

Izabela DYLEWSKA¹
Dorota BOBRECKA-JAMRO²
Ewa SZPUNAR-KROK³

FINANSOWANIE INNOWACJI PRZEZ FUNDUSZE *PRIVATE EQUITY*

Przedmiotem opracowania jest prezentacja jednego ze źródeł finansowania projektów innowacyjnych, jakim są fundusze *private equity* (PE), w tym fundusze *venture capital*. Dokonano również przeglądu programów strukturalnych, które pozwalają na dofinansowanie instrumentów kapitałowych, którymi są fundusze *private equity* działające na terenie Polski. Podczas omawiania programów strukturalnych zwrócono szczególną uwagę na fundusze dostępne w ramach okresu programowania 2007–2013.

1. WPROWADZENIE

Aby rozpocząć i prowadzić działalność gospodarczą, przedsiębiorstwo musi dysponować odpowiednimi środkami rzeczowymi i finansowymi, umożliwiającymi rozpoczęcie produkcji określonych produktów lub świadczenie usług. Właściciele firm poszukują zatem źródeł finansowych, które pozwolą im na rozpoczęcie i prowadzenie działalności gospodarczej. Źródłem, z którego korzystają w szczególności małe i średnie firmy, są własne środki. Zdarza się, że niezbędne kapitały są pożyczane od członków rodziny. W wielu przypadkach, w szczególności gdy mamy do czynienia z innowacyjnym przedsięwzięciem, które potrzebuje dużych środków pieniężnych, korzystanie z tego źródła finansowania działalności firmy może okazać się niewystarczające. W tej sytuacji przedsiębiorstwa muszą skorzystać z innych dostępnych na rynku źródeł finansowych. Jednym z nich są fundusze *private equity* (PE). Ponadto nowopowstałe firmy potrzebują specjalistycznej wiedzy na temat zagadnień ekonomicznych, prawnych, rynkowych. Tę wiedzę również mogą zapewnić tego typu fundusze.

Przedsiębiorstwo, które chce skorzystać z funduszu *private equity*, musi spełniać określone warunki. Jednym z podstawowych warunków jest innowacyjność przedsięwzięcia, ponieważ zapewnia to zwykle wysoką stopę zwrotu.

Tego typu fundusze na świecie zaczęły powstawać zaraz po II wojnie światowej. Na rynku polskim ta forma finansowania innowacyjnych przedsięwzięć dopiero się rozwija. W Polsce pierwsze fundusze PE rozpoczęły działalność w latach 90. XX w. i są słabiej rozwinięte niż te, które działają w innych państwach. Polski rynek funduszy *private equity* potrzebuje zewnętrznych źródeł finansowych, które pozwolą na dorównanie do standardów światowych. Taką możliwość dają fundusze unijne.

¹ Mgr Izabela Dylewska, Biuro Usług Konsultingowych „Goodwill” Jerzy Sitek

² Prof. dr hab. inż. Dorota Bobrecka-Jamro, Katedra Produkcji Roślinnej, Wydział Biologiczno-Rolniczy, Uniwersytet Rzeszowski

³ Dr inż. Ewa Szpunar-Krok, Katedra Produkcji Roślinnej, Wydział Biologiczno-Rolniczy, Uniwersytet Rzeszowski

2. FUNDUSZE PRIVATE EQUITY

Private equity (PE) to inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, powstałe w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Tego typu inwestycje są dokonywane w przedsiębiorstwach, które nie są notowane na giełdzie papierów wartościowych. Inwestycje *private equity* charakteryzują się większym ryzykiem niż inwestycje giełdowe i przeznaczone są dla agresywnych „graczy”. Inwestorzy, którzy posiadają mniejsze doświadczenie i nie są skłonni inwestować w przedsięwzięcia wyróżniające się wysokim ryzykiem, najczęściej swoje portfele rozbijają na wiele inwestycji. Inwestycje PE są dokonywane we wszystkich sektorach gospodarki. Fundusze PE inwestują w spółki, które znajdują się na różnych etapach rozwoju. W związku z powyższym mogą inwestować w etapy początkowe działalności przedsiębiorstwa jak i w późniejsze etapy rozwoju firmy. Zazwyczaj w początkowe etapy funkcjonowania przedsiębiorstwa inwestują fundusze *venture capital* – jeden z rodzajów funduszy *private equity*.

W fundusz PE inwestuje stosunkowo wąskie grono najzamożniejszych inwestorów, chociaż bariery wejścia do tego typu funduszy nie są wysokie. W niektórych funduszach wkłady początkowe wynoszą od 100 tys. zł. Istnieją fundusze, które wymagają zainwestowania ponad 1 mln zł.

Często się zdarza, że fundusze *private equity* uczestniczą w zarządzaniu spółką, która jest przedmiotem inwestycji, co ogranicza dotychczasowym właścicielom możliwość kierowania przedsiębiorstwem i to zarówno w zakresie zarządzania bieżącego, jak i opracowywania strategii rozwoju. W zamian takie przedsiębiorstwo uzyskuje fachowe wsparcie w rozwoju technologicznym i podczas wprowadzania na rynek nowych produktów i usług. Ponadto pozyskane przez firmę fundusze *private equity* mogą być wykorzystywane zarówno na rozwój nowych produktów i technologii, jak i na zwiększenie kapitału obrotowego, przejmowanie spółek lub na poprawę i wzmocnienie bilansu spółki. Działające w Polsce fundusze PE wspierają również firmy przy określaniu długofalowej strategii wzrostu, ponieważ polskie przedsiębiorstwa pozbawione są często specjalistycznej wiedzy z zakresu finansów, w tym na temat budowy modeli finansowych przedstawiających wieloletnie projekcje finansowe.

Zainwestowanie przez fundusz PE w daną spółkę przyczynia się do poprawy jej wizerunku i wiarygodności na rynku. Ponadto fundusz eliminuje jeszcze przed wprowadzeniem część nieefektywnych działań, które mogłyby przyczynić się do niepowodzenia całej inwestycji. Inwestor PE zmusza cały zespół zarządzający do działań racjonalnych i może natychmiast zareagować w sytuacjach, w których zespół nie jest w stanie sobie poradzić.

Dużą zaletą *private equity* jest to, że uzyskanych od tych funduszy środków finansowych nie trzeba zwracać w formie spłaty rat, jak w przypadku pozyskanego przez daną spółkę kredytu. Cechą charakterystyczną funduszy PE jest to, że inwestują swoje środki pieniężne na okres przeciętnie od trzech do siedmiu lat. Po osiągnięciu przez spółkę najwyższego poziomu zysku fundusz *private equity* wycofuje się z danego przedsiębiorstwa, najczęściej poprzez sprzedaż swoich udziałów czy akcji na giełdzie. Uzyskuje wówczas zwrot zainwestowanego kapitału wraz z wypracowanym zyskiem.

Niewątpliwą zaletą funduszu PE jest to, że jako współwłaściciel przedsiębiorstwa nie boi się poszukiwać niekonwencjonalnych rozwiązań zmierzających do osiągnięcia celu. Ponadto inwestorzy funduszu przeważnie akceptują brak zabezpieczenia dokonywanej

inwestycji, choć w zamian oczekują większego wpływu na spółkę i podwyższonej premii za ryzyko.

Istnieją jednak wady tego typu finansowania projektów innowacyjnych w przedsiębiorstwie. Firmy, w które zainwestowały tego typu fundusze, mają więcej obowiązków. Przedsiębiorstwa muszą między innymi przygotowywać okresowe raporty i badania, zwoływać regularne posiedzenia rady nadzorczej, udzielać funduszowi na każde wezwanie niezbędnych informacji na tematy związane z funkcjonowaniem spółki.

Fundusze *private equity* można podzielić na trzy typy:

- 1) *venture capital* – tzw. kapitał zarodkowy czy załóżkowy;
- 2) *growth strategy* – ideą tego typu funduszu jest kupić tanio, a sprzedać drogo; fundusze zajmują się poszukiwaniem funkcjonujących i w miarę stabilnych firm;
- 3) *leveraged buyout* (LBO) – ten rodzaj PE zasilany jest w dużym stopniu (przeważnie od 50% do 60%) kredytem; inwestowanie LBO zaliczane jest do najbardziej ryzykownych przedsięwzięć.

3. FUNDUSZE VENTURE CAPITAL

Jednym z rodzajów *private equity* są fundusze *venture capital*, którymi są podmioty prowadzące profesjonalnie działalność *venture capital*. Tego typu fundusze są kapitałem średnio- lub długoterminowym o charakterze udziałowym, dostarczany przez inwestorów indywidualnych lub duże przedsiębiorstwa. Inwestor *venture capital* ma zazwyczaj formę spółki kapitałowej, osobowej lub różnego rodzaju funduszu.

W literaturze przedmiotu *venture capital* bywają określane jako „kapitał ryzyka”, kapitał podwyższonego ryzyka czy kapitał spekulacyjny.

Fundusze *venture capital* są przeznaczone głównie dla małych i średnich przedsiębiorstw. Duże przedsiębiorstwa, jeżeli stosują tę formę finansowania, to w odniesieniu do wyodrębnionych ze swoich struktur mniejszych jednostek. Małe i średnie firmy korzystające z tej formy finansowania nie są zazwyczaj notowane na giełdzie papierów wartościowych i charakteryzują się dużym potencjałem szybkiego rozwoju. W ich przypadku spodziewany jest wysoki zysk. Dotyczy to w szczególności przedsiębiorstw działających w obszarze nowych technologii. W związku z tym *venture capital* jest ściśle związany z innowacjami produktowymi, produkcyjnymi czy rynkowymi. Z zamiarem późniejszej odsprzedaży nabywane są akcje i udziały firm. Moment wyjścia inwestora ze spółki nie jest dokładnie określony, ponieważ nie wiadomo, kiedy nabyte udziały lub akcje osiągną największy wzrost. W związku z powyższym zwrot kapitału zainwestowanego przez inwestora i jego zysk nastąpi dopiero po sprzedaży tych udziałów lub akcji w najbardziej dogodnym czasie. Inwestycja trwa zazwyczaj od dwóch do pięciu lat. Długość tego okresu wynika z czasu potrzebnego na rozwój przedsiębiorstwa. W klasycznym procesie inwestowania *venture capital* sprzedaż odbywa się poprzez giełdę, ale stosowana jest również odsprzedaż udziałów współwłaścicielom czy innym podmiotom.

Venture capital to inwestycje, które są dokonywane głównie we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstwa funkcjonującego w formie spółki akcyjnej lub spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, służą powstaniu firmy, a następnie umożliwiają jej ekspansję. *Venture capital* nie jest źródłem finansowania przedsiębiorstw, które poszukują tylko kapitału obrotowego lub nastawione są na powolny rozwój. Z tego typu funduszy korzystają zazwyczaj firmy charakteryzujące się rozwojem szybszym niż branża, w której prowadzą działalność. Na tle konkurencji przedsiębiorstwa te wyróżniają się ofertą pro-

duktową czy usługową lub przewagą technologiczną. Ważne jest również to, że tego typu firmami zarządzają osoby o dużych zdolnościach menedżerskich, co przekłada się na sprawne zarządzanie spółką. Cechą charakteryzującą przedsiębiorstwa zainteresowane funduszem *venture capital* jest duże zapotrzebowanie kapitałowe.

Inwestor *venture capital* jest zazwyczaj akcjonariuszem mniejszościowym, rzadko zdarza się, aby obejmował pakiety większościowe. Inwestor wnosi środki pieniężne tylko w takiej formie prawnej, która ogranicza jego odpowiedzialność do wysokości wniesionych udziałów, co jest szczególnie ważne w przypadku pojawienia się zagrożenia dla dalszego rozwoju firmy. Środki pieniężne są wnoszone przez inwestorów najczęściej w formie kapitału własnego, rzadziej – kapitału obcego (np. pożyczki). Jeżeli inwestor lokuje kapitał obcy, to zazwyczaj zastrzega sobie prawo do przekształcenia go w określonych warunkach w kapitał własny. Ponadto inwestor lokuje kapitał w branży, która charakteryzuje się największym wzrostem. Inwestor – dzięki temu, że staje się udziałowcem i nabywa różnego rodzaju prawa (w tym korporacyjne) – uczestniczy we współzarządzaniu firmą oraz wykonuje czynności nadzorczo-kontrolne. Udział inwestora w zarządzaniu może przybierać różne formy, od intensywnego strategicznego doradztwa do przejęcia kierowania przedsiębiorstwem. Współuczestnictwo inwestora w zarządzaniu koncentruje się głównie na kwestiach związanych z marketingiem, ponieważ właściciele firmy (założyciele) często nie posiadają odpowiedniej wiedzy na temat metod sprzedaży. Tymczasem o sukcesie danej inwestycji zadecyduje rynkowa weryfikacja innowacji wypracowanej przez przedsiębiorstwo.

Inwestor *venture capital* posiada własną strategię inwestycyjną, w której określa między innymi, w jakiego rodzaju projekty i w jaki etap finansowania rozwijającej się firmy zainwestuje swój kapitał. Etapy finansowania firmy są to umownie określone na bazie projektu innowacyjnego etapy rozwojowe firmy. Poszczególne etapy posiadają odmienną charakterystykę, różniącą się między innymi co do celów firmy, jej pozycji rynkowej, etapu rozwoju projektu innowacyjnego, zapotrzebowania kapitałowego oraz możliwości pozyskania finansowania zewnętrznego⁴. Można wyróżnić dwie główne fazy rozwoju firmy, a w ramach każdej po trzy etapy:

1) Faza początkowa (*early stage*)

- a. Finansowanie zasiewów (*seed financing*) – obejmuje finansowanie działań firmy od powstania pomysłu, idei, do przygotowania prototypu. Na tym etapie rozwoju firmy potrzebują stosunkowo małej inwestycji, a ryzyko utraty zainwestowanego kapitału jest bardzo wysokie. Zainwestowane wówczas środki pieniężne zaczynają przynosić zysk przeważnie po długim okresie czasu, zazwyczaj powyżej siedmiu lat. Inwestowaniem w ten etap rozwoju firmy zainteresowane są wyspecjalizowane fundusze *venture capital* – fundusze kapitału załóżkowego (tzw. *seed capital*) i aniołowie biznesu.
- b. Finansowanie startu (*start-up financing*) – obejmuje finansowanie tworzenia bazy produkcyjnej firmy, jej struktury organizacyjnej oraz działań marketingowych. Ryzyko zainwestowania w ten etap rozwoju firmy jest już znacznie mniejsze niż na etapie zasiewów i związane jest głównie z zaakceptowaniem oferowanego produktu przez rynek. Firmy znajdujące się na tym etapie rozwoju często korzystają z funduszy *venture capital*, w tym funduszy kapitału załóżkowego oraz aniołów biznesu.

⁴ P. Głodek, M. Gołębiowski, *Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, STIM, Warszawa 2006, s. 16.

- c. Finansowanie etapu pierwszego (*first stage financing*) – obejmuje finansowanie rozbudowania zdolności produkcyjnych potrzebnych do wprowadzenia produkcji seryjnej oraz zorganizowania sprzedaży umożliwiającej szybkie opanowanie rynku. Ryzyko zainwestowania odpowiedniego kapitału jest mniejsze niż na etapie startu, gdyż łatwiej można przewidzieć rozwój technologiczny i szanse osiągnięcia przez prototyp sukcesu na rynku. Na tym etapie korzystne staje się dofinansowanie przedsiębiorstwa przez *venture capital*. Ponadto dobra inwestycja zapewnia inwestorom osiągnięcie wysokich zysków w krótkim okresie czasu (5–7 lat).
- 2) Faza ekspansji (*expansion stage*)
 - a) Finansowanie etapu drugiego (*second stage financing*) – jest to etap, w którym produkt został zaakceptowany przez rynek, a firma zaczyna wychodzić z powiększania straty i wkraczać na drogę ekspansji. Potrzebne są środki pieniężne na dalsze rozbudowywanie sieci sprzedaży oraz rozwój produktu czy usługi. Firma nie ma jeszcze ustabilizowanej pozycji na rynku i ciągle z jej działalnością wiąże się ryzyko. W związku z tym firmy nadal korzystają z funduszy *venture capital*.
 - b) Finansowanie etapu trzeciego (*third stage financing*) – na tym etapie rozwoju firmy potrzebują kapitału na finansowanie m.in. ulepszenia produktu i marketingu, rozwoju produkcji i systemu dystrybucji, ekspansji na nowe rynki (w tym zagraniczne). Finansowanie działalności firmy na tym etapie stanowi koniec zaangażowania *venture capital*, ponieważ nie można się już spodziewać szybkiego wzrostu wartości przedsiębiorstwa.
 - c) Finansowanie etapu czwartego (*fourth stage financing*) – odbywa się w sytuacji, gdy firma osiągnęła już sukces rynkowy i w najbliższych miesiącach zamierza przeprowadzić publiczną emisję akcji. Na tym etapie funkcjonowania firma potrzebuje kapitału na pokrycie kosztów związanych z dopuszczeniem akcji do obrotu giełdowego i ich emisją.

Fundusze *venture capital* można podzielić na dwa rodzaje: fundusze kapitału zalążkowego (*seed capital*) oraz aniołów biznesu.

3.1. Fundusze kapitału zalążkowego (*seed capital*)

Fundusze kapitału zalążkowego (tzw. *seed capital*) są rodzajem funduszy *venture capital*. Termin *seed capital* określa kapitał przeznaczony na finansowanie inwestycji w najwcześniejszym etapie działania firmy – w tzw. etapie zalążkowym, często określanym jako etap zasiewów, oraz w etapie startu.

Fundusze te dokonują inwestycji w niewielkie firmy znajdujące się we wczesnym etapie rozwoju prowadzonej działalności. Kapitał funduszu zalążkowego przekazywany jest najczęściej na sfinansowanie badań rynkowych, ocen, wstępnej budowy kanałów dystrybucyjnych i stworzenie koncepcji początkowej jeszcze przed etapem rozruchu. Firmy, które korzystają z tego typu funduszy, uzyskują od nich wsparcie również w zakresie marketingu, sprzedaży czy finansów. Przedsiębiorstwa mają możliwość korzystania z fachowego doradztwa między innymi w zakresie tworzenia planów marketingowych, poszukiwania nowych źródeł finansowania, zarządzania strategicznego, pomocy prawnej, technologii, controllingu i finansów.

Inwestowanie w początkowe etapy rozwoju przedsiębiorstwa zaliczane jest do najtrudniejszych i najbardziej ryzykownych. Tego typu inwestycję wyróżnia znaczne odroczenie zysków w czasie. Fundusze *seed capital* oczekują rocznej stopy zwrotu na minimalnym poziomie 33–60%. Wysoka stopa zwrotu wynika po części z wysokiego odsetka

przedsięwzięć kończących się niepowodzeniem, a po części z niskiej płynności inwestycji. Tego typu fundusze finansują przeważnie ściśle określone branże (np. biotechnologia, medycyna, elektronika, ochrona środowiska, IT, telekomunikacja). Dokonują one inwestycji przeważnie poprzez objęcie udziałów lub akcji finansowanej firmy proporcjonalnie do wysokości wniesionego do niej wkładu. Fundusze te mają zatem wpływ na decyzje strategiczne podejmowane przez przedsiębiorstwo.

Okres inwestowania funduszu w ściśle określone przedsiębiorstwo uzależniony jest od branży, w której działa dana firma, oraz od sytuacji panującej aktualnie na rynku. Zazwyczaj trwa od pięciu do ośmiu lat. W związku z tym środki oferowane przez fundusze kapitału załączkowego zaliczane są do kapitału długoterminowego. Inwestycje funduszy *seed capital* zwykle nie przekraczają 1 mln zł.

Inwestorzy często zakładają możliwość dokonania kolejnych transz finansowania dla danego przedsiębiorstwa, jednak następne transze uzależnione są między innymi od etapu rozwoju firmy oraz od efektów wcześniejszej inwestycji.

Inwestowanie funduszy kapitału załączkowego w młode przedsiębiorstwa umożliwia tym firmom zdobycie pozycji na rynku, utrzymanie płynności finansowej i zapewnienie sobie wysokiej dynamiki wzrostu. To z kolei ma duże znaczenie w przypadku firm działających w obszarach nowych technologii, które charakteryzują się dużą kapitałochłonnością.

3.2. Aniołowie biznesu

Rodzajem *venture capital* są tzw. aniołowie biznesu (*business angels*, inwestorzy indywidualni). Określenie „aniołowie biznesu” odnosi się do osób fizycznych zajmujących się inwestowaniem w młode przedsiębiorstwa, charakteryzujące się dużym potencjałem wzrostu. Inwestorzy ci wykazują przeważnie dobrą znajomość branży, w którą inwestują, i zasad przedsiębiorczości, których nauczyli się prowadząc w przeszłości własne firmy. Zrezygnowali z biznesu sprzedając swoje przedsiębiorstwa lub wycofując swoje udziały i pożytkują swoją wiedzę, zdolności, sieci kontaktów oraz posiadane zasoby finansowe na wsparcie nowopowstałych firm i nowych inwestycji. Ich działalność nastawiona jest na zysk, stąd wybierają takie firmy, które prowadzą działalność w branży charakteryzującej się szybkim wzrostem. Zazwyczaj inwestują kapitał w przedsiębiorstwa, które w przeciągu 2–3 lat są w stanie powiększyć swoją wartość, zapewniając inwestorowi wysoki wzrost wartości jego udziałów.

Ważne jest również to, że kapitał zainwestowany przez inwestora indywidualnego w dane przedsiębiorstwo nie podlega zwrotowi.

Z kapitału dostarczanego przez aniołów biznesu korzystają zwykle mikrofirmy i małe firmy. Aniołowie biznesu odgrywają ważną rolę w procesie finansowania innowacji, ponieważ zajmują się finansowaniem małych projektów znajdujących się we wczesnych stadiach rozwoju inwestycji. Cechą charakterystyczną dla nich jest angażowanie się w działalność firmy, w którą zainwestowali. Często pełnią funkcję członka rady nadzorczej, która pozwala im między innymi na pozyskiwanie nowych inwestorów, przygotowywanie i monitorowanie strategii rozwoju firmy oraz stały monitoring sprawozdań z działalności firmy. Czasami aniołowie biznesu bywają jedynie pośrednikami w uzyskaniu przez daną firmę finansowania lub służą tylko pomocą merytoryczną.

Aniołowie biznesu chcą przeważnie pozostać anonimowi i nie ujawniają znacznych środków pieniężnych, które są w stanie zainwestować. Zrzeszają się w sieciach aniołów biznesu. To dana sieć zajmuje się ich kojarzeniem z zainteresowanym przedsiębiorcą,

który przesyła do sieci swój biznesplan. Dopiero zaakceptowanie biznesplanu umożliwia bezpośredni kontakt anioła biznesu z daną firmą.

W Polsce działają następujące sieci aniołów biznesu: Polska Sieć Aniołów Biznesu PolBAN, Lewiatan Business Angels, Śląska Sieć Aniołów Biznesu SilBAN, Regionalna Sieć Inwestorów Kapitałowych RESIK (Małopolska), Lubelska Sieć Aniołów Biznesu (LSAB).

Na rynku polskim funkcjonuje około 100–150 inwestorów, zarówno aktywnych, jak i potencjalnych, w tym około 15–20 inwestorów zaawansowanych, czyli takich, którzy posiadają 3–4 zrealizowane projekty. Polscy aniołowie biznesu inwestują przeważnie od 50 tys. do 500 tys. zł. W uzasadnionych przypadkach inwestorzy indywidualni są w stanie zainwestować więcej niż 500 tys. zł, ale najczęściej nie więcej niż 2 mln zł.

4. FUNDUSZE *PRIVATE EQUITY* W POLSCE

Pierwsze fundusze *private equity* zaczęły funkcjonować po II wojnie światowej w Stanach Zjednoczonych. Z czasem ta metoda finansowania przedsięwzięć innowacyjnych zaczęła być stosowana również w innych krajach. Najszybszy rozwój tego typu funduszy nastąpił dopiero w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX w. W chwili obecnej najwięcej funduszy PE występuje w Stanach Zjednoczonych, we Francji, w Wielkiej Brytanii i Niemczech.

W Polsce pierwsze fundusze *private equity* pojawiły się w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Pionierem w tym zakresie był Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości. Fundusze PE, które prowadzą działalność na polskim rynku, stowarzyszone są przeważnie w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych (PSIK). W chwili obecnej do stowarzyszenia należy 39 członków zwyczajnych (firmy zarządzające funduszami) i 34 członków wspierających (firmy doradcze działające na rzecz sektora). Z danych Stowarzyszenia wynika, że członkowie zwyczajni zarządzają obecnie kapitałem o łącznej wartości ponad 15 mld euro. Członkowie PSIK zainwestowali ponad 8 mld euro na inwestycje i posiadają w swoich portfelach ponad 700 spółek działających na terenie Polski i innych krajów Europy Środkowej.⁵

Szczegółowa analiza przeprowadzona przez Europejskie Stowarzyszenie Private Equity i Venture Capital (ang. European Private Equity and Venture Capital Association – EVCA) wykazała, że w Polsce inwestycje *private equity* lub *venture capital* w latach 2006–2008 kształtowały się na poziomie od 303 mln do 684 mln euro⁶.

Na podstawie struktury branżowej inwestycji PE/VC można stwierdzić, że w 2007 r. największym zainteresowaniem cieszyły się spółki z sektora produkcji dla biznesu (gdzie zainwestowano 138 mln euro), usług finansowych (133 mln euro) i transportowego (112 mln euro). W 2008 r. były to spółki transportowe (173 mln euro) oraz z branży produkcji i dystrybucji dóbr konsumpcyjnych (142 mln euro)⁷.

Pod względem liczby spółek, które otrzymały finansowanie, w latach 2007–2008 na pierwszym miejscu uplasowały się firmy z branży telekomunikacyjnej i medialnej.

Według danych EVCA w 2007 r. fundusze wyszły z 33 polskich spółek, sprzedając akcje o wartości początkowej 175 mln euro, w 2006 r. natomiast sprzedały akcje o wartości 138 mln euro. Natomiast w 2008 r. fundusze wyszły z 17 polskich spółek, sprzedając

⁵ www.psik.org.pl/new/czlonkowie.php

⁶ www.psik.org.pl

⁷ www.psik.org.pl

akcje o wartości początkowej wynoszącej 73 mln EUR, co oznacza 58% spadku w porównaniu z rokiem 2007. Najpopularniejszą metodą wyjść w 2007 i 2008 r. była sprzedaż innemu funduszowi PE/VC (2007: 54% ogólnej wartości wyjść; 2008: 37%) oraz sprzedaż inwestorowi branżowemu (2007: 13%; 2008: 28%)⁸. Wyjście przez giełdę w 2007 r. dotyczyło jedynie 3,4% ogólnej wartości dezinwestycji w tym roku, w roku poprzednim tego rodzaju wyjście przez giełdę stanowiło 55% wartości wyjść. W roku 2008 wyjście funduszu przez giełdę dotyczyło zaledwie jednej spółki, co było związane z utrzymywaniem się niekorzystnych warunków na giełdzie.

W roku 2009 nastąpiło zdecydowane zmniejszenie dynamiki rynku PE/VC, co spowodowane było sytuacją światowej gospodarki. Trudna sytuacja ekonomiczna panująca na świecie miała również niekorzystny wpływ na kondycję polskich firm. Na rynku *private equity* w 2009 r. nastąpiło wyraźne obniżenie liczby zarejestrowanych transakcji – o 50% w porównaniu do roku poprzedniego. Głównym powodem zmniejszenia dynamiki rynku PE było zaostrzenie przez banki dostępu do kredytów i transakcji LBO.

W roku 2009 z polskiego rynku wycofały się niektóre fundusze PE (np. Carlyle Group), zaś inne fundusze, które planowały rozpoczęcie swojej działalności w Polsce, podjęły decyzję o wstrzymaniu się z inwestowaniem w ten region Europy.

5. FINANSOWANIE FUNDUSZY KAPITAŁOWYCH Z PROGRAMÓW STRUKTURALNYCH

Zarówno na rynku europejskim, jak i na polskim istnieje duże zapotrzebowanie na fundusze kapitałowe, ponieważ występuje znaczne ograniczenie w dostępie firm do finansowania zewnętrznego o charakterze udziałowym poniżej 1 mln zł. W związku z tym Unia Europejska przeznacza środki pieniężne na wsparcie tego typu funduszy zarówno w obecnym okresie budżetowania, jak i w poprzednim.

W okresie programowania 2004–2007 wsparcie funduszy kapitału zaangażowanego zakładało działanie 1.2.3 – „Wspieranie powstawania funduszy kapitału zaangażowanego typu *seed capital*” z sektorowego programu operacyjnego „Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw” (SPO WKP). W ramach tego działania fundusze kapitału zaangażowanego mogły uzyskać wsparcie w wysokości od 3 mln zł do 50 mln zł. Nie mogło ono przekroczyć 50% kosztów kwalifikowanych, przy czym pozostała część kwoty musiała zostać wniesiona do funduszu w formie gotówki.

Pod koniec 2006 r. ogłoszono jedyny nabór wniosków w ramach tego działania, a w kwietniu 2007 r. ogłoszono jego wyniki. Spośród dwunastu funduszy, które wystąpiły o wsparcie, dofinansowanie uzyskało sześć, m.in. IIF Seed Fund sp. z o.o. (w organizacji) i Business Angel Seedfund sp. z o.o. Łączna kwota dofinansowania dla tych sześciu funduszy wyniosła 65 860 mln zł⁹.

W obecnie trwającym okresie programowania (2007–2013) fundusze kapitałowe mogą uzyskać dofinansowanie w ramach działania 3.2 „Wspieranie funduszy kapitału podwyższonego ryzyka” programu operacyjnego „Innowacyjna gospodarka”. W obrębie tego działania można wyróżnić dwa poziomy projektów, na które można uzyskać wsparcie. Pierwszy poziom przeznaczony jest dla indywidualnego projektu Krajowego Funduszu

⁸ www.psik.org.pl

⁹ http://archiwum.parp.gov.pl/prasa/pelny_stat.php?s=20

Kapitałowego (KFK), natomiast drugi poziom obejmuje projekty funduszy kapitału podwyższonego ryzyka składane do Krajowego Funduszu Kapitałowego (KFK).

W ramach tego działania wsparcie KFK jest realizowane poprzez:

- instrumenty kapitałowe, quasi-kapitałowe i dłużne fundusze kapitału podwyższonego ryzyka powstałe w celu inwestowania w MŚP, w tym w szczególności w MŚP znajdujące się na początkowych etapach rozwoju, ze szczególnym uwzględnieniem przedsiębiorstw innowacyjnych oraz prowadzących działalność B+R,
- refundację części kosztów zarządzania funduszem kapitału podwyższonego ryzyka (zatrudnienia kadry i ekspertów oraz kosztów przygotowania i monitorowania inwestycji, w szczególności kosztów analiz, *due diligence* inwestycji, badania rynku itp.)¹⁰.

Fundusze kapitału podwyższonego ryzyka, które uzyskają wsparcie w ramach tego działania, będą mogły przeznaczyć je na inwestycje i zarządzanie portfelem przedsiębiorstw zaliczanych do kategorii firm mikro, małych i średnich, szczególnie o charakterze innowacyjnym i znajdujących się na początkowych etapach rozwoju lub prowadzących działalność B+R.

Na to działanie została przeznaczona kwota wynosząca 180 mln euro¹¹.

W ramach tego działania odbyły się dwa otwarte konkursy ofert: w roku 2007 i 2009. W pierwszym konkursie podpisano umowy z następującymi podmiotami: BBI Seed Fund sp. z o.o. oraz MCI Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA. Drugi otwarty konkurs ofert został ogłoszony 30 kwietnia 2009 r. a zakończył się 31 lipca 2009 r. W tym okresie do Krajowego Funduszu Kapitałowego wpłynęło 27 ofert. Ocenę formalną pozytywnie przeszło 26 ofert, natomiast analizę pierwotną – 15 ofert. Do 26 kwietnia nie został jeszcze zakończony ze względu na dużą liczbę ofert proces *due diligence*¹².

W Programie Operacyjnym „Innowacyjna gospodarka” zamieszczone zostało działanie 3.3 „Tworzenie systemu ułatwiającego inwestowanie w MŚP”, którego celem jest aktywizacja rynku pracy inwestorów prywatnych poprzez tworzenie dogodnych warunków inicjowania współpracy inwestorów z przedsiębiorstwami poszukującymi środków finansowych na realizację innowacyjnych przedsięwzięć¹³. Kolejnym celem niniejszego działania jest wsparcie przedsiębiorców należących do sektora MŚP w ich przygotowaniu do pozyskania zewnętrznego źródła finansowania o charakterze udziałowym, które mogłoby zostać przeznaczone na realizację innowacyjnych przedsięwzięć. Celem działania jest także wsparcie sieci inwestorów i zwiększenie świadomości przedsiębiorców w zakresie korzyści i usług oferowanych przez takie sieci.

W związku z wyżej wymienionymi celami działania 3.3 w jego ramach zostały wyodrębnione dwa poddziałania:

- poddziałanie 3.3.1 – „Wsparcie dla IOB”;
- poddziałanie 3.3.2 – „Wsparcie dla MŚP”.

¹⁰ Szczegółowy opis priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka 2007–2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2009, s. 54.

¹¹ Szczegółowy opis priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka 2007–2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2009, s. 55.

¹² <http://www.kfk.org.pl/?page=Structure&id=108>

¹³ Szczegółowy opis priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007 – 2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2009, s. 57

Z poddziałania 3.3.1 będzie można uzyskać dofinansowanie na realizację projektów dotyczących między innymi:

- zwiększania świadomości w zakresie usług i korzyści oferowanych przez sieci inwestorów prywatnych, w tym sieci aniołów biznesu, poprzez działania innowacyjne i promocyjne (skierowane do potencjalnych lub obecnych inwestorów i przedsiębiorców),
- nawiązywania współpracy pomiędzy działającymi sieciami inwestorów prywatnych, w tym sieciami biznesu, a m.in. inkubatorami przedsiębiorczości, jak również pomiędzy sieciami a funduszami kapitału podwyższonego ryzyka,
- powstawania nowych i rozwoju istniejących sieci inwestorów prywatnych, w tym sieci aniołów biznesu,
- programów szkoleniowych, seminariów dla prywatnych inwestorów, w tym dla nowych aniołów biznesu, w zakresie dokonywania inwestycji w spółki przedsiębiorców, w szczególności inwestycji o charakterze udziałowym¹⁴.

W ramach poddziałania 3.3.2 dofinansowaniu będą podlegać usługi doradcze dla przedsiębiorcy w zakresie przygotowania dokumentacji i analiz niezbędnych do pozyskania zewnętrznego inwestora.

W związku z powyższym beneficjentami poddziałania 3.3.1 będą instytucje otoczenia biznesu, a beneficjentami poddziałania 3.3.2 – przedsiębiorstwa mikro, małe i średnie.

W ramach poddziałania 3.3.1 w latach 2008–2009 zostały przeprowadzone dwa naboru wniosków, po jednym w każdym roku. Rezultatem przeprowadzenia naboru w roku 2008 było podpisanie umów z dziewięcioma instytucjami, m.in. Polską Konfederacją Pracodawców Prywatnych „Lewiatan”, Poznańskim Inkubatorem Przedsiębiorczości i Spółką Zarządzającą Funduszami Kapitału Założkowego SATUS sp. z o.o. Kwota dofinansowania, na którą podpisano umowy, wynosiła prawie 35 mln zł.

Podczas naboru przeprowadzonego w 2009 r. (zamknięcie naboru nastąpiło 1 czerwca 2009 r.) wpłynęło 37 wniosków o dofinansowanie na łączną kwotę 129 623 644,81 zł. Natomiast umowy zostały podpisane z 13 instytucjami na kwotę dofinansowania opiewającą na ponad 39 mln zł. Umowy podpisano m.in. z następującymi instytucjami otoczenia biznesu: Fundacja Aurea Mediocritas, Secus Wsparcie Biznesu sp. z o.o., Bielski Park Technologiczny Lotnictwa, Przedsiębiorczości i Innowacji sp. z o.o., Trinity Capital sp. z o.o. sp.k., Fundacja „Obserwatorium Zarządzania”, Investin sp. z o.o., Agencja Rozwoju Pomorza SA.

Rozpoczęcie kolejnego naboru wniosków planowane było na drugą połowę 2010 r., jednak ze względu na obecny kurs euro oraz ilość środków pozostających w budżecie działania (3,6 mln zł według obowiązującego dla przeliczeń kursu) nabór został zawieszony do czasu pozyskania dodatkowych środków.

W latach 2008–2009 zostały przeprowadzone dwa naboru wniosków w ramach poddziałania 3.3.2 – „Wsparcie dla MŚP”. Wynikiem przeprowadzenia konkursu w 2008 r. było podpisanie umów z 14 beneficjentami na kwotę dofinansowania wynoszącą ponad 2 mln zł. Umowy podpisano m.in. z CHT sp. z o.o., Enterprise Support sp. z o.o., Source sp. z o.o., Calesco sp. z o.o., Ekopol Górnośląski Holding SA, Arpex L. i A. Jurkiewicz sp. j., Silvest SA, Datera SA.

¹⁴ Szczegółowy opis priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007 – 2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2009, s. 60

W ramach naboru przeprowadzonego w 2009 r. wpłynęło 90 wniosków o dofinansowanie na łączną kwotę wynoszącą ponad 37 mln zł. Nabór został zamknięty 30 grudnia 2009 r. Do 10 marca 2010 r. umowy podpisano z 8 beneficjentami.

8 lutego 2010 r. rozpoczęto kolejny nabór wniosków w ramach poddziałania 3.3.2 – „Wsparcie dla MŚP”. Kwota środków przeznaczonych na dofinansowanie projektów w 2010 r. wynosi 20 624 500 zł¹⁵.

6. PODSUMOWANIE

Na polskim rynku przedsiębiorstwa innowacyjne znajdujące się we wczesnych etapach rozwoju mają problemy z uzyskaniem finansowania ze źródeł zewnętrznych, np. w formie kredytów i pożyczek. Ta sytuacja związana jest głównie z występowaniem tzw. luki kapitałowej, która wynika z małej liczby inwestorów zainteresowanych inwestycjami o wartości mieszczącej się w przedziale od 100 tys. zł do 1 mln zł oraz podwyższonym poziomie ryzyka. Tego typu inwestycjami zainteresowane są fundusze *private equity*.

Fundusze *private equity* przeznaczone są głównie dla małych i średnich przedsiębiorstw prowadzących działalność w obszarze nowych technologii, np. biotechnologii, medycyny, ochrony środowiska, IT, telekomunikacji czy elektroniki. Tego typu instrumenty kapitałowe są ważnym źródłem finansowania innowacyjnych projektów, charakteryzujących się dużym potencjałem wzrostu. Fundusze *private equity* przyczyniają się do poprawy innowacyjności przedsiębiorstw. Wysoka innowacyjność firmy przyczynia się z jednej strony do osiągnięcia dodatnich wyników finansowych, a z drugiej do wzrostu wartości firmy w długim okresie czasu.

LITERATURA

- [1] Gierczyńska, E., *Efektywne wykorzystanie private equity i venture capital*, „Biuletyn Analiz UKIE” 16 (2006)
- [2] Głogowski, E.; Münch, M., *Nowe usługi finansowe*, PWN, Warszawa 1994
- [3] Głodek, P.; Gołębiowski, M., *Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, STIM, Warszawa 2006
- [4] Sosnowska, A.; Poznańska, K.; Łobejko, S.; Brudlak, J.; Chinowska, K., *Systemy wspierania innowacji i transferu technologii w krajach Unii Europejskiej i w Polsce*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2003
- [5] *Szczegółowy opis priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka 2007–2013*, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2009
- [6] Węclawski, J., *Venture capital Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997
- [7] www.parp.gov.pl
- [8] www.psik.org.pl

FINANCING INNOVATIONS THROUGH PRIVATE EQUITY FUNDS

The scope of this study is to present Private Equity Funds, including Venture Funds as one of the means of financing innovative projects. An analysis of structural programs that allow the financing of capital instruments such as Private Equity Funds that currently exist

¹⁵ <http://poig.parp.gov.pl>

in Poland was also undertaken. Special attention was devoted to funds available for the study period 2007 – 2013 while discussing the structural programs.