

Iłona Fałat-Kilijańska

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
e-mail: i.falat-kilijanska@ue.wroc.pl

ZWIĘKSZANIE INNOWACYJNOŚCI POLSKIEJ GOSPODARKI, CZYLI JAK WZMOCNIĆ RODZIME INWESTYCJE *VENTURE CAPITAL*

INCREASING INNOVATION OF THE POLISH ECONOMY – HOW TO STRENGTHEN DOMESTIC VENTURE CAPITAL INVESTMENTS

DOI: 10.15611/pn.2016.462.03

JEL Classification: G24, G28, O16

Streszczenie: Historia funduszy *venture capital* pokazuje, iż są one bardzo ważnym czynnikiem wspierania innowacyjności i konkurencyjności gospodarki. Poprzez finansowanie przedsięwzięć, uważanych za zbyt ryzykowne dla innych, przyczyniają się do wzrostu ilości nowoczesnych przedsiębiorstw, tworzą wiele miejsc pracy, są ważnym uczestnikiem rynku kapitałowego. Celem artykułu jest wskazanie czynników mających wpływ na stan polskiego rynku inwestycji *venture capital*. Analiza rozwiązań systemowych przyjętych przez amerykańskich i europejskich liderów rynku *venture capital* wskazuje, że najważniejszą rolę odgrywają uregulowania prawne dotyczące form organizacyjnych funduszy i ich przejrzystości podatkowej, systemu ulg i zwolnień podatkowych oraz możliwości udziału funduszy emerytalnych. Drugorzędne znaczenie dla funkcjonowania funduszy *venture capital* ma wysokość podatku CIT i podatku od zysków kapitałowych.

Słowa kluczowe: przedsiębiorczość, inwestycje, *venture capital*, innowacje, *private equity*.

Summary: The history of venture capital funds has shown that they are crucial for the promotion of innovation and competitiveness of the economy. By funding projects that are considered by others as too risky, they contribute to the increase in the number of modern enterprises as well as create jobs and constitute a significant participant in the capital market. This article aims to identify the factors having an impact on the condition of the Polish market of venture capital investments. An analysis of the system solutions adopted by the US and European leaders in the venture capital market indicates that of greatest importance are legal regulations on the organisational forms of funds and their fiscal transparency as well as those on the system of tax reliefs and exemptions and pension funds' participation possibilities. Such aspects as the corporate income tax rate or the capital gains tax rate proved to be of secondary importance for the operation of venture capital funds.

Keywords: enterprise, investment, venture capital, innovation, private equity.

1. Wstęp

Venture capital (w skrócie VC) to inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, służące osiągnięciu zysku poprzez przyrost wartości kapitału. Kapitał tego typu kierowany jest do firm będących we wczesnych fazach życia, często rozpoczynających dopiero swoją działalność, ale mających innowacyjny charakter. Kierując się maksymalizacją zysku, fundusze inwestują w branże o największym potencjale wzrostu. Jednakże na kierunki inwestycji dokonywanych przez nie w dużej mierze mają wpływ przyjęte w danym kraju rozwiązania prawne. Rozwiązania takie istotnie wpływają na sposób organizacji samych funduszy (podmioty krajowe czy zagraniczne), na źródła i pochodzenie kapitału, jakim one dysponują (kapitał krajowy czy pochodzący od podmiotów zagranicznych), ich strategię inwestycyjną czy nawet na sposób realizacji zysków. Jeżeli zatem w interesie danego kraju jest wzmocnienie czy rozwój wybranej branży (np. wysokich technologii) lub skierowanie finansowania w sektor małych i średnich przedsiębiorstw, jednym ze sposobów jest stworzenie odpowiednich ram prawnych (w tym również programów pomocowych) dla funkcjonowania funduszy VC. Dzięki temu, jak pokazują dane statystyczne oraz badania przeprowadzone przez autorkę, zwiększa się konkurencyjność krajowych podmiotów gospodarczych. Odpowiedzi uzyskane bowiem przez autorkę podczas badania ankietowego oraz bezpośrednich wywiadów wskazują jednoznacznie, że firmy z udziałem VC zwracają szczególną uwagę na poziom wydatków na badania i rozwój, marketing, produkt, poprawę wydajności, jakość zatrudnionych pracowników i ich szkolenia. Bez wkładu funduszu na pewno byłyby dużo mniejsze inwestycje przeprowadzone przez spółkę. Firma nie mogłaby sobie pozwolić na prowadzenie działalności badawczo-rozwojowej czy na zwiększanie zatrudnienia. Mniejszy byłby również poziom eksportu, na co wskazała prawie połowa badanych [Fałat-Kilijańska 2014].

Celem artykułu jest wskazanie czynników mających wpływ na stan polskiego rynku inwestycji VC oraz prezentacja doświadczeń międzynarodowych, które mogą przyczynić się do przyjęcia podobnych rozwiązań w Polsce.

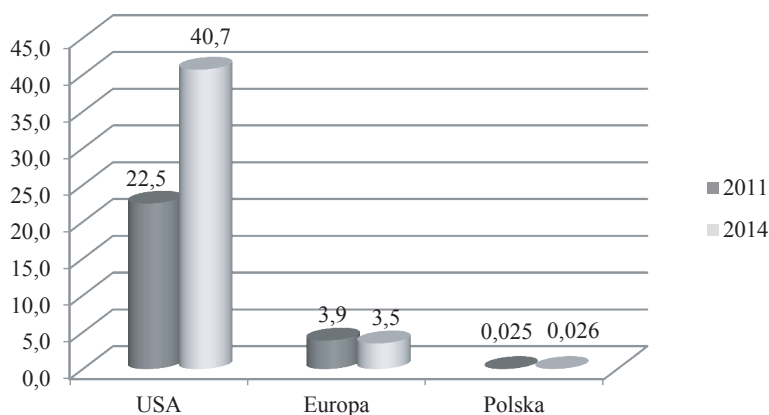
Źródłem danych empirycznych są przede wszystkim badania literaturowe. Badaniami objęto lata 2000-2015.

W pracy posłużono się kilkoma metodami badawczymi: metodą opisową, metodą analizy porównawczej, metodą analizy krytycznej oraz metodą syntezy wniosków. Przeprowadzona została ponadto analiza wyników uzyskanych podczas przeprowadzonych badań oraz analiza danych statystycznych.

2. Znaczenie inwestycji *venture capital*

„Potrzebujemy więcej kapitału podwyższonego ryzyka w Europie. Przy pomocy kapitału podwyższonego ryzyka przedsiębiorstwa staną się bardziej innowacyjne i konkurencyjne, co stworzy z nich europejskie firmy przyszłości. Aby wspierać naj-

bardziej obiecujące nowe przedsiębiorstwa, fundusze kapitału podwyższonego ryzyka muszą stać się większe i bardziej zróżnicowane pod względem dokonywanych przez nie inwestycji”. To słowa wypowiedziane przez Michela Barniera, komisarza ds. rynku wewnętrznego Komisji Europejskiej, w listopadzie 2011 r. [Komunikat prasowy Komisji Europejskiej z 7.12.2011]. Spójrzmy jednak na rysunek 1 przedstawiający zestawienie poziomu inwestycji VC: w Stanach Zjednoczonych w 2011 i 2014 r. odpowiednio: 22,5 i 40 mld euro, w Europie niecałe 4 mld euro, a w Polsce zaledwie 25 i 26 mln euro.



Rys. 1. Wartość inwestycji VC w Stanach Zjednoczonych, Europie i w Polsce w 2011 oraz 2014 r. (w mld euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji opublikowanych przez EVCA i NVCA.

Niekwestionowanym liderem, jak widać, są Stany Zjednoczone, gdzie od kilkadziesiątu już lat dużą wagę przykładają do rozwoju przedsiębiorczości, do wspomagania działalności nowo powstających czy małych i młodych, ale wysoko innowacyjnych firm. Dzięki odpowiednim działaniom większość amerykańskiego kapitału VC kierowana jest do branży IT (prym wiodzie tu software), biotechnologii, do energetyki (a szczególnie w stronę źródeł odnawialnych) czy do przedsiębiorstw związanych z produkcją narzędzi i wyposażenia medycznego.

W Stanach Zjednoczonych już w latach czterdziestych XX w., gdy coraz bardziej widoczne były objawy zastoju i stagnacji, zauważono, że główną przyczyną problemów gospodarczych jest brak nowych, prężnych przedsiębiorstw, a na drodze do ich dynamicznego rozwoju stoi przede wszystkim brak możliwości pozyskania dofinansowania działalności za strony funduszy inwestycyjnych [Bygrave, Timmons 1992]. W 1946 r. powstał fundusz American Research and Development (ARD), który miał za zadanie zbieranie kapitału na finansowanie innowacji. Jego założyciele, Doriot i Flanders, byli przekonani, że dzięki powstawaniu prywatnych małych przedsiębiorstw bez wykorzystywania środków publicznych można finan-

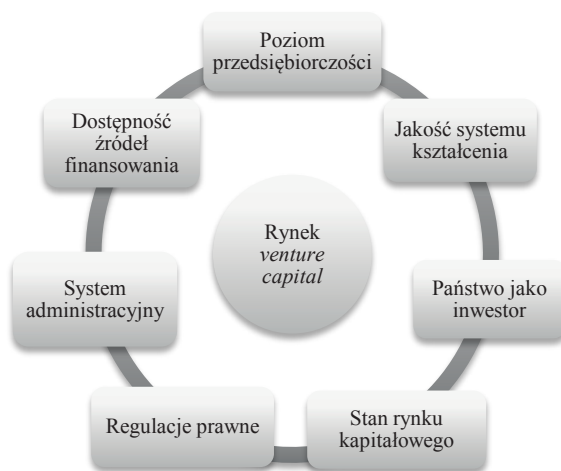
sować badania naukowe, a dzięki nim nastąpi szybki rozwój technologiczny w gospodarce amerykańskiej oraz zwiększenie jej dynamizmu. Do ARD dołączyli znani prawnicy i finansisci i w ten sposób powstało silne lobby, zdolne wpływać na światopogląd środowiska biznesowego. Dyskusje nad zmianami organizacyjnymi firm zajmujących się inwestycjami VC doprowadziły do stworzenia nowych struktur działalności VC – przejrzystych podatkowo prywatnych spółek (*partnership*), które z powodzeniem funkcjonują i teraz. Kierując się opiniami Flandersa i Doriota, wskazującymi brak liberalizacji regulacji giełdowych oraz brak zmian w systemie podatkowym jako główne bariery rozwoju rynku, w latach osiemdziesiątych XX w. opracowano pięć nowych przełomowych aktów prawnych, dzięki którym między innymi: zmniejszono wysokość stawki podatku od zysków kapitałowych (pierwotnie z 49,5% do 28%, a w 1981 r. do 20%) oraz co najważniejsze – zezwolono lokować kapitał w przedsięwzięcia typu VC funduszom emerytalnym (początkowo 1% ich aktywów). Na efekty tych regulacji nie trzeba było długo czekać. W ciągu kilku lat nastąpiło kilkukrotne zwiększenie wartości kapitału VC, miała miejsce ogromna dynamika wzrostu amerykańskiej przedsiębiorczości, powstało wiele nowych firm, umocniły się wcześniej już działające, wzrosła liczba przejęć i fuzji, a także pobudzono rynek ofert publicznych. Najnowsze dane statystyczne pokazują, że amerykańskie inwestycje VC stanowią aż 70% globalnego rynku [EY 2014]. Stany Zjednoczone posiadają niespotykaną gdzie indziej mieszankę prawa, przedsiębiorczości obywateli i doświadczenia w nauce i badaniach. Daje im to ogromną przewagę nad innymi gospodarkami pod względem warunków rozwoju przedsiębiorstw. Największa na świecie jest też aktywność amerykańskich przedsiębiorstw w dziedzinie badawczo-rozwojowej (ok. 30% globalnych wydatków na R&D)¹. Podstawowymi jednostkami prowadzącymi badania są ośrodki naukowe oraz centra badawcze sponsorowane przez agendy rządowe. Nowe idee transferowane są do małych firm, które z kolei przyciągają fundusze *venture capital* z kapitałem umożliwiającym szybkie wejście nowych produktów na światowy rynek.

Patrząc na rozwój europejskiego rynku VC, który nie był tak spektakularny jak w Stanach Zjednoczonych, widać, że stosunkowo niedawno Europa dostrzegła wagę tego typu inwestycji dla konkurencyjności gospodarki. Pierwsze inicjatywy pojawiły się dopiero pod koniec lat dziewięćdziesiątych (np. Biała Księga z 1995 i 2001 r., Action Plan czy Strategia Lizbońska).

¹ Na drugim miejscu w 2013 r. były Chiny (20%), a wcześniej miejsce to zajmowała Japonia. Wydatki wszystkich europejskich przedsiębiorstw na R&D to 22% światowego poziomu (na podstawie: [Science and Engineering]). Polska w 2013 r. znajdowała się w czwartej dziesiątce rankingu OECD, z udziałem wydatków na badania i rozwój na poziomie ok. 0,8% w stosunku do PKB [OECD Science, s. 57].

3. Czynniki mające wpływ na rynek inwestycji VC

Podobnie jak i inne sektory gospodarki rynek VC uzależniony jest od otoczenia makro- i mikroekonomicznego. Najważniejsze jego elementy zostały zaprezentowane na rysunku 2.



Rys. 2. Najważniejsze czynniki wpływające na rynek VC

Źródło: opracowanie własne.

Poziom przedsiębiorczości powiązany jest z innowacyjnością i konkurencyjnością danej gospodarki, a przez to wyznacza ilość i jakość potencjalnych projektów inwestycyjnych dla funduszy VC. Dostępność źródeł finansowania przekłada się w prosty sposób na źródła i wielkość podaży środków tworzących rynek VC. Regulacje prawne zaś mają związek zarówno z poziomem przedsiębiorczości, np. regulacje dotyczące powstawania podmiotów gospodarczych i ich funkcjonowania, jak i z dostępnością kapitału – rozwiązania podatkowe (CIT, VAT, podatek od zysków kapitałowych), funkcjonowanie rynków finansowych czy fundusze emerytalne jako potencjalny inwestor funduszu VC (w tym przypadku historia pokazuje, że jest to jeden z ważniejszych czynników). Polityka państwa również w istotny sposób może wpływać na podaż kapitału dla funduszy VC. Na rozwiniętych rynkach VC państwo występować może jako inwestor aktywny (bezpośrednie zaangażowanie kapitałowe) lub pasywny (pośrednie zaangażowanie kapitałowe). W pierwszym przypadku uruchamiane są różnego rodzaju rządowe programy dofinansowania określonych dziedzin gospodarki (na przykład przedsiębiorstw innowacyjnych, centrów wynalazczych i badawczych) lub tworzone są instytucje wspierające rozwój innowacyjności (zakładanie parków technologicznych, czy prowadzenie doradztwa innowacyjnego). Dawcami kapitału mogą być różne agendy rządowe, instytucje regionalne, władze

gminne, ośrodki naukowe lub organizacje ponadnarodowe. Dzięki temu wzmocnia się wybrane (strategiczne) gałęzie gospodarki, tworzy się nowe miejsca pracy czy pobudza się gospodarkę regionalną. W drugim przypadku państwo jako pasywny inwestor może tworzyć szereg zachęt prawnych, kierujących kapitał prywatnych funduszy VC do określonych sektorów gospodarki lub we wczesne fazy życia firm czy do małych i średnich przedsiębiorstw. Przykładem aktywnego zaangażowania może być unijny program ETF Start-up (European Technology Facility – ETF) koordynowany przez Europejski Bank Inwestycyjny oraz Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI), dzięki któremu otrzymane z budżetu UE środki lokowane są w małe lub nowo powstałe wyspecjalizowane fundusze VC. Główny kierunek inwestycji to fundusze o profilu regionalnym lub branżowym, ewentualnie finansujące wykorzystanie prac badawczo-rozwojowych oraz wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw wywodzących się z parków technologicznych. W latach 1998-2000 przewidziano na ten cel 190 mln euro. Do 2008 r. do programu przystąpiło 7 funduszy *venture capital* z Finlandii, Francji, Niemiec, Szwecji i Wielkiej Brytanii [www.cordis.europa.eu/finance/src/etfstart.htm].

3.1. Rozwiązania systemowe w wybranych krajach europejskich

We wszystkich krajach z pierwszych trzech miejsc rankingu wykorzystywane są w działalności VC przejrzyste podatkowo formy prawne funduszy. W Irlandii jest to spółka komandytowa (*Limited Partnership*), we Francji i w Wielkiej Brytanii stworzono specjalne formy prawne: francuskie *les Fonds Communs de Placement à Risques* (FCPR) i *les Fonds Communs de Placement dans L'innovation* czy *les Sociétés de Capital Risque*, brytyjskie *Venture Capital Trust* (VCT). Przy czym VCT są notowanymi na londyńskiej giełdzie inwestycyjnymi funduszami zamkniętymi, a pozyskany kapitał inwestują w małe spółki niepubliczne lub w spółki kwotowane na AIM². Wszystkie też wprowadziły przyjazne rozwiązania podatkowe dla inwestycji VC. VCT i jego uczestnicy będący inwestorami indywidualnymi zwolnieni są z podatku dochodowego od zysków kapitałowych i podatku od otrzymanych dywidend. Dodatkową zachętą do inwestowania w VCT jest 30% ulga podatkowa od maksymalnej kwoty 200 000 funtów rocznej inwestycji w VCT, pod warunkiem jej utrzymania przez 5 lat³. Prawo irlandzkie przewiduje wiele zachęt i ulg podatkowych dla wydatków na badania i rozwój oraz wydatków związanych z transferem najnowszych technologii. We francuskim prawie podatkowym również znaleźć można sys-

² AIM – *Alternative Market*, brytyjski odpowiednik polskiego *New Connect*, czyli rynek dla małych, ale mocno wzrostowych spółek.

³ Aby uzyskać wymienione preferencje podatkowe, VCT musi zainwestować 70% swoich środków w spółki niepubliczne należące do grona małych i średnich przedsiębiorstw (których aktywa nie przekraczają 15 mln funtów). Pojedyncza roczna inwestycja funduszu nie może przekroczyć 1 mln funtów.

Tabela 1. Kraje posiadające najbardziej przychylne regulacje prawne i podatkowe dla inwestycji VC (1 = bardzo przychylne, 3 = najmniej przychylne)

Miejsce w rankingu	Kraj	Liczba punktów
1	Irlandia	1,27
2	Francja	1,36
3	Wielka Brytania	1,46
21	Polska	2,16
Średnia dla badanych krajów		1,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Benchmarking European Tax 2006, s. 9].

tem ulg podatkowych w przypadku dokonania inwestycji typu VC oraz ulgi dla firm uznanych za innowacyjne i prowadzące działalność badawczo-rozwojową.

Tabela 2. Zestawienie najważniejszych czynników mających wpływ na działalność funduszy *venture capital* w wybranych krajach europejskich

Kraj	CIT	Podatek od zysków kapitałowych	Udział w inwestycjach VC funduszy emerytalnych	System ulg podatkowych dla inwestycji VC
Irlandia	12,5%	33%	tak	tak
Francja	33,33%	30%	tak	tak
Wielka Brytania	20%	brak, ale tylko dla VCT	tak	tak
Polska	19%	19%	nie	brak

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.revenue.ie/en/tax/ct/index.html; www.idaireland.com/why-ireland/tax/; www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual; www.fairinvestment.co.uk/taper_relief.aspx; www.worldwide-tax.com/france/french-tax.asp; www.expatax.nl/incometax-expatax.htm] (10.02.2016).

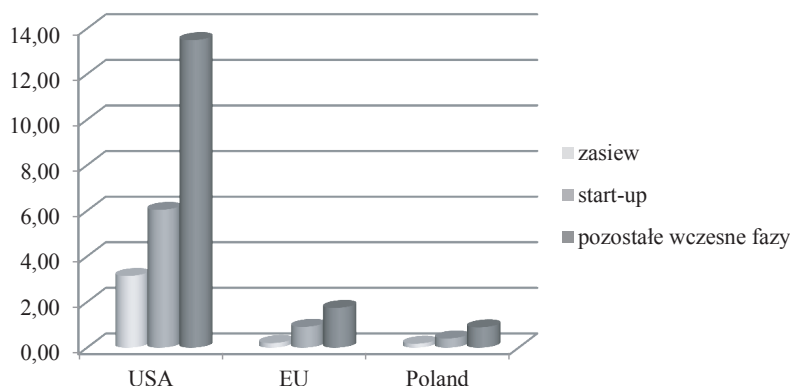
Jak widać w tabeli 2, sama wysokość CIT czy podatku od zysków kapitałowych nie ma bezpośredniego związku z wielkością rynku VC. Europejscy liderzy – Wielka Brytania i Francja – stawki obu podatków mają bowiem wysokie⁴. A coraz częściej zapowiadane są wręcz ich dodatkowe podwyżki [www.unquote.com]. Dla rozwoju rynku ważniejszy zatem jest system ulg i zwolnień podatkowych oraz fakt pełnego przyzwolenia na dokonywanie tego typu inwestycji przez fundusze emerytalne. Przykładowo największym atutem brytyjskiej gospodarki są bardzo korzystne dla inwestycji VC specjalne programy dedykowane VC. Są to: *Reinvestment Relief*, dzięki któremu zwolnione są z podatku zyski kapitałowe zainwestowane w firmę nienotowaną na giełdzie (bez limitu ich wartości), *The Enterprise Investment*

⁴ Średnia stawka w krajach Unii Europejskiej wynosi 25,7%.

Scheme, w myśl którego inwestorzy indywidualni uzyskali dodatkową ulgę podatkową w wysokości 20% zainwestowanych środków w nienotowane na giełdzie firmy (roczna inwestycja nie może być większa niż 500 000 funtów i musi trwać przynajmniej 3 lata. Ulga ta obejmuje również inwestycje w spółki notowane na rynku AIM), inwestorzy indywidualni mogą także na mocy innego aktu – *Venture Capital Scheme*, odpisać od swojego podatku dochodowego w danym roku lub w roku następnym straty poniesione na inwestycjach w firmy nienotowane na giełdzie (bez limitu wartościowego) [<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual/vcm10030.htm>]. A dzięki programowi *Business Assets Taper Relief* inwestorzy VC lokujący w spółki nienotowane na giełdzie zyskali jeszcze jeden przywilej podatkowy – w zależności od długości trwania inwestycji mogą dokonywać zmniejszeń podstawy do opodatkowania podatkiem od zysków kapitałowych (np. efektywna stopa podatkowa dla inwestycji trwającej dwa lub więcej lat wynosi 10%) [http://www.fairinvestment.co.uk/taper_relief.aspx].

Przyczyną słabszego tempa rozwoju europejskiego VC jest brak jednolitości rozwiązań prawno-podatkowych na terenie poszczególnych krajów oraz duża różnorodność kultur i tradycji inwestycyjnej w krajach europejskich (co znacząco wpływa na sposoby finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych). Rozwiązaniem może być przyjęta w listopadzie 2011 r. przez Komisję Europejską strategia, umożliwiająca lepszy dostęp do finansowania dla MŚP. Przewiduje między innymi zwiększenie wsparcia finansowego z budżetu UE i Europejskiego Banku Inwestycyjnego oraz zawiera wniosek w sprawie rozporządzenia ustanawiającego jednolite zasady wprowadzania na rynek funduszy kapitału podwyższonego ryzyka. Nowe rozporządzenie ma ułatwić inwestorom VC pozyskiwanie środków finansowych w całej Europie, z korzyścią dla przedsiębiorstw rozpoczynających działalność. Po spełnieniu szeregu wymagań wszyscy kwalifikujący się zarządzający funduszami mają możliwość pozyskiwania kapitału w ramach „Europejskiego funduszu kapitału podwyższonego ryzyka” w całej UE. Nie muszą spełniać skomplikowanych wymogów, które różniły się do tej pory w zależności od państwa członkowskiego. Poprzez wprowadzenie jednolitego zbioru przepisów fundusze kapitału podwyższonego ryzyka mają stać się bardziej atrakcyjne dla inwestorów, dzięki czemu będzie można zaangażować w nie więcej kapitału i będą one większe [Komunikat prasowy Komisji Europejskiej, <http://www.europarl.europa.eu>]. Wartość europejskich funduszy, jak i inwestycji w fazę wczesną jest bowiem niska. Dla porównania w 2014 r. średnia wartość amerykańskiego funduszu VC to 107 mln euro, a europejskiego 71 mln, a liczby te wprost przekładają się na możliwości inwestycyjne mierzone średnią wartością pojedynczej transakcji (rys. 3).

Jak widać, poszczególne rynki dzieli przepaść: średnia wartość inwestycji w fazę zasiewu (załączkową) w USA to 3,15 mln euro, w Europie – 209 tys., a w Polsce zaledwie 180 tys. euro!



Rys. 3. Średnia wartość pojedynczej inwestycji funduszy VC w podziale na fazy życia przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych, Europie i w Polsce w 2014 r. (w mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji opublikowanych przez EVCA i NVCA.

4. Polski rynek *venture capital* na tle rynków rozwiniętych

Polska, zgodnie z tabelą 1, znalazła się dopiero na 21. miejscu. Obowiązujące u nas rozwiązania prawno-podatkowe wciąż nie są preferencyjnie nastawione do inwestycji VC. W polskim prawodawstwie nie istnieją specjalne formy prawne dla tego typu działalności, czyli polskie fundusze VC mają takie same prawa i obowiązki jak wszystkie inne spółki. Najbardziej odpowiednią formą dla funduszu VC jest specjalny rodzaj specjalistycznego zamkniętego funduszu inwestycyjnego – fundusz aktywów niepublicznych. Fundusz aktywów niepublicznych ma dwa, ale zasadnicze mankamenty prawne: obowiązek dokonywania wyceny aktywów z częstotliwością zgodną z przyjętą w statucie (ale nie rzadziej niż co 3 miesiące) oraz obowiązki informacyjne dotyczące sporządzania i przekazywania sprawozdań finansowych [Ustawa z 27 maja 2004]. Mogą stanowić one zbyt duży koszt dla opłacalności całego przedsięwzięcia, a dla potencjalnych inwestorów funduszu VC mogą być sygnałem o zagrożeniu poufności ich inwestycji. Niewątpliwą korzystną cechą prowadzenia działalności w formie funduszu inwestycyjnego jest jego podmiotowe zwolnienie z podatku dochodowego od osób prawnych [Ustawa z 15 lutego 1992]. Problemem jest opodatkowanie podatkiem od towarów i usług opłat za zarządzanie funduszem przez firmę zarządzającą [Ustawa z 11 marca 2004]. Dla prowadzenia działalności VC, szczególnie przez fundusze rodem z KFK, wykorzystywane są dwie inne formy spółek osobowych – komandytowa oraz komandytowo-akcyjna, które zapewniają transparentność podatkową. Stawka podatku od otrzymanych dywidend (19%) obowiązująca w Polsce jest nieco niższa od średniej stawki w krajach „starej piętnastki” Unii Europejskiej (23,9%) [na podst.: EU 2015].

4.1. Fundusze emerytalne jako źródło kapitału VC w Polsce

W krajach o rozwiniętych rynkach finansowych krajowi inwestorzy instytucjonalni stanowią podstawowe źródło finansowania działalności VC. W poszczególnych krajach rodzime fundusze emerytalne, banki oraz firmy ubezpieczeniowe dostarczają na ten rynek ponad połowę kapitałów, finansując w ten sposób rozwój małych i średnich przedsiębiorstw. Na polskim rynku zainteresowanie polskich podmiotów inwestycjami typu VC jest niestety niewielkie. W 2011 r. 7,8% całości kapitału funduszy obecnych w Polsce pochodziło od podmiotów krajowych, a 2012 – 4% [oprac. wł. na podst.: Yearbook 2015]. Nie jest to wciąż dobry wynik, choć ulega poprawie, bo przykładowo w 2008 r. udział krajowych źródeł finansowania inwestycji wyniósł 0%⁵. Największym problemem jest brak zainteresowania tego rodzaju inwestycjami ze strony otwartych funduszy emerytalnych (OFE). Szereg ograniczeń inwestycyjnych, jakimi są obwarowane nasze fundusze emerytalne, praktycznie uniemożliwiają lokowanie w akcje lub udziały spółek nienotowanych na giełdzie. Najważniejszym ograniczeniem jest nałożenie wymogu półrocznego raportowania o uzyskanej przez nie 36-miesięcznej stopie zwrotu z inwestycji⁶. Jest to zbyt krótki horyzont czasowy, aby potencjalna inwestycja w VC przyniosła odpowiedni dla OFE poziom zysku. Polskie fundusze emerytalne zmuszone są zatem do lokowania środków w instrumenty gwarantujące im stabilny zysk w krótkim czasie. Aby zachęcić OFE do lokowania w VC, należy: po pierwsze, wzorując się na regulacjach europejskich, podwyższyć limity inwestycyjne, a po drugie (i najważniejsze) – odejść od krótkoterminowej oceny ich wyników. Warto jednocześnie zwrócić uwagę, że kapitały będące pod zarządem polskich otwartych funduszy emerytalnych rosną bardzo szybko (pomimo ustawowego zmniejszenia wielkości przekazywanej składki), gdyż wartość kapitału, jakim dysponowały w 2005 r. OFE, to ponad 80 mld zł, a w 2010 r. to prawie 221,5 mld zł. Kwota składek przekazanych przez ZUS w 2010 r. to blisko 27 mld zł. Po zmianach ustawowych wprowadzonych w lutym 2014 r. wartość aktywów spadła i w listopadzie 2015 r. wyniosła 143 mld zł, a ZUS przekazał funduszom emerytalnym w tym samym miesiącu składki o wartości 237 mln zł⁷.

⁵ Celowo nie pokazano udziału polskiego kapitału w poziomie akwizycji funduszy *private equity* w naszym kraju w roku 2014. W tym okresie bowiem całość zebranej kwoty pochodziła z Polski, i wyniosła zaledwie 10,63 mln euro. Dla porównania rok wcześniej zgromadzono ponad 260 mln euro, a w 2007 r. – prawie 824 mln euro.

⁶ Co pół roku wyliczana jest minimalna stopa zwrotu osiągnięta przez wszystkie OFE. Fundusz uzyskujący niższą stopę jest zobowiązany dopłacić różnicę z kapitału własnego (Rozdz. 17 Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997 r., Dz.U. z 1997 r., nr 139, poz. 934).

⁷ Na podstawie ustawy z dnia 6 grudnia 2013 r. (Dz.U. z 31 grudnia 2013 r., poz. 1717), 3 lutego 2014 r. otwarte fundusze emerytalne (OFE) umorzyły 51,5% jednostek rozrachunkowych zapisanych na rachunku każdego członka OFE na dzień 31 stycznia 2014 r. i w tym samym dniu przekazały do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) aktywa OFE w wysokości odpowiadającej 51,5% wartości jednostek rozrachunkowych zapisanych na rachunku każdego członka OFE na dzień 31 stycznia

Pojawiło się jednak pewne rozwiązanie, które może dać polskim OFE bezpośredni dostęp do rynku VC. Jest nim fundusz funduszy, czyli podmiot, który inwestuje w wybrane fundusze w Polsce i innych krajach naszego regionu. Polityka inwestycyjna funduszu funduszy mogłaby obejmować fundusze regionalne, subregionalne, krajowe, branżowe i inne, przez co uzyskałby on odpowiednią dywersyfikację swojego portfela i stosunkowo niski poziom ryzyka. Inwestycja w fundusz funduszy umożliwiłaby OFE dostęp do najszybciej rozwijających się sektorów gospodarki, do przedsiębiorstw, które nie są notowane na rynku publicznym, przez co znacznie może wzrosnąć też stopa zwrotu z aktywów OFE. Płynność takiej inwestycji zapewniłoby dopuszczenie certyfikatów inwestycyjnych funduszu funduszy do publicznego obrotu. Poza tym długoterminowy charakter inwestycji w fundusz funduszy zapewnia dopasowanie zapadalności inwestycji z wymagalnością przyszłych zobowiązań inwestorów. Niestety, dane za rok 2015 pokazują nikłe zainteresowanie polskich OFE certyfikatami inwestycyjnymi funduszy inwestycyjnych (0,15% w strukturze portfela OFE). Sumując wszystkie inwestycje OFE w instrumenty, których emitentami są firmy mające bezpośredni związek z inwestycjami VC, otrzymamy mniejszy niż 1% udział w strukturze ich portfela [oprac. wł. na podst.: www.knf.gov.pl/].

4.2. Polskie próby aktywizacji inwestycji VC

Mamy kilka polskich rozwiązań mających zaktywizować rynek VC oraz – co równie istotne – krajowy kapitał. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości w ramach programów pomocowych, w szczególności w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego „Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw, lata 2004-2006”, wsparła 6 funduszy kapitału zaangażowanego na łączną kwotę 65 mln złotych (BIB Seed Capital, Business Angel Seedfund, IIF Seed Fund, MCI Bio Ventures, SATUS oraz Silesia Fund). Ich środki przeznaczone są przede wszystkim dla innowacyjnych przedsiębiorstw prowadzących działalność badawczo-rozwojową i o dużym potencjale wzrostu. Maksymalnie młoda spółka może liczyć na dofinansowanie w wysokości 1 mln euro.

W marcu 2008 r. utworzono przy Akademickich Inkubatorach Przedsiębiorczości fundusz zaangażowany AIP Seed Capital, który inwestuje relatywnie małe kwoty (od 50 do 400 tys. zł, w tej chwili 100 000 zł na jeden projekt) w początkujące firmy, m.in. z branży informatycznej, internetowej, medialnej czy telekomunikacyjnej.

Z inicjatywy rządowej powstał Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK), instytucja finansowa, której głównym celem jest zwiększanie dostępności do kapitału dla innowacyjnych polskich przedsiębiorstw poprzez wsparcie rozwoju rynku VC⁸. Działa

2014 r. Wartość aktywów zapisanych na rachunku członka OFE i przekazanych następnie do ZUS zostanie zapisana na jego indywidualnym subkoncie prowadzonym przez ZUS.

⁸ Spółka Akcyjna Krajowy Fundusz Kapitałowy została utworzona w lipcu 2005 r., a stuprocentowym akcjonariuszem Spółki został Bank Gospodarstwa Krajowego. Program KFK jest zgodny z wytycznymi Komisji Europejskiej dotyczącymi kapitału podwyższonego ryzyka, opracowanymi na

jako fundusz funduszy, czyli dokonuje inwestycji w wybrane fundusze VC, które z kolei zasilają kapitałowo przedsiębiorstwa. Udział KFK w każdym z funduszy nie może przekroczyć 50%, co oznacza, że co najmniej druga połowa środków funduszu pochodzić ma od inwestorów prywatnych. Pozyskanie KFK jako inwestora wymaga spełnienia kilku warunków: fundusze zainicjowane przez KFK mogą inwestować wyłącznie w mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Projekty, w które inwestują fundusze, nie mogą przekraczać wartości 1,5 mln euro. Fundusze powinny preferować spółki innowacyjne lub badawczo-rozwojowe oraz te znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju. Program KFK zachęca więc do tworzenia funduszy inwestujących w przedsiębiorstwa znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju, czyli w głównej mierze w przedsięwzięcia najmniejsze i najbardziej ryzykowne, poprzez oferowanie zachęt dla inwestorów prywatnych. Oferta KFK zakłada udzielanie inwestorom prywatnym preferencji polegających na pierwszeństwie przy zwrocie zainwestowanych kapitałów, a w dalszej kolejności zysków, ograniczając tym samym ich ryzyko inwestycyjne. Dodatkowo w formie bezzwrotnych świadczeń KFK pokrywa część kosztów zarządzania funduszem. Źródłem finansowania KFK są głównie środki pochodzące z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej (alokacja 180 mln euro dla KFK w ramach PO IG 2007-2013), rządu szwajcarskiego (53 mln franków szwajcarskich), uzupełnione o środki budżetowe. KFK do tej pory zainwestował w 17 funduszy VC, które mają w swoich portfelach 124 spółki⁹.

4.3. System administracyjny i polityka państwa

Korzystny wpływ na rozmiary rynku VC może wywierać także sprawnie działający system administracji państwa. Często wskazuje się, że największe trudności podczas działalności funduszy VC w Polsce związanych jest z niesprawnym funkcjonowaniem administracji państwowej, samorządowej oraz sądownictwa. Przewlekłe procedury administracyjne, począwszy od rejestracji spółki kapitałowej, przez uzyskanie zezwoleń w związku z inwestycją zagraniczną, na zezwoleniach lokalnych kończąc, mogą skutecznie zniechęcić inwestorów do zaangażowania swoich środków. Na to nakłada się jeszcze opieszałość polskich sądów, która wpływa na poziom egzekwowalności prawa, zwłaszcza pod kątem egzekwowania tytułów własności lub wierzytelności. Polskie przepisy podatkowe nie zawierają uregulowań mogących stymulować wzrost inwestycji VC. Inwestycje tego typu traktowane są wciąż jak zwykle inwestycje portfelowe i w przeciwieństwie do wielu krajów (nawet europejskich) polskie prawodawstwo nie przewiduje zwolnienia z podatku dochodowego (czy nawet ulg podatkowych) dla podmiotów prowadzących działalność VC czy dokonujących długoterminowych inwestycji. Co gorsza, zgodnie z nowelizacją

podstawie doświadczeń i najlepszych praktyk innych krajów europejskich wdrażających analogiczne programy do KFK [www.kfk.org.pl].

⁹ Stan na 10.12.2015 [www.kfk.org.pl/fundusze].

Ustawy o podatku dochodowym z 1 stycznia 2014 r., objęto spółki komandytowo-akcyjne tymże podatkiem na równi ze spółkami kapitałowymi, a to oznacza, że straciły tak ważną cechę – transparentność.

Nie bez znaczenia jest także sposób rozumowania polityków. Od wielu lat zarówno w mediach, w programach partii politycznych, organizacji organów rządowych i samorządowych, jak i w budżecie państwa przywiązuje się wielką wagę do „przyciągania inwestorów zagranicznych” (głównie pod hasłem walki z bezrobociem), bardzo często za cenę liczonych w milionach złotych „pakietów stymulacyjnych” dla inwestorów – zwykle wielkich i bogatych korporacji (tab. 3).

Tabela 3. Zestawienie inwestorów, którzy otrzymali wsparcie na tworzenie miejsc pracy z budżetu państwa w latach 2012-2014

Beneficjent	Kwota wsparcia w latach 2012-2014 (w tys. zł)	Ogółem utworzone miejsca pracy	Wsparcie na 1 etat (w zł)
MC KINSEY	804	191	4 209,42
NORDEA BANK	1 382	250	5 528,00
FUNAI	3 564	330	10 800,00
IBM	31 500	2 145	14 685,31
CITIBANK	1 426	350	4 074,29
ATOS ORIGIN	2 619	250	10 476,00
GOODRICH	12 570	250	50 280,00
FIAT	14 704	400	36 760,00
MTU	12 485	418	29 868,42
HP	9 975	1 100	9 068,18
LG	67 000	1 976	33 906,88
LG	11 161	600	18 601,67
FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS	4 963	440	11 279,55
INDESIT	9 581	1 103	8 686,31
NIDEC MOTORS	1 463	250	5 852,00
SAMSUNG	3 740	250	14 960,00
CARLSBERG	983	280	3 510,71
DELL	148 721	3 000	49 573,67
CADBURY	14 180	621	22 834,14
ORION ELECTRIC	26 527	500	53 054,00
Razem	379 348	średnia kwota wsparcia na 1 etat	19 900,43

Źródło: Ustawa budżetowa na 2012 r., zał. 11, Zestawienie Programów Wieloletnich w Układzie Zadaniowym, Program Wieloletnie Wsparcie Finansowe Inwestycji, Zadanie 6.1 Wzrost konkurencyjności gospodarki, Podzadanie 6.1.4 System wsparcia inwestorów.

Powstające w ten sposób miejsca pracy są bardzo kosztowne (inwestorzy otrzymują wsparcie publiczne liczone w dziesiątkach tysięcy złotych za jeden etat), zwykle nieinnowacyjne i nisko płatne dla pracowników. Najnowsze doświadczenia Hiszpanii i Portugalii z odpływem inwestorów pokazują także nietrwały charakter tych inwestycji. Tymczasem tworzenie i rozwój podmiotów wspierających rodzimą przedsiębiorczość i innowacyjność (a do tego reinwestujących powstające w ten sposób zyski) wciąż nie jest przedmiotem poważnego zainteresowania polityków ani mediów.

5. Zakończenie

Działalność wspomnianej na wstępie amerykańskiej ARD dowodzi, że istota VC polega na aktywnej pomocy nowo powstałym przedsiębiorstwom, które z kolei dzięki swojej innowacyjności przyczyniają się do dynamicznego rozwoju całej gospodarki. A my zastanawiamy się wciąż, jak pobudzić innowacyjność naszych podmiotów gospodarczych. Nie dostrzegamy, że potrzebny do tego kapitał i praktycznie gotowe rozwiązania są tuż koło nas. Zaangażowanie tylko 1% mocno okrojonych w tej chwili aktywów OFE w inwestycje VC to ponad 2 miliony złotych miesięcznie!!! To ogromne środki na wsparcie naszych polskich przedsiębiorstw, ośrodków naukowych, które zarówno poprzez funkcję dydaktyczną, jak i badawczą wzmacniałyby młodą przedsiębiorczość. Warto zatem stworzyć w Polsce dobre warunki systemowe, umożliwiające rozwój rynku VC, dzięki którym polepszeniu ulegnie dostępność kapitału, a zyski osiągnane przez same fundusze nie będą transferowane za granicę, lecz reinwestowane na miejscu.

Literatura

- EY 2014, *Adapting and evolving. Global venture capital insight and trends in 2014*, [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/\\$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Global_venture_capital_insights_and_trends_2014/$FILE/EY_Global_VC_insights_and_trends_report_2014.pdf).
- Benchmarking European Tax & Legal Environments*, 2006, EVCA Papers, Zaventem, www.evca.com.
- Bygrave W.D., Timmons J.A., 1992, *Venture Capital At the Crossroads*, Mc Graw-Hill Professional, Boston.
- EU 2015, *Taxation trends in the European Union*, Eurostat, European Commission, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/gen_info/economic_analysis/tax_structures/2015/report.pdf.
- http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_emerytalny/dane_o_rynku/rynek_ofe/Dane_miesieczne/dane_miesieczne_ofe.html.
- Fałat-Kilijańska I., 2014, *Private equity. Więcej niż kapitał*, CeDeWu, Warszawa.
- Komunikat prasowy Komisji Europejskiej z 7.12.2011 r., <http://europa.eu/rapid>.
- Komunikat prasowy Komisji Europejskiej, www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0001+0+DOC+XML+V0//PL#title2.

OECD Science, Technology and Industry Outlook 2014, http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oced/science-and-technology/oced-science-technology-and-industry-outlook-2014_sti_outlook-2014.

Science and Engineering Indicators 2016, <http://www.nsf.gov/statistics/2016/nsb2016>.

Ustawa budżetowa na 2012 r., Dz.U. z 2012, poz. 273.

Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z dnia 28 sierpnia 1997 r., Dz.U. z 1997 r., nr 139, poz. 934.

Ustawa z 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, Dz.U. z 2004, nr 54, poz. 535.

Ustawa z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. z 2000, nr 54, poz. 654.

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 2004, nr 146, poz. 1546.

www.cordis.europa.eu/finance/src/etfstart.htm.

www.europarl.europa.eu.

www.expatax.nl/incometaxexpatax.htm.

www.fairinvestment.co.uk/taper_relief.aspx.

www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual.

www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual/vcm10030.htm.

www.idaireland.com/why-ireland/tax/.

www.kfk.org.pl.

www.revenue.ie/en/tax/ct/index.html.

www.unquote.com.

www.worldwide-tax.com/france/french-tax.asp.

Yearbook 2015, EVCA 2015, <http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics>.