

# DOKAPITALIZOWANIE RYNKU *PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL* PRZEZ ŚRODKI PUBLICZNE DROGĄ DO ROZWOJU INNOWACJI W POLSCE

Elżbieta Grzegorzczuk\*

## Abstrakt

Przedmiotem niniejszego opracowania jest sektor *private equity/venture capital* (PE/VC) oraz rola Państwa i środków publicznych w rozwoju tej formy dokapitalizowania przedsiębiorstw innowacyjnych. Głównym celem prezentowanej analizy jest określenie sposobów finansowania innowacji wraz z ogólną analizą ich dostępności dla polskich przedsiębiorców oraz wskazanie metod wspierania przez państwo mikro, małych i średnich firm (z potencjałem innowacyjnym). Szczególna uwaga poświęcona została dofinansowaniu kapitałowemu oraz aktualnemu stopniowi udziału kapitału publicznego w tworzeniu nowych funduszy PE/VC w Polsce. Ponadto omówiono także instytucje *quasi-funduszy* oraz funduszu funduszy wraz ze wskazaniem przykładów ich funkcjonowania w Polsce.

Słowa kluczowe *Venture Capital*, sektor publiczny, innowacje, *quasi-fundusze*.

---

## WPROWADZENIE

*Venture capital* pojawił się w Polsce pod koniec ubiegłego wieku i w istotny sposób wpłynął na rozwój krajowej gospodarki po przemianach gospodarczo-ustrojowych, pomagając w wypełnianiu luki kapitałowej dotyczącej zwłaszcza sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MSP), gdzie przedsiębiorcy niemającemu wystarczających środków pieniężnych, pomimo posiadania oryginalnego pomysłu na biznes, trudno zdobyć wsparcie finansowe ze strony tradycyjnych kapitałodawców, takich jak na przykład banki. Wpływ VC na rozwój innowa-

---

\* Mgr, absolwentka kierunku Finanse i Rachunkowość na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym UŁ, doktorantka stacjonarnego Studium Ekonomii w Katedrze Finansów i Rachunkowości MSP Uniwersytetu Łódzkiego.

cyjności przedsiębiorstw i całej gospodarki został zauważony już w latach 90. Po Traktacie z Maastricht, w 1992 r., wszelkie raporty UE oraz projekty Komisji Europejskiej wyraźnie podkreślały silne powiązanie rynku *venture capital* z poziomem zatrudnienia. Rozwojowi tej części rynku kapitałowego przypisywano bowiem szczególną rolę w tworzeniu miejsc pracy. Wprowadzanie innowacji wpływając na podnoszenie konkurencyjności przedsiębiorstwa, oddziałuje między innymi na zwiększenie retencji pracowników. Warto podkreślić, że to w znacznej mierze dzięki wsparciu ze strony kapitału *private equity/venture capital* (PE/VC) spółki, tak zagraniczne: Amazon, Skype, Starbucks, Intel, Yahoo, jak i polskie: Sphinx, Radio Zet, Bankier.pl, Travelplanet.pl mogły zaistnieć na rynku i rozszerzyć swoją działalność, przez co zwiększyły zatrudnienie. Steven Jobs i Steven Wozniak nie zaistnieliby w powszechnej świadomości jako twórcy marki Apple, gdyby nie pieniądze trzeciego wspólnika, które zagwarantowały rozwój firmy [Cissarz, dostęp: 16.07.2014]. Owe sukcesy we wspieraniu rozkwitu przedsiębiorstw, zwłaszcza tych innowacyjnych, jakie stały się udziałem funduszy PE/VC, zaczęły zatem przyciągać uwagę rządów europejskich, poszukujących recepty na zwiększenie liczby nowych firm dla obniżenia bezrobocia oraz na przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego.

Analizując sposoby wspierania innowacji, między innymi poprzez dokapitalizowanie rynku PE/VC, nasuwa się wiele pytań dotyczących tego, czy udział Państwa w rozwoju rynku VC, a pośrednio również innowacyjności, jest faktycznie potrzebny i czy środki publiczne powinny wspierać rozwój tego sektora? Czy nie należałoby poprzestać jedynie na wspieraniu otoczenia biznesu zakładając, że jest rynek ten jest dostatecznie dojrzały aby funkcjonować w oparciu o charakter komercyjny? Należy pamiętać jednak, że nie tylko firmy odnoszą korzyści z rozwoju rynku PE/VC. Państwo, upatrując w VC sposobu na obniżenie poziomu bezrobocia oraz wzrost wartości PKB, chętnie wykorzystuje potencjał tej części rynku. W jego interesie leży zatem wspieranie rynku podwyższonego ryzyka. Państwo widząc pozytywny wpływ rozwoju sektora PE/VC na wzrost innowacyjności coraz chętniej wspiera związane z tym rynkiem inicjatywy.

Głównym celem opracowania jest zatem wskazanie sposobów finansowania typu *venture* wykorzystywanych we wspieraniu innowacji oraz określenie wykorzystywanych przez Państwo instytucji i metod oddziaływania na rozwój tego rynku, zwłaszcza jeśli chodzi o dofinansowanie kapitałowe. Praca oparta została przede wszystkim na krajowych publikacjach książkowych oraz artykułach branżowych. Wykorzystane zostały także dane statystyczne zebrane przez EVCA<sup>1</sup> dla Polski i Europy oraz informacje zamieszczone na specjalistycznych portalach/stronach internetowych, dysponujących najświeższymi informacjami na temat innowacji oraz rynku *venture capital* w Polsce. Praca została wzbogacona o analizę wybranych studiów przypadku.

<sup>1</sup> EVCA – European Private Equity & Venture Capital Association.

## 1. FINANSOWANIE INNOWACYJNOŚCI W POLSCE

Brak barier handlowych w ramach Unii oraz coraz powszechniejsze procesy dystrybucji za pośrednictwem Internetu, stwarzają szczególne środowisko funkcjonowania przedsiębiorstw. Obecnie warunkiem rozwoju firm jest ustawiczna poprawa ich efektywności i konkurencyjności w oparciu o wiedzę i innowacje. To te elementy dają bowiem możliwość rozwoju i pozwalają małym i średnim firmom przetrwać na rynku. Ową zdolność do tworzenia i wdrażania zmian w różnych sferach życia przedsiębiorstwa określa się mianem „innowacyjności” [Bogdanienko i in. 2004: 21], a czynnikami, które w istotny sposób wpływają na długofalowy rozwój, są przede wszystkim: kreatywność, elastyczność, umiejętność dostosowania oraz odpowiednie zasoby wiedzy naukowej i technicznej [Wiśniewska 2004: 65–66]. Dla przedsiębiorcy ważne jest aby innowacja wdrożona w przedsiębiorstwie wywołała widoczny wzrost konkurencyjności, a w konsekwencji również przyrost sprzedaży. Z punktu widzenia kapitałodawcy niezwykle istotne jest osiągnięcie wymiernych korzyści, w postaci zwrotu poniesionych kosztów oraz oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji. Jest to bowiem warunek niezbędny w przypadku dofinansowania środkami z zewnątrz. Każdy z potencjalnych kapitałodawców będzie bowiem nastawiony na maksymalizowanie zwrotu z zainwestowanych środków.

Przedsiębiorstwa sektora MSP poszukujące kapitału na realizację określonej innowacji, mogą korzystać z tradycyjnych źródeł finansowania, takich jak: środki własne (zysk netto, nowe wkłady właścicieli–wspólników, emisja akcji, czy środki ze sprzedaży majątku trwałego [Grzywacz 2005: 30]), wolne środki w postaci oszczędności, pożyczki od osób prywatnych oraz kredyty i pożyczki instytucji bankowych i pozabankowych. Jeśli firma funkcjonuje już jakiś czas na rynku, może korzystać ze źródeł finansowania działalności w postaci kredytów bankowych. Dostęp do tych źródeł jest jednak często niemożliwy dla młodych firm [Szapiel 2011: 9]. Nie dysponują one bowiem wystarczającym majątkiem trwałym, który mógłby stanowić zabezpieczenie dla kapitałodawcy. Co więcej, dokładna ocena szans i ryzyka związanego z innowacjami produktowymi we wczesnym ich stadium, jest skomplikowana, czasochłonna i wymaga posiadania odpowiedniego potencjału kadrowego oraz *know-how*. Należy również podkreślić, że zasady ostrożności określane w polityce banków oraz przepisy prawa bankowego nie pozwalają menedżerom na zbyt ryzykowne inwestycje [Węclawski 1997: 67–68]. Jeżeli zatem pojawi się kapitałodawca chętny do zainwestowania środków, to wysokie ryzyko inwestycyjne, jakie na siebie weźmie, związane będzie z wysokimi kosztami udzielonego wsparcia, na które przedsiębiorstwo sektora MSP nie zawsze może sobie pozwolić.

Z chwilą wejścia Polski do Unii Europejskiej, przedsiębiorcy zyskali też możliwość ubiegania się o środki unijne. Procedura związana z przyznawaniem

pomocy finansowej z UE jest jednak stosunkowo skomplikowana i wysoce sformalizowana. Co więcej, przyznane środki mogą zostać cofnięte, w razie powstania jakichkolwiek nieprawidłowości w sposobie ich wydatkowania [Kwiecińska 2010: 14–17]. W okresie finansowania UE 2007–2013, polskie *start-upy* mogły korzystać z szerokiego wachlarza środków pochodzących z programów pomocowych [Źródła finansowania..., 2006]. Przykładami inicjatyw wspierających finansowo przedsiębiorców mogą być np.: program JEREMIE<sup>2</sup>, czy też program CIP<sup>3</sup>. Obecnie funkcjonuje już nowa perspektywa finansowania UE 2014–2020, gdzie obok nowych programów i inicjatyw, część tych z poprzedniego okresu finansowania ma być kontynuowanych. Unia kładzie bowiem silny nacisk na innowacyjność, konkurencyjność, przedsiębiorczość i rozwój nowych technologii.

Dla młodych przedsiębiorstw rozwiązaniem wydaje się być zewnętrzny kapitał własny w postaci pomocy Aniołów Biznesu oraz Funduszy podwyższonego ryzyka. „Aniołami Biznesu” (ang. *Business Angeles* – BA) nazywa się nieformalnych inwestorów indywidualnych, którzy młodym przedsiębiorstwom stawią do dyspozycji swój kapitał oraz *know-how*. Aniołowie preferując finansowanie projektów o wartości mniejszej niż inwestycje podejmowane przez fundusze *venture capital*, lepiej rozumieją potrzeby małych i średnich firm, zwłaszcza w fazach *seed* (zasiewu) i *start-up* (startu), w których jest stosunkowo trudno uzyskać wsparcie innych kapitałodawców ze względu na wysokie ryzyko inwestycji [Mikołajczyk i Krawczyk 2007: 35, 54–55]. Pozyskanie zainteresowania ze strony „anioła”, nie jest jednak rzeczą łatwą. Selekcja projektów jest silna, ponieważ ograniczoność kapitałów będących w jego dyspozycji wiąże się z brakiem możliwości ochrony przed nadmiernym ryzykiem inwestycji choćby poprzez dywersyfikację portfela, jak to ma miejsce w przypadku funduszy PE/VC.

*Venture capital*, to część kapitału *private equity*<sup>4</sup> nakierowana na finansowanie wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstw [Annual Survey..., 2006: 337]. Inwestycje PE/VC, to inwestycje dokonywane za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji zwanych funduszami, które w zależności od etapu rozwoju podmiotów, w które inwestują, zwane mogą być np. funduszami: załączkowymi, wzrostu, *venture capital*, *private equity*, itp. Fundusze te spełniają niejako funkcje pośrednika, zajmując się wyszukiwaniem interesujących projektów, dokonywaniem analiz szans i zagrożeń z nimi związanych oraz obliczaniem potencjalnych stóp zwrotu w razie powodzenia inwestycji [Węclawski 1997: 53–54].

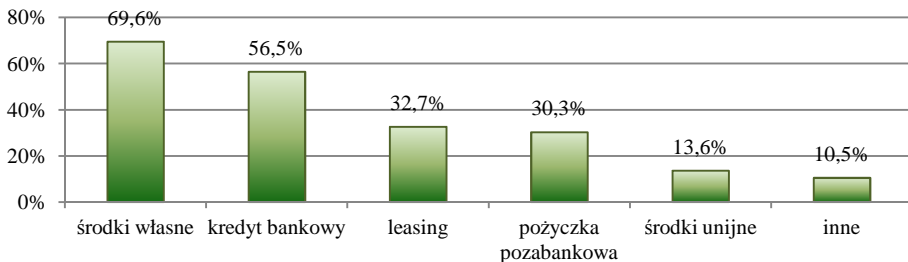
<sup>2</sup> JEREMIE – Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, wdrażany w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych.

<sup>3</sup> CIP – Competitiveness and Innovation Framework Programme, program ramowy na rzecz konkurencyjności i innowacji.

<sup>4</sup> *Private equity* – kapitał inwestowany w wysoce ryzykowne przedsięwzięcia firm nienotowanych na giełdzie, o ponadprzeciętnym potencjale wzrostu.

Z założenia profesjonalne fundusze VC to instytucje, które inwestują zgromadzony kapitał w przedsięwzięcia firm we wczesnych fazach rozwoju. Proces uzyskania środków finansowych z funduszy podwyższonego ryzyka jest kilku-etapowy, jego oferta może zostać odrzucona na każdym stadium. Często pomysły eliminowane są przez inwestorów nie dlatego, że są mało interesujące, czy nie mają potencjału, ale dlatego, że projekty są źle skonstruowane, a przedsiębiorcy słabo przygotowani.

W badaniu „MŚP pod lupą”<sup>5</sup>, 52% firm zadeklarowało, że nie korzysta z zewnętrznych źródeł finansowania, ponieważ środki własne są wystarczające do prowadzenia działalności. Jeżeli jednak firmy decydują się na pozyskanie finansowania zewnętrznego, to jak widać na wykresie 1, za najłatwiej dostępne źródła uznają kredyt bankowy (56,5%), leasing (32,7%) oraz pożyczkę pozabankową (30,3%).



Wykres 1. Struktura źródeł finansowania MSP w 2009 r.

Źródło: PARP 2010.

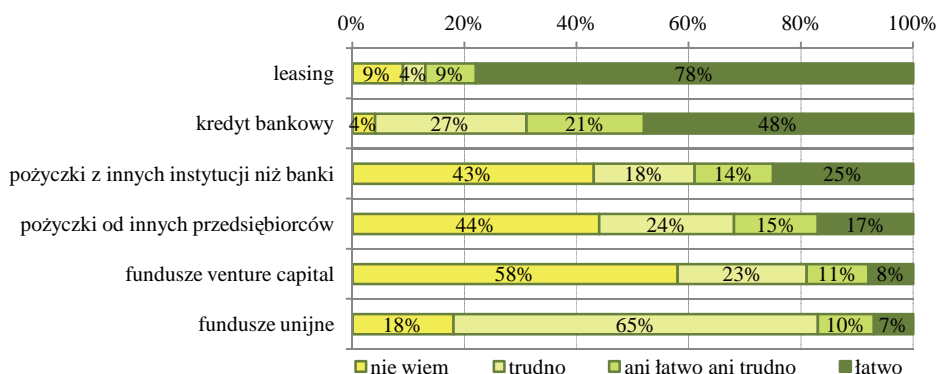
Należy jednak pamiętać, że taka struktura finansowania dotyczy głównie prowadzenia bieżącej działalności gospodarczej i ewentualnych drobnych inwestycji mających utrzymać firmę na rynku, nie zaś *stricte* finansowania inwestycji w innowacyjne projekty i produkty.

Podsumowując, znaczna część drobnych projektów innowacyjnych realizowana jest w oparciu o fundusze własne, w tym z zysku przedsiębiorstw. Firma może także uzyskać środki finansowe ze sprzedaży składników majątkowych, niezwiązanych bezpośrednio z jego funkcjonowaniem lub zdolnościami produkcyjnymi. O ile kapitał tego typu jest stosunkowo bezpieczny dla przedsiębiorstwa, to jednak w momencie, gdy potrzebne są dodatkowe środki na finansowanie projektów innowacyjnych, wymagających często dużych nakładów, kapitały tego typu mogą okazać się niewystarczające lub nawet niedostępne. Co się zaś

<sup>5</sup> Badanie „MŚP pod lupą” przeprowadzone dla Europejskiego Funduszu Leasingowego przez firmę badawczą TNS Pentor w 2011 r.

tyczy kredytu bankowego, może on być bardzo korzystny dla przedsiębiorstwa, pod warunkiem posiadania właściwego zabezpieczenia majątkowego, dzięki któremu firma będzie w stanie wynegocjować zadowalające warunki kredytowania. Jednak w przypadku porażki, przedsiębiorca może stracić wszystko. Innowacyjne firmy mają jeszcze możliwość ubiegania się o kapitały w ramach programów unijnych. O ile proces wnioskowania o środki finansowe jest czasochłonny i stosunkowo skomplikowany, to w przypadku powodzenia przedsiębiorca może zostać zwolniony z konieczności zwrotu kapitału lub chociaż kosztów jego oprocentowania. Jednakże w razie jakichkolwiek nieprawidłowości, inwestycja może zostać wstrzymana, a przyznane przez Unię środki cofnięte. Rynek *venture capital* również stanowi źródło, z którego przedsiębiorcy mogą finansować swoje nowatorskie pomysły. Kapitał pochodzący z tego sektora poprawia strukturę kapitałową finansowanych firm, przez co otwiera drzwi do dalszego finansowania za pomocą innych źródeł (jak na przykład kredyt czy pożyczka). Przedsiębiorca musi jednak pamiętać, że wysokie ryzyko dla kapitałodawcy VC, będzie się wiązało z dużymi oczekiwaniami co do wielkości zwrotu z inwestycji.

Oprócz samej dostępności kapitałów ze wspomnianych źródeł istotna okazuje się również percepcja przedsiębiorców co do dostępnych możliwości.



Wykres 2. Struktura odpowiedzi przedsiębiorców – pytanie: Jak łatwo korzystać z finansowania?

Źródło: opracowanie własne na podstawie *MSP pod lupą...* [2011: 35].

Wykres 2 wskazuje, że wiedza przedsiębiorców dotycząca dostępnych form finansowania działalności przedsiębiorstw (w tym działalności inwestycyjnej) jest ograniczona. Zdaniem przedsiębiorców najlepiej znane i najłatwiej dostępne sposoby finansowania, to leasing (78%) i kredyt bankowy (48%). Co się zaś tyczy funduszy VC, czy nawet pożyczki od innych przedsiębiorców i instytucji pozabankowych, to poziom wiedzy na ten temat jest niezwykle niski. Aż 58%

firm deklaruje brak wiedzy dotyczący dostępu do funduszy *venture capital* [MŚP pod lupą..., 2011].

Sytuacja ta ma zapewne niezwykle silny wpływ na tempo rozwoju rynku PE/VC w Polsce. Stąd coraz częściej instytucje takie jak np. PARP organizują inicjatywy mające na celu rozpowszechnienie informacji o nowoczesnych źródłach kapitału, żeby podnieść świadomość przedsiębiorców i wpłynąć pośrednio na zmniejszenie luki kapitałowej. Podobnie sytuacja wygląda w przypadku środków w postaci pożyczek od przedsiębiorstw lub instytucji pozabankowych, gdzie odpowiedzi „nie wiem” udzieliło odpowiednio 44% i 43% przedsiębiorców. Co ciekawe, w przypadku finansowania za pomocą dofinansowania płynącego z Unii, o ile przedsiębiorcy stosunkowo dobrze znają to źródło finansowania, to aż 65% z nich uważa, że trudno jest pozyskać tego rodzaju kapitały. Czynniki ten ma również pośredni wpływ na ograniczenie realizacji pomysłów innowacyjnych.

## 2. KRÓTKA CHARAKTERYSTYKA SEKTORA PE/VC W POLSCE ORAZ ŹRÓDEŁ JEGO FINANSOWANIA

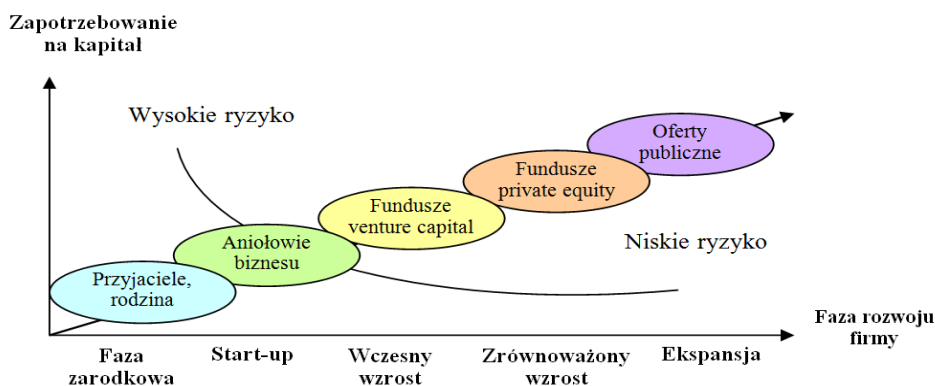
Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych definiuje *private equity* (PE) jako inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym (w spółkach nie notowanych na giełdzie), służące osiągnięciu przyrostu wartości kapitału w długim okresie. Na rynek *private equity* składają się trzy wyspecjalizowane segmenty: *venture capital*, *buyout* (finansowanie wykupów menedżerskich), a niekiedy także *mezzanine* (finansowanie hybrydowe łączące kapitał własny jak i obcy, stosowane głównie przez MSP gdy występuje luka kapitałowa).

Z kolei *venture capital* jest jedną z odmian *private equity*. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu przedsiębiorstwa lub jego ekspansji. Jest ważnym źródłem finansowania inwestycji dla firm o dużym potencjale wzrostu, szczególnie w obszarze nowych technologii [Karpieńska, dostęp: 14.05.2014]. Pozwala on na poprawę struktury kapitałowej, co daje przedsiębiorstwu możliwość pozyskania dalszego wsparcia z innych źródeł. Ponieważ brak jest w literaturze przedmiotu pełnej jednolitości co do definiowania pojęcia VC właściwe wydaje się opisanie tego typu finansowania za pomocą jego cech:

- zwykle inwestycje w innowacje, nowe technologie, itp.,
- wysokie ryzyko inwestycji (wczesne fazy rozwoju),
- wysoki zysk z inwestycji,
- określony ale długi okres inwestycji (5–10 lat) – kapitałodawca rezygnuje z realizacji bieżących zysków,
- wsparcie ze strony inwestora w trakcie prowadzenia przedsięwzięcia (kontakty, pomoc merytoryczna).

Nieodzownym elementem przeprowadzania inwestycji na pomocą omawianych funduszy jest dezinvestycja funduszu. Oznacza ona działania podjęte przez inwestora, mające na celu doprowadzenie do wycofania się z inwestycji na rynku publicznym lub prywatnym. Inwestorzy ograniczając horyzont czasowy inwestycji planują moment i sposób jej zakończenia poprzez sprzedaż udziałów innemu podmiotowi na rynku. Nie są one zainteresowane pozostawaniem w przedsiębiorstwach o znormalizowanych stopach zwrotu, podczas gdy na rynku istnieją inne szybko rozwijające się, innowacyjne spółki, które pozwalają dynamicznie zwiększyć wartość angażowanego kapitału. Poprzez sprzedaż udziałów dokonują restrukturyzacji swojego portfela oraz realizują zyski uzyskując środki płynne, z których mogą spłacać swoje zobowiązania [Zasępa 2010: 87].

Środki *venture capital* można pozyskać na każdym etapie rozwoju przedsiębiorstwa (rys. 1).



Rysunek 1. Specyfika finansowania za pomocą kapitałów podwyższonego ryzyka w zależności od fazy rozwoju firmy

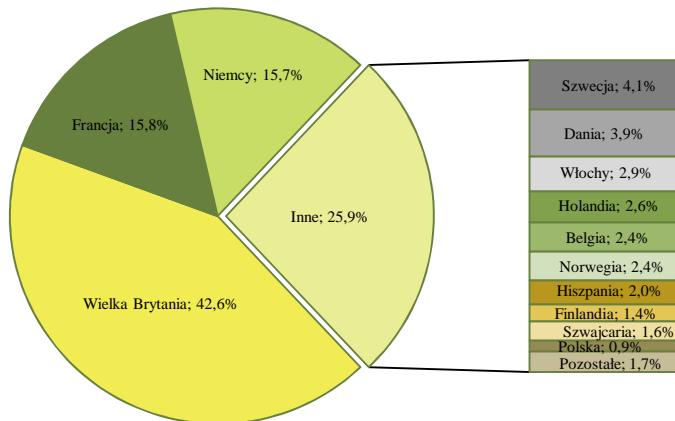
Źródło: Mikołajczyk i Krawczyk [2007: 32] oraz M. Kaczmarek [M. Kaczmarek, konferencja – Gildia Aniołów Biznesu, 24.03.2011].

Przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie zasiewu lub startu szukają kontaktu z aniołami biznesu, zwłaszcza, gdy nie wymagają zbyt wysokich nakładów kapitału. Jednakże to wczesne fazy rozwoju są ich podstawowym obiektem zainteresowania. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku *venture capital* lub *private equity*. Firmy w fazie rozwoju i przemian stanowią przedmiot zainteresowania funduszy VC. Natomiast firmy rozwinięte, o dość ustabilizowanej pozycji rynkowej korzystają z pomocy *private equity* [Mikołajczyk i Krawczyk 2007: 37].

Warto przeanalizować również obecny stan rynku PE/VC w Polsce, w odniesieniu do Europy. Polski sektor *venture capital*, obejmujący 0,9% ogólnou-



ropejskiego rynku PE/VC (w 2013 r.) wydaje się być nieznaczący w porównaniu z krajami Europy Zachodniej jak Wielka Brytania (42,6%), Francja (15,8%), Niemcy (15,7%). Analizując jednak dane dla krajów spoza „trzonu VC” (Wielkiej Brytanii, Francji, Niemiec), obejmującego ponad 70% wszystkich inwestycji VC w Europie, polski rynek VC jest postrzegany jako stosunkowo silny i szybko rozwijający się. Co się zaś tyczy Obszaru Europy Środkowo-Wschodniej (w sumie obejmującej niecałe 1,24% rynku PE/VC [EVCA Yearbook 2014]), Polskie inwestycje PE/VC obecnie stanowią 72% ogółu inwestycji przypadających na tę część kontynentu.



Wykres 3. Struktura udziału poszczególnych krajów Europy w europejskim rynku PE/VC w 2013 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2014*.

W znacznej mierze środki tworzące kapitały PE lub VC pochodzą z rynku i są inwestowane na zasadach komercyjnych. Nie można jednak zapominać, że środki publiczne również odgrywają tu znaczącą rolę. Można ją zauważyć analizując udział poszczególnych źródeł kapitału typu *venture* w tworzeniu nowych funduszy (tab. 1). Udział kapitałowy Państwa w rynku VC może odbywać się w różny sposób, poprzez inwestycje: agencji rządowych (w przypadku Polski najbardziej aktywną wydaje się być PARP), instytucji akademickich, państwowych funduszy majątkowych<sup>6</sup> oraz pośrednich funduszy VC tzw. funduszy funduszy z kapitałem publicznym.

<sup>6</sup> Państwowe fundusze majątkowe (ang. SWF – Sovereign Wealth Funds), po polsku zwane też państwowymi funduszami inwestycyjnymi lub funduszami narodowymi. Finansowane są przede wszystkim z przychodów z eksportu surowców naturalnych (ropa naftowa, gaz ziemny oraz minerały), rezerw walutowych, nadwyżek bilansu handlowego lub nadwyżek bilansu płatniczego.

Tabela 1. Udział poszczególnych źródeł kapitału w tworzeniu nowych funduszy PE/VC w Polsce i Europie, w latach 2012–2013 (w %) w stosunku do wartości nowych funduszy PE/VC ogółem

Podmiot	POLSKA		EUROPA	
	2012	2013	2012	2013
Agencje rządowe	14,6	41,6	10,1	5,2
Fundusz funduszy	27,0	23,6	14,5	10,6
Fundusze emerytalne	7,8	9,1	21,3	33,5
Inwestorzy indywidualni	2,0	5,7	5,5	4,7
Towarzystwa ubezpieczeniowe	10,3	2,5	7,9	9,6
Inwestorzy korporacyjni	0,0	2,5	3,1	1,8
Państwowe fundusze majątkowe	14,3	0,5	9,1	10,2
Fundacje i stowarzyszenia	1,1	0,1	1,7	3,3
Banki	0,0	0,0	4,8	2,4
Instytucje akademickie	0,0	0,0	0,5	0,1
Inne	23,0	14,4	21,6	18,6
<b>Suma</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Wartość nowych funduszy PE/VC ogółem (w tys. euro)</b>	<b>485 560</b>	<b>261 250</b>	<b>24 542 100</b>	<b>53 452 570</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2014*.

W ostatnich latach pierwszej dekady XXI w., na polskim rynku, kapitały podwyższonego ryzyka pochodziły głównie od banków, towarzystw ubezpieczeniowych i agencji rządowych. W 2013 r. widać, że siła udziału inwestorów w rynku rozkłada się pomiędzy: agencje rządowe (41,6%) fundusze funduszy (23,6% – które stają się stosunkowo często wykorzystywanym sposobem na zainwestowanie środków finansowych) oraz fundusze emerytalne (9,1%). Znaczny spadek natomiast jest widoczny w przypadku banków oraz towarzystw ubezpieczeniowych. Trudno jeszcze jednoznacznie stwierdzić, ale wygląda na to, że różni inwestorzy, tacy jak właśnie banki czy ubezpieczyciele, dla obniżenia ryzyka swoich inwestycji wybierają niebezpośrednie sposoby inwestowania na rynku VC i swój kapitał przenoszą m. in. do funduszy funduszy, które w pośredni sposób inwestują na rynku podwyższonego ryzyka. Niepokojący jest jednak fakt, że ogólna wartość nowych funduszy PE/VC w Polsce w 2013 r. spadła o prawie 50%, podczas gdy Europa odnotowała ponad dwukrotny wzrost. Świadczyć to może o niestabilności rynku podwyższonego ryzyka w Polsce.

Ciekawą instytucją rynku PE/VC funkcjonującą w państwach Europy i świata są państwowe fundusze majątkowe. Są to fundusze inwestycyjne, zakładane przez państwo w celu prowadzenia inwestycji głównie w zagraniczne ak-

tywa finansowe. Celem ich działalności jest uzyskiwanie zysków z inwestycji przewyższających stopę zysku wolną od ryzyka [*Czym są Państwowe...*, dostęp: 14.05.2014]. Obecnie istnieje około 60 państwowych funduszy majątkowych na całym świecie, natomiast Polski fundusz jeszcze nie powstał, pomimo że od kilku lat planuje się jego założenie. Brak jest informacji na temat bezpośrednio zaangażowania SWF w projekty inwestycyjne w Polsce w 2013 r., pomimo że w roku poprzedzającym zanotowano ponad 14% udział państwowych funduszy majątkowych na polskim rynku [Wiśniewski 2009: 4].

### 3. UDZIAŁ ŚRODKÓW PUBLICZNYCH WE WSPIERANIU INNOWACJI, ZE SZCZEGÓLNYM UWZGLĘDNIENIEM FINANSOWANIA ZA POMOCĄ PE/VC

#### 3.1. FORMY WSPIERANIA INNOWACJI PRZEZ PAŃSTWO

Rola państwa we wspieraniu innowacyjności w Polsce może przybierać różne formy. Nieocenioną pomoc niosą ze sobą szeroko zakrojone prace badawczo-rozwojowe (B+R). Wiedza i zdolność jej efektywnego wykorzystania są bowiem kluczem do osiągnięcia wysokiego stopnia innowacyjności oraz wysokiej konkurencyjności [Wysokińska i Witkowska 2004: 14–15]. Jednak prowadzenie działalności w tym zakresie jest stosunkowo kosztowne (wymaga często drogiej, specjalistycznej aparatury, właściwych odczynników, wysoko wykwalifikowanej kadry, itp.). Ogólna wartość środków finansowych przeznaczonych na wspieranie sektora B+R w ciągu ostatnich lat, wzrosła ponad dwukrotnie – z 5 575 mln zł w 2005 r. do 11 687 mln zł w 2011 r. Widać tu stosunkowo mocno zarysowaną rolę Państwa, jako że ponad 50% (w 2011 r. 52%) ogółu środków przeznaczonych na badania i rozwój pochodzi z budżetu państwa [*Mały Rocznik Statystyczny...*, 2013: 301–302].

Państwo może wywierać pozytywny wpływ na rozwój firm wprowadzających innowacje, również poprzez zakładanie i wspieranie instytucji, takich jak centra wynalazcze, parki technologiczne i przemysłowe, doradztwo innowacyjne, itp. [Węclawski 1997: 84]. Polski system instytucji otoczenia biznesu jest niezwykle bogaty zarówno od strony ilościowej, jak i z punktu widzenia ich różnorodności. Łącznie jest to 206 instytucji, które pełnią niezwykle istotną rolę w procesie dyfuzji technologii oraz wspierania rozwoju innowacyjnej przedsiębiorczości [*Institucje otoczenia biznesu...*, dostęp: 19.05.2014]. Tworzą one otoczenie sprzyjające pokonywaniu trudności typowych dla początkowych faz rozwoju nowatorskich koncepcji. Polskie firmy coraz częściej korzystają z pomocy sieci innowacji, klastrów, centrów zaawansowanych technologii (CZT), parków naukowych i technologicznych, czy inkubatorów przedsiębiorczości [Okoń-Horodyńska 2007: 62]. Instytucje te, choć różnią się od siebie zarówno

celami, strukturą organizacyjną oraz zasięgiem, to jednak wszystkie mają za zadanie ułatwić współpracę między przedsiębiorstwami chcącymi wprowadzać innowacje, a jednostkami badawczymi oraz zminimalizować ryzyko niepowodzenia w implementacji innowacji. Dobrze rozwinięte instytucje wsparcia biznesu mają pozytywny wpływ na zwiększenie podaży nowatorskich projektów. Pośrednio korzysta na tym również krajowy sektor VC, który ma pole do rozwoju w związku ze zwiększoną liczbą kapitałodawców podwyższonego ryzyka, chętnych do inwestowania w innowacyjne, ciekawe pomysły.

Warto podkreślić również zaangażowanie polskich agencji rządowych, takich jak na przykład PARP, w tworzenie i wspieranie różnego rodzaju baz informacji, które pozwalają na efektywny przepływ informacji zarówno ze strony pomysłodawców projektów, którzy potrzebują dofinansowania, jak i z punktu widzenia potencjalnych inwestorów poszukujących pomysłów, w które mogliby zainwestować.

### 3.2. DOKAPITALIZOWANIE RYNKU PE/VC POPRZEZ ŚRODKI PUBLICZNE

Rozwój rynku VC w Polsce był początkowo stymulowany przez czynnik publiczny spoza obszaru naszego kraju. Wysokie zaangażowanie czynnika publicznego (pozakrajowego i krajowego) wynikało przede wszystkim z potrzeby transformacji gospodarki i nakierowania przedsiębiorczości obywateli w kierunku instytucjonalnych form działalności gospodarczej [Świdarska 2008: 91]. Dokapitalizowanie rynku przyczyniło się do powstania funduszy komercyjnych finansowanych głównie ze środków prywatnych.

Obecnie znacząca większość funduszy podwyższonego ryzyka w Polsce to fundusze komercyjne, czyli fundusze działające na zasadach rynkowych i finansowane z kapitałów prywatnych (również zagranicznych). Fundusze z kapitałem publicznym natomiast zwane są *quasi-funduszami*, ze względu na charakter celu funduszu i/lub rodzaj źródła finansowania. Fundusze te dokapitalizowane są częściowo ze środków publicznych, a ponadto cel funduszu często jest niekomercyjny lub *quasi-komercyjny*. Jest to grupa niejednolita, zatem można wyodrębnić tu wiele różnorodnych podziałów. Na potrzeby niniejszego opracowania, za podstawowe fundusze z kapitałem publicznym działające na rynku VC uznać można m. in.:

- *quasi-fundusze* – niewielkie fundusze, nastawione na *quasi-komercyjny* cel, stworzone z udziałem środków publicznych,
- *fundusze funduszy* – instytucje rynku VC, które inwestując w inne fundusze podwyższonego ryzyka, pośrednio tworzą rynek PE/VC.

### 3.2.1. *Quasi-fundusze*

*Quasi-fundusze* to z reguły niewielkie fundusze, o niekomercyjnym charakterze, stworzone przy wsparciu instytucji pomocowych lub ze środków publicznych, prowadzące działalność o charakterze lokalnym lub regionalnym, nakierowaną na wspieranie przedsiębiorczości i innowacyjności. Oferują one relatywnie niewielkie porcje kapitału przedsiębiorstwom z sektora MSP, zazwyczaj we wczesnych fazach ich rozwoju [Świdarska 2008: 98]. Zaliczenie tych instytucji do funduszy inwestycyjnych ma charakter umowny. Nie stawiają sobie one bowiem za cel maksymalizację zysku, a wypełnienie tzw. „misji” jaką do niedawna było przede wszystkim wsparcie restrukturyzacji lub prywatyzacji firm, jako że w pierwszych latach powstania w Polsce rynku *venture capital* zaangażowanie kapitałowe czynnika publicznego wynikało przede wszystkim z potrzeby transformacji gospodarki [Świdarska 2008: 99]. Obecnie zaś głównym celem jest popularyzowanie inwestowania za pośrednictwem funduszy w związku z dostarczeniem silnego oddziaływania rozwoju rynku VC na wzrost zatrudnienia, które skłania rządzących do rozpowszechnienia tego typu inwestycji.

Do *quasi-funduszy* wartych opisania należą między innymi: Narodowe Fundusze Inwestycyjne (NFI). NFI jest spółką powołaną przez skarb państwa w ramach Programu Powszechnej Prywatyzacji (PPP), w skład której wchodziły akcje ze sprywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych. W 1995 r. utworzono 15 narodowych funduszy inwestycyjnych (m. in. NFI Krezus, NFI Progres, NFI Viktoria, NFI Midas, NFI Magna Polonia, BBI Capital NFI, itp.). NFI mają dać szansę przedsiębiorstwom na dostęp do nowych źródeł kapitału, rynków zbytu, technologii oraz nowoczesnych metod organizacji pracy i zarządzania. Preferowana wielkość pojedynczej inwestycji: 200–1.200 tys. zł. Co ciekawe, NFI posiadają pewien przywilej, obcy inwestorom indywidualnym, a mianowicie, całkowite zwolnienie od podatku od zysków kapitałowych. Nie płacą one zatem państwu podatku ani od dywidend, ani od zysków z dokonanych transakcji. Ulga ta związana jest z zapisem w ustawie, gdzie wskazany jest cel istnienia NFI – pomnażanie majątku poprzez zwiększanie wartości posiadanych akcji [Augustyn, dostęp: 16.05.2014].

Inny przykładem *quasi-funduszu* godnym uwagi jest Fundusz Innowacyjno-Inwestycyjny Pomeranus II, który jest nowszym funduszem, utworzonym w 2007 r. przez Polską Fundację Przedsiębiorczości. Fundusz skoncentrowany jest na wdrażaniu nowych technologii oraz przemysłowych patentów i wzorów użytkowych. Wspiera on komercjalizację innowacyjnych projektów w fazie początkowej, czyli od pomysłu poprzez między innymi finansowanie kosztów: badań, przeprowadzania testów, konstruowania prototypów, próbnych partii, etc. [Polska Fundacja Przedsiębiorczości, dostęp: 12.07.2014]. Źródłami finansowania funduszu są, obok funduszy strukturalnych, kapitały własne PFP oraz środki

samorządu wojewódzkiego (przeznaczone na realizację zadań w ramach Regionalnej Strategii Innowacyjności oraz Regionalnego Programu Operacyjnego) [Świdarska 2008: 102]. Omawiany *quasi*-fundusz jest interesujący, ponieważ jako jeden z pierwszych w Polsce funduszy VC, w swojej ofercie uwzględnił finansowanie inwestycji przedsiębiorstw instrumentem kapitału załączkowego (*seed capital*), gdzie luka kapitałowa wydaje się najsilniej utrudniać rozwój firm sektora MSP. Głównymi celami Funduszu są [Polska Fundacja Przedsiębiorczości, dostęp: 16.05.2014]:

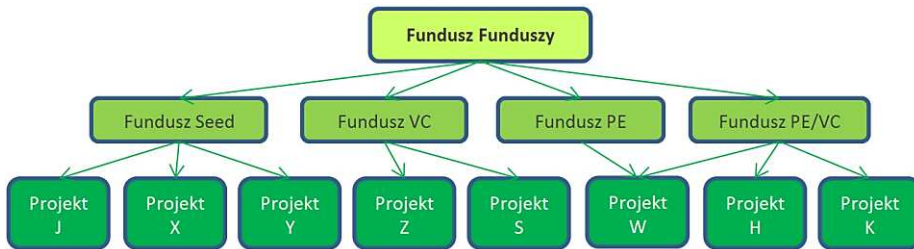
- dostarczanie kapitału przedsiębiorcom (MSP) mającym potencjał szybkiego wzrostu,
- pobudzanie przedsiębiorczości i innowacyjności oraz nowych technologii w nowopowstających i istniejących młodych przedsiębiorstwach,
- wzmacnianie działań mających na celu transfer i wdrażanie nowych technologii.

Cel funduszy finansowanych częściowo ze środków publicznych jest *quasi*-komercyjny, czyli nastawiony nie *stricte* na wzrost wartości kapitałów dla akcjonariuszy, a na wsparcie: pomysłów innowacyjnych, rozwoju przedsiębiorstw oraz działalności lokalnej/regionalnej. Nie oznacza to, że każdy *quasi*-fundusz rezygnuje całkowicie z zainwestowanego kapitału, ale wymagania co do wysokości oczekiwanego zwrotu zależą od polityki funduszu. Niekiedy zarządzający *quasi*-funduszem zadowolają się stopą zwrotu, która pozwoli pokryć straty z innych inwestycji portfelowych funduszu. Innym funduszom wystarcza zwrot z inwestycji pokrywający jedynie poniesione koszty, a wyjątkowo zdarza się, że fundusz rezygnuje całkowicie z odzyskania włożonego kapitału (zwykle tylko co do wielkości udziału środków publicznych). Coraz częściej powstają bowiem *quasi*-fundusze o mieszanym kapitale: publicznym i prywatnym. Wszystko zależy zatem od stopnia zaangażowania środków publicznych w takim funduszu i od „misji” jaką ma do wypełnienia.

W literaturze przedmiotu funkcjonuje przekonanie, że ilość *quasi*-funduszy VC w Polsce jest niewystarczająca. Często powstają jedynie na poziomie lokalnym lub regionalnym, gdzie relacja uzyskiwanych korzyści i ryzyka ponieszonego w trakcie inwestycji osiąga poziom akceptowalny dla inwestorów. Zawęża to znacznie pole ich działania. Ponadto luka kapitałowa istniejąca na rynku stanowi istotną barierę w procesie ich rozwoju [Świdarska 2008: 132–133]. Wzrost aktywności *quasi*-funduszy w latach 2006–2007, silnie związany z nowymi środkami strukturalnymi w ramach finansowania pochodzącego z Unii, skłania jednak do wniosku, że nowa perspektywa finansowania 2014–2020 również powinna się wiązać ze wzmożoną aktywnością tego rodzaju funduszy w najbliższej przyszłości.

### 3.2.2. Fundusz funduszy

Fundusz funduszy jest to instytucja inwestująca pośrednio w rynek poprzez inne fundusze o różnych strategiach inwestycyjnych. Poniższy rysunek wskazuje przykładowy schemat inwestycyjny.



Rysunek 2. Schemat inwestycyjny funduszu funduszy

Źródło: opracowanie własne.

Role omawianego funduszu jest dobór najlepszych zarządzających, którzy podwyższą znacznie wartość spółek portfelowych, aby w konsekwencji wygenerować wysokie stopy zwrotu dla swoich inwestorów. Może on mieć zarówno charakter publiczny, jak i komercyjny. Charakter publiczny przejawia się w określeniu dodatkowo niekomercyjnego celu działalności funduszu. Obecnie istnieje wiele tego typu instytucji na zasadach rynkowych, jednak z perspektywy wsparcia rynku ze środków publicznych, na uwagę zasługują *quasi*-fundusze takie jak np. Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK), czy Polski Fundusz Funduszy Wzrostu (PFFW), wspierające finansowo firmy innowacyjne – zdolne do szybkiego rozwoju.

Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A. jest pierwszym polskim funduszem funduszy (VC/PE). Utworzony został w 2005 r. na podstawie Ustawy o Krajowym Funduszu Kapitałowym, w celu ograniczenia zjawiska luki kapitałowej, polegającego na niskiej podaży kapitału VC w segmencie MSP. Bank Gospodarstwa Krajowego jest właścicielem stu procent akcji Spółki [Bank Gospodarstwa Krajowego, dostęp: 17.05.2014]. Działalność KFK polega na inwestowaniu w fundusze VC, które zasilają kapitałowo MSP w Polsce, szczególnie przedsiębiorstwa innowacyjne o wysokim potencjale rozwoju lub prowadzące działalność badawczo-rozwojową. Fundusz ten zarządza kapitałem w wysokości ponad 200 mln EUR, który pochodzi z różnych źródeł, takich jak: środki finansowe z budżetu państwa, fundusze strukturalne UE (PO IG) oraz bezzwrotna pomoc zagraniczna [Krajowy Fundusz Kapitałowy, dostęp: 17.05.2015]. Do chwili

obecnej KFK pośrednio zaangażował swoje środki w ponad 80 projektów poprzez inwestycje w około 16 różnych funduszy działających na rynku [Krajowy Fundusz Kapitałowy, dostęp: 17.05.2015].

Z kolei Polski Fundusz Funduszy Wzrostu jest wspólną inicjatywą Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) i Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI). Został on utworzony w kwietniu 2013 r. i w założeniu miał zbudować portfel inwestycji nakierowany na fundusze inwestycyjne finansujące zwłaszcza przedsiębiorstwa znajdujące się w fazie wzrostu lub ekspansji. Kapitał Funduszu to obecnie 90 mln EUR, jednak docelowo ma on mieć do dyspozycji 180 mln EUR [Bank Gospodarstwa Krajowego, dostęp: 17.05.2014]. Celem tej inicjatywy jest pobudzenie inwestycji kapitałowych w rozwijające się firmy na terenie Polski.

### PODSUMOWANIE

Pokonanie dystansu, dzielącego polską gospodarkę od gospodarek krajów wysoko rozwiniętych, wymaga osiągnięcia wysokiego stopnia innowacyjności oraz dużej aktywności inwestycyjnej [Janasz 2004: 97–99]. Oprócz radzenia sobie z pokryciem codziennych wydatków związanych z prowadzeniem działalności, potrzebne są jeszcze środki na inwestycje. Finansowanie projektów związanych z innowacjami nie jest jednak łatwe, ponieważ niejednokrotnie przedsięwzięcia te są nie tylko kapitałochłonne, ale i wysoce ryzykowne, przez co niewielu kapitałodawców jest skłonnych do takiej inwestycji. Powstaje zatem luka kapitałowa, która utrudnia przedsiębiorstwom funkcjonowanie na silnie konkurencyjnym rynku, zwłaszcza w przypadku projektów wymagających większych nakładów.

Polski rynek *venture capital*, pomimo że w porównaniu z poziomem jego rozwoju w krajach środkowo-wschodniej części Europy, jest stosunkowo rozwinięty, to nie da się go nadal przyrównywać do VC w państwach Europy Zachodniej. Trudno tu zatem mówić o wysokim poziomie rozwoju tego sektora. Nie jest on zatem na tyle silny, aby efektywnie działać jedynie na zasadach komercyjnych. Niezwykle istotne okazuje się zatem wsparcie ze strony środków publicznych. W związku z tym, że celem sektora VC jest między innymi pomoc w wypełnianiu wspomnianej „luki” oraz wsparcie innowacji, coraz częściej środki publiczne dokapitalizowują rynek podwyższonego ryzyka i działając poprzez różnego rodzaju fundusze, realizują zamierzone cele niekomercyjne. Nie chodzi tu bowiem o zużycie kapitałów na konsumpcję, a na podniesienie innowacyjności i wydajności firm, co pośrednio prowadzi do podniesienia konkurencyjności polskich przedsiębiorstw, zmniejszenia bezrobocia oraz ogólnego wzrostu gospodarczego.



Rola państwa we wspieraniu innowacyjności w Polsce przejawia się w różny sposób. Jedną z form pomocy dla przedsiębiorców może być zakładanie instytucji (wspierających procesy innowacyjne) takich jak:

- centra wyalizacyjne,
- parki technologiczne i przemysłowe
- inkubatory przedsiębiorczości, itp.,

dzięki którym zwiększą one swą innowacyjność, co w następstwie ma za zadanie przyciągać kapitały z zagranicy. Ponadto warto wspomnieć tu również o zaangażowaniu agencji rządowych w tworzenie lub wspieranie sieci aniołów biznesu – efektywnych portali informacji o projektach poszukujących dofinansowania i kapitałodawcach szukających pomysłów do inwestycji. Co więcej, na uwagę zasługuje również fakt wspierania przez instytucje państwowe, promocji funduszy załączkowych, finansowanych ze środków UE w ramach Programów Operacyjnych.

Co się zaś tyczy zaangażowania kapitałowego, należy rozróżnić dwie formy wsparcia: bezpośrednią i pośrednią. W pierwszym przypadku, publiczne środki finansowe są udzielane innowacyjnym przedsiębiorstwom poprzez fundusz kontrolowany w całości lub części przez podmiot publiczny (np. przez tworzenie/współtworzenie lub dofinansowywanie *quasi-funduszy*). Gdy zaś mowa o pośrednim zaangażowaniu kapitałowym, polega ono na udzieleniu prywatnym funduszom VC finansowego wsparcia po spełnieniu przez nie określonych warunków dotyczących polityki inwestycyjnej (np. poprzez tworzenie i dokapitalizowanie funduszu funduszy).

Trudno jednoznacznie odpowiedzieć na stawiane w opracowaniu pytania. Nie ulega jednak wątpliwości, że Unia widzi pewne zalety w dokapitalizowaniu rynku PE/VC środkami (na zasadach niekomercyjnych), gdy nie jest on na tyle dojrzały, aby działać efektywnie bez wspomnianego wsparcia. Finansowanie innowacji, nowych technologii i przedsiębiorczości – na których skupiają się działania Unii – poprzez dokapitalizowanie funduszy podwyższonego ryzyka, zdejmując z instytucji unijnych potrzebę wnikliwego weryfikowania przedsięwzięć, które zgłaszają się po dofinansowanie. W interesie każdego funduszu leży bowiem wybór najlepszych inwestycji, które zapewnią akcjonariuszom największy zysk. Fundusze te, jako jednostki wyspecjalizowane w poszukiwaniu odpowiednich pomysłów do zainwestowania, niezwykle dokładnie analizują pomysłodawców i ich projekty, zanim zdecydują się zainwestować kapitał. Instytucje publiczne mogą zatem korzystać z wieloletniego doświadczenia funduszy w selekcji projektów, co zmniejsza ryzyko marnotrawienia środków publicznych, poprzez zapobieganie inwestowaniu w przedsięwzięcia z gruntu skazane na niepowodzenie. Nie oznacza to oczywiście, że każda inwestycja weryfikowana i dofinansowana przez formalne lub nieformalne PE/VC jest udana, jednak zmniejsza to ryzyko niepowodzenia.

Środki publiczne coraz częściej inwestowane są na zasadach quasi-funduszy lub funduszu funduszy zamiast dotacji. W połączeniu środków publicznych i prywatnych w ramach quasi-funduszy upatruje się bowiem sposobu na wsparcie innowacji poprzez efektywne wydatkowanie środków publicznych. Tego typu finansowanie dotyczyć może zwłaszcza: przedsiębiorstw działających w niszy rynkowej, firm wysoce innowacyjnych prowadzących działalność na niewielką skalę, czy też przedsiębiorców dążących do realizacji innowacyjnych projektów dotyczących osób niepełnosprawnych, ochrony środowiska, itp. Quasi-fundusze mają bowiem za zadanie, obok celu komercyjnego realizowanego w ramach środków inwestorów prywatnych, także realizację „misji” związanej z podnoszeniem innowacyjności, konkurencyjności, wspierania pomysłów niszowych, itp. Niepokojący jest jednak fakt, że ponad połowa ankietowanych przedsiębiorców (58%) deklaruje, że nie zna tej formy finansowania, a jedynie 8% uważa ją łatwą w korzystaniu.

## BIBLIOGRAFIA

- Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity. EVCA Yearbook 2006*, 2006, European Private Equity & Venture Capital Association.
- Augustyn D., *NFI-Narodowy Fundusz Inwestycyjny*, [http://invest24.pl/edukacja/index\\_nfi.htm](http://invest24.pl/edukacja/index_nfi.htm).
- Bogdanienko J., Haffer M., Popławski W., 2004, *Innowacyjność przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń.
- Cissarz F., *Geneza i historia zjawiska venture capital*, <http://www.venture-capital.pl/art.php?id=41>.
- Czym są Państwowe Fundusze Majątkowe?*, Portal Państwowych Funduszy Walutowych <http://www.sovereignwealthfunds.pl/about/>.
- Grzywacz J., 2005, *Koncepcja venture capital a funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] J. Grzywacz, A. Okońska (red.), *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa.
- EVCA Yearbook 2014*, yearbook-2014-europe-country-tables-final.xlsx, <http://www.evca.eu/research/evca-publications/>.
- Instytucje otoczenia biznesu*, [http://www.pi.gov.pl/iob/chapter\\_86459.asp](http://www.pi.gov.pl/iob/chapter_86459.asp).
- Janasz K., 2004, *Źródła i sposoby finansowania innowacji w przedsiębiorstwie*, [w:] W. Janasz (red.), *Innowacje w rozwoju przedsiębiorstw w procesie transformacji*, Difin, Warszawa.
- Karpińska N., *Venture capital – kapitał dla innowacyjnych*, Forum Edukacji Biznesowej Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, [http://feb.ue.wroc.pl/86.venture\\_capital\\_kapital\\_dla\\_innowacyjnych.html](http://feb.ue.wroc.pl/86.venture_capital_kapital_dla_innowacyjnych.html).
- Kwiecińska A., 2010, *Venture capital*, „Magazyn DEAL”, marzec, nr 1(9).
- Mały Rocznik Statystyczny Polski 2013*, 2013, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, [http://stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/RS\\_maly\\_rocznik\\_statystyczny\\_2013.pdf](http://stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/RS_maly_rocznik_statystyczny_2013.pdf).
- Mikołajczyk B., Krawczyk M., 2007, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa.
- MŚP pod lupą – Raport*, 2011, Europejski Program Modernizacji Polskich Firm, [http://www.efl.pl/finansowanie/EFL\\_Raport\\_MSP\\_pod\\_lupa.pdf](http://www.efl.pl/finansowanie/EFL_Raport_MSP_pod_lupa.pdf).
- Okoń-Horodyńska E., Zachorowska-Mazurkiewicz A. (red.), 2007, *Innowacje w rozwoju gospodarki i przedsiębiorstw: siły motoryczne i bariery*, Instytut Wiedzy i Innowacji, Warszawa.
- Szapiel W., 2011, *Etapy rozwoju przedsiębiorstwa*, wojciechszapiel.blog.onet.pl, publikacja z 10 maja.

- Świdarska J., 2008, *Quasi-fundusze Venture Capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Wydawnictwo Difin, Warszawa.
- Węclawski J., 1997, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Wiśniewska J., 2004, *Dyфуzja jako determinanta działalności innowacyjnej przedsiębiorstw*, [w:] W. Janasz (red), *Innowacje w rozwoju przedsiębiorczości w procesie transformacji*, Difin, Warszawa.
- Wisniewski P., 2009, *Sovereign Wealth Funds – państwowe fundusze majątkowe*, Biuro Analiz Sejmowych, Infos, nr 19(66), 22 października, [http://orka.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/850EB550E3C76F85C125765700319FDD/\\$file/Infos\\_66.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/WydBAS.nsf/0/850EB550E3C76F85C125765700319FDD/$file/Infos_66.pdf).
- Wysokińska Z., Witkowska J. (red.), 2004, *Innowacyjność małych i średnich przedsiębiorstw w procesie integracji europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Zasępa P., 2010, *Venture capital – sposoby dezynwestycji*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu, Warszawa.
- Źródła finansowania działalności gospodarczej i montaż finansowy*, 2006, Fundacja Edukacji Europejskiej, Wałbrzych.

#### Strony Internetowe:

- Polska Fundacja Przedsiębiorczości, <http://www.pfp.com.pl/>.
- Bank Gospodarstwa Krajowego, <http://www.bgk.com.pl/>.
- Krajowy Fundusz Kapitałowy, <http://www.kfk.org.pl/>.
- <http://www.private-equity.pl/>.
- <http://www.sovereignwealthfunds.pl/about/>.

### PUBLIC FUNDS INVESTED IN PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL MARKET AS A WAY TO INNOVATION DEVELOPMENT IN POLAND

**Abstract** The subject of the presented study is the Private Equity/Venture Capital (PE/VC) sector and the role and influence of the State and public resources on the development of this particular source of financing innovative enterprises. The main aim of this analysis is to determine ways of fundraising for innovation showing as well the overall analysis of their availability for Polish entrepreneurs and to identify methods of public support for micro, small and medium-sized companies (with the innovation potential). Special attention has been devoted to capital funding and the current level of public resources contribution in the creation of new PE/VC funds in Poland. In addition the paper contain the description of quasi-funds and fund of funds, together with an indication of particular examples of their functioning on Polish market.

**Key words:** Venture Capital, public sector, innovation, quasi-funds.