

Stanisław Rogoziński

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

WSPARCIE INWESTYCJI *VENTURE CAPITAL* PRZEZ ŚRODKI PUBLICZNE

1. Wstęp

Inwestycje *venture capital* odgrywają ważną rolę w nowoczesnych gospodarkach. Do ich głównych zadań należy wypełnianie luki kapitałowej istniejącej w sektorze MSP, podnoszenie innowacji przez wspieranie komercjalizacji badań naukowych czy oferowanie inwestorom skłonny do ryzyka ponadprzeciętnych stóp zwrotu. W Polsce rynek *venture capital* praktycznie do tej pory nie istniał. W większości krajów impuls do powstania tego rynku był dany przez władze państwowe. Obecnie na skutek napływu funduszy unijnych dedykowanych wspieraniu inwestycji *venture capital* rozpoczął się proces tworzenia tego rynku w Polsce.

Celem artykułu jest pokazanie, w jaki sposób kapitał za pośrednictwem instytucji Krajowego Funduszu Kapitałowego trafia do przedsiębiorstw na wczesnych etapach, oraz ocena możliwości stworzenia skutecznego rynku *venture capital* w Polsce.

2. Pojęcia *private equity* oraz *venture capital*

W opracowaniach naukowych nie ma jednomyślności co do używania pojęć *private equity* i *venture capital*. Nie wchodząc w głębszą dyskusję nad ewolucją obu terminów, na potrzeby niniejszej pracy będzie używana następująca definicja pierwszego z pojęć: „Inwestycje *private equity* to średnio- i długoterminowe inwestycje o charakterze udziałowym, zwykle na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim przedsiębiorstwa, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym czasie” [1, s. 13-14]. Definicja ta zawiera wszystkie istotne cechy inwestycji *private equity*. Po pierwsze są one dokonywane na średni i długi termin, co w praktyce oznacza okres od 3 do 10 lat. Po drugie w zamian za wkład finansowy inwestor uzyskuje w spółce akcje lub udziały (w zależności od charakteru prawnego spółki), a także wprowadza swoich przedstawicieli do rady nadzorczej i zarządu spółki. Po trzecie inwestor w czasie inwestycji nie otrzymuje dywidendy, odsetek lub innych

form wynagrodzenia za kapitał. Po zakończeniu inwestycji odsprzedaje on swoje udziały, których wartość powinna w założeniu wzrosnąć kilkukrotnie od momentu rozpoczęcia inwestycji. Wymagana stopa zwrotu z inwestycji wynosi mniej więcej 30% (IRR). Należy tu dodać, że z reguły inwestycje *private equity* są dokonywane za pośrednictwem wyspecjalizowanych podmiotów zwanych funduszami *private equity*. Z jednej strony pozyskują one środki od inwestorów, a z drugiej selekcjonują spółki będące przedmiotem inwestycji (spółki portfelowe).

Pojęcie *venture capital* będzie węższą kategorią oznaczającą: „Kapitał *private equity*, który jest inwestowany w spółki będące na wczesnych etapach rozwoju bądź dopiero rozpoczynające działalność na rynku. W pojęciu *venture capital* mieszczą się również inwestycje funduszy w pomysł (»pod zasiew«), czyli w kompetencję biznesową, w celu zbadania możliwości jej komercjalizacji pod kątem założenia firmy” [1, s. 14].

3. Finansowanie funduszy *venture capital* przez środki unijne w latach 2004-2006

Podstawą prawną udzielania pierwszego po wejściu Polski do Unii Europejskiej wsparcia przez środki unijne dla funduszy *venture capital* było rozporządzenie Ministra Gospodarki i Pracy z dnia 1 lipca 2004 r., wydane zostało ono na podstawie upoważnienia zawartego w Ustawie o Narodowym Planie Rozwoju z dnia 20 kwietnia 2004 r. Rozporządzenie zawierało załącznik zatytułowany: Sektorowy program operacyjny „Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw, lata 2004-2006 (SPO WKP)”, w ramach którego zostało przewidziane działanie 1.2. Poprawa dostępności do zewnętrznego finansowania inwestycji przedsiębiorstw. W jego ramach wyróżnione zostały trzy poddziałania pokazujące trzy sposoby ułatwiające dostęp do kapitału przedsiębiorstwom z sektora MSP. Dwa z nich (1.2.1. Dokapitalizowanie funduszy mikropożyczkowych i 1.2.2. Dokapitalizowanie funduszy poręczeń kredytowych) dotyczyły wsparcia przez instrumenty dłużne. Natomiast działanie 1.2.3. pn. Wspieranie powstawania funduszy kapitału załączkowego typu *seed capital* dotyczyło finansowania o charakterze udziałowym.

W wyniku opóźnień w tworzeniu Krajowego Funduszu Kapitałowego instytucją udzielającą wsparcia funduszom *venture capital* ustanowiono Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP). Do trwającego w okresie 06.12.2006-09.02.2007 naboru wniosków przystąpiło 12 funduszy, z czego 6 otrzymało wsparcie na łączną kwotę 65 860 tys. zł. Największa przyznana kwota wsparcia to 17 mln (Business Angel Seedfund Sp. z o.o. S.K.A.), a najmniejsza – 8,41 mln zł (Silesia Fund Sp. z o.o. S.K.A), pozostałe projekty (IIF Seed Fund Sp. z o.o., MCI.Bio Ventures Sp. z o.o., BIB Seed Capital Sp. z o.o., Spółka Zarządzająca Funduszami Kapitału Załączkowego Satus Sp. z o.o. – Spółka komandytowa Fundusz Kapitału Załączkowego S.K.A.) otrzymały po około 10 mln zł. Wszystkie spółki otrzymały środki w wysokości 50% wkładu własnego, co stanowi maksymalną możliwą wielkość wsparcia. W momencie powstawania tej publikacji (sierpień 2008 r.) dofinansowane fundusze dokonały 9 inwestycji.

Formalne procedury dotyczące wspierania funduszy *seed capital* przez PARP zostały uregulowane w Rozporządzeniu Ministra Gospodarki w sprawie udzielania pomocy finansowej funduszom kapitału zaangażowanego z dnia 13 lipca 2006 r. Zgodnie z rozporządzeniem kapitał przekazany funduszom musi być wykorzystany na inwestycję w spółkę będącą mikroprzedsiębiorcą, małym lub średnim przedsiębiorcą, działającą w formie spółki kapitałowej, która prowadzi działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przez okres nie dłuższy niż 3 lata, znajduje się we wczesnej fazie rozwoju, nie znajduje się w trudnej sytuacji ekonomicznej lub nie znajduje się w okresie restrukturyzacji przeprowadzanej z wykorzystaniem pomocy publicznej (§ 4.1). Przyjęta definicja daje funduszom dużo swobody w dobrze spółek portfelowych. Jednak § 10.1 pkt 4 i 5 przewiduje pewne ograniczenia dotyczące sposobu wykorzystania przez kapitałobiorcę otrzymanych środków, co w rezultacie może ograniczyć zakres spółek atrakcyjnych z punktu widzenia funduszy. Do wyłączeń należy na przykład prowadzenie działalności gospodarczej związanej z usługami finansowymi, handlem detalicznym i hurtowy czy pośrednictwo, handel lub zarządzanie nieruchomościami.

Maksymalna wielkość wsparcia, jaką fundusz może otrzymać, wynosi 50% wkładu własnego oraz nie może być mniejsza niż 3 mln zł oraz większa niż 50 mln zł. Fundusze otrzymują środki na okres nie dłuższy niż 10 lat, z możliwością przedłużenia go ze względów ekonomicznych o okres do 2 lat. Dokonywanie inwestycji w spółki portfelowe musi być zgodne z biznesplanem przedstawionym przez fundusz we wniosku o dofinansowanie. W jedną spółkę nie może zostać zaangażowane więcej niż 20% zadeklarowanej całkowitej wielkości funduszu kapitału zaangażowanego, a po zakończeniu okresu inwestycyjnego – więcej niż 20% wartości opłaconego kapitału funduszu (§ 10.5 pkt 1). Nominalnie ograniczenie inwestycji w jedną spółkę wynosi równowartość 1 mln euro, obliczona jest ona na podstawie średniego kursu NBP z dnia zawarcia umowy inwestycyjnej.

4. Ocena wsparcia udzielonego funduszom *venture capital* ze środków unijnych w latach 2004-2006

Biorąc pod uwagę, że dofinansowanie ma być kierowane do przedsiębiorstw z sektora MSP będących na wczesnym etapie rozwoju, należy stwierdzić, że kwoty pojedynczych inwestycji są zdecydowanie za duże. Fundusze *private equity* zajmujące się inwestowaniem we wczesne fazy życia przedsiębiorstwa inwestują kapitał w przedziale od 500 tys. do 1 mln zł, czyli kilkakrotnie mniej niż mogą to robić fundusze korzystające ze wsparcia. Maksymalna wielkość pojedynczej inwestycji dokonanej przez fundusz wynosi 20%. Powoduje to, że wystarczy pięć inwestycji na kwotę 2 mln zł (średnie dofinansowanie otrzymane w ramach działania SPO WKP 1.2.3 wynosiło ok. 11 mln zł), aby spełnić kryteria wymagane przez rozporządzenie. Niesie to ze sobą dwa zagrożenia.

W 2006 roku zarówno w Polsce [2], jak i w Europie [3] nie wstąpiła żadna inwestycja typu *seed* dokonana przez fundusze *private equity*. Inwestycje typu *start-up* stanowiły w Polsce mniej niż 1%, a w Europie – mniej niż 5% całości środków. Wyni-

ka to z problemów, jakie wiążą się z zarządzaniem i nadzorem nad kilkoma małymi inwestycjami, kosztami procesu selekcji i inwestowania, a także niższymi stopami zwrotu uzyskiwanymi z inwestycji we wczesne etapy rozwoju [4]. Istnieje zatem ryzyko, że fundusze kapitału zaangażowanego nie będą angażować się w przedsiębiorstwa, które są faktycznie na wczesnym etapie rozwoju (tzn. przedsiębiorstwa, które realizują fazę badań lub rozwoju produktu lub usługi albo fazę tę ukończyły, jednak od dnia podjęcia działalności gospodarczej nie rozpoczęły komercyjnej produkcji i sprzedaży produktu lub usługi – § 5.2), ale spełniając wszystkie formalne wymagania rozporządzenia, będą finansować przedsiębiorstwa znajdujące się w istocie w fazie wzrostu.

Paragraf 12 ust. 2 rozporządzenia szczegółowo opisuje sposób podziału wpływów pochodzących ze sprzedaży udziałów i innych wpływów z inwestycji. W momencie wychodzenia z inwestycji inwestorzy najpierw otrzymują zwrot zainwestowanych w fundusz środków, a następnie środki na pokrycie minimalnej stopy ustalonej w umowie o udzielenie wsparcia. Dopiero po tym etapie środki wypłacane są instytucji udzielającej wsparcia. Następnie instytucja udzielająca wsparcia otrzymuje wpływy z inwestycji, aż do pokrycia minimalnej stopy ze wsparcia. Kolejnym etapem jest wypłata wynagrodzenia dla podmiotu zarządzającego funduszem. Pozostała część jest dzielona między instytucję udzielającą wsparcia, inwestorów oraz podmiot zarządzający funduszem według zawartych w umowie proporcji. Dodatkowo należy wspomnieć, że koszty administracji i zarządzania funduszem kapitału zaangażowanego pokrywane są z wypłat instytucji pośredniczącej.

Uregulowania dotyczące przepływów pieniężnych między instytucją udzielającą wsparcia, inwestorami oraz podmiotem zarządzającym funduszem kapitału zaangażowanego stwarzają zagrożenie zaangażowania się przez fundusz w projekty o zbyt dużym ryzyku. Pokrycie części stałej wynagrodzenia funduszu (tzn. niezależnej od wyników) oraz strat w pierwszej kolejności przez instytucję udzielającą wsparcia sprawia, że ryzyko poniesienia straty przez fundusz i inwestorów jest o wiele niższe. Może to prowadzić do tego, że do inwestycji będą wybierane spółki, które nie otrzymałyby wsparcia w warunkach rynkowych.

Umowy z sześcioma funduszami, które zwyciężyły w konkursie PARP, zostały podpisane w połowie 2007 r. Fundusze otrzymały wówczas w sumie prawie 66 mln zł. Drugie tyle zostało wniesione przez inwestorów. Dla porównania w roku 2006 fundusze *private equity* pozyskały w Polsce 3,65 mld zł [2]. Inwestycje w 2007 r. wyniosły natomiast 2,833 mld zł, z czego 16 mln zł przypadło na etap *seed* i *start-up* [5]. W świetle tych liczb wielkości środków przyznanych na wsparcie funduszy kapitałów zaangażowanych należy uznać za wystarczające.

Z makroekonomicznego punktu widzenia podstawową funkcją gospodarczą inwestycji o charakterze *venture capital* jest wspieranie dyfuzji innowacji. Chodzi tu przede wszystkim o wsparcie komercjalizacji badań naukowych. Omawiane wyżej rozporządzenie ministra gospodarki nie nakłada na beneficjentów działania 1.2.3 SPO WKP obowiązku inwestowania w określone branże czy pomysły charakteryzujące się wysokim stopniem innowacyjności. Powoduje to, że część środ-

ków trafia do przedsiębiorstw działających na dojrzałych rynkach, wspierając je w stosunku do konkurencji. Zdaniem autora udzielenie pomocy publicznej powinno się wiązać z konkretnym społeczno-gospodarczym celem, którego osiągnięcie służyć będzie całej gospodarce (rynkowi), a nie tylko poszczególnym podmiotom.

5. Finansowanie funduszy *venture capital* przez środki unijne w latach 2007-2013

Środki unijne na lata 2007-2013 przeznaczone na dofinansowanie funduszy *venture capital* w Polsce są dzielone na podstawie Programu operacyjnego „Innowacyjna gospodarka” (PO IG), który został oficjalnie przyjęty uchwałą Rady Ministrów 30 października 2007 r. W PO IG został wyodrębniony priorytet III. Kapitał dla innowacji, a w jego ramach wyszczególniono działanie 3.2. Wspieranie funduszy kapitału podwyższonego ryzyka. Na dofinansowanie funduszy kapitału podwyższonego ryzyka przeznaczone zostało 180 mln euro, co stanowi 53% wszystkich środków dzielonych w ramach priorytetu III. Środki będą udostępniane funduszom *venture capital* w dwóch etapach. Ustawą z 4 marca 2005 r. powołano Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK). KFK został założony przez Bank Gospodarstwa Krajowego, który jest obecnie jego jedynym akcjonariuszem. Środki trafią w pierwszym etapie do KFK, który następnie będzie je rozdzielał między fundusze podwyższonego ryzyka. Szczegółowe zasady tej procedury określono w Rozporządzeniu Ministra Gospodarki z dnia 15 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy.

W sposobie finansowania zaszło kilka istotnych zmian w stosunku do lat 2004-2006. Fundusze podwyższonego ryzyka, tak jak w poprzednim okresie finansowania, otrzymują dokapitalizowanie w wysokości 50% wkładu własnego. Brak jest jednak kwoty ograniczającej maksymalną ilość środków, jakie może otrzymać jeden fundusz od KFK. Inaczej jednak wyglądają zasady finansowania samych przedsiębiorstw. Maksymalna wielkość dofinansowania, którą może otrzymać jeden przedsiębiorca, wynosi równowartość 1,5 mln euro przeliczonych według średniego kursu NBP z dnia podpisania umowy inwestycyjnej. W jednego przedsiębiorcę fundusz kapitałowy nie może zainwestować więcej niż 20% zadeklarowanych wpłat do funduszu. Ponadto środki powinny wspierać inwestycje w technologiach innowacyjne i przedsiębiorców o dużym potencjale rozwoju.

Istotne zmiany zaszły w procedurze rozliczania wyjść z inwestycji. W pierwszej kolejności wypłaty uzyskują inwestorzy funduszu, aż do wielkości wniesionych przez nich wkładów. Następnie wypłaty przypadają na KFK, aż do wielkości udzielonego przez niego wsparcia. Później wypłaty trafiają do inwestorów funduszu, aż do otrzymania przez nich wskazanej w umowie stopy zwrotu, a następnie – do KFK, aż do uzyskania przez niego wskazanej w umowie wymaganej stopy zwrotu. Pozostałe środki są dzielone zgodnie z umową między podmiot zarządzający funduszem, inwestorów oraz KFK.

6. Ocena wsparcia udzielonego funduszom *venture capital* ze środków unijnych w latach 2007-2013

Pierwsze pytanie, jakie się nasuwa, jest takie: czy podjęte działania mają szansę wypełnić swoje zadanie, czyli zniwelować lukę kapitałową? KFK będzie dysponował środkami w kwocie 180 mln euro. Finansowanie przez niego funduszy podwyższonego ryzyka w 50% oznacza, że w najbliższych kilku latach polskie przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju będą miały możliwość skorzystania z dofinansowania w kwocie 360 mln euro. Jeżeli przyjrzymy się inwestycjom funduszy podwyższonego ryzyka z podziałem na etapy rozwoju przedsiębiorstwa (tab. 1), to okaże się, że otrzymane środki unijne wpłyną w istotny sposób na możliwość pozyskania kapitału przez sektor MSP. W 2007 r. już dało się zauważyć pierwsze oznaki zwiększenia poziomu inwestycji w przedsiębiorstwa na wczesnych etapach.

Tabela 1. Wielkość zainwestowanego kapitału przez polskie fundusze *private equity* w latach 2001-2007 (mln zł)

Etap	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Seed</i>	2	0	1	0	0	0	9
<i>Start-up</i>	92	38	12	0	2	10	7
Ekspansja	271	207	176	200	17	58	497
Wykup i refinansowanie	189	209	590	410	601	1075	2074
Razem	554	454	779	610	620	1143	2587

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [2].

Drugie pytanie będące konsekwencją pierwszego brzmi: na ile zmniejszenie luki kapitałowej będzie miało charakter trwały? Na to pytanie trudno udzielić jednoznacznej odpowiedzi. Rynek *venture capital* w Polsce dotąd nie istniał. Na świecie trendy są jednoznaczne – inwestorzy w ostatnich latach odchodzą od rynku *venture capital*. Jednak jako kontrargument można przytoczyć przykład izraelskiego programu rządowego Yozma. W 1992 r. w Izraelu nie istniał żaden fundusz *venture capital*. W 2002 r. istniało ich już 60, a obecnie w Izraelu udział inwestycji *venture capital* w PKB jest najwyższy na świecie. Fundusz Yozma po czterech latach działania został sprywatyzowany. Prominenci w Polsce przy różnych okazjach wypowiadają się o sile polskiej przedsiębiorczości, której brak kapitału przeszkadza w rozwoju. Zdaniem autora trwale powstanie rynku *venture capital* będzie testem tej przedsiębiorczości. Istnieją bowiem dwie możliwości: albo polskie przedsiębiorstwa z sektora MSP okażą się przeciętne, co spowoduje, że środki KFK będą sukcesywnie maleć wskutek pokrywania strat, a po ich wyczerpaniu inwestorzy ponownie odejdą od finansowania inwestycji na wczesnych etapach, albo wiele polskich przedsiębiorstw do tej pory hamowanych przez lukę kapitałową rozwinię się dynamicznie, zwiększając środki KFK, i przyciągnie sukcesem nowych inwestorów. Jak pokazuje przykład Izraela, taki scenariusz jest również możliwy.

Trzecie pytanie dotyczy tego, czy pieniądze publiczne powinny wspierać te obszary, które inwestorzy niepubliczni wskutek ekonomicznej kalkulacji omijają?

Problem, który był już sygnalizowany wcześniej, dotyczy korzyści zewnętrznych, jakie odniesie gospodarka na skutek inwestycji *venture capital*. Ministerstwo Pracy spróbowało oszacować te korzyści, wykorzystując następujące parametry: wpływy budżetowe, dodatkowe miejsca pracy oraz wartość dodaną w sektorze MSP. Można mieć wiele zastrzeżeń zarówno co do obranych parametrów oceny, jak i oszacowanych wielkości. Większość publikacji naukowych jednoznacznie stwierdza pozytywny wpływ inwestycji *venture capital* na gospodarkę. W Polsce do tej pory nie było danych pozwalających na potwierdzenie tej tezy. Stworzenie skutecznego modelu badającego wpływ inwestycji *venture capital* na gospodarkę jest zadaniem ważnym, ponieważ wyniki takiego badania powinny wpłynąć na kierunki aktywnej polityki państwa. Jest to zadanie, które będzie możliwe dopiero za kilka lat.

7. Podsumowanie

Warunki konieczne do powstania rynku *venture capital* w Polsce to: odpowiednia ilość kapitału, skuteczny mechanizm jego alokacji, kompetentne fundusze typu *private equity*, odpowiedni poziom przedsiębiorczości w Polsce. Zdaniem autora pierwszy i trzeci warunek został w Polsce spełniony. Drugi warunek pozwala funduszom *venture capital* na zbyt dużą elastyczność. Tworzy także ryzyko nieefektywnego inwestowania na skutek pokrywania strat w pierwszej kolejności przez pieniądze publiczne (tzw. efekt gapowicza). Czwarty warunek, będący warunkiem kluczowym, jest najtrudniejszy w ocenie. Dopiero faza wychodzenia przez fundusze *venture capital* z inwestycji i osiągane przez nie stopy zwrotu pokażą poziom przedsiębiorczości w Polsce.

Literatura

- [1] Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004.
- [2] EVCA: *Yearbook 1999-2007*, www.evca.com.
- [3] PricewaterhouseCoopers, *Global private equity report 2006*, www.pwcmoneytree.com.
- [4] *Pan-European survey of performance*, EVCA/Thomson Venture Economics, 27 lipca 2006.
- [5] *Rynek private equity/venture capital w Polsce w 2007*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, <http://www.psik.org.pl/new/dane.php>, 17 sierpnia 2008.

PUBLIC FUNDS SUPPORTING VENTURE CAPITAL INVESTMENTS

Summary

Since the beginning of the Polish private equity market only few investments have been made in early stage enterprises. In year 2007 the first public funds supporting venture capital were allocated. Those funds, given at disposal mainly by the European Union, can create venture capital market in Poland. In the article principles describing the allocation of the funds are presented. In addition an ability of reaching goals established for new created National Capital Fund is evaluated.