

Izabela Koszałka-Frank

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

DOSTĘP MSP DO VENTURE CAPITAL**1. Wstęp**

Małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią 99% wszystkich przedsiębiorstw w Polsce, a ich udział w tworzeniu PKB sięga 50%; stąd nie sposób przecenić ich gospodarczego i społecznego znaczenia. Charakteryzują się one dynamicznym podejściem do otoczenia i efektywnością działania, a równocześnie łagodzą napięcia społeczne towarzyszące bezrobociu. Pojęcie małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) nie jest jednoznacznie zdefiniowane. Zarówno w literaturze, jak i praktyce gospodarczej istnieje wiele pojęć i definicji na określenie tych podmiotów gospodarczych. Najczęściej stosowane definicje oparte są na kryteriach ilościowych i jakościowych. Komisja Europejska z dniem 1 stycznia 2005 r. wprowadziła nową definicję, która rozszerzyła krąg podmiotów uznawanych za należące do sektora MSP. Małe przedsiębiorstwo to każda jednostka gospodarcza bez względu na formę organizacyjno-prawną, zatrudniająca do 50 osób, której średnioroczne przychody netto wynoszą do 10 mln EUR (w poprzedniej definicji 7 mln EUR), a suma aktywów bilansu wynosi 10 mln EUR (poprzednio 5 mln EUR). Średnie przedsiębiorstwo to takie, które zatrudnia do 249 pracowników, osiąga średnioroczne przychody netto 50 mln EUR (poprzednio 43 mln EUR), a suma aktywów bilansu wynosi 43 mln EUR (poprzednio 27 mln EUR). Swego rodzaju novum jest również zdefiniowanie mikroprzedsiębiorstw. Są to firmy zatrudniające do 9 osób, osiągające przychód nie większy niż 2 mln EUR, których suma aktywów bilansu nie jest większa na koniec roku obrotowego niż 2 mln EUR. Nowa definicja nie wymaga od przedsiębiorstwa należącego do segmentu MSP niezależności. Zamiast tego wprowadza następujący podział przedsiębiorstw:

- przedsiębiorstwa autonomiczne (*autonomous enterprise*),
- przedsiębiorstwa partnersko powiązane (*partner enterprise*),

– przedsiębiorstwa ściśle współistniejące (*linked enterprise*)¹.

Małym i średnim przedsiębiorstwom można przypisać szereg pozytywnych cech. Podstawową barierą egzystowania na rynku małych i średnich przedsiębiorstw jest niedostatek kapitałów własnych i trudności z pozyskaniem środków z zewnętrznych źródeł finansowania. Szansą na rozwój nowych, innowacyjnych podmiotów jest instrument finansowy zwany *venture capital*. Dzięki tej formie finansowania nowe podmioty mają szansę na dynamiczny rozwój i sprostanie konkurencji większych firm mających lepszy dostęp do finansowania.

2. Istota *venture capital*

W praktyce terminy *venture capital/private equity* są używane zamiennie, w teorii definicje tych pojęć nie są jednak tożsame. Według definicji European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) „*private equity* to inwestycje średnio- i długoterminowe polegające na zakupie udziałów/akcji spółek nie notowanych na giełdzie, służące osiągnięciu zysku przez przyrost wartości kapitału. Inwestor włącza się w zarządzanie przedsiębiorstwem będącym przedmiotem inwestycji” [<http://www.evca.com>].

Venture capital jest jedną z odmian *private equity*. W tzw. czystej odmianie *venture capital* kapitał jest inwestowany w przedsięwzięcia na wczesnych etapach rozwoju (zasiew lub start) oraz w fazie ekspansji. Jego cechą charakterystyczną jest znaczny stopień ryzyka i spodziewane wysokie korzyści [Zakrzewska-Półtorak 2004, s. 41]. Obok zdefiniowanego wyżej *venture capital* w tzw. czystej postaci, której główne cechy przytoczono wyżej, do *venture capital* zalicza się również tzw. kapitał rozwojowy, który służy dokapitalizowaniu istniejących firm o dobrej strukturze organizacyjnej.

Tematem niniejszego opracowania będzie *venture capital* w czystej postaci z uwagi na zamiar zanalizowania finansowania małych i średnich przedsiębiorstw wchodzących na rynek z innowacyjnym produktem, metodą produkcji lub usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez ten rynek, ale mogą zapewnić inwestorom znaczny przyrost wartości zainwestowanego kapitału. W celu umożliwienia takim przedsiębiorstwom szybkiego wzrostu niewystarczające jest samofinansowanie, a banki nie finansują z reguły nowych, ryzykownych przedsięwzięć. Występuje tu zjawisko tzw. luki kapitałowej, czyli różnicy między kapitałem, którym dysponuje przedsiębiorca, a tym, który byłby potrzebny do dynamicznego i szybkiego wzrostu przedsiębiorstwa.

Venture capital wprowadzany jest do firmy w formie właścicielskiej, poprzez objęcie nowej emisji akcji lub udziałów. Zasilenie kapitałowe dokonywane jest na ściśle określony czas: zwykle od 3 do 7 lat (w Polsce przeważnie od 1 do 5 lat). Po upływie tego okresu *venture capital* jest wycofywany.

¹ Zalecenie Komisji Europejskiej 96/280/WE z 6 kwietnia 1996 r. (DzUrz L 107 z 30 kwietnia 1996 r.).

3. Rozwój sektora *venture capital* w krajach rozwiniętych i w Polsce

Sektor PE/VC w Polsce i całej Europie Środkowo-Wschodniej rozwija się dynamicznie od 1990 r. Polska jest dobrym rynkiem dla inwestycji PE/VC z uwagi na przedsiębiorczość obywateli oraz fakt, że duży procent produkcji sprzedanej przemysłu wytwarza sektor prywatny [Polskie Stowarzyszenie... 2003, s. 334]. Rządy państw wysoko rozwiniętych, głównie Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, od dawna wspierają prywatne inwestycje kapitałowe. Powszechne jest tam zrozumienie faktu, iż przedsiębiorstwa wspierane przez prywatne fundusze kapitałowe rozwijają się szybciej, przynoszą większe stopy zwrotu, i pozytywnie wpływają na tempo rozwoju całej gospodarki, równocześnie łagodząc zjawiska bezrobocia poprzez zwiększenie tzw. stopy narodzin przedsiębiorstw.

W Anglii trudności nowo powstałych małych przedsiębiorstw w dostępie do kapitału dostrzeżono już przed II wojną światową. Aby im zaradzić, utworzono specjalną instytucję zajmującą się dostarczaniem kapitału udziałowego małym przedsiębiorstwom. Była to Industrial and Commercial Finance Corporation, funkcjonująca zresztą do dziś pod nazwą 3i. Równocześnie na rynku PE/VC angażowały się instytucje regionalne i lokalne.

Amerykanie natomiast wsparli rynek prywatnych inwestycji kapitałowych funduszami federalnymi w formie pożyczki. Był to program Small Business Investment Companies, który do roku 2000 przyczynił się do dofinansowania 87 tys. małych przedsiębiorstw.

Dotychczasowe doświadczenia wskazują, że najbardziej efektywne jest pośrednie wspieranie rynku *venture capital*, np. poprzez udzielanie gwarancji budżetowych dla inwestycji kapitałowych oraz tworzenie mechanizmów zachęcających do inwestowania na rynku PE/VC. W 1985 r. Francuzi wprowadzili program zachęcający do inwestycji na rynku PE/VC poprzez ulgi w podatku dochodowym i od zysków kapitałowych.

Rozwój finansowania *venture capital* w Polsce rozpoczął się od inwestycji międzynarodowych instytucji finansowych. Największymi inwestorami na początku lat 90. były EBOR oraz Międzynarodowa Korporacja Finansowa. EBOR zainwestował ok. 250 mln USD w takie przedsięwzięcia, jak: budowa Centrum Bankowego w Warszawie, Huta Szkła Sandomierz, fabryka fiat Auto Poland oraz Wielkopolski Bank Kredytowy. EBOR odegrał rolę pioniera w sponsorowaniu działalności PE/VC w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej, a Międzynarodowa Korporacja Finansowa (International Finance Corporation – IFC) zainwestowała ponad 227 mln USD w takie przedsięwzięcia, jak: Huta Szkła Sandomierz, Huta Lucchini, International Bank of Poland.

Pierwszym funduszem PE w Polsce był Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości powołany w 1990 r. przez Kongres USA. Angażował się on głównie w transakcje prywatyzacyjne. Po debiucie Polsko-Amerykańskiego Funduszu Przedsiębiorczości, EBOR-u oraz IFC na polski rynek weszły inne organizacje,

m.in. New Europe East Investment Fund. W 1994 r. na scenie PE/VC pojawiły się kolejne fundusze: Poland Partners, Renaissance Partners, Pioneer Poland Fund, Poland Investment Fund, Advent Private Equity Fund Central Europe. Łączny kapitał, który znalazł się na polskim rynku, wynosił 200 mln USD. Oprócz klasycznych funduszy *private equity* na polskim rynku istnieją fundusze oparte na środkach publicznych pochodzących z zagranicy lub z krajowych źródeł publicznych. Do pierwszej grupy należy np. Phare, drugą zasilają np. Caresbac Polska, Towarzystwo Inwestycji Społeczno-Ekonomicznych SA (TISE SA). Istnieją również fundusze mieszane oparte na zagranicznych środkach publicznych. Tego rodzaju funduszem jest The Danish Investment Fund for Central and Eastern Europe. Inwestuje on duńskie środki publiczne i jego partnerem musi być spółka duńska [Kornasiewicz 2004, s. 189-191]. Obecnie w Polsce działa 29 firm zarządzających funduszami. Są to przeważnie fundusze *private equity*.

Wszystkie fundusze można podzielić na trzy grupy:

- 1) fundusze komercyjne, oparte na kapitałach prywatnych instytucji, głównie zagranicznych (największa i najbardziej aktywna grupa),
- 2) fundusze zorientowane na Europę Środkową i Wschodnią, pozyskujące kapitał na międzynarodowych rynkach finansowych,
- 3) niewielkie fundusze regionalne (zbudowane przy wsparciu instytucji pomocowych i środków publicznych).

Działające w Polsce fundusze operują głównie kapitałem zagranicznym. Ze źródeł krajowych pochodzi zaledwie 3% całości kapitału funduszy *private equity*. W Europie Zachodniej większość kapitałów pochodzi ze źródeł krajowych.

Z badań przeprowadzonych na początku 2003 r. przez PricewaterhouseCoopers przy współpracy European Private Equity and Venture Capital Association, w których przebadano 21 firm zarządzających 52 funduszami *venture capital/private equity* w latach 1990-2002 oraz przy uwzględnieniu 11 funduszy, które nie wzięły udziału w badaniu, wynika, iż kapitał przeznaczony przez fundusze na inwestycje w Polsce wynosił ok. 5 mld EUR.

W 2003 r. inwestycje funduszy PE/VC w Polsce wyniosły 779 mln PLN, czyli o 47% więcej niż w 2002 r. (529 mln PLN). Firmy działające w Polsce zainwestowały 586 mln PLN (o 39% więcej niż w 2002 r.), natomiast firmy zagraniczne zainwestowały 193 mln PLN (o 80% więcej niż w 2002 r.). W 2004 r. inwestycje w Polsce zmniejszyły się w stosunku do roku 2003. Wynosiły 610 mln PLN, co stanowi spadek o ok. 22% w stosunku do poprzedniego roku. Mniejsza aktywność inwestycyjna w 2004 r. była spowodowana dwiema dużymi inwestycjami w Bułgarii. Pozostaje mieć nadzieję, iż w następnych latach fundusze skoncentrują się w większym stopniu na rynku polskim, który do tej pory uważany był za najbardziej atrakcyjny, o czym świadczył systematyczny wzrost wartości inwestycji.

Większość środków funduszy PE/VC kierowana jest do spółek na późniejszym etapie rozwoju. Wykupy i refinansowania stanowiły w 2003 r. 76% wszystkich inwestycji (590 mln PLN). Firmy na etapie dynamicznego rozwoju pozyskały 176

mln PLN (23% wszystkich inwestycji). Inwestycje w młode spółki na etapie start-up stanowiły jedynie 1,6% (12 mln PLN), a na etapie załazkowym 0,7 mln PLN. Inwestycje PE/VC w przedsiębiorstwa we wczesnych etapach rozwoju spadły z 38 mln w 2002 r. do 10 mln w 2003 r. W 2004 r. po raz pierwszy nie było inwestycji w spółki na wczesnym etapie rozwoju (zasiew i start) [Polskie Stowarzyszenie ... 2004, s. 23]. W 2005 r. 97% środków zainwestowano w spółki dojrzałe: na refinansowanie lub wykup od poprzednich właścicieli. W 2006 r. do spółek dojrzałych trafiło 94% inwestycji [Pokejska]². W chwili obecnej nie ma oferty dla firm we wczesnej fazie rozwoju. Dziesięć lat temu fundusze *venture capital/private equity* interesowały się firmami w fazie wzrostu, ponieważ takie firmy dominowały na polskim rynku. Podobne tendencje widoczne są w całej Europie. Fundusze dysponują coraz większymi kapitałami i szukają coraz większych inwestycji. Kilka lat temu interesowały się projektami powyżej 3 mln USD, teraz szukają inwestycji powyżej 10 mln USD [Pokejska]. Istnieje potrzeba stworzenia odpowiednich regulacji prawnych, które przyciągnęłyby fundusze PE/VC do tego segmentu rynku oraz powstania nowych wyspecjalizowanych funduszy do obsługi przedsiębiorstw we wczesnych etapach rozwoju. Na polskim rynku nie ma w ogóle funduszy działających w tym segmencie rynku [Pokejska, s. 25].

4. Perspektywy wsparcia sektora MSP przez PE/VC oraz aniołów biznesu

Niewiele jest funduszy, które kierują swoją ofertę do sektora MSP. Średnia wartość pojedynczej inwestycji sięga kilkunastu milionów złotych. Transakcje na mniejsze kwoty występują coraz rzadziej. Nie oznacza to jednak, że sytuacja nie może się zmienić. Można się posłużyć analogią z sektora bankowego. Do niedawna banki nie były wcale zainteresowane kredytowaniem małych i średnich podmiotów gospodarczych. Jako przyczyny podawano zbyt duże ryzyko oraz nieopłacalność. Tymczasem dziś banki prześcigają się w tworzeniu nowych ofert dla tego sektora, widząc we współpracy z małymi i średnimi przedsiębiorstwami szansę na zmniejszenie ryzyka poprzez jego dywersyfikację oraz opłacalność kredytowania dzięki stworzeniu standardowej oferty i standardów oceny zdolności kredytowej.

Z pewnością w przyszłości należy się spodziewać większych inwestycji PE/VC również w sektor MSP. Na razie jednak *venture capital* podchodzą dość niechętnie do finansowania bardzo wczesnych faz rozwoju projektów inwestycyjnych. Takie przedsięwzięcia wiążą się bowiem nie tylko z wysokim ryzykiem, ale przynoszą one mniejsze zyski ze względu na duże koszty prac prowadzących do „wyklucenia się” przedsiębiorstwa, wymagają ponadto o wiele więcej uwagi i czasu niż przedsiębiorstwa w fazie ekspansji [Kamiński 2005, s. 28]. W chwili obecnej największe

² W chwili obecnej brak oficjalnych danych Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych za lata 2005 i 2006.

nadzieje wiąże się z instytucjonalnym pobudzeniem inwestycji dzięki funduszom z Unii Europejskiej oraz powołanemu w 2005 r. Krajowemu Funduszowi Kapitałowemu (KFK) [Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. ...]. Jego zadaniem będzie dofinansowanie funduszy *venture capital* ze środków budżetowych Banku Gospodarstwa Krajowego oraz pieniędzy unijnych. KFK ma za zadanie wspieranie zwłaszcza tych funduszy, które inwestują w przedsięwzięcia małych i średnich przedsiębiorstw. Fundusze te, aby otrzymać dofinansowanie z KFK, muszą zdobyć przynajmniej połowę środków od inwestorów prywatnych. Pewnym ograniczeniem w dostępie do kapitałów z KFK jest to, że będzie on mógł wspierać tylko przedsięwzięcia innowacyjne. Przepisy ustawy regulują to w sposób następujący: „wyłącznym przedmiotem działalności Krajowego Funduszu Kapitałowego jest udzielanie wsparcia finansowego funduszom kapitałowemu, inwestującym w przedsiębiorców mających siedzibę na terytorium RP, w szczególności w przedsiębiorców innowacyjnych lub prowadzących działalność badawczo-rozwojową” [Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. ..., art. 5].

Dla małych i średnich przedsiębiorstw innowacyjnych, które chcą uruchomić produkcję, opierając się na nowej technologii, zdobycie finansowania z funduszy *seed capital* jest jedyną drogą rozwoju. Inne źródła finansowania nie wchodzi w ogóle w rachubę. Gdyby firma zaciągnęła kredyt bankowy, to w momencie, gdy pieniądze potrzebne są na wdrożenie produktu, rozwój i marketing, należałoby rozpocząć spłacanie kredytu.

Tymczasem program dotacji dla funduszy *seed capital* opracowywany przez PARP i ministerstwo gospodarki jest opóźniony, a do tego zbiurokratyzowany. Istnieją wątpliwości, czy środki z programu PARP uda się efektywnie wykorzystać. Zgodnie z unijnymi zasadami bowiem fundusze muszą zainwestować środki do końca czerwca 2008 r. [Morawski, Zalewska 2006, s. B1].

Istnieje jeszcze jedna droga pozyskania kapitału przez MSP – aniołowie biznesu. Są to osoby prywatne, które inwestują pieniądze w różnego rodzaju przedsięwzięcia gospodarcze. Angażują się oni z reguły w przedsięwzięcia z branży, w której posiadają doświadczenie. Oprócz kapitału dostarczają oni porad oraz udostępniają swoje kontakty biznesowe. W Polsce jest blisko tysiąc osób spełniających kryteria aniołów biznesu. Są to głównie byli przedsiębiorcy lub menedżerowie, którzy wnoszą do firmy kapitał, wiedzę i kontakty w branży. Inwestują oni z reguły w przedsięwzięcia będące w początkowych stadiach rozwoju, gdyż nie posiadają na tyle kapitału, by finansować późniejsze etapy. Ta forma inwestowania sprawdziła się przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych, gdzie istnieje większa skłonność do przedsięwzięć ryzykownych i większe oczekiwania co do potencjalnych zysków. Dzięki wsparciu ze strony aniołów biznesu powstały takie firmy, jak Apple.com czy Amazon.com [Frączek 2005]. Równie popularne jest korzystanie ze wsparcia aniołów biznesu w Wielkiej Brytanii, gdzie działa ok. 20 tys. nieformalnych inwestorów oraz ok. 100 organizacji pośredniczących w kontaktach między inwestorami a szukającymi kapitału firmami. W Polsce aniołowie biznesu są sku-

pieni w Polskim Stowarzyszeniu Aniołów Biznesu PolBAN działającym od grudnia 2003 r. oraz w Lewiatan Business Angels (LBA), który utworzono we wrześniu 2005 r. przy Polskiej Konfederacji Pracodawców Prywatnych [Morawiecka 2005]. Oba stowarzyszenia skupiają osoby, które chcą wspierać finansowo małe polskie firmy we wczesnej fazie rozwoju. PolBAN zainteresowany jest wyłącznie firmami w fazie start-up. Gotów jest zaspokoić potrzeby finansowe w wysokości od 50 do 500 tys. zł (ewentualnie w wyjątkowych przypadkach do 1 mln zł). Inwestorzy skupieni w LBA chcą dofinansowywać przedsięwzięcia w granicach 200 tys. do 5 mln zł (ewentualnie do 10 mln zł) [Morawiecka 2005]. Skupianie się aniołów biznesu w sieci jest nowością na polskim rynku, stąd niewielka na razie liczba inwestycji sfinansowanych tą drogą. Zadaniem stowarzyszenia jest wstępna weryfikacja projektów i przekierowywanie ich do konkretnych inwestorów zainteresowanych daną branżą i wielkością inwestycji. W ciągu miesiąca do PolBAN-u trafia od kilkunastu do kilkudziesięciu biznesplanów przesłanych przez firmy starające się o dofinansowanie [Morawiecka 2005]. Często są one słabo przygotowane pod względem merytorycznym, a pomysłodawcy nie oceniają realnie szans swojego przedsięwzięcia. Tymczasem inwestorzy oczekują, iż przedsiębiorca starający się o dofinansowanie wniesie choć niewielki wkład własny, aby przekonać potencjalnych inwestorów, że poważnie i uczciwie podchodzi do swojego projektu. Jeżeli projekt zostanie zaakceptowany, wyceniona zostaje wartość firmy³ i określony udział stron w zyskach. Z reguły jest to udział proporcjonalny. Jeżeli firma warta jest np. 50 tys. zł, a inwestor wnosi 200 tys. zł, to udziały wynoszą 1:4. Wiele osób, które finansują prywatne przedsięwzięcia, nie ujawnia się w stowarzyszeniach. Przykładem anioła biznesu jest opisany przez F. Kowalika na łamach tygodnika „Forbes” Grzegorz Pindur – współudziałowiec i prezes IDS Scheer Polska. Próbował on najpierw uruchomić własne przedsięwzięcia: spółkę produkującą sprzęt hi-fi oraz drugą wdrażającą systemy zabezpieczeń w tzw. inteligentnych budynkach. Z własnych pomysłów nic nie wyszło, ale w 2004 r. Pindur zainwestował 600 tys. zł w wydawanie tygodnika „Ozon” [Kowalik 2005].

Inwestor w większości przypadków obejmuje w firmie pakiet większościowy. Zazwyczaj pozostaje w spółce 2-4 lata, ale oczywiście nie ma w tym zakresie żadnych sztywnych zaleceń. Następnie wychodzi z inwestycji poprzez sprzedaż udziałów.

Często zdarza się, iż aniołowie biznesu współpracują z PE/VC i albo inwestują wspólnie, albo wprowadzają inwestora PE/VC w późniejszym etapie rozwoju [Frączek 2005]. Na rynkach bardziej rozwiniętych fundusze VC ściśle współpracują z aniołami biznesu, gdyż oznacza to dla nich mniejsze ryzyko oraz dostęp do dochodowych inwestycji. Na polskim rynku przykładem takiej współpracy jest program Anioł Biznesu 2.0 funduszu MCI Management SA.

³ Stosuje się odtworzeniową lub dochodową metodę wyceny.

5. Bariery rozwoju rynku PE/VC w Polsce

Rozwój polskiego rynku PE/VC jest ograniczony ze względu na brak na nim krajowych instytucji finansowych. Ich nieobecność na tym rynku jest spowodowana istniejącymi barierami prawnymi. W krajach Europy Zachodniej i w Stanach Zjednoczonych wszystkie środki inwestowane na rynku PE/VC pochodzą ze źródeł krajowych. Brak krajowych źródeł finansowania na rynku polskim uniemożliwia uzyskanie przez nie wysokich stóp zwrotu z kapitału oraz dywersyfikację ich portfela.

Kapitały polskiego pochodzenia stanowią zaledwie 3% rynku. W celu zniesienia powyższej bariery konieczne byłoby włączenie się w finansowanie za pomocą VC dużych inwestorów krajowych: banków, funduszy emerytalnych, firm ubezpieczeniowych. Na przeszkodzie zaangażowaniu się powyższych podmiotów stoją prawie wyłącznie ograniczenia prawne. Przykładem mogą być Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE), które w 2010 r., według szacunków, dysponować będą kapitałem w wysokości 200 mld zł. Inwestycje w VC zapewniłyby im większą niż dotychczasową dywersyfikację portfeli oraz uzyskanie wyższych stóp zwrotu dla emerytów. Ustawodawca, regulując politykę inwestycyjną OFE, pominął jednak PE/VC. Ograniczenia rozwoju rynku PE/VC w Polsce tkwią zarówno po stronie popytowej, jak i podażowej. J. Grzywacz wymienia następujące czynniki mające wpływ na podaż PE/VC:

- fiskalne – konieczność stworzenia zwolnień i ulg podatkowych dla prywatnych inwestorów i aniołów biznesu,
- prawne – zwiększenie dostępu towarzystw emerytalnych do inwestowania w VC, wzmocnienie ochrony praw własności intelektualnej w celu zachęcenia do inwestowania w dobra niematerialne,
- tworzenie mechanizmów sprzyjających płynności rynku kapitałowego, co ułatwia wyjście z inwestycji dawcom kapitału, oraz stworzenie mechanizmów ułatwiających dopasowanie wyjścia z firmy do struktury aktywów podmiotu dokapitalizowanego,
- wsparcie ze strony państwa: tworzenie funduszy sponsorowanych przez państwo,
- promowanie doświadczonych aniołów biznesu i funduszy oraz ludzi, którzy odnieśli sukces dzięki finansowaniu VC – tzw. *serial entrepreneur*.

Popytowi na VC sprzyjają następujące czynniki:

- fiskalne – redukcja opodatkowania zysków kapitałowych,
- elastyczny rynek pracy, którego funkcjonowanie pozwala dopasować zasoby ludzkie w przedsiębiorstwach do aktualnych potrzeb,
- przepisy prawne ułatwiające powstawanie nowych przedsiębiorstw i łagodzące skutki bankructw,
- kwalifikacje kadry menedżerskiej będące rękojmią należytego prowadzenia przedsiębiorstwa,

- płynny rynek finansowy umożliwiający wyjście z finansowania PE/VC [Grzywacz, Okońska 2005, s. 113-115].

Omawiając perspektywy i bariery rozwoju rynku PE/VC, należy pamiętać, że większość funduszy działających w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Estonia, Litwa, Łowa, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Węgry) dysponuje środkami wniesionymi przez zagraniczne instytucje finansowe. Tylko 15% środków pochodzi ze źródeł krajowych [Polskie Stowarzyszenie... 2004, s. 35]. Choć to Polska i Węgry pozyskały w 2004 r. najwięcej środków (łącznie 83%), będą one wykorzystane na inwestycje w całym regionie, gdyż fundusze będą inwestować tam, gdzie znajdują najbardziej atrakcyjne projekty.

Obserwując kraje, w których sektor PE/VC przyczynia się do wzrostu gospodarczego, należałoby dokładnie przeanalizować, jakie działania podjęto w celu stworzenia dogodnych warunków jego rozwoju w zakresie regulacji prawnych, zachęt podatkowych oraz programów rządowych pobudzających rozwój tego sektora [Kornasiewicz 2004, s. 165].

Literatura

- Frączek M., *Wsparcie dla „młodych” przedsięwzięć. Kim są Business Angels?* „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005 nr 12.
- Grzywacz J., Okońska A., *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2005.
- <http://www.evca.com>.
- Kamiński A., *Venture capital: jaki fundusz wybrać*, „Gazeta Małych i Średnich Przedsiębiorstw” 2005 nr 11.
- Kowalik F., *Gdzie po kapitał*, „Forbes” 2005 nr 6.
- Karpiński Sz., *Inwestują pieniądze, pomagają, ale jest ich za mało*, „Rzeczpospolita” 2005 nr 530/188.
- Kornasiewicz A., *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Morawski I. Zalewska U., *Państwo nie wspiera małych, innowacyjnych firm*, „Rzeczpospolita”, dodatek „Ekonomia & Rynek”, 22 listopada 2006.
- Morawiecka A., *Anioł biznesu czeka na dobre projekty*, „Rzeczpospolita” dodatek „Dobra Firma” 2005 nr 608/303.
- Pokejska M., *Rynek z luką kapitałową*, „CFO Magazyn Finansistów”, www.psik.pl.
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Rocznik 2002.
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Rocznik 2003.
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Rocznik 2004.
- Rocznik statystyczny 2002.
- Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym (DzU 2005 nr 57, poz. 491).
- Zakrzewska-Półtorak A., *Rola venture capital w finansowaniu przedsiębiorstwa*, [w:] B. Iwankiewicz-Rak (red.), *Nowoczesne instrumenty finansowania przedsiębiorstw*, AE, Wrocław 2004.

SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES' ACCESS TO VENTURE CAPITAL

Summary

The paper concerns some selected issues of venture capital and private equity. The concepts of venture capital and private equity have been presented, as well as the significance of this institution for the development of new and innovative transactors and for the increase in competitiveness of the Polish economy. The origin and perspectives of the development of VC/PE market in Poland and developed countries have been outlined. Moreover, the factors inhibiting the development of this finance source have been indicated.