

Krzysztof Górka

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ZJAWISKO LUKI KAPITAŁOWEJ W FINANSOWANIU MIKRO-, MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE W LATACH 2007-2011

Streszczenie: Artykuł przedstawia zmiany zachodzące w latach 2007-2011 na polskim rynku kapitałowym w obszarze ograniczonej podaży kapitału dostępnego dla mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw. Za cel artykułu autor stawia opisanie ilościowych i jakościowych zmian podaży środków dedykowanych podmiotom z sektora MŚP w badanym okresie w porównaniu z latami wcześniejszymi. Problem luki kapitałowej jest przedstawiony jako zjawisko wynikające z niedopasowania istniejącej infrastruktury rynku kapitałowego do potrzeb firm z sektora MŚP. Autor opisuje zmiany, które zaszły w tejże infrastrukturze w okresie 2007-2011, prowadząc do powstania nowych grup podmiotów odpowiadających na popyt na kapitał małych przedsiębiorstw. Analizie poddane zostały poszczególne grupy dawców kapitału pod kątem ich wpływu na wypełnianie luki kapitałowej oraz ich umocowania w strukturze dostawców kapitału. Przedstawiona została ramowa specyfika transferu środków w każdym z nowo powstałych kanałów, a także organizacyjna forma działania poszczególnych grup dawców kapitału. Autor wskazuje w podsumowaniu na przełomowe działania o charakterze publicznym i komercyjnym, które powodują w omawianym okresie znaczącą zmianę w podaży finansowania działalności mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw. Efektem przemian luki kapitałowej w badanym okresie jest zdaniem autora odwrócenie relacji popytu do podaży kapitału na rynku MŚP, w wyniku czego barierą do dalszego transferu środków nie jest dostępność tychże, lecz spełnianie przez przedsiębiorstwa brzegowych warunków niezbędnych do przeprowadzenia inwestycji w owe podmioty.

Słowa kluczowe: luka kapitałowa, *private equity*, *venture capital*, anioły biznesu, Krajowy Fundusz Kapitałowy, *NewConnect*, sektor MSP.

1. Wstęp

Problem luki kapitałowej (*equity gap* – luka kapitałowa, luka kapitałów prywatnych, luka kapitałów udziałowych, luka Macmillana) definiowany jest jako trwała nieciągłość po stronie podażowej rynku wyrażająca się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości i/lub określonej grupy przedsiębiorców (sektorowe ograniczenie w dostępie do *equity*)¹. Zjawisko *equity*

¹ M. Józwiak-Mijal, *Luka Macmillana a znaczenie średnich przedsiębiorstw dla gospodarki*, Studia i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego 1/2005, Warszawa 2005.

gap relatywnie rzadko powodowane jest ogólnym niedoborem kapitału – taka sytuacja występuje tylko w ekstremalnych okolicznościach, np. wojny, zawirowań politycznych czy kryzysu finansowego. Luki kapitałowe występują zarówno na dojrzałych rynkach finansowych, jak i w gospodarkach rozwijających się.

Celem badawczym niniejszego artykułu jest stwierdzenie wpływu rozwoju poszczególnych kanałów podaży kapitału na przemiany zjawiska *equity gap* w odniesieniu do specyficznej grupy podmiotów zgłaszających popyt na finansowanie zewnętrzne (polskie mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa) w przedziale czasowym cechującym się znaczącymi przemianami o charakterze ilościowym i jakościowym po stronie dawców kapitału (2007-2011). Aby jednak ocenić zamiany *equity gap* w Polsce po 2006 r., nakreślona zostanie charakterystyka rynku kapitałowego w Polsce w okresie poprzedzającym.

Do 2007 r. na polskim rynku kapitałowym przedsiębiorstwa mogły pozyskiwać kapitał udziałowy poprzez:

- emisję i oferowanie akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie,
- emisję i oferowanie akcji do inwestorów instytucjonalnych (funduszy *venture capital* i *private equity*) na rynku pozagiełdowym,
- emisję i oferowanie akcji do inwestorów indywidualnych (w tym tzw. *business angels* – aniołów biznesu) na rynku pozagiełdowym.

Przed rokiem 2007 *equity gap* na polskim rynku kapitałowym pojawiało się w przedziale finansowania do 10 mln zł². Naturalną barierą w dostępie do kapitału giełdowego dla firm z sektora MŚP stanowiły wymogi dotyczące kapitalizacji, koszty przeprowadzenia publicznej oferty akcji z zaangażowaniem domu (biura) maklerskiego, a także rynkowe możliwości w zakresie uwiarygodnienia danego podmiotu w oczach inwestorów jako warunku niezbędnego do powodzenia znaczącej wolumenowo sprzedaży wyemitowanych walorów. Ponadto mniejsze przedsiębiorstwa, charakteryzujące się relatywnie wysokim poziomem ryzyka działalności, pozostawały w cieniu dużych spółek, których akcjonariuszem był Skarb Państwa. Oferty akcji tychże emitentów z racji swoich rozmiarów absorbowały uwagę zarówno inwestorów, jak i instytucji otoczenia rynku kapitałowego, w tym podmiotów doradczych i biur maklerskich (tab. 1). Przyjęta na początku lat 90. przez Skarb Państwa polityka prywatyzacji była kontynuowana poprzez działania typu *treasury to market*, czyli systematyczne upublicznianie kolejnych przedsiębiorstw drogą debiutu giełdowego. Dużą część debiutantów stanowiły również spółki powstałe podczas pierwszej fali przedsiębiorczości po 1989 r. Ponadto po stronie podaży kapitału znacznie mniejszą niż obecnie aktywność wykazywały podmioty zagraniczne (33% udział w całkowitej wartości rocznych obrotów giełdowych w 2004 r. wobec 47% w 2011 r.³). Ich zaan-

² P. Tamowicz, *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem Private Equity/Venture Capital (PE/VC)*, raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk, październik 2007.

³ *Inwestorzy w obrotach giełdowych w 2011 r. – podsumowanie badania*, raport GPW, Warszawa 2012.

gażowanie wzrosło w kolejnych latach na fali dynamicznego rozwoju GPW, kolejnych znaczących ofert typu IPO, a także pozytywnych wyników makroekonomicznych polskiej gospodarki w dobie kryzysu.

Tabela 1. Wybrane dane dotyczące emisji nowych akcji w ramach ofert poprzedzających debiuty giełdowe spółek na rynku regulowanym GPW w Warszawie S.A. w latach 2004-2011

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Liczba debiutów na rynku regulowanym GPW w Warszawie S.A.	36	35	38	81	33	13	34	38
Łączna wartość emisji nowych akcji w ramach debiutu (mln zł)	1 520	5 250	2 444	15 390	3 665	6 921	1 281	1 654
Średnia wartość emisji nowych akcji (mln zł)	42,0	150,0	64,0	190,0	111,0	532,0	38,0	44,0
Mediana wartości emisji nowych akcji (mln zł)	bd	16,0	28,0	29,0	7,0	14,0	13,0	16,0

Źródło: www.gpw.pl.

Luka kapitałowa dotycząca mniejsze przedsiębiorstwa wynikała również z ograniczonych zasobów środków finansowych po stronie pojedynczych inwestorów, dla których początek lat dwutysięcznych wiązał się często z odbudową wartości portfeli po drastycznych spadkach indeksów giełdowych w wyniku pęknięcia tzw. bańki internetowej. W obliczu minionego załamania koniunktury skłonność do ryzyka i zasoby środków indywidualnych uczestników rynku były ograniczone.

Docelową grupą podmiotów, które miały odpowiadać na potrzeby kapitałowe firm poszukujących finansowania z przedziału 0-10 mln zł, były jednak przede wszystkim fundusze *private equity/venture capital*. Ukształtowanie się *equity gap* było zatem związane z generalną słabością segmentu małych funduszy *venture* i systematycznym wzrostem siły kapitałowej funduszy *private equity*, co skutkowało wzrostem ich całkowitej wielkości i średniej wartości inwestycji. W omawianym okresie można było wyróżnić cztery podstawowe przyczyny powstawania niedoboru podaży ze strony instytucji funduszowych:

1. Efektywność i rentowność funkcjonowania funduszy kapitałowych sprawiała, iż wraz z akumulacją środków finansowych rosła wartość jednostkowa przeciętnej inwestycji dokonywanej przez dany fundusz. Zjawisko to nasilało się szczególnie w sytuacji, kiedy na rynek *venture capital* trafiał znaczący strumień pieniądza, co w konsekwencji prowadziło do wzrostu wielkości funduszu. Zjawisko to obserwowane było w Polsce od końca lat 90., kiedy to uformował się sektor inwestorów instytucjonalnych – otwartych funduszy emerytalnych i towarzystw funduszy inwestycyjnych, które dysponują stałym dostępem do kapitału o charakterze długoterminowym.

2. Motywacja osób zarządzających funduszami kapitałowymi do zwiększania puli środków do dyspozycji danej instytucji, a następnie przeprowadzania coraz

większych inwestycji. Uzasadnieniem powyższego dążenia do zwiększania skali procesu inwestycyjnego są przesłanki osobiste menedżerów funduszy, których wynagrodzenie najczęściej uzależnione jest od wielkości zawieranych transakcji.

3. Efektywność kosztowa inwestycji – przeprowadzenie działań niezbędnych do zawarcia transakcji wiąże się koniecznością poniesienia kosztów, które nie są skorelowane liniowo z wielkością inwestycji. Wraz ze wzrostem wartości inwestycji koszty obsługi owego procesu rosną, jednak w ujęciu procentowym relacja kosztów do wartości transakcji spada w sposób skokowy.

4. Ryzyko inwestycji w projekty na wczesnych etapach rozwoju (*seed, start-up, early growth*) jest wyższe aniżeli w przypadku inwestycji dokonywanych na późniejszych etapach rozwoju przedsiębiorstwa.

Występowanie tych czterech czynników skutkowało osłabieniem strony podaży rynku *venture capital/private equity* w zakresie finansowania projektów znajdujących się na wczesnym etapie rozwoju i poszukujących nominalnie niewielkich środków kapitałowych.

2. Zmiany na polskim rynku kapitałowym w zakresie podaży kapitału dla mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw

W 2007 r. polski rynek kapitałowy znalazł się w nowej dla siebie sytuacji. Trwająca 5 lat hossa pozwoliła skapitalizować zyski większości graczy giełdowych. Doskonała bieżąca kondycja gospodarki i jej perspektywy na przyszłość uzasadniały wysokie wyceny akcji. Polska jako członek Unii Europejskiej stała się beneficjentem dotacji pochodzących z funduszy unijnych. W obliczu tych zmian skłonność inwestorów do zaangażowania kapitałowego w projekty o podwyższonym poziomie ryzyka była historycznie wysoka. Brakowało jednak infrastruktury i instrumentów wsparcia, które umożliwiłyby transfer kapitału do mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw.

Wychodząc niejako naprzeciw oczekiwaniom uczestników rynku kapitałowego, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) rozpoczęła jeszcze w 2004 r. wdrażanie Poddziałania 1.2.3 Sektorowego Programu Operacyjnego – Wspieranie Konkurencyjności Przedsiębiorstw, którego celem było dofinansowanie załączkowych funduszy kapitałowych inwestujących nie więcej niż 1 mln euro w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju (istniejące nie dłużej niż trzy lata oraz realizujące fazę badań lub rozwoju produktu/usługi lub też takie, które fazę tę ukończyły, jednakże od dnia podjęcia działalności gospodarczej nie rozpoczęły komercyjnej produkcji i sprzedaży produktu/usługi).

W 2008 r. PARP udzielił natomiast pierwszych dotacji w ramach Działania 3.1, które zakładało dofinansowanie podmiotów zawiadujących fundusze kapitałowe zajmujące się inkubacją oraz inwestycjami w nowo utworzone przedsiębiorstwa innowacyjne.

Rok później Bank Gospodarstwa Krajowego S.A. podjął decyzję o zawiązaniu Krajowego Funduszu Kapitałowego S.A. (KFK) – pierwszego polskiego funduszu

funduszy *venture capital/private equity*. Działalność KFK polegać miała na inwestowaniu w fundusze *venture capital*, które zasilają kapitałowo małe i średnie przedsiębiorstwa, szczególnie innowacyjne, o wysokim potencjale rozwoju lub prowadzące działalność badawczo-rozwojową. KFK został utworzony 1 lipca 2005 r. na podstawie Ustawy o Krajowym Funduszu Kapitałowym. 100-procentowym akcjonariuszem spółki został Bank Gospodarstwa Krajowego S.A.⁴

30 sierpnia 2007 r. miał miejsce pierwszy dzień notowań akcji pięciu spółek w Alternatywnym Systemie Obrotu *NewConnect*. Nowa platforma, której organizatorem była Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., miała stać się kanałem dostępu do kapitału dla firm z sektora MŚP w infrastrukturze zbliżonej do tej, która już funkcjonowała na rynku regulowanym GPW. Wyeliminowano natomiast część barier formalnych zamykających drogę do pozyskania środków dla mniejszych spółek na dużym parkiecie – m.in. wymóg sporządzenia prospektu emisyjnego czy minimalnego poziomu kapitalizacji.

Wobec wspomnianych przemian polski rynek kapitałowy w 2007 r. oferował, obok wcześniej już istniejących, takie kanały dystrybucji środków *equity* dla sektora MŚP, jak:

- emisja i oferowanie akcji do inwestorów instytucjonalnych stworzonych we współpracy z Krajowym Funduszem Kapitałowym S.A.,
- emisja i oferowanie akcji do inwestorów instytucjonalnych powstałych przy wsparciu finansowym otrzymanym w ramach Poddziałania 1.2.3 Sektorowego Programu Operacyjnego – Wspieranie Konkurencyjności Przedsiębiorstw z ramienia Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości,
- emisja i oferowanie akcji do inwestorów instytucjonalnych powstałych przy wsparciu finansowym otrzymanym w ramach Działania 3.1 z ramienia Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości,
- emisja i oferowanie akcji w ramach Alternatywnego Systemu Obrotu *NewConnect*.

Przemiany w kształtowaniu się luki kapitałowej w odniesieniu do powstałych możliwości opisane zostały w dalszej części tekstu. Należy jednocześnie podkreślić, iż kryzys finansowy, który przetoczył się przez światową gospodarkę w latach 2008 i 2009, miał wpływ na każdy z omawianych segmentów rynku kapitałowego.

2.1. Wpływ rozwoju funduszy *private equity/venture capital* na przesunięcie luki kapitałowej

Lata 2007-2011 stały się dla branży PE/VC w Polsce okresem dynamicznego rozwoju. Rosnące zaufanie inwestorów do polskiej gospodarki, wzrost poszczególnych branż i zachodzące procesy konsolidacyjne generowały popyt na kapitał tym większy, im dłużej trwała bessy na rynku giełdowym i im bardziej sektor bankowy ogra-

⁴ www.kfk.org.pl.

Tabela 2. Wartości oraz liczba inwestycji typu *private equity/venture capital* w Polsce w kolejnych latach

Rok		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Seed/start-up</i>	wartość inwestycji	–	2,7	9,6	16,3	51,6	0,0	5,2	bd
	liczba spółek	bd	bd	Bd	13	30	1	6	bd
<i>Later stage venture/growth</i>	wartość inwestycji	199,9	8,8	59,1	496,6	384,0	269,1	462,3	bd
	liczba spółek	bd	bd	Bd	25	23	13	18	bd
<i>Rescue/replacement</i>	wartość inwestycji	269,7	222,5	24,0	9,0	0,2	26,8	76,6	bd
	liczba spółek	bd	bd	Bd	2	1	2	4	bd
<i>Buyout</i>	wartość inwestycji	139,8	199,9	1 051,4	2 063,8	1 790,9	859,4	2 079,3	bd
	liczba spółek	bd	bd	Bd	27	18	10	18	bd

Źródło: European Venture Capital Association.

niczał akcję kredytową. W obliczu niskich wycen wartości poszczególnych podmiotów aktywność funduszy kapitałowych rosła.

W zakresie wsparcia finansowego sektora MŚP podmioty z branży PE/VC skupiły się przede wszystkim na etapach wzrostu (*later stage venture/growth*, tab. 2). W przypadku tego rodzaju inwestycji w 2007 r. fundusze przeprowadziły transakcje na łączną kwotę ponad 496 mln zł, co stanowiło wzrost o 740% względem 2006 r. Kolejne lata, pomimo ogólnogospodarczych turbulencji, okazały się nieznacznie gorsze dla sektora PE/VC. W 2008 r. odnotowano spadek wartości inwestycji o 23%, aby w 2009 r. ich poziom obniżył się o kolejne 30%. Jednakże już w 2010 r. obserwowaliśmy wzrost tychże o 72%. Jednocześnie warto podkreślić, iż jednostkowa kwota inwestycji kształtowała się na poziomie 17-26 mln zł, co w kontekście istniejącej luki kapitałowej można postrzegać jako wartości odnoszące się do innej aniżeli sektor MŚP grupy docelowej. Widać zatem wyraźnie, iż uwagę funduszy przyciągały podmioty znajdujące się na dalszym etapie rozwoju, w przypadku których w warunkach polskich można już mówić nie tyle o fazie wzrostu, ile rynkowej ekspansji. Nadal największą pulę środków podmioty PE/VC przeznaczały na transakcje wykupowe, co wynika ze specyfiki transakcji (duże jednostkowe wartości inwestycji, możliwość objęcia pakietów kontrolnych akcji), jak i samych przedsiębiorstw (spółki o znaczeniu krajowym i regionalnym). W porównaniu z latami 2004-2006 znacznie zmniejszyła się natomiast łączna wartość inwestycji o charakterze restrukturyzacji i refinansowania – z poziomu 269 mln zł w 2004 r. do 0,2 mln zł w 2008 r. W obliczu pogarszającej się sytuacji gospodarczej nakłady na wymienione działania zwiększały się jednak w latach 2009 i 2010.

Wartości segmentu inwestycji najmniejszych (tj. *seed* i *start-up*) w latach 2004-2006 odzwierciedlają natomiast niedostatki w zakresie podaży kapitału dla mikro-, małych i średnich firm. W przypadku tych transakcji widać jednocześnie najwyraźniej silną korelację pomiędzy stanem koniunktury makroekonomicznej i poziomem

wycen akcji spółek giełdowych a wielkością i liczbą zawieranych transakcji. Skłonność do przeprowadzania ryzykownych inwestycji przez fundusze wydaje się bardzo podatna na czynniki zewnętrznie, czego najlepszym przykładem jest rekordowy rok 2007, kiedy to zawarto transakcje na łączną kwotę 51,6 mln zł z 30 spółkami, po czym rok później dokonano zaledwie jednej inwestycji. Można zatem stwierdzić, iż w analizowanym okresie istniała luka kapitałowa w finansowaniu sektora MŚP, która w okresach ogólnej poprawy koniunktury zmniejszała się, a w okresach dekonunktury rosła. W związku jednak ze specyfiką działalności podmiotów zarządzających funduszami kapitałowymi opisaną w punkcie 1 widoczna jest tendencja do alokowania środków w większe podmioty, które w warunkach polskiej gospodarki nadal mają perspektywy pokaźnych wzrostów przychodów i zysków netto, zapewniając jednocześnie mniejsze ryzyko inwestycji. Wpływ instytucji *private equity* na przesunięcie luki Macmillana w analizowanym okresie należy uznać zatem za nieznaczący. Jakkolwiek ogólna rola funduszy kapitałowych w finansowaniu przedsiębiorstw jest istotna, w segmencie MŚP ich zaangażowanie nie uległo większym zmianom.

2.2. Wpływ rozwoju sieci aniołów biznesu na przesunięcie luki kapitałowej

Rynek *business angels* w Polsce jest bardzo młody – pierwsze inwestycje aniołów biznesu zostały dokonane w połowie lat 90. O większej aktywizacji tego typu inwestorów możemy mówić dopiero od momentu poprawy koniunktury w latach 2003-2004. Lata 2007-2011 były okresem ukonstytuowania ramowych struktur tego rynku, co wyrażało się między innymi w rozwoju instytucji zrzeszających polskich *business angels* – na koniec 2011 r. w Polsce istniało 10 takich sieci⁵. Motorem aktywizacji aniołów biznesu było, poza zwiększoną podażą środków własnych, Poddziałanie 3.3.1, którego efektem było powstanie kolejnych sieci zrzeszających inwestorów prywatnych oraz rozwój rynku *NewConnect*, będącego jednym z docelowych kanałów przeprowadzania dezinvestycji. Szerzej aspekty wpływu rynku *NewConnect* na przesunięcie luki kapitałowej zostały opisane w kolejnym podpunkcie. Z racji poufności danych wartość transakcji dokonywanych przez *business angels* w kolejnych latach jest trudna do zmierzenia. Mając jednak na uwadze fakt, iż rynek ten w latach 2007-2011 zyskał silne bodźce do rozwoju, można zaryzykować stwierdzenie, iż podaż kapitału ze strony aniołów biznesu w dolnych przedziałach *equity gap*, tj. do 1 mln zł, znacznie się zwiększyła.

Wymienione Poddziałanie 3.3.1 stanowiło źródło dotacji dla działań z zakresu wsparcia programów szkoleniowych dla prywatnych inwestorów, w tym aniołów biznesu, nawiązywania współpracy między sieciami inwestorów a inkubatorami przedsiębiorczości i funduszami podwyższonego ryzyka, powstania i rozwoju sieci

⁵ http://www.pi.gov.pl/PARP/chapter_96029.asp.

inwestorów prywatnych, rozwoju platform wymiany doświadczeń w zakresie inwestowania, kojarzenia inwestorów z przedsiębiorcami, kształtowania gotowości inwestycyjnej przedsiębiorstw⁶.

Tabela 3. Zestawienie dotacji udzielonych przez PARP w latach 2008-2009 beneficjentom Poddziałania 3.3.1

Nazwa beneficjenta dotacji	Wartość dotacji (w zł)	Rok otrzymania dotacji
Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan	14 624 246	2008
Fundacja Aurea Mediocritas	601 960	2008
Agencja Rozwoju Regionalnego S.A.	927 072	2008
Poznański Inkubator Przedsiębiorczości	981 560	2008
Fundacja Obserwatorium Zarządzania	3 217 323	2008
Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości	1 388 193	2008
Dolnośląska Agencja Rozwoju Regionalnego SA	3 749 084	2008
Polska Fundacja Przedsiębiorczości	3 068 240	2008
Spółka Zarządzająca Funduszami Kapitału Załączkowego SATUS Sp. z o.o	6 136 580	2008
Krakowski Park Technologiczny Sp. z o.o.	1 011 887	2009
Łódzka Agencja Rozwoju Regionalnego S.A.	7 671 476	2009
Fundacja Aurea Mediocritas	885 224	2009
Secus Wsparcie Biznesu Sp. z o.o.	6 519 239	2009
Bielski Park Technologiczny Lotnictwa, Przedsiębiorczości i Innowacji Sp. z o.o.	1 259 400	2009
Krajowa Izba Gospodarcza	6 289 099	2009
SpeedUp IQbator Sp. z o.o.	3 195 958	2009
Lubelska Fundacja Rozwoju	3 062 030	2009
Trinity Capital Sp. z o.o.sk	6 952 698	2009
Agencja Rozwoju Regionalnego ARLEG S.A.	1 106 313	2009
Fundacja Obserwatorium Zarządzania	3 940 356	2009
Agencja Rozwoju Lokalnego S.A.	1 592 900	2009
Miasteczko Multimedialne Sp. z o.o.	1 459 719	2009
Stowarzyszenie PRIMUS INTER PARES	3 864 758	2009
INVESTIN Sp. z o.o.	1 393 155	2009
Agencja Rozwoju Pomorza Spółka Akcyjna	2 394 388	2009
Fundacja Instytut Nauk Ekonomicznych i Społecznych	9 023 370	2009

Źródło: www.parp.gov.pl.

W ramach dwóch transz w latach 2008-2009 przyznano dotacje na łączną kwotę ponad 96 mln zł (tab. 3). Środki te stanowiły impuls do rozwoju zarówno dla sieci aniołów biznesu, nowych wehikułów inwestycyjnych, jak również instytucji otocze-

⁶ www.parp.gov.pl

nia rynków kapitałowych. Biorąc pod uwagę fakt, iż zdecydowana większość tych dotacji pośrednio przyczyniła się do inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa, można mówić o wymiernym wpływie rozwoju sieci aniołów biznesu stymulowanym Poddziałaniem 3.3.1. Kwestią nierozstrzygniętą pozostaje natomiast długoterminowy efekt dofinansowania tych instytucji na ogólny rozwój strony podaży kapitału. W krótkim okresie powstanie sieci aniołów biznesu przy wsparciu Poddziałania 3.3.1 warto rozpatrywać przede wszystkim pod kątem wytworzenia struktur skupiających inwestorów aniżeli znaczącej liczby inwestycji.

2.3. Wpływ powstania Krajowego Funduszu Kapitałowego S.A. na przesunięcie luki kapitałowej

Celem przyświecającym powstaniu Krajowego Funduszu Kapitałowego było wypełnienie luki podaży kapitału dla sektora MŚP. Powstały w 2005 r. z ramienia Banku Gospodarstwa Krajowego S.A. podmiot miał stać się funduszem funduszy, który wchodząc we współpracę z danym podmiotem zarządzającym funduszem, wnosi do wspólnej puli środków maksymalnie 50% ogólnej wartości funduszu. KFK ma w zarządzaniu ponad 200 mln euro pochodzących z budżetu państwa, funduszy strukturalnych UE oraz od rządu Szwajcarii.

Do końca 2011 r. przeprowadzono działania współtworzenia funduszy kapitałowych kilkakrotnie, przy czym można wyróżnić trzy fazy tzw. fund raisingu:

- etap I, który miał miejsce w 2007 r., zasilenie funduszy na łączną kwotę 50 mln zł,
- etap II, 2010 r., zasilenie w wysokości 190 mln zł,
- etap III, 2011 r., zasilenie w wysokości 132 mln zł.

Łączna pula środków znajdujących się w rękach funduszy utworzonych przy współudziale KFK na koniec 2011 r. wynosiła aż 744 mln zł, z czego zaledwie 40,2 mln zł zostało przeznaczone dotychczas na inwestycje w 16 przedsiębiorstwach (tab. 4). Jednostkowa wartość inwestycji wyniosła średnio 2,5 mln zł. Specyfika transakcji przeprowadzanych przez fundusze KFK wpisuje się zatem bezpośrednio w realizację celu wypełniania *equity gap* na polskim rynku kapitałowym.

Tabela 4. Dane dotyczące inwestycji funduszy kapitałowych współtworzonych z Krajowym Funduszem Kapitałowym S.A.

Rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kapitalizacja funduszy zawiązanych przy 50% wsparciu KFK	–	–	–	100	100	100	480	744
Liczba inwestycji funduszy KFK					2		9	5
Łączna wartość inwestycji funduszy KFK					6,5	–	14,2	19,5
Jednostkowa wartość inwestycji					3,2		1,6	3,9
Środki pozostałe do dyspozycji funduszy	–	–	–	100	94	94	459	704

Źródło: www.kfk.org.pl.

Podsumowując pierwsze lata funkcjonowania funduszy wspieranych przez KFK, można wysnuć następujące wnioski:

1. Rynkowa forma alokacji środków publicznych na rynku kapitałowym wydaje się efektywniejsza aniżeli proste działania dotacyjne, w przypadku których występuje znaczna asymetria informacji pomiędzy organami decyzyjnymi dawcy a biorcą środków, do minimalizacji której brak czynników motywacyjnych. W przypadku działań KFK motywacją zarządzających funduszami jest ich własna chęć wygenerowania maksymalnie wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, przy czym do 50% owego kapitału pochodzi od KFK, w tym ujęciu środki te traktowane są jako publiczne.

2. Wobec przemian na rynku kapitałowym koniecznym wydaje się podniesienie limitu inwestycyjnego dla funduszy korzystających ze wsparcia KFK z dotychczasowego poziomu 1,5 mln euro.

3. Wraz z podniesieniem limitu konieczne jest jednak zabezpieczenie się przed sytuacją ponownego powstania *equity gap* w niskim przedziałach wartości transakcji, w sytuacji gdyby fundusze zorientowały swoje działania na inwestycje o większej jednostkowej wartości.

Wpływ powstania Krajowego funduszu Kapitałowego S.A. na przesunięcie luki Macmillana w sektorze MŚP należy ocenić jako znaczny. Co więcej, wpływ ten jest dość łatwo mierzalny – podaż kapitału ze strony funduszy *venture capital* wspieranych przez KFK dla mniejszych przedsiębiorstw wzrosła do poziomu 744 mln zł, z czego 50% tej kwoty stanowią środki publiczne pochodzące bezpośrednio od KFK.

2.4. Wpływ Poddziałania 1.2.3 SPO – WKP na przesunięcie luki kapitałowej

Wdrożenie Poddziałania 1.2.3 SPO – WKP, wspierającego załączkowe fundusze kapitałowe inwestujące nie więcej niż 1 mln euro w przedsiębiorców znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, umożliwiło stworzenie 6 funduszy dysponujących łącznie (środkami prywatnymi i publicznymi) kapitałem w wysokości 135,8 mln zł (tab. 5).

Do końca 2008 r. fundusze te dokonały 47 inwestycji na łączną kwotę ponad 104 mln zł. Do dyspozycji pozostało nadal prawie 31 mln zł wolnych środków. Tak znacząca liczba zawartych transakcji w relatywnie krótkim okresie czasu pokazuje, iż popyt na kapitał w grupie docelowej (młode, innowacyjne przedsiębiorstwa poszukujące finansowania do 1 mln euro) był znaczny. Biorąc pod uwagę fakt, iż polityka inwestycyjna funduszy zakładała zorientowanie na specyficzne branże (m.in. biotechnologię i biomedycynę), należy stwierdzić, że skala przeprowadzonych działań pokazuje, jak silny efekt *equity gap* występował w tych sektorach. Wpływ Poddziałania 1.2.3 SPO – WKP na przesunięcie luki Macmillana należy ocenić jako pozytywny i łatwo mierzalny w ujęciu podaży kapitału, która zwiększyła się w wy-

Tabela 5. Charakterystyka funduszy załączkowych współfinansowanych ze środków pochodzących z Podziałania 1.2.3 SPO – WKP

Nazwa funduszu	Początkowa łączna wartość środków publicznych i prywatnych zgromadzonych w ramach funduszu w 2007 r.	Liczba spółek będących przedmiotem inwestycji	Łączna wartość inwestycji dokonanych przez fundusz do końca 2008 r.	Pozostałe do dyspozycji środki
BioInfoBank Seed Capital	20	7	18,8	1,2
Business Angel Seed Fund	39	12	31,44	7,56
IIF Seed Fund	20	6	10,79	9,21
MCI Bio.Ventures	20	3	10	10
Fundusz Kapitału Załączkowego Satus	20	9	18,13	1,87
Silesia Fund	16,8	10	15,77	1,03
Razem	135,8	47	104,93	30,87

Źródło: www.parp.pl.

niku tego podziałania do łącznej sumy 135,8 mln zł. Co więcej, kapitał ten został w analizowanym okresie w ponad 77% przeznaczony na inwestycje, co pokazuje skuteczność i szybkość w alokacji środków.

2.5. Wpływ Działania 3.1 na przesunięcie luki kapitałowej

Wdrożenie w 2008 r. Działania 3.1 w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka otworzyło możliwości dofinansowania działalności podmiotów, które przeprowadzają fazę inkubacji, a następnie inwestycji w nowo utworzone przedsiębiorstwo. Dotowane wejście kapitałowe miało następować w sytuacji, gdy po okresie inkubacji zidentyfikowane zostaną duże szanse na komercyjny sukces powstającego przedsiębiorstwa, którego działalność jest oparta na innowacyjnym pomysle⁷.

Ogółem w latach 2008-2010 w ramach Działania 3.1 PARP przyznał dotacje na łączną sumę 423,3 mln zł, które trafiły do 31 podmiotów zajmujących się selekcją, inkubacją i inwestowaniem w mikro- i małe przedsiębiorstwa w fazach *seed* i *start-up* (tab. 6). Działanie 3.1, podobnie jak Poddziałanie 1.2.3, powinno mieć wymierny efekt na redukcję luki kapitałowej w jej dolnych rejonach, tj. poniżej 1 mln euro. W związku z powyższym wpływ Działania 3.1 na przesunięcie *equity gap* zarówno w krótkim, jak i długim okresie powinien okazać się znaczący i, co równie istotne, przeznaczenie dotacji bezpośrednio na zasilenia kapitałowe przedsiębiorstw sprawia, iż wpływ ten będzie łatwo mierzalny. Niestety w obecnej fazie rozwoju dotowa-

⁷ www.parp.gov.pl.

Tabela 6. Zestawienie dotacji udzielonych przez PARP w latach 2008-2010 beneficjentom Działania 3.1

Nazwa beneficjenta	Wartość dotacji (w zł)	Rok otrzymania dotacji
Agencja Rozwoju Regionalnego S.A. w Bielsku-Białej	14 637 005	2008
Park Naukowo-Technologiczny „Euro-Centrum” Sp. z o.o.	14 514 240	2008
InQbe Sp. z o.o.	20 469 445	2008
Bełchatowsko Kleszczowski Park Przemysłowo-Technologiczny Sp. z o.o.	20 527 750	2008
Instytut Netable Sp. z o.o.	19 196 186	2008
Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości	12 927 748	2008
JCI Venture w organizacji	16 667 900	2008
Agencja Rozwoju Pomorza S.A.	17 183 647	2008
Małopolska Agencja Rozwoju Regionalnego S.A.	8 548 978	2008
Instytut Karpacki	2 509 922	2008
IQ Advisors Sp. z o.o.	17 687 040	2009
Fundacja Towarzystwo Ekonomiczno-Społeczne	19 629 953	2009
Akcelerator Innowacji NOT Sp. z o.o.	22 557 993	2009
Polska Fundacja Przedsiębiorczości	17 974 100	2009
MIASTE CZKO MULTIMEDIALNE Sp. z o.o.	14 107 590	2009
SpeedUp IQbator Sp. z o.o.	14 397 568	2009
Fundacja na Rzecz Budowy Społeczeństwa Opartego na Wiedzy „Nowe Media”	19 618 080	2009
Bielski Park Technologiczny Lotnictwa, Przedsiębiorczości i In- nowacji Sp. z o.o.	10 742 600	2009
Wrocławskie Centrum Badań EIT+ Sp. z o.o.	13 097 700	2009
Wrocławski Medyczny Park Naukowo-Technologiczny Sp. z o.o.	4 603 270	2009
Małopolska Agencja Rozwoju Regionalnego S.A.	18 505 504	2009
Agencja Rozwoju Regionalnego „ARLEG” S.A.	14 387 536	2009
Agencja Rozwoju Pomorza S.A.	17 975 316	2009
TechnoBoard sp. z o.o.	16 648 441	2009
Instytut Karpacki	3 993 480	2009
Fundusz Załączkowy KPT sp. z o.o.	20 177 214	2009
LMS Sp. z o.o.	9 566 120	2010
Nickel Technology Park Poznań sp. z o.o.	9 475 478	2010
Krajowa Izba Gospodarcza	9 965 404	2010
Centrum Innowacji i Transferu Technologii Lubelskiego Parku Naukowo-Technologicznego Sp. z o.o.	9 810 200	2010
Poznański Akademicki Inkubator Przedsiębiorczości	9 164 600	2010

Źródło: www.parp.gov.pl.

nych podmiotów efekt dofinansowania trudno poddać ostatecznej ocenie z racji zbyt małej liczby faktycznie zrealizowanych inwestycji, a także nadal trwających procesów inkubacji.

2.6. Wpływ powstania Alternatywnego Systemu Obrotu *NewConnect* na przesunięcie luki kapitałowej

Powstanie rynku *NewConnect* w ramach struktur GPW było odpowiedzią na potrzeby przedsiębiorstw, których profil i skala działania tudzież struktura akcjonariatu nie pozwalały na inwestycje funduszy PE/VC, a z drugiej strony zamknięta dla nich była ścieżka debiutu na rynku regulowanym giełdy. Gwarancją zainteresowania rynkiem dawało liczne grono inwestorów indywidualnych i mniejszych inwestorów instytucjonalnych, którzy posiadali wolne środki pieniężne, oczekiwali wyższych stóp zwrotu i niejednokrotnie chcieli odgrywać znaczącą rolę w rozwoju spółek, w które mieliby zainwestować. Płynność alternatywnej platformy obrotu pozwalała zaś na relatywnie łatwe wyjście z inwestycji, co było dodatkowym magnesem nowego rynku. Start *NewConnect* szybko utwierdził w przekonaniu zainteresowanych, że jest to skuteczna droga do pozyskania kapitału i budowania pozycji rynkowej firmy. Pierwsze udane debiuty pociągnęły za sobą kolejne.

Tabela 7. Wielkości emisji akcji i liczba debiutów na *NewConnect* w kolejnych latach

Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Liczba debiutów na rynku <i>NewConnect</i>	24	61	23	86	172
Łączna wartość emisji nowych akcji w ramach debiutu (mln zł)	145,4	176,5	52,3	178,9	592,4
Średnia wartość emisji nowych akcji (mln zł)	6,1	2,9	2,3	2,1	3,4
Mediana wartości emisji nowych akcji (mln zł)	4,5	1,9	0,7	1,0	1,3

Źródło: www.newconnect.pl.

Ogółem od początku istnienia polskiego ASO do końca 2011 r. miało miejsce 366 debiutów (tab. 7) W ramach ofert poprzedzających upublicznienie – najczęściej prywatnych – spółki wyemitowały akcje, które inwestorzy objęli za łączną kwotę 1145 mln zł. Mediana pojedynczej emisji, której wartość kształtowała się pod wpływem ogólnej koniunktury na rynkach giełdowych, oscylowała w latach 2008-2011 w przedziale 0,7-1,9 mln zł. Niespotykana na innych parkietach europejskich skala debiutów była dowodem z jednej strony ogromnego popytu mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw, a z drugiej – znaczącej zasobności portfeli inwestorów, najczęściej indywidualnych, i ich dużej skłonności do ryzyka. Po ponad czterech latach od powstania wpływ *NewConnect* na niwelowanie luki Macmillana w sektorze MŚP należy ocenić jako bezprecedensowy. Pomimo pewnych niedostatków regulacyjnych, rola Alternatywnego Systemu Obrotu w finansowaniu mniejszych firm jest niepoślednia i stanowi nową alternatywę wobec wcześniej funkcjonujących źródeł kapitału, takich jak fundusze kapitałowe czy anioły biznesu, dla których powstanie *NewConnect* również stanowi wartość, chociażby w kontekście procesów dezinwestycyjnych.

3. Podsumowanie przemian na polskim rynku kapitałowym w obszarze dostępu do kapitału dla sektora mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw

W latach 2007-2011 doszło do zmian, które należy postrzegać jako przełomowe w kontekście niwelowania luki kapitałowej sektora MŚP. Jakkolwiek funkcjonujące już instytucje – główny parkiet Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. i fundusze *private equity/venture capital* były zorientowane na inwestycje w dojrzałe przedsiębiorstwa, a wartość pojedynczej transakcji w przypadku wymienionych przekraczała 10 mln zł, nowo powstałe kanały transferu środków do mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw wygenerowały łącznie w ciągu 5 lat pulę 2449 mln zł, co stanowi równowartość 83% wszystkich środków pozyskanych przez debiutantów z rynku regulowanego GPW w lata 2010-2011 (tab. 8). Kwota ta wydaje się dość jasno adresować niszę w podaży kapitału do 10 mln zł dla mniejszych firm. Co więcej, alokacja środków w tym segmencie jest nie tylko efektem pośrednich działań celowych instytucji centralnych (dotacje PARP w ramach Poddziałania 1.2.3 SPO, Działania 3.1 i Poddziałania 3.3.1), ale również mechanizmem quasi-rynkowym (współtworzenie funduszy przez KFK), jak i *stricte* rynkowym (inwestycje na rynku *NewConnect*).

Tabela 8. Zestawienie wartości środków napływających na polski rynek kapitałowy w podziale na poszczególne kanały w latach 2007-2011

Kanał napływu kapitału	Wartości napływającego kapitału w kolejnych latach (mln zł)				
	2007	2008	2009	2010	2011
Rynek regulowany GPW	15 390	3 665	6 921	1 281	1 654
Fundusze PE/VC	2 586	2 227	1 155	2 623	bd
– w tym faza <i>seed/start-up</i>	16	52	0	5	bd
Business Angels	bd	bd	bd	bd	bd
Krajowy Fundusz Kapitałowy	100	–	–	380	264
Poddziałanie 1.2.3 SPO	136	–	–	–	–
Działanie 3.1	–	147	228	48	–
<i>NewConnect</i>	145	177	52	179	592

Źródło: opracowanie własne.

Perspektywa dalszego wypełniania *equity gap* z przedziału poniżej 10 mln zł w kolejnych latach wydaje się przesądzona, mając na uwadze fakt, iż znacząca część środków pozyskanych w ramach dotacji PARP i finansowania KFK nie została jeszcze zainwestowana. Obecna sytuacja rynkowa wskazuje wręcz na odwrócenie rela-

cji podaży kapitału do popytu nań ze strony przedsiębiorstw – coraz częściej barierą w pozyskaniu finansowania nie jest jego szeroko rozumiana dostępność, lecz specyfika przedsiębiorstw, które nie spełniają wymogów inwestorów związanych z poziomem innowacyjności, dynamiką wzrostu czy niszczością prowadzonej działalności. Podmioty postrzegane przez uczestników rynku kapitałowego jako atrakcyjne projekty inwestycyjne uzyskują z kolei historycznie wysokie wyceny w ramach zawieranych transakcji dokapitalizowania, co świadczy o rosnącej skłonności do ryzyka coraz liczniejszej grupie inwestorów zorientowanych na sektor MŚP.

Podsumowując, stwierdza się, że wpływ analizowanych działań na zmniejszenie luki Macmillana w sektorze MŚP jest znaczny i powinien mieć charakter długoterminowy. Osobną kwestią pozostaje problem mierzalności działań stymulacyjnych podejmowanych przez instytucje centralne. Dotychczasowe doświadczenia pokazują jednak, iż możliwa jest skuteczna implementacja mechanizmów quasi-rynkowych lub też *stricte* rynkowych w alokacji środków publicznych. Ich rola okazała się bowiem niepoślednia w niwelowaniu luki Macmillana w analizowanym okresie. Trafna okazała się również decyzja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. o uruchomieniu nowej platformy obrotu dedykowanej dla firm z sektora MŚP. Powstanie *NewConnect* odmieniło postrzeganie rynków kapitałowych przez małych przedsiębiorców, dla których przed powstaniem ASO liczba źródeł finansowania i jego dostępność pozostawały mocno ograniczone.

Literatura

- Józwiak-Mijał M., *Luka Macmillana a znaczenie średnich przedsiębiorstw dla gospodarki*, Studia i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego 1/2005, Warszawa 2005.
- Tamowicz P., *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem Private Equity/Venture Capital (PE/VC)*, raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk, październik 2007.
- Inwestorzy w obrotach giełdowych w 2011 r. – podsumowanie badania*, raport GPW, Warszawa 2012.
- Wieczniński P., Jura P., Bijas A., Daborowska E., *Barriere w rozwoju rynku aniołów biznesu w Polsce*, raport Ministerstwa Gospodarki, Warszawa 2011.
- Gajewski M., Szucki J., *Ewaluacja trafności i efektów realizacji Działania 1.2. Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw*, Warszawa 2009.
- European Venture Capital Association Yearbooks 2004-2010.
- www.gpw.pl.
- www.kfk.org.pl.
- www.newconnect.pl.
- www.pi.gov.pl.
- www.parp.gov.pl.
- www.psyk.org.pl.

EQUITY GAP EFFECT IN FINANCING MICRO-, SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES IN POLAND IN THE YEARS 2007-2011

Summary: The article presents changes that took place in the years 2007-2011 on the Polish capital market in the area of small and medium sized enterprises (SME) equity gap. The purpose of this article is to measure the quantitative and qualitative changes in the supply of capital for the SME for the aforementioned period in comparison with previous years. The equity gap effect is presented as a result of discrepancy between existing market infrastructure and the demands of the SME sector. The author explains the changes of the infrastructure during 2007–2011 period, which result in establishing new groups of capital supply providers addressing the needs of small companies. The objects of the analysis were distinctive groups of capital suppliers, their role in fulfilling the equity gap and their position in the structure of the capital market. The article presents the framework of capital flows in each of the newly established capital-transfer channels, as well as the organizational principles specific to each of the new groups of capital suppliers. The author points out crucial changes in the SME equity gap as a result of substantial developments made by both government and commercial initiatives. As a result of changes in the small and medium enterprises sector equity gap effect, according to the author, the capital demand-supply relation starts to reverse. In the new market situation the main barriers in capital-transfer processes are not lack of capital supply, but shortage on companies that meet basic requirements of funds investment policy.

Keywords: equity gap, private equity, venture capital, Business Angels, National Capital Fund, New Connect, SME sector.