

M. Wosiek,

PhD,

Wydział Ekonomii i Finansów;

Uniwersytet Rzeszowski, Polska

SPECYFIKA POLSKIEGO RYNKU VENTURE CAPITAL

W warunkach gospodarki i przemysłu 4.0 rośnie znaczenie innowacyjnych procesów i produktów wykorzystujących technologie cyfrowe, automatyzację i sztuczną inteligencję. Opracowywanie takich nowatorskich rozwiązań wymaga znacznych środków finansowych, a dodatkowo obarczone jest wysokim ryzykiem. Tradycyjny sektor bankowy, ograniczany przez regulacje ostrożnościowe, nie jest w stanie zapewnić adekwatnej podaży kapitału na przedsięwzięcia innowacyjne. Tę lukę wypełniają alternatywne źródła finansowania, jak crowdfunding czy kapitał wysokiego ryzyka zinstytucjonalizowany (fundusze venture capital) lub mniej sformalizowany (aniołowie biznesu) [1]. Tego typu finansowanie kapitałowe – udziałowe jest silnym komponentem anglosaskiego systemu finansowego i gospodarek z rozwiniętym segmentem inwestorów prywatnych. W Polsce, reprezentującej kontynentalny model systemu finansowania, z relatywnie krótką historią gospodarki rynkowej, kultura inwestowania wysokiego ryzyka jest nadal w fazie kształtowania. Dlatego celem opracowania jest weryfikacja, jak kształtują się tendencje rozwoju finansowania venture capital w Polsce. Analizą objęto w szczególności okres po 2010 roku. Odpowiedź na postawione pytanie jest ważna w kontekście poprawy innowacyjności oraz pozycji konkurencyjnej polskiej gospodarki w globalnym łańcuchu dostaw.

Istota finansowania Venture Capital

Finansowanie venture capital wiąże się z inwestowaniem w przedsięwzięcia biznesowe o podwyższonej stopie ryzyka, nie tylko ze względu na element nowatorstwa, ale także z uwagi na to, że odbywa się to we wczesnych fazach rozwojowych tych projektów, jak *seed* lub *start up*. W zamian, inwestor oferujący dodatkowo wsparcie menadżerskie i biznesowe *know-how* (*smart money*) oczekuje ponadprzeciętnej stopy zwrotu w perspektywie 5-10 letniej. Takie inwestowanie może mieć charakter niesformalizowany, związany z indywidualną aktywnością prywatnych inwestorów (aniołowie biznesu) lub sformalizowany poprzez działania prywatnych lub publicznych funduszy venture capital [2].

Fundusze venture capital od strony prawnej mogą przybierać formę spółki kapitałowej (akcyjnej lub z ograniczoną odpowiedzialnością). *Popularnym rozwiązaniem jest także spółka komandytowa z podziałem na [3]:*

- *Limited Partners (LP)* – udziałowców (inwestorów) dostarczających kapitału inwestycyjnego, którzy pełnią rolę pasywną;
- *General Partners (GP)* – zespół menedżerów, który jest odpowiedzialny za cały proces inwestycyjny związany z: zebraniem kapitału inwestycyjnego (*fundraising*), selekcją i doбором spółek portfelowych, monitorowaniem i zarządzaniem inwestycją poprzez zwiększanie wartości spółek portfelowych oraz

wyjsciem z inwestycji (sprzedaż innemu inwestorowi, wprowadzenie na giełdę, odkupienie udziałów przez dotychczasowych inwestorów, itp. [4]).

Z punktu widzenia inwestora, głównym celem nie jest pozostanie współwłaścicielem przedsiębiorstwa ani także wspieranie innowacyjnych pomysłów, ale przede wszystkim osiągnięcie ponadprzeciętnego zysku w relatywnie krótkiej perspektywie (do 10 lat). Dlatego selekcja przedsiębiorstw prowadzona jest w sposób bardzo ostry (analiza *due dilligence*, analiza prawna, analiza kompetencji zespołu startupowego), a współczynnik odrzuceń na ogół przekracza 95-98%. Tylko nieliczne przedsięwzięcia, o wysokim potencjale rynkowym są w stanie przyciągnąć uwagę inwestorów VC [5]. Firmy, które pozyskują kapitał podwyższonego ryzyka, robią to z różnych powodów, np. w celu skalowania istniejącego biznesu lub dla rozwoju nowych produktów i usług (np. poprzez wejście na nowe rynki, pozyskanie nowych partnerów biznesowych czy kluczowych pracowników) [6]. W zamian inwestor otrzymuje udział kapitałowy w przedsięwzięciu i możliwość włączenia się w decyzje strategiczne i operacyjne. Dodatkowo, wiele przedsiębiorstw dla kontynuowania ścieżki rozwojowej, musi pozyskać dodatkowe finansowanie venture capital, w tzw. kolejnych rundach emisyjnych. Proces ten powoduje, że założyciele stopniowo tracą udziały, kontrolę i decyzyjność w swoim przedsięwzięciu [7].

Biorąc powyższe pod uwagę można stwierdzić, że podnoszenie poziomu innowacyjności gospodarki jest niejako efektem zewnętrznym, dodatkowym, pobocznym finansowania venture capital. Nie umniejsza to znaczenia kapitału wysokiego ryzyka w poprawie zdolności konkurencyjnej gospodarki. Fundusze VC odgrywają szczególnie ważną rolę w fazie komercjalizacji, czyli upowszechnienia i monetyzowania innowacji. Aczkolwiek szanse na pozyskanie w ten sposób kapitału mają tylko nieliczne przedsiębiorstwa. Wzrostowi podaży kapitału VC sprzyjają: podnoszenie poziomu rozwoju gospodarczego i bogacenie się społeczeństwa (wykształcanie klasy prywatnych inwestorów), postęp technologiczny, rozwój rynku finansowego i kapitałowego, a w krajach mniej dojrzałych rynkowo – instytucjonalne wsparcie dla tego sektora.

Historia finansowania Venture Capital w Polsce

Historia kapitału podwyższonego ryzyka na polskim rynku jest stosunkowo krótka (w porównaniu do państw zachodnich), sięga początku lat dziewięćdziesiątych XX w. i wiąże się z okresem transformacji systemowej. Był to okres znacznego zapotrzebowania kapitałowego na modernizację i prywatyzację przedsiębiorstw państwowych. Lukę kapitału rodzimego uzupełniał kapitał zagraniczny, w obszarze VC reprezentowany m.in. przez Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości, Duński Fundusz dla Europy Centralnej i Wschodniej, CARESBAC-Polska czy fundusz Poland Partners. Tendencją charakterystyczną dla polskiego rynku VC było to, że istniejące już fundusze, po zainwestowaniu całego kapitału, zaczynały nowe inicjatywy, przyczyniając się do powstania kolejnych funduszy. W tym okresie na rynku działały również Narodowe Fundusze Inwestycyjne (NFI) powstałe z programu powszechnej prywatyzacji [8].

Kolejnym impulsem do rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce była akcesja do Unii Europejskiej (2004 r.). Dała ona impuls do uruchomienia

publicznego wsparcia dla rozwoju rynku VC w Polsce. W 2005 r. utworzono Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK), który miał wspierać rozwój rynku *private equity/venture capital* w Polsce. KFK pozyskiwał środki z programów operacyjnych alokujących fundusze unijne, a także środki publiczne (programy rządowe) czy środki z innych międzynarodowych projektów (np. Szwajcarsko-Polski Program Współpracy). Efektem istnienia KFK za okres 2010-2017 jest m.in. podpisanie umów z łącznie 18 zespołami zarządzającymi, które zainwestowały ok. 0,5 mld PLN w ponad 200 przedsiębiorstw (m.in. Audioteka, Booksy, Brand24, Frisco.pl, Infermedica, Synerise, czy też iTaxi) [9]. W 2018 r. Krajowy Fundusz Kapitałowy został przejęty przez Polski Fundusz Rozwoju (PFR). Celem była konsolidacja kompetencji w obszarze funduszy Venture Capital oraz uzyskanie korzyści skali. Działania KFK są obecnie kontynuowane w ramach inicjatywy

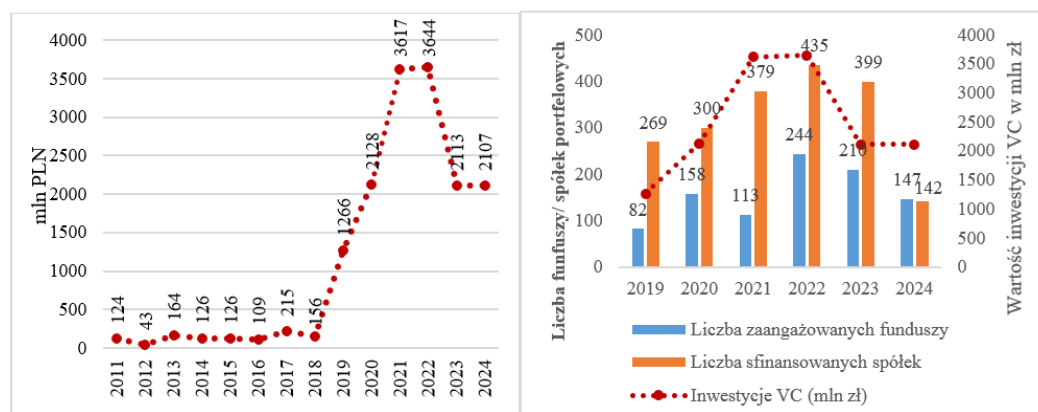
PFR Ventures. Według stanu na 2024 r. PFR Ventures posiadał w swoim portfelu 85 funduszy, które dokonały ponad 900 inwestycji [10, s. 2]. Obecnie, w trzeciej dekadzie XXI wieku Polska jest na etapie wykształcania sektora rodzimych inwestorów VC. Stymulacja dokonuje się przy zaangażowaniu sektora publicznego, wsparciu kapitału zagranicznego, zarówno prywatnego, jak i funduszy unijnych.

Tendencje rozwoju rynku Venture Capital w Polsce po 2010 roku

Z danych przedstawionych na rys. 1 wynika, że do 2018 r. wartość inwestycji na polskim rynku VC, przyjmowała relatywnie niewielkie rozmiary, przeciętnie na poziomie ok. 130 mln zł (w korytarzu wahań od 43 mln zł do 215 mln zł). Stanowiło to około 4-10% wartości finansowania *privat equity* (PE), które w tym czasie napływało do Polski [8]. Sytuacja zmieniła się od 2019 r., w którym wartość inwestycji VC wzrosła ponad 8-krotnie w porównaniu do roku poprzedniego. Przyczyną było powstanie krajowego inwestora instytucjonalnego, funduszu funduszy (PFR Ventures), który w sposób profesjonalny inwestował w fundusze VC i PE. Fundusze VC uruchomione przez PFR Ventures rozpoczęły inwestowanie w połowie 2019 roku. Większość środków, które alokował PFR Ventures, pochodziła z funduszy UE (m.in. w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój 2014-2020). Pozostałe źródła obejmowały m.in. Program Szwajcarski oraz kapitał z Polskiego Funduszu Rozwoju.

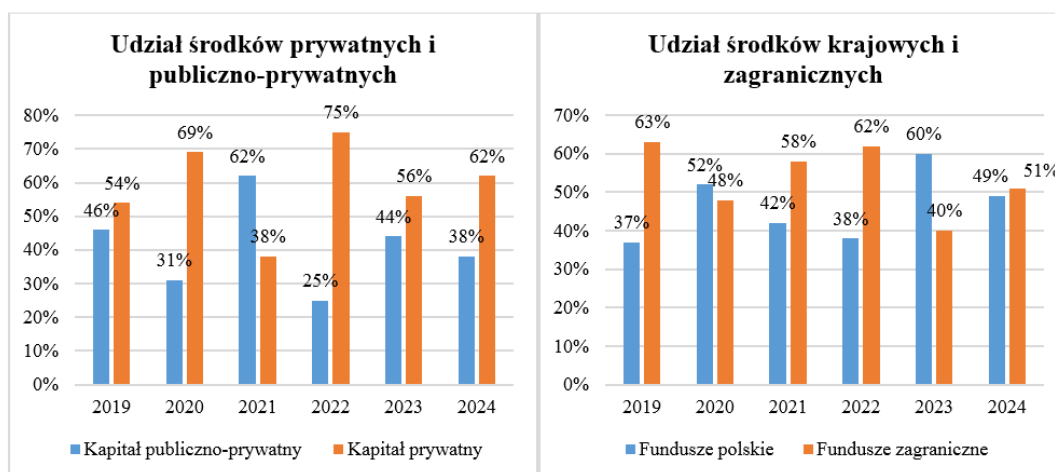
Szczyt inwestycji inwestorów VC w Polsce przypadł na lata 2021-2022. Na polskim rynku funkcjonowało wówczas ponad 200 funduszy VC a wartość inwestycji była ponad 20-krotnie większa niż w latach 2011-2018. Wraz z wygaszaniem finansowania unijnego w perspektywie 2014-2020, a także w związku ze spowolnieniem na rynkach światowych, po 2022 r. aktywność inwestorów VC obniżała się. W 2024 r. na rynku pozostało 147 funduszy (niemal o 100 mniej niż w 2022 r.), a wartość inwestycji spadła do ok. 2,1 mld PLN, czyli o ok. 40% w porównaniu do 2022 r. W 2024 r. wartość inwestycji była podobna do tej z 2023 r., ale około 2,5-krotnie spadła liczba spółek objętych finansowaniem VC. Jest to pośredni przejaw obniżenia aktywności funduszy VC zasilanych ze środków publicznych, które inwestowały częściej, ale mniejsze kwoty. Oczekuje się, że w 2025 r. pojawi się kolejny impuls do ożywienia polskiego rynku VC płynący z uruchomienia funduszy unijnych z nowej perspektywy 2021-2027, m.in. w ramach programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki (FENG). Pierwsze umowy inwestycyjne z

programu FENG PFR Ventures zaczął podpisywać z funduszami VC w II połowie 2024 r. [11].



Rysunek 1. Aktywność inwestorów VC w Polsce po 2010 r. (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [10]



Rysunek 2. Struktura rynku VC w Polsce w latach 2019-2024 (według wartości transakcji)

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://pfrventures.pl/raporty.html> (dostęp: 03.03.2025)

Wyróżnikiem polskiego rynku VC są wspólne inwestycje kapitału publicznego z prywatnym (rys. 2), które w okresie 2019-2024 stanowiły przeciętnie ok. 40% wartości transakcji. Udział kapitału prywatnego podlegał wahaniom, ale z reguły przekraczał 50% wartości rynku. Jednocześnie inwestycje prywatne wyróżniają się inną aktywnością. W latach 2019-2023 inwestorzy prywatni zawarli ponad 3-krotnie mniej transakcji w porównaniu do kapitału publiczno-prywatnego, ale ich inwestycje cechowały się większą wartością pojedynczej transakcji. Kapitał prywatny zapewnia finansowanie spółkom poszukującym wyższego dofinansowania. Z kolei środki publiczno-prywatne umożliwiały dostarczenie pieniędzy do większej liczby spółek, lecz odpowiednio kwoty te były znacznie mniejsze, co wynikało m.in. z limitów inwestycyjnych przyjętych w programach najaktywniejszych publicznych funduszy Narodowego Centrum Badań i Rozwoju (NCBR), Banku Gospodarki Krajowej (BGK) oraz PFR Ventures.

W tworzeniu polskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka dużą rolę odgrywają także fundusze zagraniczne (rys. 2), które z reguły tworzyły ponad 50% wartości zawieranych transakcji. Co więcej, fundusze międzynarodowe podejmują też wspólne inwestycje z funduszami krajowymi, co po 2019 r. tworzyło ok. 25-30% wartości transakcji na polskim rynku VC [10, s. 14]. Napływ inwestycyjnego kapitału zagranicznego podatny jest jednak na zmiany ryzyka inwestycyjnego w gospodarce światowej. Spadek zaangażowania zagranicznych funduszy VC jest widoczny m.in. w 2020 r. (okres pandemii), a także w latach 2023-2024, po wybuchu wojny na Ukrainie. Fundusze zagraniczne zawierają małą liczbę transakcji (ok. 6-7rotnie mniej niż kapitał krajowy), ale ich inwestycje opiewają na znacznie wyższe kwoty. Od strony statystycznej, udział inwestorów zagranicznych w polskim rynku VC jest związany z sytuacją wśród krajowych funduszy. Zdecydowana większość z nich korzystała ze środków UE (POIR), które przewidywały inwestycje w spółki najpóźniej do końca 2023 roku. Ożywienie wśród polskich inwestorów spodziewane jest w 2025 r. w związku z uruchomieniem kapitału z nowego programu UE (FENG).

Podsumowanie

Zinstytucjonalizowany rynek kapitału wysokiego ryzyka (VC) jest w Polsce jeszcze rynkiem młodym, ciągle kształtującym się. W ostatnich latach jego dynamika pozostawała pod silnym wpływem inicjatywy sektora publicznego i kapitału alokowanego poprzez funduszy UE. Działania te nakierowane są na wykształcenie stabilnego sektora prywatnych inwestorów VC w Polsce. Chodzi nie tylko o zasilenie kapitałowe, ale także o wypracowanie kultury zawierania transakcji inwestycyjnych wysokiego ryzyka, formułowania zapisów umów inwestycyjnych czy kształtowania kultury biznesowych relacji w tym obszarze rynkowym. Sprzyjałoby to wzrostowi wartości tego rynku i jego większej elastyczności.

Krajowy kapitał, zwłaszcza publiczny jest ponadto nakierowany na pobudzenie małych, krajowych startupów, co ma sprzyjać upowszechnianiu się działalności innowacyjnej i kreatywności. Kapitał prywatny i zagraniczny wchodzi w grę w kolejnej fazie i angażuje się na etapie komercjalizacji innowacyjnych pomysłów na większą skalę. Rynek VC w Polsce sprzyja podnoszeniu aktywności innowacyjnej, ale nie tworzy jeszcze stabilnych finansowych fundamentów dla tej aktywności, gdyż znajduje się ciągle w fazie dojrzewania.

Lista wykorzystanych źródeł

1. Alińska A., *Alternatywne finanse*, CeDeWu, Warszawa 2021.
2. Mirowska M., *Venture capital ze szczególnym uwzględnieniem business angels*, „Folia Oeconomica”, 2002, nr 160.
3. Ziarko-Siwek U., *Tradycyjne i alternatywne inwestycje finansowe w świetle kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2012.
4. Zasepa P., *Analiza rynku de inwestycji funduszy venture capital oraz private equity w krajach Europy Centralnej i Wschodniej w latach 2003-2013*, „Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace SGH”, 2015, nr 3, t. 5.
5. Janiak Sz., *Start-up i venture capital*, Wyd. Szymon Janiak SJ Consulting, Warszawa 2022.

6. Kordela D. *“Venture capital” w finansowaniu rozwoju polskich mikro, małych i średnich przedsiębiorstw*, „Ekonomiczne Problemy Usług”, 2010, nr 51.

7. 15 advantages and disadvantages of venture capital
<https://www.pegasusfunding.co.uk/advantages-and-disadvantages-of-venture-capital/>
(03.03.2025).

8. Grzegorzczak E., *Sektor private equity/ venture capital w Polsce na tle Europy*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2019.

9. <https://pfrventures.pl/kfk.html> (03.03.2025).

10. *Transakcje na polskim rynku VC 2024*, Raport PFR Ventures,
<https://pfrventures.pl/document/2210> (03.03.2025).

11. <https://pfrventures.pl/artukul/pfr-ventures-podpisalo-pierwsze-umowy-z-funduszami-w-ramach-programu-feng> (03.03.2025).

J. Żurek,

Doktor,

adiunkt w Katedrze Finansów i Rachunkowości,

Wydział Ekonomii i Finansów;

Uniwersytet Rzeszowski, Polska

DLUG PUBLICZNY A STABILNOŚĆ FISKALNA

Zakres i struktura sektora finansów publicznych są kształtowane przez potrzeby polityki społeczno-ekonomicznej, która określa priorytety w zakresie redystrybucji środków publicznych, finansowania usług społecznych, inwestycji oraz stabilizacji gospodarki [1, s. 15]. Ekspansja finansów publicznych niesie zarówno korzystne, jak i niekorzystne konsekwencje. Do korzyści zalicza się m.in. łagodzenie przebiegu cyklu koniunkturalnego, zmniejszanie nierówności społecznych i zapewnienie stabilności politycznej. Z kolei negatywne skutki obejmują nasilającą się inflację, konieczność utrzymywania wysokich podatków w celu finansowania wydatków rządowych, wzrost deficytu budżetowego, narastające zadłużenie państwa oraz potencjalne spowolnienie wzrostu gospodarczego wynikające z tych czynników [1, s. 17].

Polityka fiskalna obok polityki monetarnej stanowi silny instrument oddziaływania państwa na gospodarkę kraju. Obejmuje działania związane z określaniem źródeł i metod pozyskiwania dochodów publicznych oraz sposobów ich wydatkowania w celu realizacji potrzeb społecznych (np. edukacja, obrona narodowa, służba zdrowia) i gospodarczych wyznaczonych przez organy państwowe. Jako część polityki finansowej państwa powinna m.in. zwiększać efektywność gospodarki, wspierać przedsiębiorczość i inwestycje, stymulować oszczędności i tworzenie miejsc pracy, stabilizować koniunkturę i minimalizować negatywne skutki mechanizmów rynkowych [2, s.7; 3, s. 9-14].