

Alicja Panenka

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

INNOWACYJNE INSTRUMENTY FINANSOWE JAKO CZYNNIK SPRZYJAJĄCY POPRAWIE SPÓJNOŚCI EKONOMICZNEJ W REGIONACH

1. Wstęp

W gospodarce opartej w coraz większym stopniu na wiedzy innowacje są kluczem do konkurencyjności na poziomie zarówno międzynarodowym, państwowym, jak i regionalnym. Potwierdzono to m.in. w opracowanej w 2000 r. strategii lizbońskiej; stała się ona programem stworzenia z gospodarki UE jednej z najbardziej konkurencyjnych na świecie gospodarek opartych na wiedzy. Niemniej jednak średniookresowy przegląd realizacji postanowień tej strategii doprowadził do opracowania przez Komisję Europejską tzw. nowej strategii lizbońskiej, w której główny nacisk położono na dwa cele: oparcie wzrostu gospodarczego na wiedzy i innowacji oraz zwiększenie zatrudnienia przez tworzenie lepszych miejsc pracy. Potencjał innowacji stał się kluczem do utrzymania i umacniania konkurencyjności, a to stało się podstawą do osiągnięcia trwałego wzrostu gospodarczego przez państwa i regiony.

Szansą dla regionów słabo rozwiniętych może stać się właśnie oparcie ich gospodarek na wytwarzaniu zaawansowanych technologicznie produktów i usług, co nie tylko przyczynić się może do ich szybszego tempa wzrostu, ale także korzystnie wpłynie na strukturę zatrudnienia w regionie. Dlatego też istotna wydaje się rola, jaką odgrywają innowacyjne instrumenty finansowe przyczyniające się do poprawy dostępności kapitału przez firmy wdrażające lub opracowujące nowe rozwiązania technologiczne. Działalność tych firm jest obciążona zbyt dużym ryzykiem, aby mogły one uzyskać wsparcie w postaci tradycyjnych kredytów bankowych.

Celem niniejszego artykułu jest próba wskazania roli funduszy typu *venture capital* w finansowaniu działalności przedsiębiorstw. Analizie porównawczej poddane zostanie znaczenie tych funduszy w wybranych krajach. Szczególna uwaga

zostanie zwrócona jednak na rolę, jaką odgrywają w sektorze polskich przedsiębiorstw, oraz na nowe uregulowania prawno-instytucjonalne mające wspomóc działalność tych funduszy w naszym kraju. Interesujące wydaje się zbadanie struktury inwestycji dokonywanych przez fundusze *venture capital* w krajach wysoko rozwiniętych oraz w Polsce. Wskazane zostaną główne tendencje, podobieństwa i różnice występujące w tym zakresie w poszczególnych państwach w latach 1990-2002.

2. Definicja pojęcia *venture capital*

Na początku rozważań na temat roli funduszy *venture capital* w działalności przedsiębiorstw warto podkreślić, iż bardzo często w praktyce termin *venture capital* jest używany zamiennie z pojęciem *private equity*. Według europejskiego stowarzyszenia Private Equity i Venture Capital [2] (EVCA) *venture capital* jest jedną z odmian *private equity*¹. *Private equity* (PE) to pojęcie ogólniejsze – to wszelkie inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym podejmowane w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków z przyrostu wartości kapitału. Istotną cechą PE jest to, iż inwestor włącza się w zarządzanie przedsiębiorstwem będącym przedmiotem inwestycji. *Venture capital* (VC) zaś to inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, charakteryzujących się dużym potencjałem rozwojowym w zakresie produktu, technologii czy też usługi [por. 8, s. 19]. Są to inwestycje służące uruchomieniu danej spółki (zasiew lub start) lub jej ekspansji, a ich głównym celem jest osiągnięcie zysku z zainwestowanego kapitału. Rekompensatą za wysokie ryzyko ponoszone przez inwestora jest wyższa od przeciętnej oczekiwana stopa zwrotu. Charakterystyczną cechą VC jest aktywna pomoc w zarządzaniu przedsiębiorstwem, w którym fundusz ulokował swój kapitał. Fundusze PE zaś mogą inwestować także w spółki dojrzałe, planujące wejście na giełdę w przyszłości, wymagające restrukturyzacji lub zmieniające właścicieli.

Biorąc pod uwagę to, iż w dalszej części artykułu przedstawione zostanie porównanie m.in. struktury inwestycji VC, warto zwrócić uwagę na rozbieżności w definicji *venture capital* obowiązującej w Europie oraz w Stanach Zjednoczonych. Amerykańska instytucja Narodowe Stowarzyszenie Venture Capital (National Venture Capital Association) definiuje *venture capital* jako środki finansowe dostarczane przez wyspecjalizowanych menedżerów, którzy wraz z dostarczonymi środkami finansowymi inwestują swoje umiejętności i wiedzę. Inwestycje są dokonywane w młode, szybko rozwijające się firmy mające duży potencjał rozwoju [8, s. 23]. Przyjmuje się, że jedną z cech inwestycji *venture capital* odróżniających ją od innych inwestycji kapitałowych jest to, iż dostawca ponosi ryzyko ra-

¹ Potwierdzenie tej tezy odnajdujemy także w pracy [8, s. 21], w której przedstawione zostaje podejście D. Gladstone i L. Gladstone'a, według którego *private equity* obejmuje trzy segmenty inwestycji kapitałowych: *venture capital*, *buyout capital* oraz *mezzanine capital*, znacznie się różniące.

zem z przedsiębiorcą. Inwestycja ta ma charakter długoterminowy, zazwyczaj 3-7-letni (por. [8, s. 23]).

Już na tym etapie przeglądu podstawowych definicji widać różnicę rozumienia w praktyce pojęcia *venture capital* w Stanach Zjednoczonych i w Europie. Definicja przyjęta przez EVCA jest znacznie szersza, gdyż w Europie VC oznacza nie tylko finansowanie wszystkich etapów rozwoju przedsiębiorstwa, ale także finansowanie procesów przekształceń własnościowych oraz projektów restrukturyzacyjnych. Rozbieżności te prowadzą do pewnych niedoskonałości porównań sektorów VC w Europie oraz w USA.

W polskiej literaturze jedną z pierwszych definicji VC przedstawił J. Węclawski [17, s. 17]. Definiuje on *venture capital* jako kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w razie sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego przez inwestorów, zapewniają znaczny przyrost wartości zainwestowanego kapitału realizowanego przez udziałowców.

Zbliżoną definicję *venture capital* odnajdujemy w pracach P. Tamowicza [14, s. 8], przyjmującego nieco szerszą definicję *venture capital*. Definiuje go jako „kapitał średnio- i długoterminowy inwestowany w papiery wartościowe o charakterze udziałowym/właścicielskim (i/lub *quasi*-właścicielskim), przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych, z zamiarem ich późniejszej odsprzedaży dla wycofania zainwestowanego kapitału i realizacji zysków, których podstawowym źródłem jest przyrost wartości przedsiębiorstwa” [14, s. 3].

3. Formy inwestycji *venture capital* ze względu na fazę rozwoju przedsiębiorstwa

W najbardziej klasycznym ujęciu, zaprezentowanym w literaturze polskiej przez J. Węclawskiego [17, s. 23], cykl inwestowania *venture capital* można podzielić na sześć faz ujętych w dwóch grupach:

I. Fazy początkowe:

1. Finansowanie zasiewów (*seed capital financing*) – początkowy etap rozwoju firmy. Przedsiębiorca ma pomysł na innowacyjny produkt lub usługę, ale potrzebuje niewielkiego kapitału, aby sfinansować koszty związane z dopracowaniem swojej koncepcji, organizacją przedsiębiorstwa, wstępną analizą rynku. Udział funduszy *venture capital* na tym etapie jest niewielki, gdyż zazwyczaj są to inwestycje zbyt małe, o trudnym do ustalenia stopniu ryzyka. Niemniej jednak wysokie ryzyko jest szansą na odpowiednio wysokie zyski, a niepewność sprawia, iż koszty wejścia *venture capital* są na tym etapie najniższe [17, s. 25]. W praktyce jednak, jeśli

w tej fazie występują inwestorzy zewnętrzni, są to najczęściej osoby prywatne, tzw. aniołowie biznesu (por. [13, s. 4]).

2. Faza startu (*start-up financing*) – finansowanie początkowej działalności przedsiębiorstwa, obejmujące rozwijanie innowacyjnego produktu do dojrzałości produkcyjnej bądź rynkowej oraz jego weryfikację w praktyce [17, s. 26]. Zakończenie tej fazy obejmuje ustalenie prawdopodobieństwa powodzenia przedsięwzięcia. W związku z nadal dużym ryzykiem podejmowanych działań i niewielkim zabezpieczeniem majątkowym (podobnie jak w fazie zasiewu) uzyskanie kredytu bankowego na tym etapie jest bardzo trudne. Dobrym rozwiązaniem są zatem fundusze *venture capital* lub wspomniani aniołowie biznesu.

3. Finansowanie fazy pierwszej (*first stage financing*) – faza, w której następuje wdrożenie nowego produktu lub usługi do produkcji seryjnej, budowanie sieci dystrybucji. Ryzyko w tej fazie maleje, ale jest nadal zbyt duże, aby można było uzyskać kredyt bankowy. Zapotrzebowanie przedsiębiorcy na kapitał jest bardzo duże, dlatego też następuje orientacja na alternatywne źródła kapitału zewnętrznego, w których ważną rolę odgrywa *venture capital*. Ma to szczególne znaczenie przy inwestycjach innowacyjnych².

II. Fazy ekspansji:

1. Finansowanie fazy drugiej (*second stage financing*) – etap związany z dochodzeniem do rynkowej dojrzałości przedsiębiorstwa oraz jego ekspansji terytorialnej [6, s. 71]. Zapotrzebowanie na kapitał wiąże się z koniecznością m.in. umacniania pozycji konkurencyjnej, unowocześniania strefy produkcji. Przedsięwzięcie daje realne zyski, dzięki czemu ryzyko działalności jest niższe niż w poprzednich fazach. Dostępność kredytu bankowego nie stanowi już problemu, ale nakłady finansowe mogą w znacznym stopniu pochodzić także z funduszy *venture capital* [5, s. 71]. Przedsiębiorstwo może także rozpocząć przygotowanie do zmiany formy prawnej na spółkę akcyjną, aby w przyszłości dokonać sprzedaży udziałów na giełdzie.

2. Finansowanie fazy trzeciej i fazy czwartej (*third and fourth stage financing*) – etap, na którym nowy produkt czy usługa osiągnęły już dojrzałość rynkową, a wartość przedsiębiorstwa nie charakteryzuje się już tak dynamicznym wzrostem jak w fazach wcześniejszych. Przedmiotem finansowania są m.in. ulepszenie produktu, marketing, ekspansja na rynki zagraniczne. Dla dawców kapitału *venture capital* faza ta oznacza przystąpienie do realizacji zysków od wyłożonych środków (por. [17, s. 29]). Gdy przedsiębiorstwo odniosło sukces rynkowy i zamierza w następnych 6-12 miesiącach dokonać publicznej emisji akcji, następuje potrzeba finansowania fazy czwartej, czyli pokrycia kosztów związanych z dopuszczeniem do obrotu giełdowego oraz emisja akcji [17, s. 29].

² [5, s. 250]; podano za [6, s. 71].

W niniejszym artykule do analizy porównawczej inwestycji *venture capital* w poszczególnych krajach wykorzystana zostanie klasyfikacja EVCA, w dużym stopniu zbliżona do klasyfikacji stosowanej w Stanach Zjednoczonych. Umożliwi to porównanie danych statystycznych na poziomie międzynarodowym. Można zatem wyodrębnić następujące etapy inwestycji *venture capital*: *early stage*, czyli kapitał inkubacyjny i początkowy obejmujący finansowanie wczesnych etapów przedsięwzięcia; *expansion stage*, polegający na finansowaniu rozwoju przedsięwzięcia; *later stage*, obejmujący finansowanie późniejszych etapów, polegające m.in. na refinansowaniu długu lub kolejnym podwyższeniu kapitałowym, oraz *buy-out*, będący finansowaniem przejęć i wykupów (por. [8, s. 35]).

4. *Venture capital* w USA

W Stanach Zjednoczonych, gdzie fundusze *venture capital* działają już od kilkudziesięciu już lat³, dynamiczny rozwój sektora następuje od lat 1996-1997, a charakteryzuje się utrzymującym się trendem wzrostowym. Wartość dokonanych w tym okresie inwestycji wyniosła odpowiednio 11,2 i 17,2 mld USD, a od roku 1979 do roku 1995 wzrastała powoli z poziomu 0,5 do 5,5 mld USD. W kolejnych latach nastąpił bardzo dynamiczny rozwój tego instrumentu finansowania, a w roku 2000 kapitał zainwestowany przez VC osiągnął wartość 103,5 mld USD. W ciągu zaledwie 3 lat wzrósł zatem ponadpięciokrotnie⁴.

Bardzo interesująco przedstawia się również zmiana struktury branżowej inwestycji *venture capital* w USA. Jak pokazuje tab. 1, na początku lat dziewięćdziesiątych fundusze VC inwestowały w znacznej mierze w przedsiębiorstwa działające w tradycyjnych sektorach gospodarki, choć już wtedy ważną rolę odgrywały sektory charakteryzujące się wysokim zaawansowaniem technologicznym produkowanych dóbr i usług (m.in. oprogramowanie i usługi komputerowe, telekomunikacja).

W latach 1990-2000 środek ciężkości zdecydowanie przesunął się jednak w stronę innowacyjnych sektorów, takich jak wspomniana telekomunikacja czy Internet. Ogromne inwestycje w przedsięwzięcia internetowe, na które przypadło ponad 46% wszystkich środków zainwestowanych przez fundusze w 2000 r., niewątpliwie spowodowane były w dużej mierze euforią związaną z bardzo dynamicznym wzrostem i zyskownością tych przedsięwzięć w latach dziewięćdziesiątych. Załamanie tego sektora w roku 2000 doprowadziło do stabilizacji udziału jego projektów w strukturze inwestycyjnej *venture capital*.

³ Uważa się, iż momentem przełomowym w rozwoju *venture capital* w USA był rok 1946, czyli rok powstania American Research and Development. Jego założyciel, R.E. Flanders, rozpoczął silne lobby zmiany restrykcyjnych przepisów prawnych ograniczających udział publicznych źródeł w nowych przedsięwzięciach na poziomie 5% (por. [8, s. 75]).

⁴ Por. NVCA Yearbook 2001, s. 11; podano za [8, s. 83].

Tabela 1. Struktura branżowa inwestycji *venture capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1990-2000 (w %)

Branża	1990	1994	1998	2000	Zmiana (2000-1990)
Internet	–	2,8	20,6	46,4	+46,4
Telekomunikacja	12,1	14,8	15,8	17,1	+5,0
Oprogramowanie i usługi komputerowe	18,0	13,3	17,7	13,9	–4,1
Pozostałe produkty	13,6	21,1	11,4	5,2	–8,4
Medycyna/służba zdrowia	14,9	13,4	11,4	3,5	–11,4
Podzespoły i przemysł elektroniczny	6,7	4,3	5,1	6,0	–0,7
Produkty konsumpcyjne	12,4	14,7	6,6	1,6	–10,8
Sprzęt elektroniczny	7,7	4,5	2,5	2,2	–5,5
Biotechnologia	8,0	7,2	5,8	2,7	–5,3
Przemysł i energetyka	6,7	4,0	3,2	1,4	–5,3

Źródło: [8, s. 88].

Tabela 2. Przeznaczenie inwestycji sektora *venture capital* w USA w 2000 r. (jako % zainwestowanej sumy)

Inwestycje według fazy rozwoju spółki	2000
Kapitał inkubacyjny i początkowy	23
Kapitał finansujący rozwój	54,3
Kapitał odtworzeniowy	19,9
Przejęcia/wykupy	2,8

Źródło: [8, s. 87].

Struktura inwestycji VC według fazy rozwoju przedsiębiorstwa w USA potwierdza dojrzałość tego sektora, polegającą na znacznym udziale projektów, w których niezbędny był dla przedsiębiorstw kapitał inkubacyjny i początkowy. W 2000 r. 23% wszystkich środków zainwestowanych przez *venture capital* skierowano właśnie na tego rodzaju przedsięwzięcia.

Ponad 50% zainwestowanych środków stanowił kapitał finansujący rozwój przedsiębiorstw, a najmniej, bo jedynie 2,8%, kapitał wykorzystany do przejęć czy wykupów.

5. *Venture capital* w Europie

Sektor *venture capital* rozwinął się w Europie dopiero w latach osiemdziesiątych, a w poszczególnych krajach rozwój ten przebiega w różnym tempie i ze zróżnicowanym powodzeniem. Wynika to z tego, iż w Europie nie można mówić o jednolitości sektora VC. W państwach europejskich występują ogromne różnice zarówno w strukturach organizacyjno-prawnych funduszy, jak i w kwestiach opodatkowania zysków kapitałowych [8, s. 91].

W Europie, podobnie jak w USA, od drugiej połowy lat dziewięćdziesiątych następuje bardzo szybki rozwój finansowania za pomocą *venture capital*: największy przyrost odnotowywano od roku 1997, w którym wartość inwestycji VC wzro-

sła w stosunku do roku poprzedniego ponaddwukrotnie z 7960 do 20 002 mln euro (por. [8, s. 96]).

Tabela 3. Struktura branżowa inwestycji *venture capital* w Europie w latach 1992-2000 (w %)

Branża	1992	1994	1998	2000	Zmiana (2000-1992)
Telekomunikacja	3,9	2,4	8,6	13,8	+9,9
Branża komputerowa	3,9	4,3	9,3	13,3	+9,4
Pozostałe branże komputerowe	2,9	3,7	2,9	3,9	+1,0
Biotechnologia	1,3	1,3	2,4	2,9	+1,6
Medycyna/służba zdrowia	4,0	3,7	4,7	7,9	+3,9
Branża energetyczna	3,7	0,9	1,5	0,7	-3,0
Produkty konsumpcyjne	19,4	16,7	14,9	18,5	-0,9
Produkty i usługi przemysłowe	12,4	18,2	10,8	10,0	-2,4
Branża chemiczna	3,9	3,9	2,5	2,9	-1,0
Automatyka przemysłowa	1,7	1,0	1,2	2,1	+0,4
Transport	3,0	6,0	3,0	1,2	-1,8
Usługi finansowe	5,6	3,5	2,0	1,8	-3,8
Pozostałe usługi	11,0	10,1	9,8	5,6	-5,4
Pozostałe przemysły	13,8	13,9	11,9	9,3	-4,5
Rolnictwo	1,2	3,3	2,2	0,2	-1,0
Budownictwo	4,1	3,4	2,4	1,8	-2,3
Pozostałe	4,1	3,6	2,8	4,1	0

Źródło: [8, s. 104].

Jak wskazują dane zawarte w tab. 3, w Europie nie nastąpiła w ciągu ostatnich lat tak krańcowa zmiana struktury branżowej inwestycji typu VC, jak to było w tym samym okresie w USA. Znaczny udział mają sektory charakteryzujące się zaawansowanymi technologicznie produktami i usługami (np. telekomunikacja czy branża komputerowa – mniej więcej po 13%), jednak nadal bardzo duża część inwestycji przypada na przedsięwzięcia z tzw. tradycyjnych sektorów.

Tabela 4. Przeznaczenie inwestycji sektora *venture capital* w Europie w 2000 r. (jako % zainwestowanej sumy)

Inwestycje według fazy rozwoju spółki	2000
Kapitał inkubacyjny i początkowy	19
Kapitał finansujący rozwój	37,1
Kapitał odtworzeniowy	2,7
Przejęcia/wykupy	41,2

Źródło: [8, s. 103].

W Europie najwięcej kapitału VC przeznaczono w 2000 r. na przejęcia i wykupy (do których trafiło ponad 40% wszystkich środków). Istotną rolę odgrywa także finansowanie przedsięwzięć realizowanych przez przedsiębiorstwa będące w fazie ekspansji. Niepokojąco mała jednak część inwestycji została dokonana w przedsięwzięcia będące w fazie inkubacyjnej lub początkowej. Jedyne 19% wszystkich środków przeznaczono na ich finansowanie. W Stanach Zjednoczonych poziom ten był wyższy w badanym okresie o 4%, a ponad

17% więcej środków finansowało fazę rozwoju przedsięwzięć w USA. Różnice zatem w tym zakresie między USA i Europą były bardzo duże.

6. *Venture capital* w Polsce

W Polsce rozwój sektora *venture capital* rozpoczął się na początku lat dziewięćdziesiątych. W pierwszych latach polskiej transformacji największymi inwestorami odpowiadającymi definicji *private equity* były Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju oraz Międzynarodowa Korporacja Finansowa [8, s. 189]. W następnych latach inwestycji typu VC na polskim rynku zaczęły dokonywać kolejne, wyspecjalizowane fundusze. Można wymienić dwie główne fale napływu funduszy VC do polskiej gospodarki – w 1994 r. niemal jednocześnie pojawiło się kilka nowych funduszy. Doprowadziło to do zmiany sceny inwestycyjnej, wpływając na zwiększenie konkurencji między funduszami, wzbogacenie oferty, wprowadzanie nowego rodzaju rozwiązań finansowych (por. [8, s. 191]). Kolejna fala przypadła na lata 1998 i 1999. Część funduszy stanowiła drugie bądź kolejne fundusze danej grupy zarządzającej, a część pojawiła się jako pierwsze fundusze zależnych grup zarządzających [8, s. 191].

Obecnie polski rynek *venture capital* jest największym rynkiem Europy Środkowej i Wschodniej.

Tabela 5. Struktura branżowa inwestycji *venture capital* w Polsce w latach 2001-2002 (w %)

Branża	2001	2002	Zmiana
Telekomunikacja/media	46,4	13,9	-32,5
Informatyka	0,8	3,8	+3,0
Elektronika, inne	0,0	0,6	+0,6
Biotechnologia	0,0	0,5	+0,5
Medycyna	4,9	3,6	-1,3
Energia	0,8	6,8	+6,0
Dobra konsumpcyjne	8,9	35,1	+26,2
Produkty i usługi przemysłowe	0,4	1,7	+1,3
Chemia i gospodarka materiałowa	6,3	0,0	-6,3
Automatyka przemysłowa	0,0	1,8	+1,8
Produkcja, inne	14,6	15,9	+1,3
Transport	0,0	6,0	+6,0
Usługi finansowe	0,5	1,2	+0,8
Usług inne	16,5	3,2	-13,3
Rolnictwo	0,0	0,0	0,0
Budownictwo	0,0	5,8	+5,8
Pozostałe	0,1	0,0	-0,1

Źródło: [10, s. 43].

Tabela 6. Podział inwestycji *venture capital* w Polsce w latach 2001-2002 (jako % zainwestowanej sumy)

Inwestycje według fazy rozwoju spółki	2001	2002
Kapitał inkubacyjny	1	0
Kapitał początkowy	15	8
Kapitał finansujący rozwój	49	46
Przejęcia/wykupy/kapitał odtworzeniowy	34	46

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11, s. 45].

7. Zmiany instytucjonalno-prawne w Polsce

Zgodnie z panującym powszechnie przekonaniem, iż budowanie w Polsce gospodarki opartej na wiedzy może poprawić konkurencyjność naszej gospodarki, podjęto w ostatnich latach pewne zmiany instytucjonalno-prawne mające przyczynić się do poprawy funkcjonowania i dostępności kapitału dla przedsiębiorstw. Jedną z takich inicjatyw jest utworzenie na podstawie ustawy z 4 marca 2005 r. [16] Krajowego Funduszu Kapitałowego (KFK), który może stać się nową szansą rozwoju przedsiębiorczości i zwiększenia innowacyjności przedsiębiorstw w Polsce. Zgodnie z ustawą wyłącznym przedmiotem działalności Krajowego Funduszu Kapitałowego jest udzielanie wsparcia funduszom kapitałowym inwestującym w przedsiębiorców mających siedzibę w Polsce, szczególnie w przedsiębiorców innowacyjnych lub prowadzących działalność badawczo-rozwojową [16, art. 5]. Działalność Krajowego Funduszu Kapitałowego będzie finansowana z kapitału wniesionego przez Bank Gospodarstwa Krajowego, a także z dotacji celowych budżetu państwa i środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej oraz z innych źródeł zagranicznych.

Interesującym projektem jest także propozycja tworzenia regionalnych funduszy załączkowych (*seed capital*), w naszym kraju właściwie nie istniejących (por. [7, s. 227]). Inicjatywę tę odnajdujemy w Sektorowym programie operacyjnym „Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw na lata 2004-2006”, przyjętym przez Radę Ministrów 16 marca 2004 r. We wskazanym w tym dokumencie działaniu 1.2 „Poprawa dostępności przedsiębiorstw do zewnętrznych źródeł finansowania” jest mowa o konieczności zapewnienia przedsiębiorstwom możliwości korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji.

Jest to szczególnie istotne ze względu na niekorzystną strukturę inwestycji *venture capital*, charakteryzującą się niewielkim wykorzystaniem tego źródła finansowania w fazie inkubacyjnej oraz w początkowej działalności firm. W poddziałaniach 1.2 przewidziano oprócz dokapitalizowania funduszy pożyczkowych i funduszy poręczeń kredytowych wsparcie powstawania funduszy kapitału załączkowego (*seed capital*) przez ich dokapitalizowanie (por. [12, s. 59-60]). Odbiorcami ostatecznymi działania będą zatem m.in. fundusze załączkowe, a maksymalne dofinansowanie pro-

jektów składanych przez te fundusze może wynieść do 80% kosztów kwalifikowanych [12, s. 61]. Instytucją wdrażającą będzie Krajowy Fundusz Kapitałowy.

Do korzystnych zmian prawnych należy także zaliczyć nowelizację ustawy o swobodzie działalności gospodarczej [15]. Nowelizacja ta dostosowuje przepisy zawarte w tej ustawie do unijnego rozporządzenia nr 70/2001/WE, definiującego mikroprzedsiębiorcę oraz przedsiębiorcę małego i średniego. W obowiązującej dotychczas ustawie firma traciła status zarówno mikroprzedsiębiorcy, jak i małego lub średniego przedsiębiorcy, gdy co najmniej 25% jej udziałów kontrolowały inne podmioty gospodarcze, państwo lub niektóre samorządy. Dzięki nowelizacji dokonanej 21 listopada 2004 r. wprowadzono do polskiego prawa przepis, który określa wyjątki od tej zasady. Otóż gdy owe 25% udziałów należy np. do funduszu *venture capital*, wspomagającego przedsiębiorczość, czy też do instytucji *non profit*, takich jak uczelnie wyższe i centra badawczo-rozwojowe, udział ten nie powoduje wykluczenia przedsiębiorstwa z grupy MŚP (por. [1]). Jest to szczególnie istotne w razie ubiegania się przedsiębiorstw o pomoc publiczną; może również zachęcić MŚP do poszukiwania kapitału w funduszach *venture capital*.

8. Podsumowanie

Jak wykazała przeprowadzona analiza porównawcza sektora *venture capital* w USA, Europie i w Polsce, sektor ten odznacza się dużym zróżnicowaniem. Stany Zjednoczone mają bardzo różną strukturę branżową inwestycji VC, największych w sektorach gospodarki charakteryzujących się produktami i usługami zaawansowanymi technologicznie. W Europie następuje powolne przesuwanie inwestowanych kapitałów z przedsięwzięć realizowanych w sektorach tradycyjnych do inicjatyw podejmowanych przez przedsiębiorców w takich sektorach, jak telekomunikacja, komputery czy medycyna. Na podstawie danych dotyczących Polski możliwość oceny zmian struktury branżowej inwestycji funduszy VC jest ograniczona, gdyż fundusze te nazbyt krótko prowadzą działalność w naszym kraju. Poza tym bardzo istotnym czynnikiem powodującym niewielką dostępność danych statystycznych jest nadal spora niechęć funduszy do udostępniania informacji o swojej działalności, szczególnie dotyczącej przeszłości. Jednak na podstawie zaprezentowanych w niniejszym opracowaniu danych pochodzących z wiarygodnego źródła, jakim jest Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, można stwierdzić, iż w strukturze branżowej inwestycji VC w Polsce nadal bardzo istotną rolę odrywają przedsięwzięcia podejmowane w tradycyjnych sektorach gospodarki.

Znaczna różnica występuje także między USA, Europą i Polską w fazach rozwoju przedsiębiorstw najchętniej finansowanych przez fundusze VC. W Stanach Zjednoczonych największy udział w wartości wszystkich inwestycji mają przedsięwzięcia podejmowane w fazie ekspansji, ważne przedsięwzięcia faz inkubacyjnej i początkowej. Również w Europie i w Polsce faza ekspansji przedsiębiorstwa

stanowi bardzo istotny segment inwestycji funduszy VC; w Polsce obejmuje nawet największą część wartości tych inwestycji (na równi z wykupem, przejęciami czy kapitałem odtworzeniowym). W Europie zaś najwięcej przedsięwzięć z zakresu przejęć i wykupu jest finansowanych ze źródeł VC.

Polska jest największym rynkiem *venture capital/private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej, ale na rynku kapitałowym nadal występuje duża luka kapitałowa. Nadal utrzymuje się niekorzystna struktura inwestycji typu *venture capital*, nadal o wielomilionowe inwestycje na ekspansję firmy jest łatwiej niż o znacznie mniejsze środki na finansowanie nowych przedsiębiorstw (por. [4]). Na rozwój sektora *venture capital* i wzrostu wykorzystania tego źródła finansowania przez przedsiębiorców korzystny wpływ powinny mieć jednak zmiany instytucjonalno-prawne, które w latach 2004-2005 zostały dokonane w Polsce. Kolejne zmiany zachodzące w tym obszarze pozostaną przedmiotem dalszych badań autora.

Literatura

1. *Duże pieniądze na wsparcie małych firm*, „Rzeczpospolita” 2004 nr 285.
2. *European Private Equity and Venture Capital Association*, www.evca.com.
3. *Fundusz dla innowacyjnych*, „Rzeczpospolita” 2005 nr 94.
4. *Fundusze venture capital znów zainteresowane branżą technologiczną. Więcej kapitału dla nowych spółek*, „Rzeczpospolita” 2005 nr 63.
5. Gryko J.M., *Rola funduszy venture capital w finansowaniu działalności innowacyjnej przedsiębiorstw*, [w:] *Finanse, bankowość, ubezpieczenia*, red. K. Jajuga, M. Łyszczak, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 89, t. 1, AE, Wrocław 2001.
6. Grzywacz J., Okońska A., *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2005.
7. *Innowacje w działalności przedsiębiorstw w integracji z Unią Europejską*, red. W. Janasz, Difin, Warszawa 2005.
8. Kornasiewicz A., *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
9. *Niezgodność usunięta, będzie wsparcie*, „Rzeczpospolita” 2005 nr 2.
10. *Pomoc publiczna jak w Unii Europejskiej*, „Rzeczpospolita” 2004 nr 286.
11. *Rocznik 2003*, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, www.ppea.org.pl.
12. *Sektorowy program operacyjny „Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw” na lata 2004-2006*, www.parp.gov.pl.
13. Szczap J., *Venture Capital – pieniądze do wynajęcia*, „Manager” 2004 nr 2.
14. Tamowicz P., *Fundusze inwestycyjne typu Venture Capital*, IBnGR, Gdańsk 1995.
15. Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej, DzU 2004 nr 173, poz. 1807.
16. Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym, DzU 2005 nr 57, poz. 491.
17. Węclawski J., *Venture Capital: nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.

INNOVATIVE FINANCIAL INSTRUMENTS AS A FACTOR FACILITATING IMPROVEMENT OF ECONOMICAL COHESION IN REGIONS

Summary

Innovations are becoming the key to competitiveness on the international, national and regional level in the conditions of economy based in increasing level on knowledge. This statement was confirmed in the Lisbon Strategy and also in the New Lisbon Strategy that was formed by the European Commission in the 2004, where the main attention was drawn to two objectives: basing the economic growth on knowledge and innovations and increasing employment by creating better jobs.

It seems that for less developed regions basing their economies on producing technologically advanced services and products can contribute to the reduction of their economic delay for other regions of EU.

In this light the role that is played by innovative financial instruments seems to be important. By using it, the availability of capital for companies introducing or creating new technological solutions is increasing.

Poland in the biggest venture capital/private equity market in the Eastern and Central Europe, but the capital gap still exists in the capital market. In spite of couple of years of presence of PE/VC in our market, it's still easier to obtain billions of zlotys for expansion of the company instead of smaller amounts for financing new enterprises. Nevertheless, for the development of venture capital sector the positive influence should have legal and institutional changes that were made in Poland in 2004-2005.