesu** – stanowią oni najmniej „widoczny” segmentem rynku prywatnego. Pod pojęciem tym rozumiemy dojrzałych przedsiębiorców inwestujących własne oszczędności w przedsięwzięcia uruchamiane przez osoby trzecie (niepowiązane z aniołem biznesu) i aktywnie wspierających takie projekty swoją wiedzą i kontaktami. Ze względu na ściśle prywatny charakter tego typu inwestycji segment ten w najmniejszym stopniu poddaje się usystematyzowanej obserwacji. Z najnowszych danych opublikowanych przez EBAN wynika, że w Polsce w 2015 r. w ramach pięciu istniejących sieci aniołów biznesu zarejestrowanych było ok. 411 inwestorów (tabela 5). Wcześniejsze dane dla roku 2013 wykazywały znacznie niższą liczbę - ok. 160 inwestorów²⁴. Dane te najprawdopodobniej są niedoszacowane, gdyż nie obejmują osób działających poza sieciami²⁵. Szacunki jakie przeprowadzono w 2012 roku wskazywały, że łącznie w ramach sieci i poza nimi może funkcjonować ok. 500 aniołów biznesu²⁶ przy czym proporcja pomiędzy inwestorami zrzeszonymi w sieciach i tych działających poza nimi może wynosić ok. 50/50. Z tego można wnosić, że faktycznie populacja aniołów biznesu to obecnie ok. 800 inwestorów. Rozmiary tej populacji nie przekładają się jednak bezpośrednio na liczbę inwestycji. Według EBAN w roku 2015 i wcześniej w 2013 inwestycji aniołów biznesu (zrzeszonych w sieciach) było odpowiednio 32 i 38. Ich łączna wartość wyniosła 12,3 mln euro i 6,6 mln euro co oznacza, że średnia wartość inwestycji wahała się w przedziale 173 tys. euro do 386 tys. euro. Z niskiej wartości tych średnich można wnosić, że dotyczyły one przede wszystkim finansowania wczesnych faz rozwoju²⁷. Najprawdopodobniej większość z tych inwestycji dotyczyła projektów z sektora ICT²⁸. Reasumując, można szacować, że na polskim rynku istnieje potencjalna grupa około 400-800 aniołów biznesu, przy czym inwestorów aktywnych (tj. dokonujących inwestycji w sposób usystematyzowany i ciągły) jest zaledwie kilkudziesięciu (30-40), a ich jednostkowe zaangażowanie sięga kilkuset tysięcy euro. Z posiadanych informacji wynika także, że stosunkowo intensywnie przebiega proces koncentracji aktywności aniołów biznesu poprzez wspólne inwestowanie (konsorcja) lub też tworzenie mikro-funduszy inwestycyjnych/spółek inwestycyjnych (wspominamy o tym w poprzednim punkcie).

Tabela 5. Aniołowie biznesu na polskim rynku

Pozycja	2015	2014	2013	2010
Liczba zidentyfikowanych BA	411	Bd	160	134
Liczba inwestycji	32	bd	38	2

²⁴ European Early Stage Market Statistics 2015. EBAN, May 2016 oraz Statistics Compendium 2014. EBAN.

²⁵ Jest to niejako sub-segment rynku aniołów biznesu określany mianem „ukrytego” (niewidocznego) rynku.

²⁶ Evaluation of EU Member States’ Business Angel Markets and Policies. Centre for Strategy & Evaluation Services. October 2012.

²⁷ Z danych EBAN zebranych dla sieci działających w 31 krajach wynika, że w 2015 roku 73% inwestycji dokonywano łącznie w fazę *pre-seed*, *seed* i *start-up*. Porównaj: European Early Stage Market Statistics 2015. EBAN, May 2016 str. 9.

²⁸ Tak wynika z danych EBAN (w 2015 r. 50% inwestycji dokonano w projekty z sektora ICT i mobilnego). Z badań prowadzonych w 2007 r. dla rynku polskiego również wynikało, że większość projektów dofinansowanych przez aniołów biznesu pochodziła z sektora ICT. Porównaj: P. Tamowicz Business angels. Pomocna dłoń kapitału. PARP, wrzesień 2007.

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Wartość inwestycji (mln euro)	12,35	9,5	6,6	Brak danych
Średnia inwestycja na jedną spółkę (tys. euro)	385,9	bd	173,158	Brak danych

Źródło: EBAN

2 LOGIKA INTERWENCJI

Na działanie 1.3. POIR Prace B+R finansowane z udziałem funduszy kapitałowych składają się dwa poddziałania:

- 1.3.1 Wsparcie projektów badawczo- rozwojowych w fazie *preseed* przez fundusze typu *proof of concept* - BRIDGE Alfa,
- 1.3.2 Publiczno-prywatne wsparcie prowadzenia prac badawczo-rozwojowych z udziałem funduszy kapitałowych - BRIDGE VC

Celem działania jest inicjacja współpracy instytucji publicznych oraz funduszy typu VC (krajowych i zagranicznych), w celu wsparcia przedsiębiorstw typu *spin-off* realizujących projekty B+R. Poprzez zastosowanie takiego rozwiązania środki publiczne są wykorzystywane do generowania nakładów prywatnych na finansowanie działalności B+R.

2.1 PODDZIAŁANIE 1.3.1 BRIDGE ALFA

Pierwsze poddziałanie ma charakter dotacyjny i łączy w sobie element dotacji oraz inwestycji kapitałowej z udziałem kapitału prywatnego na poziomie 20%. Zadaniem funduszy BRIDGE Alfa jest weryfikacja i walidacja projektów B+R w fazie *proof-of-principle* i następnie tworzenie na ich podstawie spółek *spin-off* (faza PoC).

- Faza *proof-of-principle* (PoP) – faza projektu B+R, polegająca na wczesnej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, wstępna ocena potencjału projektu B+R, analizy otoczenia konkurencyjnego, zdefiniowanie planu badawczego i pierwszych kamieni milowych rozwoju projektu B+R, której realizacja możliwa jest m.in w jednostkach naukowych (uczelnie, instytuty naukowe PAN, instytuty badawcze, inne jednostki naukowe) lub przez osoby fizyczne albo dedykowane zespoły projektowe (wynalazcy, pomysłodawcy); realizacja tej fazy nie wymaga utworzenia odrębnego prawnie podmiotu dedykowanego do realizacji projektu B+R; faza PoP poprzedza powołanie spółki typu *spin-off* i finansowana jest w 80 % dotacją udzielaną przez NCBR, a w 20 % dofinansowana środkami inwestorów prywatnych.
- Faza *proof-of-concept* (PoC) – faza projektu B+R polegająca na właściwej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, których wyniki (jeśli pozytywne) na ogół umożliwią pełne zgłoszenie patentowe lub przejście do fazy międzynarodowej zgłoszenia pierwszeństwa w trybie PCT lub komercyjne wykorzystanie wyniku projektu B+R; zwykle realizowana jest poprzez prawnie wyodrębniony podmiot dedykowany do realizacji projektu B+R; faza PoC finansowana jest w formie mieszanej – wejścia kapitałowego inwestora (minimum 20 % środków) oraz dotacji ze strony NCBR (max 80%, przekazywanej za pośrednictwem funduszu BRIDGE Alfa) dla spółek utworzonych na bazie zweryfikowanych projektów B+R.

Celem szczegółowym poddziałania jest rozwój sieci wehikułów inwestycyjnych w postaci funduszy finansujących fazę PoC, których zadaniem jest weryfikacja i walidacja projektów B+R, które znajdują

się w fazie *preseed*. Głównym celem poddziałania jest wypełnienie luki podażowej projektów o charakterze technologicznym oraz *life science* na rynku inwestycji kapitałowych *early stage*²⁹. Inwestycje *early stage* zgodnie z definicją Invest Europe obejmują fazę *seed* oraz start-up. Program BRIDGE Alfa przewiduje wsparcie projektów B+R, pochodzących głównie ze środowiska jednostek naukowych w Polsce (uczelnie, instytuty badawcze, instytuty naukowe PAN) poprzez sfinansowanie fazy PoP i PoC.

Tym samym główny obszar zainteresowania funduszy Alfa będzie dotyczyć projektów w fazie *seed* i *start-up*, które będą pochodzić głównie ze środowisk naukowych. Biorąc pod uwagę zakres programu udzielana pomoc publiczna będzie mogła dotyczyć obszarów określonych w art.22 „Pomoc dla przedsiębiorstw rozpoczynających działalność” Rozporządzenia Komisji (UE) Nr 651/2014, co w uzasadnionych wypadkach będzie oznaczać możliwość inwestycji w małe przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie w okresie do pięciu lat po ich rejestracji, które nie dokonały jeszcze podziału zysków i nie zostały utworzone w wyniku połączenia. Maksymalna wartość pomocy została oznaczona jako 0,8 mln EUR.

2.2 PODDZIAŁANIE 1.3.2 BRIDGE VC

BRIDGE VC to instrument finansowy w ramach, którego fundusz funduszy dokapitalizuje wybrane fundusze VC, które z kolei będą realizować inwestycje kapitałowe i quasi-kapitałowe (transakcje o charakterze mieszanym – *mezzanine*) w innowacyjne spółki realizujące prace B+R. Udział kapitału prywatnego w ramach tego typu transakcji będzie nie mniejszy niż 50%. Celem poddziałania jest rozwój publiczno-prywatnych form finansowania, nakierowanych na wspieranie komercjalizacji projektów B+R w fazie pre-inkubacji, inkubacji i akceleracji. W ramach instrumentu wybrano dwa podmioty zarządzające, które utworzą dwa fundusze funduszy. Pierwszy z funduszy – NCBR CVC dedykowany jest rynkowi korporacyjnych inwestycji VC tj. finansowanych przez prywatnych inwestorów związanych z przedsiębiorstwami. Drugi fundusz funduszy – NCBR VC skierowany jest do inwestorów prywatnych (indywidualnych i instytucjonalnych), którzy w ramach powoływanych funduszy VC będą inwestować w małe i średnie przedsiębiorstwa realizujące prace B+R. Zarządzający funduszami funduszy dokonają wyboru funduszy VC, których zadaniem będzie dokonywanie bezpośrednich inwestycji w innowacyjne spółki realizujące projekty B+R, wychodzące z fazy *seed* i poszukujące kolejnych rund finansowania. Biorąc pod uwagę logikę działania naturalnym źródłem projektów będą spółki wywodzące się z portfeli funduszy BRIDGE Alfa, które będą poszukiwać finansowania w ramach rundy B i C (*start-up* i późniejsza faza *venture*)³⁰.

²⁹ Inwestycje *early stage* zgodnie z definicją Invest Europe obejmują fazę *seed* oraz start-up.

³⁰ W ramach przedsięwzięcia BRIDGE VC w odniesieniu do menadżerów funduszu-funduszy przeprowadzony został test inwestora prywatnego przewidziany w „Wytycznych Komisji Europejskiej dotyczących finansowania ryzyka”. Tym samym w ramach działania 1.3.2 POIR pomoc publiczna nie występuje z uwagi na niespełnienie wszystkich wskazanych w „Wytycznych” przesłanek uznających wsparcie jako pomoc publiczną. W szczególności w tym przypadku nie mamy do czynienia z przesłanką związaną z uzyskaniem korzyści przez podmiot prywatny.

Fundusze VC/CVC wybrane w przejrzysty i obiektywnie uzasadniony sposób (nie prowadzący do powstania konfliktu interesów) będą inwestować w:

- a. mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa,
- b. posiadające polski pierwiastek,
- c. prowadzące działalność B+R,
- d. wychodzące z fazy załączkowej (*seed*),
- e. poszukujące kolejnych rund finansowania.

Polski pierwiastek z umowach z Funduszami-Funduszy został scharakteryzowany jako więź łącząca spółkę portfelową z Polską, która w maksymalnie pięcioletniej perspektywie czasowej będzie mieć bezpośredni pozytywny wpływ na polski sektor B+R lub otoczenie rynkowe ściśle z nim związane. W załączniku nr 9 do umów z Funduszami-Funduszy wskazano na przykładowe okoliczności wystąpienia polskiego pierwiastka w potencjalnych spółkach portfelowych:

- a. zdolność kierowania polityką finansową i operacyjną spółki portfelowej przed dokonaniem inwestycji mają osoby mające miejsce stałego pobytu na terytorium Polski,
- b. 50% działalności B+R jest prowadzona na terenie Polski,
- c. 50% działalności operacyjnej o wysokim stopniu wartości dodanej jest prowadzona na terenie Polski,
- d. 50% projektantów produktu lub inżynierów pracujących nad technologią ma miejsce stałego pobytu na terytorium Polski,
- e. w okresie dwunastu miesięcy co najmniej 50% wynalazków będących podstawą uzyskania przez spółkę patentów, 50% wzorów przemysłowych lub 50% wzorów użytkowych, zostało opracowanych na rzecz spółki portfelowej na terytorium Polski,
- f. co najmniej 50% pracowników wszystkich szczebli pionów operacyjnych (tj. zajmujących się pracami badawczo-rozwojowymi) Spółki Celowej ma miejsce stałego pobytu na terytorium Polski.

2.3 INSTRUMENTY FINANSOWE W PERSPEKTYWIE 2014-2020 A DZIAŁNIE 1.3. POIR

W nowym okresie programowania 2014-2020 planowane jest uruchomienie siedmiu krajowych programów pomocowych (w tym trzech realizowanych z udziałem NCBR) oraz sześciu programów wdrażanych z poziomu województw (w ramach środków RPO) - schemat 3 i tabela 6. Konstrukcja tych programów zawiera trzy podstawowe charakterystyki stanowiące ich linie demarkacyjne i tym samym wyznaczające posadowienia programu w strukturze rynku. Są to: grupa docelowa projektów w jakie mogą inwestować wsparte fundusze, limity inwestycyjne oraz proporcja udziału środków publicznych i prywatnych określające de facto poziom awersji do ryzyka. Z przeglądu tych charakterystyk wynikają następujące wnioski:

1. Na etapie inwestycji *venture capital* (*seed/start-up* i późniejsza faza *venture*) funkcjonować będą jednocześnie trzy instrumenty – działanie 3.1. POIR (StarterFIZ), działanie 3.2. (Biznest) oraz działanie 1.3.1 (BRIDGE Alfa). Nie sądzimy, aby w przypadku BRIDGE Alfa sytuacja ta rodziła istotne ryzyko konkurencji instrumentów. Faktem jest, że pomimo iż beneficjentami bezpośrednimi powinny być różne grupy inwestorów – odpowiednio zespoły *venture capital* zainteresowane innowacyjnymi ryzykownymi projektami, aniołowie biznesu oraz zespoły *venture capital* zainteresowane inwestycjami w projekty B+R - to w praktyce z uwagi na zbliżone limity inwestycyjne istnieje ryzyko, że grupy te będą realnie konkurować o podobne projekty inwestycyjne. Kluczowym czynnikiem, który to ryzyko (konkurencji) ogranicza jest inna percepcja tych instrumentów na ryzyko. Wprawdzie w programach StarterFIZ i BRIDGE Alfa intensywność wsparcia publicznego jest taka sama (20% kapitału prywatnego i 80% kapitału publicznego) to jednak w przypadku StarterFIZ brak jest elementu dotacyjnego i jest on ukierunkowany na inwestycje głównie w fazę *start-up*, a nie *seed*. Sytuacja ta stanowi niejako swoistą „kotwicę bezpieczeństwa” dla BRIDGE Alfa. Czynnikiem chroniącym BRIDGE Alfa przed konkurencją jest także wymóg prowadzenia prac B+R w fazie PoP i PoC oraz występowanie polskiego pierwiastka.
2. Należy jednak pamiętać, że istnieje realne ryzyko zerwania takiej „kotwicy bezpieczeństwa” co spowoduje zdrzefowanie programu w obszary rynku gdzie nastąpi zderzenie z innymi instrumentami interwencji. Aby tak się nie stało na etapie selekcji spółek portfelowych należy zwrócić uwagę na takie kluczowe kwestie decyzyjne jak: w fazie PoP - powiązanie projektów z jednostkami naukowymi lub przedsiębiorstwami realnie prowadzącymi prace B+R, występowanie elementów prac przemysłowych i eksperymentalnych prac rozwojowych, potencjał w zakresie międzynarodowego zgłoszenia patentowego, konkurencyjność przedsięwzięcia w skali ponad krajowej; w fazie PoC: zdolność do zgłoszenia patentowego lub przejście do fazy międzynarodowej zgłoszenia pierwszeństwa w trybie PCT, możliwość komercyjnego wykorzystania wyniku prac B+R, występowanie polskiego pierwiastka, sprzedaż planowanych produktów, usług lub technologii na międzynarodowym rynku.
3. Na poziomie inwestycji powyżej kwoty 3 mln zł i dedykowanych do późniejszych faz *venture* oraz fazy wzrostu przedsiębiorstw, konkurencja będzie dotyczyć trzech programów: działanie 2.2 (Otwarte Innowacje), poddziałanie 3.1.4 (KOFFI) oraz poddziałanie 1.3.2 (NCBR VC/CVC).

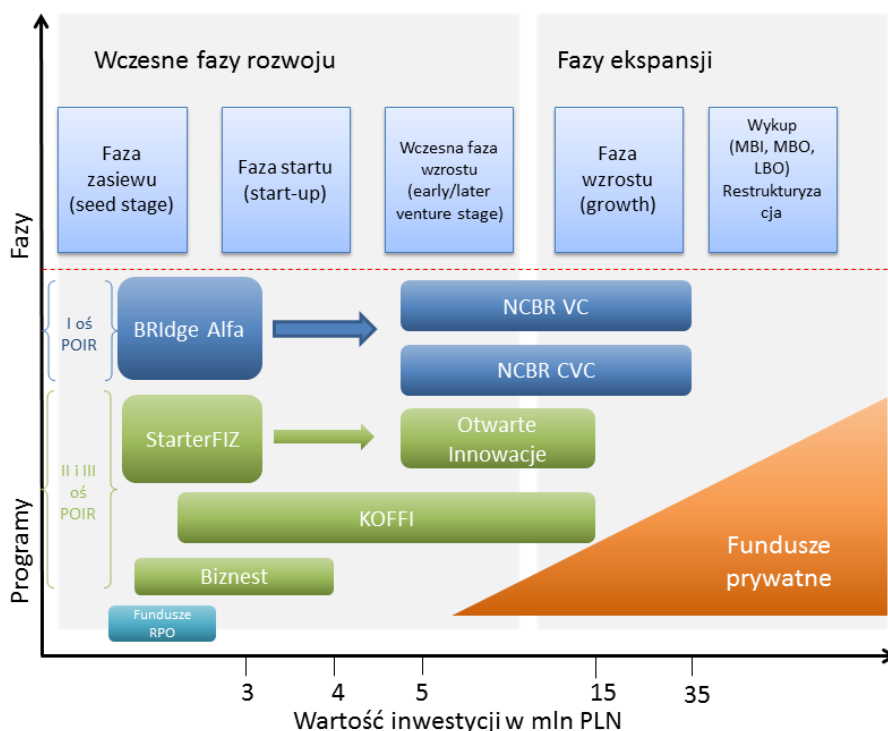
Ryzyko kolizji w naszej ocenie może pojawić się pomiędzy programem NCBR VC/CVC, a Programem Otwarte Innowacje FIZ. Charakterystyki obu programów są bardzo podobne, przy czym program Otwarte Innowacje FIZ może wykazywać większą otwartość na ryzyko ze względu na wyższy udział kapitału publicznego (60/40 wobec 50/50 w NCBR CVC). Problematiczne w naszej ocenie jest również zdefiniowanie parametrów programu NCBR CVC/VC. Dopuszczalność bardzo wysokiego limitu inwestycyjnego i proporcjonalnego podziału ryzyka (50/50) stwarza ryzyko „wyjścia” tego programu pomocowego poza obszar luki kapitałowej i kolizji z inwestycjami prywatnymi (wypychanie).

4. Stosunkowo najmniejsze znaczenie na rynku i najmniejsze ryzyko kolizji z programami NCBR będą miały działania realizowane z poziomu województw. Zaplanowanych sześć programów pomocowych jakkolwiek dedykowanych jest projektom z komponentem B+R to jednak ze względu na niewielkie limity inwestycyjne (1 mln zł) i niewielkie alokacje (łącznie 24 mln euro) nie będą stanowiły ani źródła ryzyka ani elementu komplementującego działania krajowe.
5. Generalnie należy stwierdzić, że ogólna sytuacja rynkowa w jakiej uruchamiane są oba działania NCBR nie jest zbyt korzystna. Uruchomienie w podobnym czasie szeregu instrumentów kapitałowych i *quasi*-kapitałowych może doprowadzić do wyczerpania zasobów projektów zainteresowanych wsparciem poprzez inwestycje polegające na objęciu udziałów w spółce pomysłodawcy. Konsekwencją będzie wzrost wycen projektów (gdyż nastąpi wzrost siły przetargowej pomysłodawcy) oraz wzrost liczby inwestycji o potencjalnie niższej jakości (uruchomianych *ad-hoc* czasem nawet tylko po to, aby zrealizować założoną wskaźniki). Doprowadzi to także do odpływu niektórych projektów do funduszy dysponujących wyższymi limitami inwestycyjnymi i niższymi wymogami formalnymi. Tym samym ekosystem zarysowany na etapie planowania interwencji ulegnie zaburzeniu.
6. Aby zatem zapewnić wysoką skuteczność obu działań realizowanych przez NCBR za niezwykle istotne uważamy zwrócenie olbrzymiej uwagi na staranność procesu selekcji zespołów menedżerskich mających zarządzać funduszami oraz utrzymanie pod kontrolą wspomnianej „kotwicy bezpieczeństwa”. Stawia to duże wyzwanie merytoryczne i organizacyjne przed zespołem NCBR, gdyż przedstawiciele NCBR zasiadający w komitetach inwestycyjnych będą pełnili szczególną rolę w procesie selekcji projektów i zapewnienia zgodności realnej strategii inwestycyjnej z celami programu. Będą oni stanowili najważniejsze ogniwo monitoringu prawidłowego funkcjonowania programu BRIDGE Alfa oraz BRIDGE VC. W przypadku BRIDGE Alfa w momencie podejmowania decyzji inwestycyjnej (zdefiniowanej w Regulaminie konkursu), przedstawiciel NCBR powinien mieć pełną świadomość i odwagę zgłosić sprzeciw **w przypadku niezgodności decyzji z zakresem mandatu inwestycyjnego** (wyrażonego w polityce inwestycyjnej) czy też innych niedopuszczalnych sytuacjach np. występowania konfliktu interesów, wystąpienia zdarzeń negatywnie wpływających na funkcjonowanie funduszu lub interesu narodowego (zdefiniowanej w Regulaminie konkursu „Restrykcja inwestycyjna”). Z uwagi na tak ważką rolę wskazane byłoby, aby przedstawiciele NCBR w komitetach inwestycyjnych posiadali możliwość skorzystania z odpowiednich szkoleń, czy też mieli dostęp do baz patentowych lub baz branżowych (w tym serwisów oferujących informacje w zakresie aktualnych inwestycji sektora VC/PE na świecie). Dodatkowo przygotowana powinna zostać instrukcja dla członków komitetów inwestycyjnych, gdzie

opisane powinny być procedury inwestycyjne, czynniki charakteryzujące projekty na etapie selekcji oraz dobre praktyki zebrane w trakcie pilotażu poprzednich programów.

7. Ponieważ fundusze BRIDGE Alfa wybrane w ramach pierwszego konkursu planują zainwestować łącznie w ponad 340 spółek portfelowych w przypadku delegowania do komitetów inwestycyjnych zbyt małej liczby pracowników NCBR pojawi się ryzyko paraliżu działalności funduszy (kiedy to niemożliwe będzie podejmowanie decyzji kluczowych oraz decyzji inwestycyjnych w ramach bieżącej działalności funduszy) lub też przeciążenie pracowników NCBR zadaniami i brak możliwości odpowiednio wnikliwego rozważenia danej sytuacji decyzyjnej. Sytuacja taka może negatywnie wpłynąć na postęp wydatków w ramach działania i efektywność całego programu. W związku z powyższym rekomenduje się rozważenie możliwości powoływania do komitetów inwestycyjnych zewnętrznych ekspertów posiadających wiedzę zarówno związaną ze specyfiką pomocy publicznej, jak i rynku *venture capital*/innowacyjnych projektów w fazie komercjalizacji.

Schemat 3. Instrumenty finansowe planowane w ramach POIR



Źródło: Taylor Economics na podstawie POIR oraz materiałów NCBR i PFR

Tabela 6. Działanie 1.3 PO IR, a pozostałe programy pomocowe na rynku VC.

Nazwa programu	Faza rozwoju /rodzaj celu inwestycyjnego	Deklarowana wielkość inwestycji w mln zł	Środki publiczne alokowane na program w mln zł	Udział środków publicznych i prywatnych na poziomie funduszu VC
NCBR BRidge Alfa (1.3.1)	Inkubacja i start	1-3	460	80/20
PFR Starter FIZ	Inkubacja i start	1-3	782	80/20
PFR Biznest FIZ	Start i wczesny rozwój	0,2 – 4	258	50/50
PFR Otwarte Innowacje FIZ	Akceleracja technologiczna, rozwój, wdrożenie projektów B+R	5-15	421	60/40
PFR KOFFI FIZ	Wzrost, rozwój, ekspansja (brak wymogu prowadzenia B+R)	2,5 - 15	324	50/50
PFR NCBR CVC (1.3.2)	Wzrost, ekspansja (innowacyjne projekty technologiczne)	5-35	433	50/50
NCBR VC (1.3.2)	MŚP o profilu technologicznym	<60	550	50/50
Działania przewidziane w ramach 6 Regionalnych Programów Operacyjnych (woj. Pomorskie, Kujawsko-Pomorskie, Zachodnio-Pomorskie, Warmińsko-Mazurskie, Podlaskie, Lubelskie)	Wsparcie projektów zakładających komercjalizację prac B+R, wsparcie projektów innowacyjnych na wczesnym etapie rozwoju.	0,2-1	23,7	Brak danych

Źródło: Taylor Economics na podstawie NCBR, PFR Venture, RPO.

2.4 PODSUMOWANIE LOGIKI INTERWENCJI

Biorąc pod uwagę zaktualizowaną wartość luki kapitałowej na poziomie poniżej 3 mln EUR (rozdział Luka kapitałowa i dotychczasowa interwencja) należy stwierdzić, iż zaplanowana przez NCBR interwencja w trafny sposób adresuje problem niedorozwoju rynku VC. Dodatkowo, elementy związane z realizacją prac B+R w spółkach portfelowych, które mają być przesłanką do inwestycji przez fundusze VC, wyróżniają interwencję i adresują problemy zidentyfikowane w ramach raportu „Ocena stanu gotowości sektora badawczo-rozwojowego w Polsce do skorzystania z możliwości wsparcia z publiczno-prywatnych inwestycyjnych instrumentów finansowych w latach 2014-2020 oraz możliwości wdrażania tych instrumentów przez NCBR”. Zidentyfikowana w niniejszym badaniu luka na poziomie do 3 mln EUR dotyczy spółek realizujących projekty z tradycyjnych sektorów. W Polsce, finansowanie ze środków prywatnych projektów związanych z komercjalizacją prac B+R jest na marginalnym poziomie. Projekty takie zidentyfikowane do tej pory w Polsce posiłkują się zróżnicowanymi źródłami finansowania, ale można wskazać na przewagę środków publicznych pochodzących głównie z dotacji. Tym samym luka kapitałowa dla projektów komercjalizujących prace B+R dotyczy właściwie każdego poziomu finansowania. Jako przyczyny takiej sytuacji wskazano:

- wielkość projektu, w ramach którego realizowane są prace B+R nie wpływa na obniżenie awersji do ryzyka inwestorów kapitałowych *private equity*,
- zidentyfikowano lukę kompetencyjną wśród menedżerów funduszy, co oznacza że brak jest możliwości dokonywania wiarygodnej oceny projektów B+R (walidacja technologii / rozwiązania) z uwagi na brak doświadczenia związanego z transferem technologii przy wykorzystaniu instrumentów kapitałowych³¹.

Oba instrumenty zaplanowane w ramach działania 1.3. POIR adresują powyższe problemy i jeśli interwencja zostanie zrealizowana w sposób skuteczny powinny przyczynić się zarówno do wzrostu podaży projektów, w ramach których komercjalizowane są prace B+R (głównie BRIDGE Alfa), jak i wzrostu przedsiębiorstw bazujących na tych projektach (BRIDGE VC). W związku z istnieniem ryzyka konkurencji ze strony innych (dopiero uruchamianych) instrumentów korzystne byłoby przyspieszenie inwestycji w ramach działania 1.3.1. Należy także pamiętać o utrzymaniu „kotwicy bezpieczeństwa” czyli założeniach projektu tj. realizacji inwestycji *early stage* oraz pozyskiwaniu projektów pochodzących bezpośrednio z jednostek naukowych. Z kolei fundusze zakładane w ramach poddziałania 1.3.2 odegrają istotną rolę w finansowaniu drugiej rundy dla projektów powstających w działaniu 1.3.1. Analizy dotyczące luki kapitałowej jednoznacznie pokazują, że po wyczerpaniu zasobów finansowych pochodzących z funduszy BRIDGE Alfa (około 1,5 roku od momentu rozpoczęcia inwestycji), spółki portfelowe będą miały znaczne problemy w pozyskaniu drugiej rundy finansowania w Polsce i rozpoczęciu sprzedaży. Faza rozwoju spółek portfelowych nie pozwoli im na pozyskanie inwestorów branżowych w kraju, a pozyskanie inwestorów zagranicznych może doprowadzić do transferu technologii przed osiągnięciem znaczącej pozycji, co wpłynie negatywnie na wycenę tych

³¹ Porównaj Ocena stanu gotowości sektora badawczo-rozwojowego w Polsce do skorzystania z możliwości wsparcia z publiczno-prywatnych inwestycyjnych instrumentów finansowych w latach 2014-2020 oraz możliwości wdrażania tych instrumentów przez Narodowe Centrum Badań i Rozwoju; Policy & Action Group Uniconsult Sp. z o.o., Taylor Economics Sp. z o.o., IMAPP Sp. z o.o., Fundacja Naukowa Instytut Badań Strukturalnych, marzec 2015, Raport końcowy.

podmiotów. W celu uniknięcia tych problemów wskazane jest uruchomienie poszczególnych funduszy VC w ramach dwóch FoF na przestrzeni najbliższego roku i sprzężenie obu programów np. poprzez działania informacyjne i networkingowe.

Rekomendacje:

1. W celu uniknięcia kolizji programów pomocowych (BRIDGE Alfa i StarterFIZ) należy zwrócić uwagę poszczególnym funduszom Alfa, iż podstawa ich działalności jest inwestowanie w projekty *early stage* (*seed* i *start-up*) pochodzące bezpośrednio z jednostek naukowych (*spin-off*) lub przedsiębiorstw prowadzących prace B+R (szczególnie w obszarze life science i różnego rodzaju technologii). Rekomendacja powinna zostać zrealizowana poprzez działania informacyjne NCBR i dokładną analizę projektów w trakcie posiedzeń komitetów inwestycyjnych ze szczególnym zwróceniem uwagi na oportunistyczne zachowania funduszy VC polegające na preferowaniu inwestycji w projekty z obszaru IT czy ICT, gdzie zakres i skala prowadzonych prac B+R może być wyolbrzymiana.
2. W celu realizacji wskaźników przewidzianych dla działania należy jak najszybciej rozpocząć procesy inwestycyjne w ramach uruchomionych funduszy Alfa oraz jak najszybciej rozpocząć wybór funduszy VC w ramach programów NCBR CVC/VC.
3. Należy wdrożyć działania informacyjne i koordynacyjne, tak aby fundusze Alfa stanowiły źródło inwestycji w ramach drugiej i trzeciej tury inwestowania funduszy finansowanych w ramach NCBR CVC/VC. Brak powiązania funduszy uruchamianych w ramach działania 1.3 może doprowadzić do upadłości podmiotów już sfinansowanych, gdyż luka kapitałowa dotyczy każdego poziomu inwestycji w przypadku projektów z komponentem B+R.
4. Luka kompetencyjna występująca generalnie na rynku zarządców funduszy VC (co też jest widoczne w zamieszczonej poniżej analizie profili beneficjentów) powinna być zniwelowana poprzez prowadzenie przez NCBR działań informacyjnych w postaci publikacji branżowych (poprzez portal www.bridge.gov.pl oraz w formie publikacji papierowych), propagowanie dobrych praktyk czy informacji rynkowych na temat działalności funduszy (w tym w szczególności najciekawszych przykładów inwestycji technologicznych przeprowadzonych w ramach pilotażu Alf).
5. Kolejna runda finansowania funduszy BRIDGE Alfa (w ramach docelowej alokacji wskazanej w POIR) powinna uwzględniać postęp w realizacji inwestycji przez już uruchomiane fundusze i powinna zostać skierowana do najbardziej efektywnych podmiotów, które będą w stanie realizować inwestycje zgodnie z założeniami programu. Nie można jednak zapominać, że alokacja ta musi zostać uruchomiona jak najszybciej, tak aby postęp inwestycji do końca 2019 r. był jak największy i umożliwił przedłużenie programów pomocowych po 2020 r. W tym celu należy rozpocząć prace merytoryczne nad kształtem przyszłego konkursu na fundusze BRIDGE Alfa przy uwzględnieniu dodatkowej punktacji dla najbardziej aktywnych funduszy.

3 CHARAKTERYSTYKA BENEFICJENTÓW

3.1 PROFILE BENEFICJENTÓW

Analizą profili inwestycyjnych beneficjentów objęto 16 funduszy BRIDGE Alfa, z którymi do dnia 31 maja 2017 r. zostały podpisane umowy o dofinansowanie oraz cztery fundusze BRIDGE Alfa, które w wyniku zwiększenia alokacji lub na skutek procesu odwoławczego zostały rekomendowane do dofinansowania (łącznie więc jest to 20 funduszy). Analiza została przygotowana na podstawie *desk research* obejmującego wnioski i dokumenty beneficjentów oraz badanie CAPI.

Na podstawie zgromadzonego materiału można sformułować następujące obserwacje i wnioski.

1. Kluczowym elementem funduszy kapitałowych jest zespół menedżerski przygotowujący i podejmujący decyzje inwestycyjne. W grupie 20 beneficjentów - funduszy BRIDGE Alfa – zespoły menedżerskie składały się przeciętnie z 8 osób (Tabela 7). Ich faktyczna liczebność wahała się w dosyć szerokim przedziale od 5 do 13 osób. W skład tych zespołów wchodziła wąska grupa kluczowych menedżerów (tzw. kluczowy personel) składająca się przeciętnie z 3 osób; uzupełnienie stanowił zespół pomocniczy (tzw. zespół funduszu) składający się średnio z 5 osób.
2. W analizowanej grupie beneficjentów wyraźnie możemy wyróżnić dwa rodzaje zespołów stanowiących kluczowy personel: zespoły wykazujące się względną stałością swojego składu (fundusze kontynuujące działalność) oraz takie, które zostały skompletowane na potrzeby uruchomienia funduszu BRIDGE Alfa (fundusze „*ad hoc*”). Zespół kluczowego personelu działający w niezmiennym³² składzie występował w 14 funduszach (70%); w 6 pozostałych³³ osoby stanowiące kluczowy personel uprzednio nie prowadziły wspólnych inwestycji (tj. w tym samym składzie osobowym). Atrybut trwałości zespołu kluczowego personelu wart jest zwrócenia uwagi, gdyż w naszej ocenie może on być jednym z elementów wpływających na skuteczność funduszu. Po pierwsze, trwałość oznacza istnienie spójności społecznej i organizacyjnej zespołu (z uwagi na wspólne doświadczenia inwestycyjne) i mniejsze ryzyko konfliktów. Po drugie efektem takiej trwałości jest też optymalizacja sposobów postępowania i wytworzenie pewnych rutyn czy standardów.
3. Biorąc pod uwagę, iż program dopiero wystartował, trudno przesądzić jak duży będzie wkład tego czynnika (trwałości kluczowego personelu) na skuteczność funduszy. Tym niemniej, już obecnie można zauważyć pewien problem z tym związany. W funduszach „*ad hoc*”, zespoły menadżerskie są ewidentnie liczniejsze. Przeciętnie jest to blisko 9,5 osoby (licząc cały zespół), w tym 3 osoby w zespole kluczowego personelu oraz 6 osób w zespole funduszu. W funduszach kontynuujących działalność jest to „niecałe” 8 osób w przypadku całego zespołu oraz prawie 3 (kluczowy personel) i 5 osób (zespół funduszu). Różnica nominalnie jest

³² Za stały skład uznawaliśmy sytuację, gdzie większość (a nie wszyscy) członków działała razem od co najmniej kilku lat.

³³ Do grupy tej zaliczamy: Alfabeat Alfa, BlueLab, Kvarko, Leonarto Alfa, NEX Invest, Slimpact Fund.

niewielka – 1,5 osoby – choć w wymiarze efektywnościowym (koszty, liczba inwestycji) może być znaczna.

4. Z zebranych danych wynika również, że nie tylko liczebność zespołów menedżerskich różnicuje te dwie grupy funduszy. Zespoły kluczowych pracowników w funduszach „ad hoc” charakteryzowały się też mniejszym doświadczeniem inwestycyjnym. Doświadczenie takie charakteryzowało 77% zespołu kluczowych pracowników, podczas gdy w funduszach kontynuujących działalność 87% osób posiadało takie doświadczenie. Istotny jest również fakt, że w grupie funduszy „ad hoc” zaledwie w jednym przypadku (17%) w składzie kluczowego personelu znalazła się osoba posiadająca wykształcenie techniczne zgodne z deklarowanym profilem inwestycyjnym; w grupie funduszy kontynuujących działalność sytuację taką odnotowano w 5 przypadkach (36%). Doświadczenie takie mogło być oczywiście uzupełniane poprzez pozostały zespół funduszu lub komitet inwestycyjny, ale w naszej opinii pozostały zespół funduszu może okazać się mniej stały w okresie funkcjonowania funduszu.
5. Z połączenia dwóch powyższych charakterystyk – liczebność zespołów i doświadczenie inwestycyjne – można wnioskować, że niższy poziom doświadczenia inwestycyjnego w funduszach „ad hoc” starano się substytuować liczniejszymi zespołami dodatkowego personelu (zespół funduszu). W tej właśnie grupie sześciu funduszy, w czterech przypadkach liczebność całego zespołu (kluczowy personel plus zespół funduszu) wyniosła 10 osób i więcej.
6. Stosunkowo niewielkie zróżnicowanie pomiędzy oboma analizowanymi grupami występowało w przypadku struktury (źródeł) doświadczenia inwestycyjnego. W całej populacji beneficjentów doświadczenie członków kluczowego personelu było głównie wynikiem pracy w ramach projektów 3.1 POIG (41,5%) oraz programu pilotażowego Bridge Alfa (31%). W dalszej kolejności źródłem doświadczeń była praca w funduszach dofinansowanych przez KFK SA (16,8%) i inwestycje prywatne (10,4%). Natomiast w grupie funduszy kontynuujących działalność struktura pierwszych trzech źródeł doświadczeń była tylko nieznacznie wyższa: odpowiednio 43%, 34%, 19%, ale istotnie niższa w przypadku doświadczeń wynikających z inwestycji prywatnych (np. na własny rachunek) – 3,4%.
7. Fundusze planują łącznie zrealizować 343 inwestycje, co oznacza średnio ok. 17 inwestycji na fundusz przy średniej wartości inwestycji na poziomie ok. 1,4 mln zł (tabela 8). Wartość mediany jest zbliżona do wartości średniej co oznacza, że rozkłady są równomierne w ramach całej grupy. Zróżnicowanie co do liczebności zespołów menedżerskich daje znać w przypadku rozmiarów planowanego portfela inwestycyjnego. Jakkolwiek fundusze z zespołami tworzonymi „ad hoc” planują dokonać nieznacznie więcej inwestycji (per fundusz) niż fundusze z drugiej grupy (średnio 17,7 inwestycji wobec 16,9) to produktywność zespołów w funduszach kontynuujących działalność (mniej licznych) jest większa (6,2 inwestycji na członka kluczowego personelu w zespołach stałych wobec 5,5 inwestycji w zespołach „ad hoc”).
8. Definiując specjalizację sektorową beneficjenci najczęściej wskazywali na Krajową Inteligentną Specjalizację nr 15 – tj. inteligentne sieci i technologie *geoinformacyjne* (4 wskazania), co w większości przypadków będzie oznaczać inwestycje w szeroko rozumiany sektor ICT (m.in. *machine learning* czy *big data*). Drugą najczęściej wskazywaną była Krajowa Inteligentna Specjalizacja nr 4 – tj. innowacyjne technologie, procesy i produkty sektora

rolno-spożywczego i leśno-drzewnego oraz KIS nr 13 – tj. wielofunkcyjne materiały i kompozyty o zaawansowanych właściwościach, w tym nanoproceny i nanoproducty (w obu przypadkach po 3 wskazania). W większości przypadków strategie inwestycyjne były szersze i obejmowały dodatkowe sektory niezwiązane z główną KIS.

9. Wśród sektorów najczęściej wskazywanych przez beneficjentów jako potencjalne źródło inwestycji znalazły się usługi/technologie dla przemysłu (23,4%) oraz MedTech (19%) i ICT (19%). Pod względem specjalizacji sektorowej daje się zauważyć podział funduszy na dwie grupy. Pierwsza to fundusze specjalistyczne wyraźnie zorientowane praktycznie na jeden sektor czy też obszar specjalizacji. Takich funduszy „jednosektorowych” jest siedem. Trzy z nich są zorientowane na ICT (IT/Big Data), dwa na AgriTech i po jednym na MedTech i usługi/technologie dla przemysłu. Jako przykład takich funduszy jednosektorowych może tu posłużyć AgiTech Hub oraz Impera Alfa zorientowane praktycznie wyłącznie na AgriTech czy Data Invest planująca inwestować wyłącznie w obszarze big data. W grupie tych siedmiu funduszy wąsko sprofilowanych, 6 możemy zaliczyć do funduszy kontynuujących działalność.
10. Skonfrontowanie sektorowego doświadczenia inwestycyjnego członków kluczowego personelu z sektorami wskazanymi jako preferowane wskazuje, że wyższy poziom spójności³⁴ w tym zakresie posiadały fundusze kontynuujące działalność (średnia wartość wskaźnika spójności wyniosła 1,93 wobec 1,7 w funduszach z zespołami „ad hoc”); fundusze o trwałym zespole kluczowego personelu także częściej posiadały w swoim zespole osoby o wykształceniu/doświadczeniu technologicznym z branży wskazanej jako cel inwestycyjny.
11. Prywatny kapitał jaki zadeklarowano na cele inwestycyjne pochodził łącznie od 89 dawców – tabela 9-12; wykresy 5 i 6. Największą grupę stanowili dawcy korporacyjni³⁵ (46%) i osoby indywidualne (37%). Średnia wartość ich wkładu wynosiła odpowiednio 2,2 mln zł i 0,7 mln zł. Dawcami kapitału do funduszu były także osoby wchodzące w skład kluczowego personelu (rozwiązanie takie jest bardzo korzystne, gdyż stanowi istotny element motywacyjny). Łącznie takich dawców było 11, a średnia wartość wnoszonego kapitału wyniosła 0,9 mln zł³⁶. Największe jednostkowe wkłady pochodziły jednak od instytucji finansowych (np. Trigon Capital TFI). Tacy inwestorzy pojawili się łącznie w 4 funduszach średnio alokując 3,5 mln zł.
12. Pomiędzy oboma analizowanymi wcześniej grupami funduszy (fundusze kontynuujące działalność i „ad hoc”) istnieją stosunkowo niewielkie różnice co do struktury dawców. W pierwszej grupie jest ich nieznacznie więcej (4,6 wobec 4 dawców) i wnoszą oni zasadniczo zbliżone co do wartości wkłady. Istotna różnica występuje natomiast w przypadku dawców indywidualnych (0,72 mln wobec 0,57 mln zł) oraz instytucji finansowych. W przypadku funduszy kontynuujących działalność inwestorzy finansowi pojawili się w 3 funduszach podczas, gdy w drugiej grupie tylko w jednym.

³⁴ Ocena spójności doświadczenia inwestycyjnego ze wskazanymi sektorami dokonywana była punktowo w skali 0-3.

³⁵ Tj. osoby prawne. Niestety na tym etapie analizy nie można wykluczyć iż część z tych podmiotów to inwestorzy o charakterze finansowym

³⁶ Przy czym należy zaznaczyć, że tak wysoka średnia wynika z bardzo wysokiego zaangażowania menedżerów z funduszu Leonarto Alfa (wkład jednej osoby w wysokości 6 mln zł) i Kvarko (wkład jednej osoby w wysokości 2 mln zł). Jeśli pominąć wkłady tych dwóch osób to średnia wynosi 240 tys. Z analizy składu kluczowego zespołu Fundusz Leonarto Alfa można wnosić, że jest to typowy fundusz założony przez anioła biznesu



Tabela 7. Zespół menadżerski funduszy BRIdge Alfa

Lp.	Fundusze	Liczba członków Kluczowego Personelu (KP)	Liczba członków Zespołu Funduszu (ZF)	Udział % doświadczeń inwestycyjnych KP w liczbie KP	Doświadczenie KP spójne ze strategią (0-3)	Wykształcenie tech. KP w obszarze inwestycji funduszu
Fundusze "ad hoc"						
1	Alfabeat ALFA	3	7	67%	2	0
2	BlueLab	5	2	60%	1	0
3	Kvarko	3	8	100%	3	1
4	Leonarto Alfa	3	10	100%	1	0
5	NEX INVEST	3	3	67%	1	0
6	Simpact Fund	3	7	67%	2	0
Średnie grupa „ad hoc”		3,33	6,17	77%	1,67	
Suma grupa „ad hoc”		20	37			1
Fundusze kontynuujące działalność						
7	AgriTech Hub	3	6	67%	0	0
8	AKCELERATOR TECH. GLIWICE	4	5	100%	3	1
9	AUGERE HEALTH FOOD FUND	2	7	100%	2	1
10	BA by YouNick Mint	5	6	40%	3	0
11	Data Invest	3	5	67%	3	0
12	Impera Alfa	2	4	100%	1	0
13	Infini	2	5	100%	1	0
14	Innoventure	2	7	100%	2	0
15	Leonardo Fund	3	2	100%	3	1
16	LQT FUND II	2	4	100%	2	0
17	PIBIR	3	3	100%	2	1
18	Prometeia Innovation Fund	4	7	50%	1	1



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

19	SPEEDUP BA	2	3	100%	2	0
20	SVP 2	4	3	100%	2	0
Średnie grupa kontynuujące działalność		2,93	4,79	87%	1,93	
Suma grupa kontynuujące działalność		41	67			5
Średnia całość		3,05	5,2	84%	1,85	
Suma całość		61	104	-	-	6

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 8. Planowany portfel inwestycyjny funduszy BRIDGE Alfa

Lp.	Fundusze	Wartość funduszu (tys. PLN)	Wkład prywatny (tys. PLN)	Planowana liczba inwestycji	Średnia wartość inwestycji	Liczba KP	Liczba ZF	Liczba KP+ZF	Liczba inwestycji na KP	Liczba inwestycji na KP+ZF
Fundusze "ad hoc"										
1	Alfabeat ALFA	30 000	6 000	20	1 200	3	7	10	6,7	2,0
2	BlueLab	30 000	6 000	19	1 263	5	2	7	3,8	2,7
3	Kvarko	30 000	6 000	20	1 200	3	8	11	6,7	1,8
4	Leonarto Alfa	30 000	6 000	10	2 400	3	10	13	3,3	0,8
5	NEX INVEST	30 000	6 000	13	1 846	3	3	6	4,3	2,2
6	Slmpact Fund	30 000	6 000	24	1 000	3	7	10	8,0	2,4
Średnie grupa „ad hoc”		30 000	6 000	17,67	1 358	3,33	6,17	9,5	5,5	1,9
Suma grupa „ad hoc”		180 000	36 000	106		20	37	57		
Fundusze kontynuujące działalność										
7	AgriTech Hub	30 000	6 000	20	1 200	3	6	9	6,7	2,2
8	AKCELERATOR TECH. GLIWICE	30 000	6 000	25	960	4	5	9	6,3	2,8
9	AUGERE HEALTH FOOD FUND	30 000	6 000	17	1 412	2	7	9	8,5	1,9
10	BA by YouNick Mint	30 000	6 000	17	1 412	5	6	11	3,4	1,5
11	Data Invest	15 000	3 000	21	571	3	5	8	7,0	2,6
12	Impera Alfa	30 000	6 000	14	1 714	2	4	6	7,0	2,3
13	Infini	30 000	6 000	15	1 600	2	5	7	7,5	2,1
14	Innoventure	30 000	6 000	17	1 412	2	7	9	8,5	1,9
15	Leonardo Fund	20 000	4 000	17	941	3	2	5	5,7	3,4
16	LQT FUND II	30 000	6 000	10	2 400	2	4	6	5,0	1,7
17	PIBIR	30 000	6 000	15	1 600	3	3	6	5,0	2,5
18	Prometeia Innovation Fund	30 000	6 000	18	1 333	4	7	11	4,5	1,6
19	SPEEDUP BA	30 000	6 000	18	1 333	2	3	5	9,0	3,6
20	SVP 2	30 000	6 000	13	1 846	4	3	7	3,3	1,9



Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

Średnie grupa kontynuujące działalność	28 214	5 643	16,93	1 333	2,93	4,79	7,71	6,2	2,3
Suma grupa kontynuujące działalność	395 000	79 000	237		41	67	108		
Średnia całość	28 750	5 750	17,15	1 341	3,05	5,20	8,25	6,0	2,2
Suma całość	575 000	115 000	343		61	104	165		

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 9. Wkład prywatny inwestorów w tys. PLN

Lp	Fundusze	Liczba KP - inwestorów	Wartość wkładu KP	Liczba inwestorów finansowych	Wartość wkładu inwestorów finansowych	Liczba inwestorów indywidualnych	Wartość wkładu inwestorów indywidualnych	Liczba inwestorów w osób prawnych	Wartość wkładu inwestorów w osób prawnych	Liczba inwestorów w prywatnych razem	Wkład inwestorów w prywatnych razem	Średni wkład inwestorów w prywatnych razem
Fundusze "ad hoc"												
1	Alfabeat ALFA	3	60	-	0	5	1 940	1	4 000	9	6 000	667
2	BlueLab	1	500	-	0	4	3 200	3	2 300	8	6 000	750
3	Kvarko	1	2 000	1	2 000	-	0	1	2 000	3	6 000	2 000
4	Leonarto Alfa	1	6 000	-	0	-	0	-	0	1	6 000	6 000
5	NEX INVEST	-	0	-	0	-	0	2	6 000	2	6 000	3 000
6	SImpact Fund	-	0	-	0	-	0	1	6 000	1	6 000	6 000
Średnie grupa „ad hoc”		2	1 427	1	2 000	5	571	2	2 538	4	1 500	3 069
Suma grupa „ad hoc”		6	8 560	1	2 000	9	5 140	8	20 300	24	36 000	0
Fundusze kontynuujące działalność												
7	AgriTech Hub AKCELERATOR	-	0	-	0	1	1 200	3	7 900	4	9 100	2 275
8	TECH. GLIWICE AUGERE	-	0	1	3 000	5	3 100	1	600	7	6 700	957
9	HEALTH FOOD FUND	1	50	-	0	5	4 000	3	1 950	9	6 000	667
10	BA by YouNick Mint	-	0	-	0	-	0	1	6 000	1	6 000	6 000
11	Data Invest	-	0	-	0	-	0	1	3 000	1	3 000	3 000
12	Impera Alfa	-	0	1	6 000	-	0	-	0	1	6 000	6 000
13	Infini	-	0	-	0	-	0	1	6 000	1	6 000	6 000
14	Innoventure	-	0	-	0	6	5 600	1	400	7	6 000	857

Badanie współfinansowane przez Unię Europejską w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój

15	Leonardo Fund	-	0	-	0	-	0	3	4 000	3	4 000	1 333
16	LQT FUND II	-	0	-	0	-	0	1	6 000	1	6 000	6 000
17	PIBIR Prometeia	-	0	1	3 000	-	0	1	3 000	2	6 000	3 000
18	Innovation Fund	-	0	-	0	-	0	10	24 900	10	24 900	2 490
19	SPEEDUP BA	1	200	-	0	3	2 540	4	3 260	8	6 000	750
20	SVP 2	3	1 350	-	0	4	2 360	3	2 290	10	6 000	600
Średnie grupa kontynuujące działalność		2	320	1	4 000	4	783	3	2 100	5	1 565	2 852
Suma grupa kontynuujące działalność		5	1 600	3	12 000	24	18 800	33	69 300	65	101 700	0
Średnia całość		2	924	1	3 500	4	725	2	2 185	4	1 547	2 917
Suma całość		11	10 160	4	14 000	33	23 940	41	89 600	89	137 700	0

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 10. Liczba inwestorów prywatnych wg rodzaju

	Kluczowy Personel	Instytucje finansowe	Osoby Indywidualne	Osoby prawne
Fundusze "ad hoc"	6	1	9	8
Fundusze kontynuujące działalność	5	3	24	33
Razem	11	4	33	41

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 11. Wartość wkładu inwestorów prywatnych wg rodzaju

	Kluczowy Personel	Inwestorzy Finansowi	Osoby Indywidualne	Osoby prawne	Razem
Fundusze "ad hoc"	8 560	2 000	5 140	20 300	36 000
Fundusze kontynuujące działalność	1 600	12 000	18 800	69 300	101 700
Razem	10 160	14 000	23 940	89 600	137 700

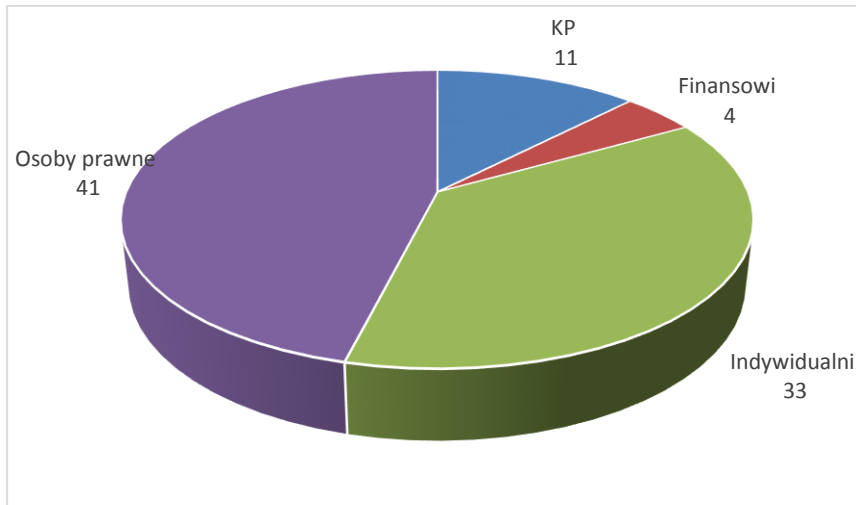
Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 12. Wartość średniego wkładu inwestorów prywatnych

	Kluczowy Personel	Inwestorzy Finansowi	Osoby Indywidualne	Osoby prawne	Razem
Fundusze "ad hoc"	1 427	2 000	571	2 538	1 500
Fundusze kontynuujące działalność	320	4 000	783	2 100	1 564
Razem	924	3 500	725	2 185	1 547

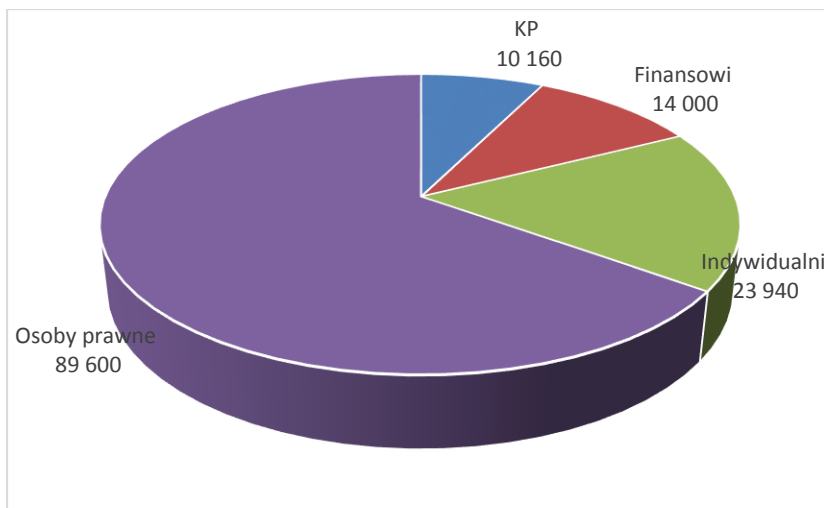
Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Wykres 5. Liczba inwestorów prywatnych wśród beneficjentów



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Wykres 6. Wartość wkładu inwestorów prywatnych wśród beneficjentów



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

3.2 PROFILE NIESKUTECZNYCH WNIOSKODAWCÓW

W analogiczny sposób jak w przypadku beneficjentów przeprowadzono analizę profili wnioskodawców nieskutecznych (łącznie 92). Z porównania poszczególnych zmiennych opisujących organizację i profil inwestycyjny wynika, że populacja wnioskodawców nieskutecznych pod wieloma względami była bardzo podobna do populacji beneficjentów – tabela 13. Zespół kluczowego personelu na ogół składał się z 3 osób i był uzupełniany przez pięcioosobowy zespół funduszu (3+5,1 osoby). Oznacza to, że zespoły te pod względem swojej liczebności były praktycznie identyczne jak w całej populacji beneficjentów (3 + 5,1 osoby) plasując niejako pomiędzy grupą funduszy, gdzie kluczowy personel wykazywał ciągłość na przestrzeni ostatnich kilku lat (2,9 + 4,8 osoby), a grupą funduszy określony przez nas jako „ad hoc” (3,3 + 6,2 osoby). Podobna sytuacja występowała w przypadku rozkładu doświadczenia inwestycyjnego. Wskaźnik dla tej zmiennej dla wnioskodawców nieskutecznych wyniósł 83% i był on o 6 punktów procentowych wyższy niż w przypadku funduszy „ad hoc” (77%) i jednocześnie o 4 punkty procentowe niższy niż w przypadku funduszy kontynuujących działalność (87%).

Niezwykle interesujący jest fakt, że pod względem struktury źródeł doświadczenia inwestycyjnego członków kluczowego personelu wnioskodawcy nieskuteczni prezentowali znaczną odmienność w stosunku do beneficjentów. U wnioskodawców nieskutecznych zdecydowanie dominowały (61%) doświadczenia związane z inwestycjami prywatnymi (np. ze środków własnych, realizowane w imieniu prywatnego przedsiębiorcy). Drugim źródłem doświadczeń były projekty 3.1 POIG (26,6%), a w dalszej kolejności inwestycje realizowane przez fundusze portfelowe KFK SA (7%) oraz program pilotażowy Bridge Alfa (4,5%); w przypadku beneficjentów te trzy źródła doświadczeń inwestycyjnych członków kluczowego personelu wynosiły odpowiednio: 41,5%, 16,8% i 31%.

Istotna różnica występowała w przypadku spójności doświadczenia (inwestycyjnego/sektorowego) posiadanego przez członków kluczowego personelu ze wskazaną (we wniosku) strategią specjalizacji branżowej. W przypadku wnioskodawców nieskutecznych wartość tej zmiennej wyniosła 1,62, podczas gdy w grupie beneficjentów – funduszy „ad hoc” było to 1,67, a w grupie funduszy kontynuujących działalność aż 1,93. Dostyc interesujący jest fakt, że wśród członków kluczowego personelu wnioskodawców nieskutecznych znacznie częściej (39%) niż wśród beneficjentów (30%) pojawiały się osoby o wykształceniu technicznym korespondującym ze wskazanym obszarem specjalizacji branżowej.

Wnioskodawcy nieskuteczni planowali zrealizowanie średnio o około jedną inwestycję więcej niż beneficjenci (tabela 14). W przypadku tego parametru średnia liczba inwestycji na fundusz była wyższa (18,6 inwestycji) niż w grupie „ad hoc” (17,7) i kontynuującej działalność (16,9). Zakładana średnia wartość planowanych inwestycji była jednak niższa niż wśród beneficjentów (1185 tys. zł wobec 1341 tys. zł), w tym także w relacji do obu analizowanych grup. W konsekwencji produktywność kluczowego personelu, jak i całego zespołu menedżerskiego (liczba zakładanych inwestycji na osobę) ukształtowała się (6,1 i 2,3) na praktycznie identycznym poziomie, jak w funduszach kontynuujących działalność.

Pod względem sektorowym deklarowane strategie inwestycyjne wnioskodawców nieskutecznych zorientowane były na ICT (21,4%) oraz MedTech (18,3%) i usługi/technologie dla przemysłu (18%). Strategie te więc wyraźnie się różniły od koncepcji inwestycyjnej beneficjentów, gdzie na pierwsze

miejsce wysuwały się usługi/technologie dla przemysłu (23,4%) oraz MedTech i ICT (po 19%). Istotne różnice występowały także w przypadku poziomu specjalizacji sektorowej. Wskaźnik specjalizacji sektorowej wśród wnioskodawców nieskutecznych wyniósł 81%, podczas gdy u beneficjentów wyniósł on 83%. Różnicę tą jeszcze lepiej oddaje liczba funduszy stricte specjalistycznych skoncentrowanych na jednym obszarze specjalizacji. Na 20 beneficjentów takich funduszy było 7 (35%), natomiast wśród wnioskodawców nieskutecznych 27 na 92 (29%).

Znaczne różnice pomiędzy beneficjentami, a wnioskodawcami nieskutecznymi daje się zauważyć w przypadku dostawców kapitału prywatnego do funduszy (tabela 15-18 i wykres 7 i 8). Także i tutaj – pod względem liczby inwestorów - dominują osoby prawne (36,7%) i osoby indywidualne (29%) choć zaangażowanie tych dwóch typów dawców jest niższe niż w przypadku beneficjentów (odpowiednio 46% i 37%). Natomiast znacznie częściej wśród dawców kapitału występowali członkowie kluczowego zespołu (20%) i instytucje finansowe (14%). Również odmiennie kształtowały się średnie wartości zadeklarowanego wnoszonego kapitału. Podczas gdy osoby prawne deklarowały wniesienie średnio tyle samo co osoby prawne w funduszach „ad hoc”, kwoty wnoszone (deklarowane) przez osoby indywidualne były blisko dwa razy wyższe niż u beneficjentów. Również zdecydowanie więcej wnosili członkowie kluczowego personelu szczególnie w relacji od funduszy kontynuujących działalności (1446 tys. zł wobec 320 tys. zł). Znacznie mniejsze kwoty kapitału deklarowali natomiast inwestorzy finansowi – średnio było 2602 tys. zł czyli więcej niż w przypadku funduszy „ad hoc” (2000 tys. zł), ale mniej niż w funduszach kontynuowanych (4000 tys. zł).



Tabela 13. Zespół menadżerski funduszy BRIdge Alfa

Fundusze	Liczba Kluczowego Personelu (KP)	Liczba Zespół Funduszu (ZF)	Udział % doświadczeń inwestycyjnych KP w liczbie KP	Doświadczenie KP spójne ze strategią (0-3)	Wykształcenie tech. KP w obszarze inwestycji funduszu
Nieskuteczni wnioskodawcy					
Średnie	3,0	5,1	83%	1,62	
Suma	265	447			36
Beneficjenci					
Średnie	3,1	5,2	84%	1,85	
Suma	61	104			6
Średnia całość	3	5,1	83%	1,66	
Suma całość		326	551		42

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 14. Planowany portfel inwestycyjny funduszy BRIdge Alfa

Fundusze	Wartość funduszu (tys. PLN)	Wkład prywatny (tys. PLN)	Planowana liczba inwestycji	Średnia wartość inwestycji	Liczba KP	Liczba ZF	Liczba KP+ZF	Liczba inwestycji na KP	Liczba inwestycji na KP+ZF
Nieskuteczni wnioskodawcy									
Średnie	27 173	5 665	18,56	1 185	3,0	5,1	8,1	6,1	2,3
Suma	2 391 210	498 563	1615		265	447	712		
Beneficjenci									
Średnie	28 750	5 750	17,15	1 341	3,1	5,2	8,3	5,6	2,1
Suma	575 000	115 000	343		61	104	165		
Średnia		5 681	18,3	1 212	3	5,1	8,1	6,0	2,2

całość	27 465									
Suma całość	2 966 210	613 563	1958	326	551	877				

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 15. Wkład prywatny inwestorów w tys. PLN

Fundusze	Liczba KP - inwestorów	Wartość wkładu KP	Liczba inwestorów finansowych	Wartość wkładu inwestorów finansowych	Liczba inwestorów indywidualnych	Wartość wkładu inwestorów indywidualnych	Liczba inwestorów osób prawnych	Wartość wkładu inwestorów osób prawnych	Liczba inwestorów prywatnych razem	Wkład inwestorów prywatnych razem
Nieskuteczni wnioskodawcy										
Średnie		1 446		2 602		1 417		2 558		2 008
Suma	53	76 630	37	96 280	77	109 081	97	248 144	264	530 136
Beneficjenci										
Średnie		924		3 500		725		2 185		1 547
Suma	11	10 160	4	14 000	33	23 940	41	89 600	89	137 700
Średnia całość		1 356		2 690		1 209		2 447		1 892
Suma całość	64	86 790	41	110 280	110	133 021	138	337 744	353	667 836

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 16. Liczba inwestorów prywatnych

	KP	Finansowi	Indywidualni	Osoby prawne
Nieskuteczni wnioskodawcy	53	37	77	97
Beneficjenci	11	4	33	41
Razem	64	41	110	138

Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 17. Wartość wkładu inwestorów prywatnych

	KP	Finansowi	Indywidualni	Osoby prawne	Razem
Nieskuteczni wnioskodawcy	76 630	96 280	109 081	248 144	530 136
Beneficjenci	10 160	14 000	23 940	89 600	137 700
Razem	86 790	110 280	133 021	337 744	667 836

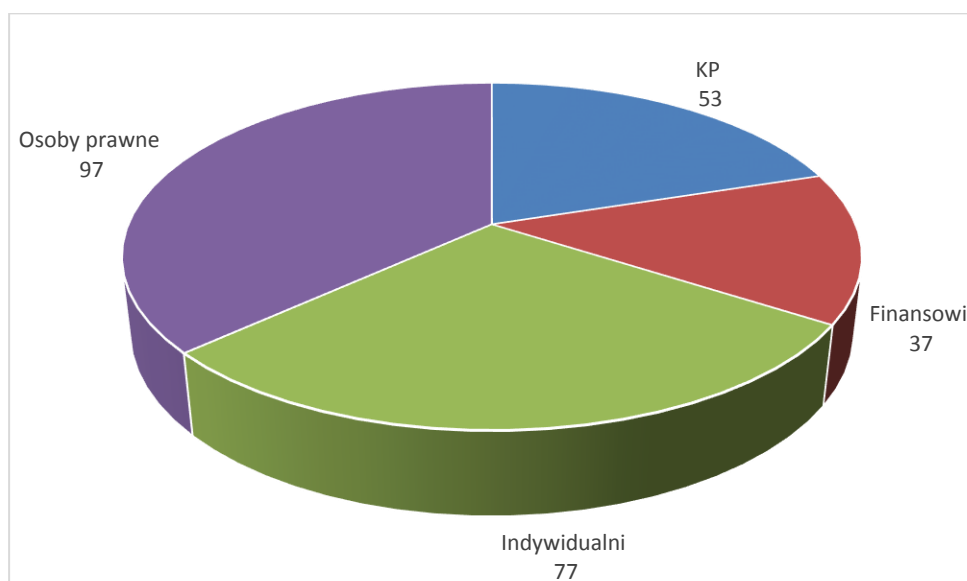
Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Tabela 18. Wartość średniego wkładu inwestorów prywatnych

	KP	Finansowi	Indywidualni	Osoby prawne	Razem
Nieskuteczni wnioskodawcy	1 446	2 602	1 417	2 558	2 008
Beneficjenci	924	3 500	725	2 185	1 547
Razem	1 356	2 690	1 209	2 447	1 892

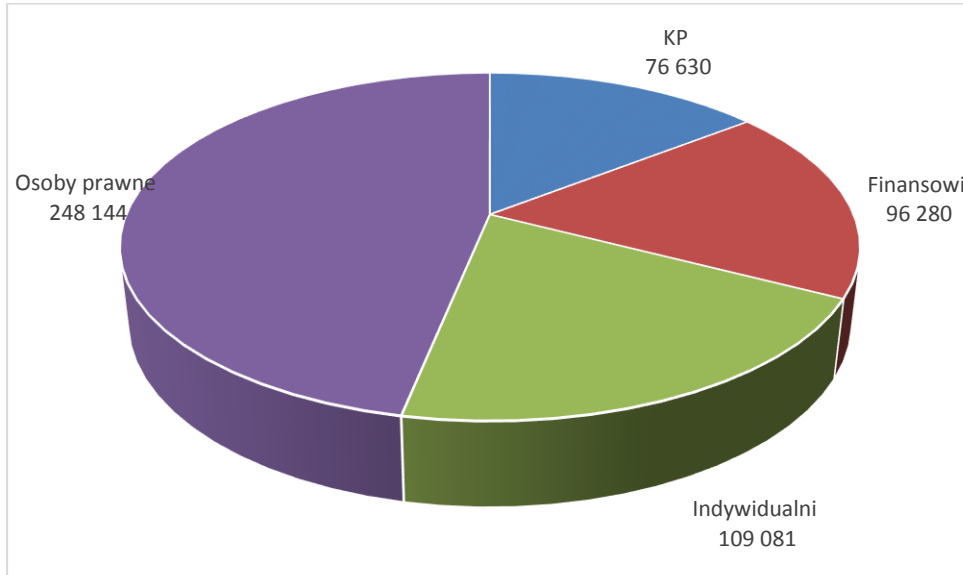
Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Wykres 7. Liczba inwestorów prywatnych wśród wnioskodawców nieskutecznych



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

Wykres 8. Wartość wkładu inwestorów prywatnych wśród wnioskodawców nieskutecznych



Źródło: Taylor Economics na podstawie danych NCBR

4 PODSUMOWANIE

Przedstawiony powyżej materiał analityczny można podsumować w następujący sposób:

1. Do roku 2010 rynek VC/PE w Polsce rozwijał się praktycznie wyłącznie w oparciu o siły rynkowe z minimalnym udziałem interwencji publicznej. Dużą dynamikę rozwoju wykazywał segment PE; segment VC wykazywał duże oznaki słabości (mała liczba inwestycji); większą dynamikę wykazywały jedynie inwestycje w obszarze ICT.
2. Interwencja publiczna jaka została zainicjowana na przełomie ubiegłej dekady (2008/2010) wpłynęła na zwiększenie aktywności segmentu VC. Kapitał inwestycyjny jaki wprowadzono na rynek uplasowany został w obszarze luki kapitałowej nie wywołując negatywnych konsekwencji dla sektora prywatnych inwestorów. Jakkolwiek skala tej interwencji była duża środki te na przełomie lat 2015/2016 zostały praktycznie wyczerpane ponownie stwarzając sytuację niedoborów kapitału.
3. W momencie rozpoczęcia nowego okresu programowania (2014-2020) i zainicjowania nowych instrumentów interwencji (2016 r.) na rynku VC/PE można było wyróżnić cztery grupy funduszy/inwestorów: duże fundusze PE inwestujące w średnie i duże przedsiębiorstwa realizujące fazę ekspansji, fundusze VC/PE działające w formule FIZAN, małe fundusze VC w tym spółki doradczo-inwestycyjne inwestujące w projekty znajdujące się we wczesnych etapach rozwoju (głównie z sektora ICT) oraz aniołowi biznesu. Z przeglądu charakterystyk tych czterech grup wynika, że istnieje bardzo małe ryzyko, aby instrumenty interwencji uruchamiane przez NCBR (działanie 1.3.1 i 1.3.2) negatywnie oddziaływały na wskazane grupy inwestorów. W przypadku aniołów biznesu i małych funduszy VC można oczekiwać, że instrumenty interwencji przyczynią się realizacji inwestycji konsorcjalnych publiczno-prywatnych.
4. Oba instrumenty interwencji wdrażane przez NCBR (działanie 1.3.1. i 1.3.2) zostały skonstruowane poprawnie w tym sensie, że zdefiniowane warunki realizacji inwestycji zasadniczo odpowiadają założonemu celowi. Należy jednak zaznaczyć, że wdrażanie tych instrumentów przypada na mało sprzyjające warunki otoczenia, gdyż praktycznie równolegle będziemy mieli do czynienia z uruchamianiem szeregu innych instrumentów wsparcia. Może to wywołać silną konkurencję o te same projekty biznesowe, a w konsekwencji wzrost wycen i/lub obniżenie jakości inwestycji.
5. Instrumentem najmniej narażonym na konkurencję ze strony innych instrumentów publicznych jest działanie 1.3.1 (BRIDGE Alfa). Tutaj pewne zagrożenie może pojawić się ze strony programu StarterFIZ jednakże skuteczną demarkacją zapewne będzie większa otwartość na ryzyko działania 1.3.1. Większe ryzyko pojawia się w działaniu 1.3.2 z którym może konkurować Program Otwarte Innowacje FIZ. Najważniejszą „kotwicą bezpieczeństwa” chroniącą BRIDGE Alfa i BRIDGE VC/CVC przed zdryfowaniem w kierunku strefy działania innych instrumentów jest ścisłe trzymanie się ducha i litery warunków programu (w tym w szczególności tych dotyczących pochodzenia projektów z jednostek naukowych oraz ich

realnie badawczo-rozwojowego charakteru). Będzie to wymagać kontrolowania zgodności rzeczywistych strategii inwestycyjnych realizowanych przez wsparte fundusze z tym co zostało zadeklarowane we wnioskach i umowach. Kluczową rolę w tym procesie będą odgrywali pracownicy NCBR zasiadający w komitetach inwestycyjnych, którzy powinni otrzymać wsparcie merytoryczne (np. szkolenia, poradniki); w sytuacji gdyby obciążenie pracowników NCBR obowiązkami członków komitetów inwestycyjnego było zbyt duże wskazane byłoby dokooptowanie także ekspertów zewnętrznych.

6. Podstawą wdrażania programu BRIDGE Alfa jest obecnie wybrana grupa 20 zespołów zarządzających. Z analizy profili tych beneficjentów wynika, że większość z nich do tej pory niejako zawodowo zajmowała się inwestycjami VC zbierając uprzednie doświadczenia w ramach programu KFK i pilotażu BRIDGE Alfa. Bardzo korzystna jest spójność zespołów kluczowych pracowników i koncentracja działalności na wąskiej grupie sektorów których charakterystyki korespondowały z doświadczeniem inwestycyjnym menedżerów.
7. Jakkolwiek proces selekcji nie była przedmiotem naszej analizy z porównania charakterystyk beneficjentów i wnioskodawców nieskutecznych można wyprowadzić kilka obserwacji co do przyczyn takiego wyniku przebiegu selekcji. Trzy elementy istotnie odróżniają wnioskodawców nieskutecznych od beneficjentów. Są to: dominacja prywatnych doświadczeń inwestycyjnych, duże sektorowe rozproszenie deklarowanych strategii inwestycyjnych, mała spójność deklarowanego doświadczenia inwestycyjnego z deklarowanym profilem sektorowym. Z faktu istnienia takich różnicowań można wnosić, że w ocenie ekspertów selekcyjnych wnioski zaprezentowany przez wnioskodawców nieskutecznych bagaż doświadczeń mógł być mało wiarygodny, a deklarowane strategie sektorowe (znacznie rozproszone) - w świetle takich doświadczeń – mało wiarygodne i ryzykowne w realizacji. Źródłem obaw na pewno była duża preferencja w deklarowanych strategiach dla sektora ICT z czym wiązałoby się ryzyko sztucznego zawyżania stanu prac B+R. Duże rozproszenie strategii branżowej – z czym spotkaliśmy się w wielu wnioskach – obok problemu spójności z doświadczeniem inwestycyjnym ewidentnie rodziło obawy, że wiarygodność strategii poświęcono na rzecz dobrze (tj. ekstensywnie) napisanego wniosku.
8. Przegląd profili beneficjentów ewidentnie pokazuje, że populacja wiarygodnych zespołów menedżerskich, którym można powierzyć w zarząd środki publiczne jest bardzo ograniczona i najprawdopodobniej sprowadza się praktycznie do grupy 20 beneficjentów i ewentualnie kilku zespołów z grona wnioskodawców nieskutecznych, których doświadczenie w naszej ocenie jest adekwatne z punktu widzenia celów program (choć ich wnioski mogły być mało atrakcyjne i niewiarygodne). Sytuacja ta rodzi w naszym przekonaniu określone konsekwencje dla kolejnych konkursów.
9. Na podstawie przeglądu profili wszystkich wnioskodawców można sformułować kilka wniosków pod kątem przyszłych konkursów:
 - a. Informacje dotyczące inwestora – dawcy wkładu prywatnego - powinny zostać uzupełnione o określenie statutu beneficjenta rzeczywistego wnoszącego kapitał prywatny do funduszu BRIDGE Alfa. Informacje mogą być uzupełniane po wyborze podmiotów rekomendowanych do dofinansowania. Wymóg ten związany jest z zapisami ustawy z dnia 16 listopada 2000 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu (Dz. U. z 2014 r., poz. 455) - art. 8b ust. 3 pkt 2. Z uwagi na fakt, iż tego typu informacje nie były zbierane na etapie selekcji funduszy BRIDGE Alfa

w ramach pierwszego konkursu, informacje tego typu powinny zostać uzupełnione i dołączone do oświadczeń w zakresie wkładu inwestorów. Dodatkowo, informacje dotyczące beneficjenta rzeczywistego pozwolą na zweryfikowanie pochodzenia wkładu prywatnego inwestorów³⁷.

- b. Profil branżowy funduszu nie powinien być definiowany przez pryzmat KIS, a jedynie wybrane branże powinny być wskazywane do z jakiego KIS pochodzą. Tym samym preferowane powinny być fundusze o jednorodnym profilu inwestycyjnym, znajdującym swoje potwierdzenie w doświadczeniu inwestycyjnym kluczowego personelu lub doświadczeniu naukowo-technicznym eksperta włączonego do kluczowego personelu.
- c. Przy ocenie strategii inwestycyjnej szczególna uwaga powinna być zwrócona na opis sposobu pozyskiwania projektów ze środowiska naukowego oraz sposób analizy i potem zabezpieczania praw własności intelektualnej. Czynniki te stanowią kluczowy element strategii inwestycyjnej wyróżniające Program BRIDGE Alfa. Budowanie ekosystemu i sieci kontaktów dopiero w ramach danego projektu (funduszu) jest działaniem zbyt późnym; powinni być preferowani wnioskodawcy którzy już realizują (zrealizowali) inwestycje w ramach zbudowanego ekosystemu.
- d. Doprecyzowaniu powinno ulec kryterium oceny zespołu (zwłaszcza kluczowego personelu), gdzie przy opisie sfinansowanych projektów badawczo-rozwojowych rola pełniona w procesie finansowania projektu przez wnioskodawcę powinna być jednoznacznie powiązana z wartością wsparcia ze środków prywatnych. Analogicznie doświadczenie zawodowe w zakresie dokonywania inwestycji, pozyskiwania kolejnych rund finansowania oraz wyjść z inwestycji powinna być opisywane z uwzględnieniem roli członka kluczowego personelu. Pozwoli to na ocenę czy dana osoba była zaangażowana w inwestycje ze znacznym udziałem kapitału prywatnego.

³⁷ Analizując wnioski w szeregu przypadkach spotkaliśmy się z sytuacją gdzie niemożliwe było ustalenie - w przypadku gdy dawcą kapitału była osoba prawna – kto jest faktycznym właścicielem wkładu. Problem pojawia się szczególnie gdy np. udziałowcem spółki zarejestrowanej w Polsce jest spółka zagraniczna (np. cypryjska).



5 BAZY DANYCH

6 GLOSARIUSZ

Beneficjenci ostateczni – spółki *spin-off*, spółki portfelowe VC, spółki celowe, ostateczni odbiorcy instrumentu finansowego.

Early stage – faza inwestycji *venture capital* obejmująca Zasiw (ang. *Seed* – w dosłownym znaczeniu ziarno) – finansowanie etapu przed założeniem spółki i obejmujący zarówno inkubację i akcelerację, często związany z prowadzeniem prac badawczych w końcowych fazach (np. faza *proof of principle*). Faza określana mianem rundy A finansowania; oraz Start-up - inwestycje związane z uruchomieniem przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstwami już istniejącymi, ale nie realizującymi komercyjnej sprzedaży produktów i usług. Faza określana mianem rundy B finansowania.

Faza Proof-of-Principle (PoP) – faza Projektu B+R (*preseed*), polegająca na wczesnej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, wstępna ocena potencjału Projektu B+R, analizy otoczenia konkurencyjnego, zdefiniowanie planu badawczego i pierwszych kamieni milowych rozwoju Projektu B+R; jej realizacja możliwa jest m.in w jednostkach naukowych (uczelnie, instytuty naukowe PAN, instytuty badawcze, inne jednostki naukowe) lub poprzez osoby fizyczne lub dedykowane zespoły projektowe (wynalazcy, pomysłodawcy); jej prowadzenie nie będzie zasadniczo związane z odrębnym prawnie podmiotem dedykowanym do realizacji Projektu B+R; Faza PoP poprzedza powołanie spółki typu *spin-off* i finansowana jest w 80% dotacją udzielaną przez NCBR, a w 20% dofinansowana środkami inwestorów prywatnych.

Faza Proof-of-Concept (PoC) – faza Projektu B+R polegająca na właściwej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, których wyniki (jeśli pozytywne) na ogół umożliwią pełne zgłoszenie patentowe lub przejście do fazy międzynarodowej zgłoszenia pierwszeństwa w trybie PCT lub komercyjne wykorzystanie wyniku Projektu B+R; zwykle realizowana przez prawnie wyodrębniony podmiot dedykowany do realizacji Projektu B+R; Faza PoC finansowana jest w formie mieszanej – wejścia kapitałowego inwestora (minimum 20 % środków) oraz dotacji ze strony NCBR (max 80%, przekazywanej za pośrednictwem Funduszu BRIDGE Alfa) dla spółek utworzonych na bazie zwalidowanych projektów B+R.

FoF - Fundusz-Funduszy (ang. Fund of Funds) – fundusz lub też struktura umowna utworzony na podstawie umowy w celu średnio- albo długoterminowego inwestowania środków w inne fundusze VC/PE; FoF składa się z Funduszu NCBR oraz środków Inwestorów Prywatnych, w przypadku, gdy zostały pozyskane przez Wykonawcę. W toku postępowania przetargowego wyłoniono dwa zespoły menadżerskie obsługujące FoF NCBR VC (Fundusz Funduszy Bridge VC) i FoF NCBR CVC (Fundusz Funduszy Bridge CVC).

Fundusz BRIDGE Alfa – Fundusz kapitałowy, zwany również Beneficjentem – strona Umowy o dofinansowanie w ramach instrumentu BRIDGE Alfa realizująca Projekt Grantowy oraz Projekty B+R.

Fundusz CVC - platforma inwestycyjna polegająca na średnio- albo długoterminowym lokowaniu aktywów, pochodzących od co najmniej jednego Inwestora, w akcje lub udziały Spółek Celowych, w ramach której Inwestorzy Korporacyjni wywierają istotny wpływ na strategię inwestycyjną. Fundusz CVC może, ale nie musi stanowić funduszu inwestycyjnego w rozumieniu Ustawy o Funduszach Inwestycyjnych.

Fundusz VC - platforma inwestycyjna polegająca na średnio- albo długoterminowym lokowaniu aktywów, pochodzących od co najmniej jednego Inwestora, w akcje lub udziały Spółek Celowych, nie będąca Funduszem CVC. Fundusz VC może, ale nie musi stanowić funduszu inwestycyjnego w rozumieniu Ustawy o Funduszach Inwestycyjnych.

Grantobiorca - Przedsiębiorca w formie spółki handlowej zajmujący się Projektem B+R, otrzymujący Wsparcie oraz stanowiący przedmiot Inwestycji, wybrany zgodnie z art. 35 ust. 3 ustawy wdrożeniowej w ramach Projektu Grantowego.

Inwestorzy – podmioty wskazane we wniosku o dofinansowanie w formularzu „Deklaracja finansowania wkładu własnego Wnioskodawcy” lub inne osoby/podmioty zaakceptowane pisemnie i uprzednio przez Komitet Inwestycyjny w ramach Kluczowej Decyzji, zobowiązane wobec Funduszu do wniesienia Wkładu Inwestorów na podstawie zawartych z Funduszem umów.

Projekt B+R – zespół zorganizowanych działań o charakterze naukowo - badawczym lub badawczo – rozwojowym, służących osiągnięciu celu Projektu Grantowego, o potencjale komercyjnym zarówno dla osób zaangażowanych w jego realizację jak i dla inwestorów zainteresowanych komercjalizacją jego wyników, realizowany w fazie PoP lub w fazie PoC.

Projekt Grantowy – zespół działań realizowanych przez Fundusz BRIDGE Alfa w wykonaniu Umowy w zakresie współfinansowania Projektów B+R w fazach PoP i PoC w ramach Projektu Grantowego BRIDGE Alfa Działania 1.3.1 Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój 2014-2020 współfinansowanego ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego przy użyciu finansowania pochodzącego z Wkładu Inwestorów oraz przy użyciu finansowania w formie Wsparcia dla Funduszu i Wsparcia dla Przedsiębiorcy.

Private equity – rynek inwestycji kapitałowych realizowanych na niepublicznym rynku kapitałowym i związany z niepublicznymi aktywami (papiery wartościowe nie notowane na publicznym rynku giełdowym), których celem jest uzyskanie średnio i długoterminowych zysków kapitałowych. W praktyce dotyczy transakcji o wysokiej wartości realizowanych poprzez następujące rodzaje transakcji:

Finansowanie wzrostu – zazwyczaj mniejszościowe inwestycje w dojrzałe i rozwijające się spółki, których celem jest rozwój, restrukturyzacja działalności operacyjnej czy wejście na nowe rynki

Restrukturyzacja – finansowanie funkcjonujących przedsiębiorstw, które mają problemy finansowe, ale rokują pozytywny zwrot z inwestycji

Wymiana inwestorów (replacement) – transakcja polegająca na odkupieniu istniejących udziałów/akcji od dotychczasowych inwestorów (najczęściej innego funduszu VC/PE)

Wykup – transakcja zmierzająca do przejęcia przedsiębiorstwa od dotychczasowych właścicieli. W ramach powyższych transakcji najczęściej identyfikowane są wykupy menadżerskie (MBI, MBO), wykupy lewarowane, najczęściej z wykorzystaniem instrumentów dłużnych (LBO), czy transakcje wykupu z rynku giełdowego (Public-to-Private).

Spin-off (grantobiorca) - spółka pochodząca głównie ze środowiska jednostek naukowych w Polsce (uczelnie, instytuty badawcze, instytuty naukowe PAN) założona przez fundusz BRIDGE Alfa i pomysłodawcę po realizacji fazy PoP. Jest to spółka realizująca projekty B+R. Spółka spin-off to realizacja fazy PoC.

Venture capital – to segment rynku Private equity charakteryzujący się inwestycjami na wczesnych etapach rozwoju przedsiębiorstw (nawet przed jego formalnym założeniem), a tym samym charakteryzujące bardzo wysokim ryzykiem niepowodzenia. Transakcje wyróżniane w ramach tego segmentu to:

Zasiew (*seed*) – finansowanie etapu przed założeniem spółki i obejmujący zarówno inkubację i akcelerację, często związany z prowadzeniem prac badawczych w końcowych fazach (np. faza proof of principle). Faza określana mianem rundy A finansowania.

Start-up- - inwestycje związane z uruchomieniem przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstwami już istniejącymi, ale nie realizującymi komercyjnej sprzedaży produktów i usług. Faza określana mianem rundy B finansowania.

Późniejsza faza venture – finansowanie rozwoju istniejących przedsiębiorstw, które mogą już wykazywać zyski ze sprzedaży. W wielu przypadkach przedsiębiorstwa posiadają już inwestora o charakterze venture capital, dlatego najczęściej inwestycja dotyczy rundy finansowania C i D.