



Rzeczpospolita
Polska



Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



„Inkubacja i co dalej” – ewaluacja efektów inicjowania działalności innowacyjnej MSP, przy wsparciu instrumentów III osi priorytetowej POIG

Warszawa, 15 maja 2018 r.

Wszelkie wnioski i rekomendacje sformułowane w ramach raportu stanowią opinię Wykonawcy i PARP nie ponosi odpowiedzialności za ich treść.

Zespół ekspercki w składzie:

M. Gajewski (kierownik zespołu) , R. Kubajek, M. Sochańska-Kawiecka, J. Szczucki, J. Witkowska (**PAG Uniconsult**)
M. Przybyłowski, P. Tamowicz, M. McPhillips, A. Zamojska (**Taylor Economics**)

Wykonawca:

Policy & Action Group Uniconsult Sp. z o.o.

00-728 Warszawa, ul. Kierbedzia 4
tel. 22 256 39 00, fax. 22 256 39 10

biuro@pag-uniconsult.pl
www.pag-uniconsult.pl



Taylor Economics Sp. z o.o.

ul. Trzy Lipy 3, 80-172 Gdańsk
Tel. 698 653 612

office@tayloreconomics.com
www.tayloreconomics.com



SPIS TREŚCI

Podsumowanie - streszczenie i wnioski		4
Executive Summary		10
1 Cele, metodologia i przebieg ewaluacji		16
1.1 Cele, założenia koncepcji badawczej i rozwiązania metodologiczne		16
1.2 Uwagi na temat przebiegu ewaluacji.....		17
2 Logika interwencji Działania 3.1 POIG (cele i adresaci wsparcia)		19
2.1 Cele i założenia interwencji		19
2.2 Etapy procesu realizacji wsparcia - układ logiczny interwencji w ramach Działania 3.1 POIG.....		23
2.3 Historia wdrażania Działania 3.1 POIG		25
3 Wpływ Działania 3.1 POIG na nowo powstałych przedsiębiorców		31
3.1 Charakterystyka beneficjentów i odbiorców ostatecznych		31
3.2 Zakres działań i usług preinkubacyjnych.....		40
3.3 Skuteczność procesu preinkubacji.....		46
3.4 Kierunki wykorzystania środków z inwestycji kapitałowych i sytuacja wspieranych spółek.....		51
3.5 Kierunki angażowania środków wsparcia - inkubacja a wejścia kapitałowe		54
3.6 Relacje inwestor - spółka - wpływ inwestora na spółkę		56
4 Wpływ Działania 3.1 POIG na inwestorów		60
4.1 Dezinwestycje - opłacalność dla inwestora.....		60
4.2 Wpływ na rozwój działalności (oferty) inkubatorów inwestycyjnych		65
5 Działanie 3.1 POIG - założenia a realizacja (poziom programu)		72
5.1 Rezultaty zakładane a faktyczne.....		72
5.2 Mechanizm wsparcia a sukces rynkowy		76
5.3 Działanie 3.1 POIG a wsparcie dotacyjne.....		80
6 Ekosystem wsparcia start-upów w Polsce - ocena i perspektywy rozwoju....		87
6.1 Charakterystyka i ocena ekosystemu wspierania start-upów w Polsce, w tym roli Działania 3.1 POIG.....		87
6.1.1 Wsparcie kapitałowe w okresie 2006-2015		87
6.1.2 Wsparcie kapitałowe w okresie 2015+		90
6.1.3 Skuteczność przyjętego mechanizmu wsparcia.....		93
6.2 Rozwiązania zagraniczne w zakresie wspierania start-upów i wnioski dla Działania 3.1 POIG.....		98
6.2.1 Wsparcie publiczne na rynku VC. Przegląd zagadnienia.....		98
6.2.2 Zagraniczne programy wsparcia kapitałowego – analiza benchmarkingowa		105
7 Wnioski i rekomendacje		115
8 Tabela wniosków i rekomendacji		126
9 Załącznik (raport metodologiczny)		140

Podsumowanie - streszczenie i wnioski

Ewaluacja, której wyniki przedstawia niniejszy raport, dotyczyła efektów Działania 3.1 Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka (POIG). Ewaluacja została przeprowadzona w okresie od sierpnia do grudnia 2017 roku przez konsorcjum firm PAG Uniconsult sp. z o.o. oraz Taylor Economics sp. z o.o. na zlecenie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości.

Działanie 3.1, realizowane w POIG, jako instrument interwencji publicznej na rynku inwestycji kapitałowych wczesnych faz, umożliwiło powstanie 69 inkubatorów inwestycyjnych. W okresie jego realizacji podmioty te inkubowały przedsięwzięcia biznesowe, a także inwestowały w niektóre z nich, dokonując wejść kapitałowych do tworzonych wspólnie z pomysłodawcami spółek. Działanie to było pierwszym publicznym programem wsparcia kapitałowego fazy załączkowej i startowej. Niewątpliwie okazało się sukcesem w swojej warstwie ilościowej. Liczba procesów inkubacji przedsięwzięć (3 276), jak i liczba dokapitalizowanych spółek (1 226) znacznie przerosła początkowe oczekiwania.

Średnia całkowita wartość projektu (dofinansowanego inkubatora) wyniosła ok. 11,3 mln zł., a wartość uzyskanego dofinansowania ok. 10,8 mln. Najwięcej inkubatorów uruchomiono w regionach tradycyjnie uznawanych za bardzo silne pod względem przedsiębiorczości. 15 inkubatorów powstało na Mazowszu, po 10 w województwach dolnośląskim i wielkopolskim; 9 utworzono w Małopolsce, a 7 na Śląsku. Żaden inkubator nie został utworzony w województwie opolskim.

Przygotowaniu pomysłu biznesowego oraz samego pomysłodawcy do założenia firmy w którą miał zainwestować dany inkubator inwestycyjny, służył okres tzw. preinkubacji w trakcie którego osoby pragnące założyć firmę mogły korzystać z szeregu usług doradczych i informacyjnych, a także wsparcia świadczonego przez doświadczonych przedsiębiorców (tzw. mentorów).

Badani pomysłodawcy najczęściej korzystali z usług związanych z zakładaniem spółek (konstruowaniem umów / statutów i rejestracją) - tego rodzaju wsparcie wykorzystywało 87% pomysłodawców oraz usług w dotyczących opracowywania modelu biznesowego inkubowanego pomysłu (63% respondentów). Większość (57%) pomysłodawców oceniała oferowane przez inkubatory wsparcie jako wystarczające. Pozostali zwracali uwagę na zasadność poszerzenia oferty inkubatorów o takie kwestie jak wsparcie w nawiązywaniu kontaktów biznesowych, pomoc w odpowiednim marketingu oferowanych usług/produktów, a także (choć już w znacznie mniejszym stopniu) pomoc prawną, w szczególności w zakresie ochrony własności intelektualnej. Wsparcie zaoferowane na etapie preinkubacji było oceniane przez większość badanych jako użyteczne lub bardzo użyteczne. Zarówno zdaniem zarządzających inkubatorami inwestycyjnymi, jak i zdaniem pomysłodawców, największą użyteczność na etapie inkubacji generowały usługi mentorskie.

Cały mechanizm wsparcia, zastosowany w Działaniu 3.1 POIG i obejmujący etap inkubacji pomysłów oraz etap inwestycyjny zasługuje na zdecydowanie pozytywną ocenę. Logika interwencji Działania 3.1 była prawidłowa, odpowiednio wkomponowana w założenia i cele całej III osi priorytetowej POIG ("Kapitał dla innowacji") i odpowiadała istocie wspierania innowacyjnych start-upów. Natomiast, pewne niedostatki tych procesów ujawniły się głównie w sferze wsparcia rynkowego pomysłodawców i ich projektów (np. w zakresie kształtowania modeli biznesowych) i dostarczania wsparcia prawnego, w tym w zakresie ochrony własności intelektualnej. W ocenie inkubatorów szczególne problemy związane były również ze wsparciem techniczno-technologicznym. W sumie

jednak oceniamy, że działalność inkubatorów na etapie inkubacji dostarczyła przydatnej wiedzy i użytecznego wsparcia pomysłodawcom.

Z kolei wśród spółek utworzonych w wyniku wejścia kapitałowego prawie połowę (44,3%) stanowiły firmy działające w branży ICT, czyli technologii informacyjnych i komunikacyjnych, a kolejną dużą grupę stanowiły firmy opracowujące lub prowadzące portale internetowe (14,8%). Ograniczona grupa firm reprezentowała branżę medyczną (7%), a także produkcję urządzeń wysokiej techniki (ok. 4%). Warto przy tym pamiętać, że wsparcie na poziomie 200 tys. euro nie było kwotą, która pozwoliłaby na sfinansowanie spółki biotechnologicznej, czy też innych podmiotów (medycyna, zaawansowane technologicznie urządzenia lub robotyka), wymagających intensywnych nakładów kapitałowych. Przy braku realnych szans na pozyskanie drugiej rundy finansowania, realizacja takich projektów była możliwa przy wsparciu koinwestora - najczęściej obecnego inwestora w postaci spółki matki.

Dość trudno jest ocenić jaka jest kondycja spółek, będących przedmiotem wejścia kapitałowego. Z danych Krajowego Rejestru Sądowego wynika, że 87,4% spółek, będących przedmiotem inwestycji w ramach Działania 3.1 jest nadal zarejestrowanych w KRS i nie zostało zeń wykreślonych, nie jest w trakcie procesu likwidacji, bądź upadłości, a działalność spółki nie została też zawieszona. Można zatem na pewno powiedzieć, że prawie 13% spółek de facto nie prowadzi już działalności gospodarczej. Jednocześnie można także domniemywać, że udział takich spółek jest znacząco wyższy, tyle, że spółki te mogą nie dysponować wystarczającymi środkami do przeprowadzenia procesu likwidacji.

W znaczącej grupie spółek wspartych w ramach Działania 3.1 nastąpiły już procesy wyjścia kapitałowego (dezinwestycji). Na podstawie bazy danych dostarczonej przez Zamawiającego, na dzień 18 sierpnia 2017 r. można stwierdzić, że proces dezinwestycji dotyczył 148 przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę każdy rodzaj wyjścia, w przypadku ponad połowy wyjść (86 przypadków) inkubator zanotował stratę, a w 10 przypadkach zainwestowana kwota została odzyskana w wartości równej zainwestowanemu kapitałowi (co, biorąc pod uwagę wartość pieniądza w czasie, oznacza stratę). W pozostałych przypadkach odnotowano zyski.

Ważną kwestią w ocenie długoterminowych skutków realizacji Działania 3.1 było to w jakim stopniu jego realizacja wpłynęła na rozwój ekosystemu wsparcia innowacyjnych start-upów. Spośród inkubatorów inwestycyjnych, które wzięły udział w badaniu ilościowym 73% z nich deklaruje, że w ich ofercie znajdują się usługi w zakresie inkubowania / rozwijania pomysłów. Z kolei 32% badanych inkubatorów deklaruje, że nadal oferuje wejścia kapitałowe w pełnej skali, a 34%, że oferują je, ale tylko w dość ograniczonej skali. Realnie jednak, na co wskazują wyniki badań jakościowych, oferta ta jest znacznie skromniejsza od deklarowanej, przede wszystkim ze względu na ograniczone środki finansowe, którymi dysponuje większość inkubatorów. Deklaratywnie plany kontynuacji wejść kapitałowych wskazuje jednak aż 84% badanych inkubatorów.

Znaczącym efektem realizacji Działania był też efekt „kadrowy”, czyli wyszkolenie i/lub nabycie doświadczeń przez znaczną grupę osób, zajmująca się procesem przygotowywania i realizacji wejść kapitałowych, a następnie nadzorem i wsparciem dla spółek portfelowych. Przyjmując, że w przybliżeniu w skład zespołów zarządzających przeciętnie wchodziły cztery osoby zajmujące się procesem inkubacji i inwestycji, można przyjąć, że Działanie 3.1 POIG doprowadziło do praktycznego

„przeszkolenia” około 300 osób i nabycia przez nie wiedzy z zakresu inwestycji VC. Ten efekt kadrowy ma niewątpliwie trwały charakter z punktu widzenia danej osoby, ale nie musi być trwały z punktu widzenia danej instytucji. O zasięgu działania efektu „kadrowego” może świadczyć choćby fakt, że na około 387 osób zaliczanych do tzw. kluczowego personelu ubiegającego się o środki z Działania 1.3.1 POIR (program BRIDGE Alfa) w 97 przypadkach (25%) wskazywano na posiadanie doświadczenia związanego z Działaniem 3.1 POIG.

Dość przeciętnie należy ocenić oddziaływanie Działania 3.1 POIG w zakresie rozwoju struktury podmiotowej rynku VC w Polsce. Szanse na osiągnięcie efektu trwałości w tym zakresie zostały osłabione przez umożliwienie tworzenia inkubatorów małych (tj. z kapitałem zaledwie kilku milionów złotych), czy też stosowanie niskich wymogów w zakresie doświadczenia inwestycyjnego zespołów zarządzających inkubatorami. Z kolei do pozytywnych efektów należy zaliczyć wspomniany efekt „kadrowy” i „referencyjny” (zdobycie przez kilkaset osób doświadczenia inwestycyjnego; możliwość legitymowania się beneficjentów faktem prowadzenia inkubatora inwestycyjnego).

Bardzo pozytywnie należy też ocenić poziom osiągniętych wskaźników produktu i rezultatu dla Działania 3.1 POIG. Na koniec czerwca 2017 r. zrealizowane zostały wszystkie wskaźniki produktu i rezultatu, a w przypadku niektórych z nich odnotowano znaczne przekroczenia. Naturalnie, wzrost wartości wskaźników wynikał także ze zwiększonej alokacji na Działanie, w stosunku do pierwotnych założeń. Wzrost ten był jednak znacznie mniejszy (175% wartości pierwotnej alokacji) niż osiągnięte wskaźniki, w stosunku do wskaźników zakładanych (poziom 978% pierwotnie zakładanego wskaźnika dla liczby dokapitalizowanych podmiotów oraz 655% dla liczby preinkubowanych pomysłów).

W przeciwieństwie do ilościowych celów inwestycyjnych (liczba dokapitalizowanych spółek) stosunkowo słabo należy ocenić oddziaływanie Działania 3.1 POIG na rozwój struktury podmiotowej rynku VC. Z efektem trwałości wiąże się kwestia poszerzania zakresu działania (oferty) instytucji prowadzących inkubatory inwestycyjne. Pod tym względem Działanie 3.1 POIG również wypada niezbyt korzystnie. Z dostępnych danych wynika, że wśród beneficjentów Działania 3.1 tylko cztery instytucje otoczenia biznesu (non profit) dalej działają na rynku VC, zakładając nowe fundusze finansowane ze środków POIR

Warto też wskazać, że w okresie realizacji Działania 3.1 POIG średnia liczba nowych rejestracji spółek prawa handlowego wyniosła ok. 32 tys. podmiotów, co oznacza, że utworzone start-upy stanowiły ok. 0,55% siedmioletniej populacji nowo utworzonych spółek. Z drugiej strony, liczba utworzonych w Działaniu 3.1 spółek wyniosła ok. 10% podmiotów wysokich i średnio-wysokich technologii średniorocznie w Polsce. Jest to znaczący i dobry wynik.

Niektóre spółki portfelowe inkubatorów aplikowały o wsparcie w formie dotacji ze środków publicznych, przede wszystkim oferowanych na bazie środków europejskich. Część z nich miała problemy w uzyskaniu potwierdzenia, że spełniają one kryteria firmy MSP, w związku z pozyskaną inwestycją ze strony inkubatora inwestycyjnego, mimo że przepisy unijne pozwalają na klasyfikację takich firm jako samodzielnych, w sytuacji, gdy więcej niż 25% udziałów (ale poniżej 50%) posiadają w nich publiczne korporacje inwestycyjne, spółki venture capital, osoby fizyczne lub grupy takich osób prowadzące regularną działalność inwestycyjną (tzw. „anioły biznesu”).

Szereg ciekawych obserwacji - istotnych np. dla oceny skuteczności i efektywności Działania 3.1 POIG - wynika z analizy doświadczeń zagranicznych. Analiza zagranicznych programów wsparcia

kapitałowego wskazuje na występowanie czterech tendencji w organizacji programów dotyczących wspierania wczesnych faz inwestycyjnych. Po pierwsze, coraz powszechniejsze jest delegowanie procesów wdrożeniowych do specjalnie do tego celu powołanych podmiotów, działających na warunkach zbliżonych do biznesowych (odchodzenie od rozwiązań, gdy podmiotem wdrażającym jest jednostka administracyjna lub quasi-administracyjna). Po drugie, programy nie powinny być działaniami incydentalnymi (krótkoterminowymi) - powinny być rozciągnięte w czasie lub też mieć swoich następców, tak aby podaż zasilała rynek przez dłuższy okres. Po trzecie, należy uruchamiać pakiety programów (lub pakiety działań w ramach jednego programu) adresujące nie jedną, ale kilka faz rozwoju przedsiębiorstwa. Umożliwi to zaopatrzenie w kapitał większej liczby projektów, jak i łatwiejsze pozyskiwanie drugiej rundy finansowania. Po czwarte, coraz powszechniejsze jest stosowanie programów wyraźnie zorientowanych (zamiast podejścia horyzontalnego) na konkretne branże wysokotechnologiczne, na których rozwoju zależy władzom publicznym. Istotnym przesłaniem jest także stosowanie przy selekcji beneficjentów wsparcia (np. inkubatorów / funduszy VC) kryteriów odnoszących się do jakości i profesjonalizmu zespołu zarządzającego, strategii działania, jak i zasad bieżącego funkcjonowania inwestora.

Na podstawie zrealizowanego badania zostały określone konkretne wnioski oraz zaproponowane rekomendacje, dotyczące dalszego kształtu instrumentów wsparcia, zbliżonych do Działania 3.1 PO IG. Poniżej prezentujemy podsumowanie rekomendacji:

1. Należy uruchomić programy, w których wspierane będą procesy inkubacji pomysłów / przedsięwzięć biznesowych. Powinny być one oferowane w powiązaniu z programami wspierającymi inwestycje kapitałowe we wczesnych fazach. Realizowane dotąd działania pilotażowe (Platformy startowe w Polsce Wschodniej, program ScaleUP) powinny przejść w fazę pełnej realizacji.
2. Programy uruchamiane w przyszłości, podobne do Działania 3.1 POIG, jeśli będą stawiały sobie za cel pojawienie się efektu trwałości, będą musiały w szerszym zakresie zawierać zabezpieczenia przed oportunistycznym zachowaniem beneficjentów i zachęty do trwałości w postaci adekwatnych kryteriów dostępu i kryteriów oceny: konieczne jest stosowanie kryterium minimalnej wartości projektu (np. nie mniej niż 20 mln zł), wnioskodawca powinien być instytucją o ponadregionalnym charakterze, posiadać aktywa o minimalnej wielkości. Szczególnie wysokie wymagania powinny być stawiane w zakresie zespołu (doświadczenie inwestycyjne). Oczywiście, dużo zależy także od tego, czy przekazywanie środków beneficjentom/pośrednikom finansowym będzie miało charakter bezzwrotny (jak w Działaniu 3.1), czy też zwrotny.
3. Należy odchodzić od stosowania sztywnych kwotowych limitów inwestycyjnych zastępując je limitami „kroczącymi” tj. takimi gdzie kwota inwestycji jest dopasowana do faz rozwoju przedsiębiorstwa lub spełnienia pewnych kryteriów (np. limit inwestycji dla pierwszego wejścia, limit dla inwestycji po 12 pierwszych miesiącach działania, limit łączny na całość inwestycji).
4. Zespoły zarządzające muszą być wynagradzane w zależności od uzyskiwanych efektów inwestycyjnych. Korzystnym rozwiązaniem byłoby umożliwienie osobom zarządzającym, aby partycypowały w zysku z wyjścia z inwestycji.
5. Wdrażanie programów wsparcia kapitałowego powinno być powierzane profesjonalnym podmiotom dysponującym know-how w zakresie rynku VC (np. KFK, PFR). Podmioty te

powinny pełnić rolę profesjonalnego funduszu funduszy, gdzie ingerencja w zakres branżowy czy jakościowy inwestycji powinna być realizowana na etapie wyboru zespołu zarządzającego i jego strategii a nie ingerowania w przedmiot inwestycji z poziomu komitetu inwestycyjnego poszczególnych funduszy.

6. Konieczne jest rozważenie zastosowania zwolnienia podatkowego dla inkubatorów inwestycyjnych/funduszy kapitałowych, jeśli środki z wyjścia kapitałowego przeznaczają, w ciągu określonego czasu, na nowe inwestycje. Pozwala to na dalszą cyrkulację kapitału inwestycyjnego w gospodarce.
7. Warto rozważyć umożliwienie zmiany zasad dokonywania reinwestycji, biorąc po uwagę fakt, że środki spływające ze sprzedanych udziałów będą pojawiać się dość powoli i utrudniać realizację inwestycji na szerszą skalę. W szczególności warto byłoby rozważyć dopuszczenie inwestycji także w istniejące, a nie tylko nowotworzone spółki, oraz dokonać (dla firm rozpoczynających działalność) zmiany formuły udzielania pomocy z pomocy de minimis na pomoc publiczną udzielaną w trybie art. 22 Rozporządzenia 651/2014 (pomoc dla przedsiębiorstw rozpoczynających działalność). Inne zmiany, które należałoby rozważyć, mogłyby dotyczyć: (i) zwiększenia wartości wejścia kapitałowego, (ii) dopuszczenia możliwości przeznaczenia określonej części kwot pochodzących z dezinvestycji na działania wspierające i nadzorcze wobec spółek portfelowych inkubatora, (iii) dopuszczenia możliwości inwestowania środków w inne projekty (jako wkład własny).
8. Należy koniecznie doskonalić mechanizmy (jednak w sposób minimalizujący zakres obowiązków po stronie beneficjentów) monitorowania rezultatów Działania 3.1 POIG, w szczególności pod kątem dostępności wiarygodnych danych na temat wyjść kapitałowych, a także przypadków likwidacji spółek, w celu analizy długoterminowych skutków Działania. Dodatkowo, warto wyciągnąć wnioski i odpowiednio zaprojektować systemy monitorowania rezultatów wdrażania instrumentów kapitałowych, realizowanych w okresie programowania 2014-2020.
9. Ministerstwo Inwestycji i Rozwoju we współpracy z Polskim Funduszem Rozwoju oraz z Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów powinno opracować wytyczne / mini-podręcznik, dotyczący kryteriów spełniania przez spółki portfelowe funduszy kapitałowych definicji MSP i odpowiednio ją upowszechnić, w szczególności wśród instytucji zarządzających i pośredniczących, odpowiedzialnych za udzielanie wsparcia w ramach Polityki Spójności 2014. W szczególności kluczowe byłoby doprecyzowanie, jakie warunki trzeba spełnić, aby dany inkubator inwestycyjny / fundusz kapitałowy lub inni inwestorzy spełniali definicję publicznej korporacji inwestycyjnej, spółki venture capital, funduszu rozwoju regionalnego lub anioła biznesu, o których mowa w Załączniku 1 do Rozporządzenia Komisji (UE) nr 651 z dnia 17 czerwca 2014 r.

Wiele wskazuje na to, że wielkość środków posiadanych przez najmniejsze inkubatory jest zbyt niska, aby mogły one skutecznie kontynuować efektywną działalność inwestycyjną, zgodnie z założeniami Działania 3.1 POIG. W związku z tym, wskazana byłaby koncentracja środków, dająca możliwość większej skuteczności angażowania tych środków i optymalizacji kosztów zarządzania nimi. W badaniu rozważane były dwa scenariusze:

- pierwszy, polegający na przejęciu środków pieniężnych pochodzących z „wyjść” z inwestycji poszczególnych inkubatorów inwestycyjnych, oraz

-
- drugi, zakładający przejęcie całości na całości portfeli inkubatorów tj. środków finansowych i udziałów w spółkach portfelowych.

Każde z tych rozwiązań, stosowane w celu zapewnienia efektywnego gospodarowania środkami zgodnie z celami Działania 3.1 POIG wymagałoby utworzenia wehikułu inwestycyjnego – funduszu, dysponującego środkami pieniężnymi z wyjątkiem kapitałowych z inwestycji inkubatorów lub funduszu inwestującego w portfele inkubatorów inwestycyjnych. Jak wynika z naszych analiz, rozwiązania te będą niesłychanie trudne i wątpliwe co do ich wykonalności. W efekcie, stanowisko Wykonawcy jest takie, że nie rekomenduje wdrożenia tych scenariuszy, aczkolwiek nie wyklucza to decyzji o podjęciu negocjacji z inkubatorami inwestycyjnymi w sprawie przejęcia środków. Natomiast, jak wskazano powyżej, dalsze ich zagospodarowanie w formie ww. funduszy nie jest rekomendowane. Ponadto należy pamiętać, że uregulowanie kwestii przejmowania aktywów inkubatorów polegać może jedynie na stosownym uzgodnieniu z inkubatorami, których sytuacja ta może dotyczyć.

Executive Summary

The evaluation, the results of which are presented in this report, concerned the effects of Measure 3.1 of the Innovative Economy Operational Program (OPIE). The evaluation was carried out between August and December 2017 by a consortium of companies PAG Uniconsult Ltd. and Taylor Economics Ltd on behalf of the Polish Agency for Enterprise Development (PAED).

The Measure 3.1, implemented within Operational Programme 'Innovative Economy', as an intervention instrument concerning equity investments in early stages, allowed establishment of 69 so-called investment incubators. Within the Measure's implementation period these entities incubated business ventures, and invested in some of them by capitalizing companies created together with the projects originators. The Measure was one of the first public programs supporting equity investments in the seed and start-up phases. Surely, implementation of the Measure was a success in its quantitative layer. Both, the numbers of incubation processes (3 276) and capitalized companies (1 226) were much higher than initially assumed.

The average total value of the project (co-financed incubator) was approx. PLN 11.3 million, and the value of the co-financing received was approx. 10.8 million. Most incubators were launched in regions traditionally considered as very strong in terms of entrepreneurship. 15 incubators were established in mazowieckie region, 10 in dolnośląskie and wielkopolskie voivodships; 9 were created in małopolskie, and 7 in śląskie regions. No incubator was created in opolskie voivodeship.

The preparation of the business idea and the project originator himself to set up the company in which the investment incubator was to invest, was served by the so-called pre-incubation phase during which people wishing to set up a company could have benefitted from a variety of consulting and information services as well as support provided by experienced entrepreneurs (so-called mentors).

The surveyed projects originators most often used services related to setting up companies (preparation of contracts / statutes and registration procedures) - this type of support was used by 87% of originators and services regarding the development of the business model of the incubated idea (63% of respondents). The majority (57%) of originators assessed the support offered by incubators as sufficient. The others pointed to the legitimacy of expanding the offer of incubators with such issues as support in establishing business contacts, assistance in the appropriate marketing of services / products offered, and (albeit to a much lesser extent) legal counselling, in particular in the field of intellectual property rights protection. The support offered at the pre-incubation stage was rated as useful or very useful by the majority of respondents. Both in the opinion of managers of investment incubators and in the opinion of the originators, the greatest usefulness at the incubation stage was generated by mentoring services.

Positive assessment concerns applied within the Measure 3.1 OPIE support mechanism, embracing incubation phase. The Measure's intervention logic was correct, well reflecting assumptions and aims of the whole III Priority Axis of OPIE ("Capital for innovation") and satisfying the substance of supporting innovative start-ups. However, some deficiencies of incubation processes were revealed mostly in the sphere of supporting business originators as regards the marketing side of their projects (e.g. in the field of business models shaping) and delivery of legal support, especially concerning protection of intellectual property rights. Also, the representatives of the incubators

underlined encountering some serious problems in delivering technological advice. However, in general we assess the incubation activities as effective and able to deliver useful knowledge and support for the business projects originators.

On the other hand, among companies established as a result of capital investment almost half (44.3%) were companies operating in the ICT sector, i.e. information and communication technologies, and another large group were companies developing or running Internet portals (14.8%). A limited group of companies represented the medical industry (7%), as well as the production of high technology equipment (about 4%). It is worth remembering that support at the level of 200,000 euro was not an amount that would allow to finance a biotechnology company or other entities (medicine, technologically advanced equipment or robotics) that require intensive capital expenditures. In the absence of real opportunities to obtain a second round of financing, the implementation of such projects was possible with the support of a co-investor - usually the current investor in the form of a parent company.

It is quite difficult to assess the condition of companies subject to capital investment. Data from the National Court Register show that 87.4% of companies being the subject of investments under Measure 3.1 are still registered within the National Court Register and have not been removed from it, are not in the process of liquidation or bankruptcy, and the company's activity has not been suspended. It can therefore be definitely said that almost 13% of companies are no longer in business. At the same time, it can also be presumed that the share of such companies is significantly higher, because these companies may not have sufficient funds to carry out the liquidation process.

In a significant group of companies supported under Measure 3.1, capital exit processes (disinvestments) have already taken place. Based on the database provided by PAED as of 18 August 2017, it can be concluded that the disinvestment process concerned 148 enterprises. Taking into account each type of exit, in case of more than half of the exits (86 cases), the incubator recorded a loss, and in 10 cases the amount was recovered in the value equal to the invested capital (which, taking into account the value of money over time, means a loss). In other cases, profits were recorded.

An important issue in assessing the long-term effects of the implementation of Measure 3.1 was the extent to which its implementation influenced the development of the ecosystem of support for innovative start-ups. Among the investment incubators that took part in the quantitative research, 73% of them declared that their offer includes services for incubating / developing ideas. In turn, 32% of surveyed incubators declared that they still offer capital investments in a full scale, and 34% that they offer them, but only on a rather limited scale. In reality, however, as shown by the results of qualitative research, the offer is much more modest than the one declared, mainly due to the limited financial resources available to most incubators. Declaratively, plans for the continuation of capital investments are indicated, however, by as much as 84% of the analysed incubators.

A significant effect of the implementation of the Measure was also the "personnel" effect, i.e. training and / or acquisition of experience by a significant group of people involved in the process of preparation and implementation of capital investments, followed by supervision and support for portfolio companies. Assuming that management teams on average were composed of four persons involved in the incubation and investment process, it can be assumed that Measure 3.1 POIG led to

practical "training" of about 300 people and acquiring by them knowledge of VC investments. This staffing effect is undoubtedly of lasting character from the point of view of a given person, but does not have to be sustainable from the point of view of a given institution. The scope of the "personnel" effect can be demonstrated by the fact that about 387 people were included in the so-called key personnel applying for funds under Measure 1.3.1 of the Smart Growth OP (BRIDGE Alpha program) in 97 cases (25%) were pointed to having experience related to Measure 3.1.

Contradictory to quite good quantitative effects, the qualitative results of the Measure 3.1 should be assessed as less effective, especially as it regards development of the institutional side of the VC market in Poland. Chances of sustainability in this respect were diminished by making it possible to establish small incubators (i.e. possessing investment capital of only a few million PLN), and applying low requirements regarding investment experiences of teams managing the incubators' activities. The sustainability effects also concern issues of the incubators support offer range. On the other hand, undoubtedly, the positive effects include also so-called "personnel" and "reference" results (gaining by a few hundred people investment experience; gaining the possibility of legitimizing some beneficiaries as institutions running investment incubators / activity).

The level of the product and result indicators achieved for Measure 3.1 of OPIE must also be assessed very positively. At the end of June 2017, all assumed product and result indicators were achieved, and some of them were even substantially exceeded. Naturally, the increase in the value of the ratios was also due to the increased allocation to Measure, in relation to the original assumptions. However, this increase was much smaller (175% of the original value of the allocation) than the achieved ratios, in relation to the assumed ratios (978% of the originally assumed ratio for the number of capitalized entities and 655% for the number of pre-incubated ideas).

In contrast to the quantitative investment objectives (number of capitalized companies), the impact of Measure 3.1 OPIE on the development of the subjective structure of the VC market should be assessed relatively poorly. The effect of durability is related to the extension of the scope of activities (offers) of institutions that run investment incubators. In this respect, assessment of Measure 3.1 OPIE is also not very favourable. The available data show that among the beneficiaries of Measure 3.1, only four non-profit business institutions continue to operate on the VC market, establishing new funds financed from SG OP funds.

It is also worth pointing out that during the implementation of Measure 3.1 OPIE, the average number of new registrations of commercial companies amounted to approximately 32,000 entities, which means that the created start-ups accounted for approx. 0.55% of the seven-year population of newly created companies. On the other hand, the number of companies created in Measure 3.1 amounted to approx. 10% of high and medium-high technology entities on average in Poland. This is a significant and good result.

Some incubators' portfolio companies applied for support in the form of grants offered within public support programs, mostly financed from the European resources. However, some of them experienced problems in confirming their SME status, in case when being beneficiaries of investments from the side of investment incubators, regardless the EU provisions allow for qualifying such companies as independent, if no more than 25% of their shares (and less than 50%) are owned

by "public investment corporations, venture capital companies, physical persons or their groups (business angels) running regular investment activity".

A number of interesting observations - important for assessing efficiency and effectiveness of Measure 3.1 OPIE - results from analysis of foreign experiences. The analysis of foreign equity investments support programs indicates existence of four tendencies in organization of early stage investment support programs. Firstly, it is becoming increasingly common to delegate implementation processes to specific entities, operating on the basis of business terms (the situation where the implementing entity is an administrative or quasi-administrative body becomes much less popular). Secondly, programs should not be incidental - they should be extended over time or have their successors, so the support should be present on the market for a longer period. Third, the programs should offer support packages (or sub-measures under one program) addressing not one but several phases of enterprise development. This will allow more projects to be financed and easier financing of the second round of funding. Fourthly, the programs should be clearly oriented (rather than horizontally) on specific high-tech industries that are to be developed according to strategic goals. It is also important to apply support beneficiaries (investment incubators / VC funds) selection criteria referring to quality and professionalism of management teams, their investment strategy and rules of everyday operations.

Based on the research results, specific conclusions and recommendations were proposed regarding the further shape of support instruments, similar to the Measure 3.1. OPIE. Below is presented summary of recommendations:

1. It is necessary to run programs in which the incubation processes of business ideas / ventures will be supported. They should be offered in conjunction with programs supporting capital investments in the early phases. The pilot actions carried out so far (Eastern Poland start-up platforms, the ScaleUP program) should be put into full operational phase.
2. Programs launched in the future, similar to Measure 3.1 OPIE, if they will be aimed at the sustainability effect, have to include in a wider scope safeguards against the opportunism of beneficiaries and an incentive to secure the sustainability in the form of adequate support access and assessment criteria: it is necessary to apply criterion of the minimum project value (e.g. not less than PLN 20 million), the applicant should be an institution of a supra-regional character, has assets of a minimum size. Particularly, high requirements should be set in the scope of the investments managing team (investment experience). Of course, a lot depends also on whether the transfer of funds to the beneficiaries / financial intermediaries will be non-returnable (as in Measure 3.1) or refundable.
3. It is necessary to depart from the application of fixed investment limits, replacing them with "rolling" limits, i.e. where the investment amount is adjusted to the development phases or meeting certain criteria (e.g. investment limit for the first entry, investment limit after the first 12 months of operation, total limit for the entire investment).
4. Management teams must be remunerated depending on the investment results obtained. A favourable solution would be to enable managers to participate in profit from the exit from the investment.
5. The implementation of equity support schemes should be entrusted to professional entities with know-how in the field of the VC market (e.g. KFK, PFR). These entities should act as a

professional fund of funds, where interference in the industry branch or quality range of investments should be implemented at the stage of selecting the management team and its strategy. However, it should not interfere in the subject of investment decided the level of the investment committee of individual funds.

6. It is necessary to consider the application of a tax exemption for investment incubators / capital funds if capital from exits is allocated, within a given period, to new investments. This will allow further circulation of investment capital in the economy.
7. It is worth considering changing the principles of reinvesting, taking into account the fact that the funds flowing from the sold shares will appear quite slowly and this will hinder the implementation of investments on a wider scale. It would be worth considering allowing the investment also in existing, and not just newly created companies, and (for start-ups) to change the formula for granting aid from de minimis rule to public aid granted under Art. 22 of Regulation 651/2014 (aid for start-up enterprises). Other changes that should be considered could include: (i) increase in the value of equity investment, (ii) allow allocating a certain part of the disinvestment proceeds to supportive and supervisory activities concerning portfolio companies, (iii) allowing the possibility of investing funds in other projects (as own contribution to supported project).
8. It is necessary to improve the mechanisms (however in a way that minimizes the responsibilities of the beneficiaries) monitoring the results of Measure 3.1 OPIE in terms of the availability of reliable data on capital outflows, as well as liquidation of companies to analyse the long-term effects of the Measure. In addition, it is worth drawing conclusions and designing systems for monitoring the results of the implementation of capital instruments implemented in the 2014-2020 programming period.
9. The Ministry of Investments and Economic Development, in cooperation with the Polish Development Fund and the Office of Competition and Consumer Protection, should develop a guideline / mini-manual on the criteria for portfolio companies of investment funds to fulfil the definition of SMEs and disseminate it accordingly, to the managing and intermediary authorities responsible for providing support under Cohesion Policy 2014. It would be crucial to clarify what conditions must be met for a given investment incubator / fund or other investors to meet the definition of a public investment corporation, venture capital company, regional development fund or a business angel referred to in Annex 1 to the Commission Regulation (EU) No. 651 as of June 17, 2014.

There are many indications that the volume of financial resources held by the smallest incubators is too low to be sufficient to secure continuation of their efficient, investment activity, in accordance with the objectives of Measure 3.1 OPIE. Therefore, it would be advisable to concentrate those resources, giving the possibility of greater effectiveness and optimization of the costs of managing them. Therefore, two scenarios were considered in the study:

- the first, assuming the take-over of cash proceeds originating from "exits" from the investments of investment incubators, and
- the second, assuming the take-over of entire incubator's portfolios, i.e. funds and shares of the portfolio companies.

Each of these solutions, possibly undertaken in order to ensure sound management of funds in accordance with the objectives of Measure 3.1 OPIE, would require creation of an investment vehicle - a fund holding cash from incubators' disinvestments or a fund investing in whole portfolios of investment incubators. According to our analyzes, these solutions will be extremely difficult and doubtful as to their feasibility. As a result , it is not recommend implementation of these scenarios, although this does not preclude a decision to negotiate with investment incubators the takeover of funds. However, their further management in the form of the above funds is not recommended as stated above. In addition, the regulation of the take-over of the incubator's assets may only be based on an appropriate arrangement with the incubators concerned.

1 Cele, metodologia i przebieg ewaluacji

1.1 Cele, założenia koncepcji badawczej i rozwiązania metodologiczne

Celem głównym ewaluacji Działania 3.1 Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka (POIG) była ocena końcowych efektów wsparcia przeznaczanego na inkubację i zasilenia kapitałowe udzielone nowo powstałym podmiotom, działającym w oparciu o innowacyjne rozwiązania. Cel ten odnosił się więc do zasadniczego przedmiotu wsparcia przewidzianego w tym instrumencie interwencji, obejmującego wspieranie procesów inkubacji nowych przedsięwzięć gospodarczych, a następnie tworzenia spółek (wspólnie z pomysłodawcami) i przekazywania im zasileń kapitałowych, umożliwiających rozwój na początkowym etapie (akceleracja). Za transfer wsparcia ze środków Działania 3.1 POIG odpowiedzialne były tzw. inkubatory inwestycyjne, będące bezpośrednimi beneficjentami wsparcia, a więc podmioty wyposażane w środki finansowe z przeznaczeniem na prowadzenie działań inkubacyjnych, a następnie inwestowanie w spółki tworzone na bazie i w celu rynkowego wdrożenia inkubowanych przedsięwzięć.

Sformułowany w powyższy sposób cel ogólny ewaluacji objął cztery szczegółowe obszary problemowe, uwzględnione w niniejszej ewaluacji, tj.:

- 1) Ocenę wpływu interwencji Działania 3.1 POIG na rozwój i kondycję nowo powstałych spółek.
- 2) Ocenę wpływu interwencji Działania 3.1 POIG na rozwój i kondycję inwestorów (inkubatorów inwestycyjnych).
- 3) Ocenę trafności i użyteczności instrumentów wsparcia kapitałowego i dalszych kierunków rozwoju tych instrumentów.
- 4) Ocenę ukształtowanego dzięki interwencji Działania 3.1 POIG ekosystemu instrumentów wsparcia kapitałowego w Polsce na tle rozwiązań zagranicznych.

W niniejszej ewaluacji, analizy dotyczące oceny interwencji publicznej Działania 3.1 POIG w ramach ww. obszarów problemowych prowadzone były pod kątem zestawów szczegółowych pytań badawczych, odpowiadających przedstawionym obszarom problemowym i ukierunkowujących całe badanie ewaluacyjne. W kolejnych częściach prezentowanego opracowania, opisywane są ustalenia i wnioski badawcze - wywody te prowadzone są pod kątem wspomnianych obszarów problemowych i pytań badawczych.

Zaprojektowana dla ewaluacji koncepcja badawcza¹ oparta została na założeniu, stwierdzającym konieczność przeprowadzenia analizy przedmiotu ewaluacji z uwzględnieniem perspektyw oglądu tematyki badania, reprezentowanych przez rozmaite instytucje i gremia, tj.:

- 1) przedstawicieli Ministerstwa Rozwoju, jako instytucji odpowiedzialnej za programowanie wsparcia w zakresie inwestycji kapitałowych oraz przedstawicieli Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, jako podmiotu wdrażającego Działania 3.1 POIG,
- 2) przedstawicieli beneficjentów (inkubatorów inwestycyjnych),
- 3) odbiorców ostatecznych wsparcia (pomysłodawców i tworzonych spółek),

¹ Szczegóły dotyczące koncepcji badawczej i metodologii badania przedstawiono w raporcie metodologicznym - wersja przedrealizacyjna (z 29 sierpnia 2017 r.) i wersja post-realizacyjna (z 15 listopada 2017 r.).

- 4) przedstawicieli "otoczenia" rynku inwestycji kapitałowych w Polsce (eksperti krajowi), oraz
- 5) ekspertów zagranicznych (w zakresie analizy porównawczej polskiego ekosystemu inwestycji kapitałowych na tle innych, wybranych rozwiązań europejskich - benchmarków).

Szerokie grono interesariuszy Działania 3.1 POIG wymagało zastosowania odpowiednich rozwiązań metodologicznych, gwarantujących zebranie możliwie bogatego materiału empirycznego, umożliwiającego wnioskowanie o efektach (ocenę efektów) wsparcia na rozwój inwestycji kapitałowych, którego źródłem było Działanie 3.1 POIG. W związku z tym, w ramach szczegółowych rozwiązań metodologicznych zastosowano sześć - opisanych w niżej prezentowanej tabeli - technik badawczych.

Tabela 1. Techniki badawcze wykorzystane ewaluacji Działania 3.1 POIG

Lp.	Technika	Respondenci	Próba efektywna
1	Analiza danych zastanych	-	-
2	Indywidualne wywiady pogłębione (IDI)	• Beneficjenci Działania 3.1 POIG - inkubatory inwestycyjne	IDI x 10
		• Pomysłodawcy	IDI x 10 (w spółce) IDI x 5 (poza spółką)
		• Eksperti krajowi	IDI x 2 (instytucje partnerskie) IDI x 5 (administracja)
3	Badanie CAWI - ankieta internetowa	• Beneficjenci Działania 3.1 POIG - inkubatory inwestycyjne	CAWI n=44
4	Badanie telefoniczne CATI (mixed mode: CATI / CAWI)	• Pomysłodawcy innowacyjnych start-upów (spółek, w które zainwestowały inkubatory inwestycyjne)	CATI / CAWI n=247
5	Benchmarking publicznego wsparcia systemu kapitałowego	-	-
6	Wywiady telefoniczne (ITI)	• Eksperti zagraniczni	ITI x 1

Źródło: opracowanie własne na podstawie Raportu metodologicznego postrealizacyjnego.

1.2 Uwagi na temat przebiegu ewaluacji

Badanie ewaluacyjne prowadzone było od początku sierpnia do połowy listopada 2017 r. Jego pierwsza faza, poświęcona dopracowaniu koncepcji badawczej i rozwiązań metodologicznych, zrealizowana została w sierpniu. Wrzesień i październik poświęcono na badania terenowe (przy czym, na początku tego okresu dopracowywane były jeszcze narzędzia badawcze CAWI i CATI). Finalna faza badania, poświęcona podsumowaniu wyników procesu badawczego, miała miejsce w pierwszej połowie listopada 2017 r. - została zakończona przygotowaniem raportu końcowego, obrazującego całościowe wyniki ewaluacji.

W toku badania, szczególnie trudnym okazał się etap kompletowania bazy danych respondentów ankiety CATI. Badanie to skierowane było do pomysłodawców innowacyjnych start-upów, tj. spółek,

realizujących przedsięwzięcia podlegające wcześniejszej preinkubacji, prowadzonej przez inkubatory inwestycyjne i które (wybrane spółki) stały się ostatecznie celami inwestycyjnymi inkubatorów. Z uwagi na fakt, że respondentami tego badania byli pomysłodawcy, konieczne okazało się ustalenie ich statusu (np. udziałowiec spółki, osoba już poza spółką lub też osoba zarządzająca nią). O ile nie było większych trudności ze zidentyfikowaniem samych pomysłodawców, to już jednak w przypadkach, gdy nie byli oni już związani ze spółką, pojawiały się rozmaite problemy, dotyczące ustalenie danych kontaktowych, koniecznych dla przeprowadzenia badania. Konieczne było wdrożenie rozmaitych działań identyfikujących osoby oraz ich dane. W sumie proces ten okazał się bardzo czasochłonny, jak również wymusił opracowanie dedykowanej procedury realizacji tego badania, uwzględniającej status wnioskodawcy oraz powodującej konieczność zróżnicowania narzędzia badawczego, odpowiednio do możliwej formy komunikacji z pomysłodawcą (np. konieczne było opracowanie narzędzia badawczego, odpowiadającego specyfice badania telefonicznego lub internetowego, a także podziału narzędzia na segmenty, przeznaczone dla pomysłodawców - respondentów, zależnie od ich statusu). Konsekwencje opisanej sytuacji odegrały zapewne wpływ na skuteczność wykonawczą badania, jednak jego efektywność można uznać za zadawalającą, bowiem zrealizowano 247 wywiadów efektywnych, tj. 20,1% badanej populacji spółek (1 226).

2 Logika interwencji Działania 3.1 POIG (cele i adresaci wsparcia)

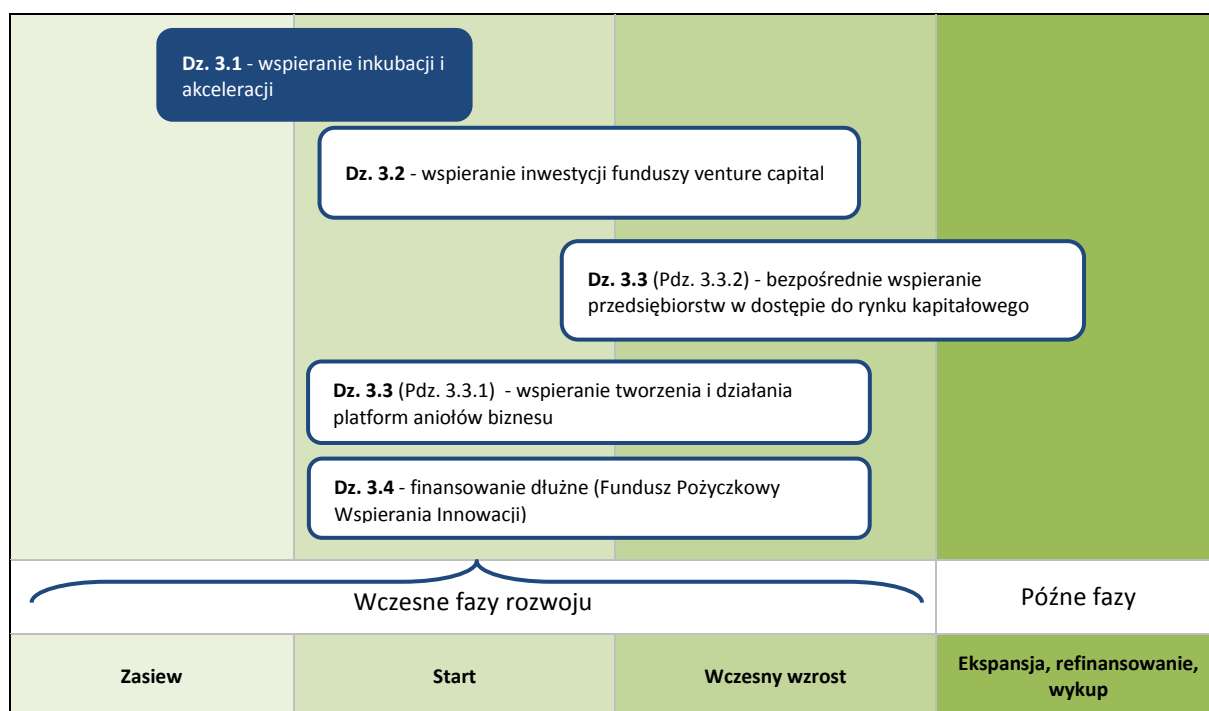
2.1 Cele i założenia interwencji

Działanie 3.1 POIG stanowiło jeden z elementów szerszej architektury wspierania instrumentów finansowych, przewidzianej w III osi priorytetowej Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013. Priorytet ten, pn. "Kapitał dla innowacji", zawierał instrumenty wsparcia, które miały zapewnić (cele III osi priorytetowej):²

- (cel 1) zwiększenie dostępu (mikro, małych i średnich przedsiębiorstw) do zewnętrznych źródeł finansowania przedsięwzięć innowacyjnych oraz
- (cel 2) zwiększenie liczby przedsiębiorstw działających na bazie innowacyjnych rozwiązań.

W III osi priorytetowej uwzględniono działania wspierające dostęp do kapitału na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstw. Natomiast w katalogu instrumentów interwencji III osi priorytetowej Działanie 3.1 POIG zaprojektowane zostało jako instrument służący reagowaniu w najwcześniejszych fazach rozwojowych.

Schemat 1. Działanie 3.1 POIG na tle innych instrumentów III osi priorytetowej POIG - z uwzględnieniem interwencji na fazy rozwojowe celów inwestycyjnych



Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentacji programowej POIG; fazy wzrostu celów inwestycyjnych - na podstawie klasyfikacji Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK)³

Działanie 3.1 POIG służyło bezpośrednio realizacji pierwszego celu III osi priorytetowej, przy czym jednocześnie, pośrednio przyczyniało się ono do realizacji drugiego celu osi (w rezultacie zaopatrywania w kapitał nowo tworzonych spółek, rozwijających się w oparciu o innowacyjne

² Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013, Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013, grudzień 2015, s. 100.

³ <https://psik.org.pl/pl/o-pe-vc/co-to-jest-pe-vc/2338-slowniczek> [20.10.2017].

rozwiązania i modele biznesowe) - podobna zresztą była logika działania wszystkich pozostałych instrumentów interwencji tej osi. Poza Poddziałaniami 3.3.1 i 3.3.2 POIG pozostałe instrumenty zakładały transfer wsparcia dokonywany za pośrednictwem rozmaitych wehikułów inwestycyjnych (inkubatorów inwestycyjnych, funduszy VC, Funduszu Pożyczkowego Wspierania Innowacji) - tj. beneficjentów instrumentów wsparcia, którzy inwestowali w cele inwestycyjne, a więc spółki znajdujące się na różnych etapach rozwoju w ramach fazy wczesnego wzrostu. Natomiast odmienność dwóch ww. instrumentów interwencji, polegała na tym, że:

- Poddziałanie 3.3.1 POIG zaplanowane zostało jako narzędzie wzmocnienia gotowości inwestycyjnej na rynku kapitałowym. Było to wsparcie przeznaczone na realizację programów szkoleniowych dla prywatnych inwestorów, w tym „aniołów biznesu”, nawiązywanie współpracy między sieciami inwestorów, a inkubatorami przedsiębiorczości i funduszami podwyższonego ryzyka, tworzenie i rozwoju sieci inwestorów prywatnych, rozwój platform wymiany doświadczeń w zakresie inwestowania, kojarzenia inwestorów z przedsiębiorcami oraz kształtowania gotowości inwestycyjnej przedsiębiorstw⁴.
- W Poddziałaniu 3.3.2 wsparcie kierowane było bezpośrednio do mikro, małych lub średnich przedsiębiorstw. W tym przypadku służyło ono finansowaniu kosztów usług doradczych w zakresie przygotowania dokumentacji i analiz niezbędnych do pozyskania inwestora zewnętrznego o charakterze udziałowym w celu wprowadzenia zmian organizacyjnych, produktowych lub technologicznych o charakterze innowacyjnym⁵.

Uzasadnieniem, które legło u podstaw zaprojektowania III osi priorytetowej POIG, w tym w szczególności wchodzących w jej skład wszystkich instrumentów interwencji (a więc także Działania 3.1 POIG), był zarówno problem luki kapitałowej, jak i pewne doświadczenia wynikające z wdrażania działań wspierających w sferze rozwijania dostępu do inwestycji kapitałowych (realizowane wcześniej, jak i równoległe z programowaniem Działania 3.1 POIG).

Na etapie programowania całej III osi priorytetowej POIG podkreślono, że niska innowacyjność sektora przedsiębiorstw wynika w dużej mierze z braku dostępu do kapitału, w tym kapitału wysokiego ryzyka. Kapitał ten jest kluczowym czynnikiem rozwoju gospodarki opartej na wiedzy, bowiem cechami szczególnymi przedsięwzięć wysoko innowacyjnych jest ich znaczna kapitałochłonność, jak i zawsze towarzyszący im wysoki poziom ryzyka. Jednocześnie, przeprowadzane w tamtym czasie badania (w okresie poprzedzającym perspektywę 2007-2013) jednoznacznie wskazywały na rozległą skalę luki kapitałowej, przejawiającą się w bardzo ograniczonej dostępności kapitałów w przedziale od 0,1/2 mln zł do około 8/10 mln zł⁶. Równocześnie obserwowany w owym czasie rozwój prywatnego rynku funduszy podwyższonego ryzyka wskazywał na postępującą koncentrację inwestycji na późniejszych fazach wzrostu przedsiębiorstw (ekspansja, wykupy i refinansowanie), przy wyraźnie malejącym zainteresowaniu inwestycjami w fazy wczesne.

⁴ <http://poig.parp.gov.pl/index/index/590> [20.10.2017].

⁵ <http://poig.parp.gov.pl/index/index/1318> [20.10.2017].

⁶ Tamowicz P. "Zjawisko luki kapitałowej (equity gap) w gospodarce polskiej, opracowanie na zamówienie Ministerstwa Gospodarki i Pracy, Gdańsk 2005. Kolejne opracowanie dotyczące luki kapitałowej, z 2007 r., uwidocznilo podnoszenie się górnej granicy luki do poziomu ok. 3 / 4 mln euro, na skutek przesuwania się inwestycji kapitałowych w kierunku dużych transakcji (zob. Tamowicz P., Zjawisko equity gap (luka kapitałowa) oraz zapotrzebowanie MSP na finansowanie kapitałem private equity / venture capital. Ekspertyza na zlecenie Ministerstwa Gospodarki i Pracy. Warszawa, październik 2007 r.).

W cyklicznym raporcie Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych (PSIK)⁷ podkreślono, że w połowie pierwszej dekady XXI w. obserwowana była - w całej Europie i w Polsce - tendencja do koncentracji inwestycji kapitałowych na dojrzałych spółkach, co ograniczyło dostępność kapitału na finansowanie wczesnych faz rozwojowych.

Brak szczególnych impulsów rozwojowych (np. odpowiedniej skali wsparcia publicznego, które mogło aktywizować inwestycje) w segmencie inwestycji kapitałowych we wczesne fazy celów inwestycyjnych, spowodował rozwój rynku praktycznie wyłącznie w segmencie inwestycji w fazy dojrzałe i duże wartościowo transakcje (segment *private equity*). Z drugiej strony, ówczesnie w Polsce istniały już pewne doświadczenia z angażowania środków publicznych (w tym docierających do Polski w ramach bilateralnych programów pomocowych) w finansowanie wehikułów inwestycyjnych - uruchomione zostały programy / fundusze inwestycyjne: Caresbac Polska, Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości, Towarzystwo Inwestycji Społeczno-Ekonomicznych (TISE), czy też Podlaski Fundusz Kapitałowy, Lubelski Fundusz Kapitałowy i Łódzki Regionalny Fundusz Inwestycyjny (pierwsze dwa bazujące na środkach brytyjskiego Know-How Fund for Poland, a fundusz łódzki skapitalizowany ze środków programu Phare STRUDER)⁸. Wreszcie, należy wspomnieć o pierwszym chronologicznie programie (o charakterze pilotażowym), bazującym na środkach funduszy strukturalnych UE, dostępnych w Polsce wraz z akcesją, tj. środkach Poddziałania 1.2.3 ("Wspieranie powstawania funduszy kapitału załączkowego typu seed capital") Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (SPO WKP) - środki tego programu Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (jako instytucja wdrażająca Poddziałanie 1.2.3 SPO WKP) przeznaczyła na skapitalizowanie sześciu publiczno- prywatnych funduszy kapitału załączkowego (skapitalizowanych ze środków publicznych i prywatnych w proporcji "pół na pół"). Utworzone z udziałem środków wsparcia Poddziałania 1.2.3 SPO WKP fundusze załączkowe rozpoczęły działania inwestycyjne w 2007 r. Były to wehikuły inwestycyjne utworzone z założeniem koncentracji inwestycyjnej na najwcześniejszych fazach rozwojowych - fazie zasiewu i rozruchu (startu)⁹. Skala tego programu była niewielka, bowiem wielkość kapitalizacji sześciu funduszy załączkowych wynosiła ok. 113 mln zł¹⁰ (w tym 50% środków Poddziałania 1.2.3 SPO WKP)¹¹.

⁷ Yearbook 2005, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Warszawa 2005, s. 23-24, zob. <https://psik.org.pl/pl/aktualnosci-dane/raporty> [20.10.2017] oraz "Central and Eastern Europe Statistics 2007 - An EVCA Special Paper", European Venture Capital Association, PREP Analytics, GLN, 2008, s. 8-9, zob. https://psik.org.pl/images/aktualnosci---statystyki-rynku/cee_survey-2007.pdf [20.10.2017].

⁸ Strategie inwestycyjne tych inwestorów nie były jednak w żaden szczególny sposób ukierunkowane na najwcześniejsze fazy wzrostu celów inwestycyjnych. Przykładowo, zob. "Studium przypadku - Pośrednik finansowy - Fundusz utworzony w okresie przedakcesyjnym - Podlaski Fundusz Kapitałowy Sp. z o.o." [w:] M. Gajewski, J. Szczucki, P. Tamowicz, M. Przybyłowski, R. Kubajek, "Ocena realizacji instrumentów inżynierii finansowej w ramach NSRO 2007-2013", Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2012, s. 109-110.

⁹ M. Gajewski, J. Szczucki (wraz z zespołem badawczym), "Ewaluacja trafności i efektów realizacji Działania 1.2 Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw", Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2009, s. 36. W gronie funduszy załączkowych Poddziałania 1.2.3 SPO WKP, ukierunkowanie na najwcześniejsze fazy rozwojowe miało rzeczywiście miejsce - na koniec 2008 r. ich portfel inwestycyjny zdominowany był przez mikroprzedsiębiorstwa (85%), w większości prowadzących działalność innowacyjną i reprezentujących przemysł wysokich technologii (op. cit., s. 56-57).

¹⁰ Na koniec 2008 r. fundusze załączkowe dokonały inwestycji kapitałowych o wartości ok. 105 mln zł (były to głównie wejścia kapitałowe oraz w niewielkiej skali finansowanie dłużne), M. Gajewski, J. Szczucki, "Ewaluacja trafności i efektów /.../", op. cit., s. 37-38.

Przedstawione powyżej tło inwestycji kapitałowych w Polsce, dotyczących wczesnych faz rozwojowych przedsiębiorstw, uzasadniało uwzględnienie w Programie Operacyjnym Innowacyjna Gospodarka całego komponentu wsparcia inwestycji kapitałowych. Instrumentarium to było na owe czasy bardzo bogate, o wcześniej niespotykanej różnorodności, polegającej na uwzględnieniu instrumentów ukierunkowanych na rozmaite segmenty fazy wczesnego rozwoju, jak i w stosunkowo dużej skali (ponad 309 mln euro środków publicznych, obejmujących wsparcie UE i wkład krajowy, w tym Działanie 3.1 w rozmiarze 193,6 mln euro¹²). Jednocześnie, szczególną pozycję w architekturze wsparcia III osi priorytetowej przypisano Działaniu 3.1, które miało stanowić instrument interwencji w najwcześniejszych fazach rozwojowych celów inwestycyjnych, a więc w obszarze, w którym luka kapitałowa jest najsilniej odczuwana i jest najbardziej ewidentna.

Cele działania 3.1 POIG w oczywisty sposób korespondowały z celami III osi priorytetowej POIG "Kapitał dla innowacji". Przenosząc je na poziom tego Działania będą sprowadzały się do dwóch celów kluczowych, to jest - po pierwsze - tworzenia podaży kapitału inwestycyjnego, z jego przeznaczeniem na inwestycje w spółki będące w bardzo wczesnych etapach rozwoju i jednocześnie opierające swoją działalność na innowacyjnych pomysłach / przedsięwzięciach. Po drugie, realizacja tego celu miała skutkować pojawieniem się nowych, innowacyjnych przedsiębiorstw (spółek). Warto jednak zauważyć, że celem działania było zapewne także ukształtowanie (rozwój) instytucjonalnych struktur inwestycji kapitałowych w Polsce (chodzi tu o pojawienie się nowych podmiotów - pośredników finansowych - pełniących rolę inwestorów). Choć cel ten nie był wyartykułowany wprost, to jednak oczywistym było (w sytuacji słabego rozwoju sektora instytucji inwestycji kapitałowych w Polsce w połowie pierwszej dekady XXI w.), że miał on duże znaczenie, a interwencja z Działania 3.1 służyła również jego realizacji.

Jeśli chodzi o mechanizm operacyjny Działania 3.1 POIG, to w zakres interwencji włączono komponent inkubacyjny, realizowany przez inkubator inwestycyjny (bezpośredniego beneficjenta pozyskującego wsparcie z Działania 3.1 POIG), służący identyfikacji innowacyjnych pomysłów, weryfikacji ich innowacyjności oraz potencjału rynkowego, a także drugi komponent - inwestycyjny - dający inkubatorowi możliwość wejścia kapitałowego (występującemu w tej fazie w roli inwestora kapitałowego) do nowo utworzonej spółki, kapitalizowanej z udziałem pomysłodawcy / pomysłodawców i ewentualnie innych inwestorów oraz rozwijanej na bazie wcześniej wyinkubowanego pomysłu. Ostatecznie, Działanie 3.1 POIG stało się w minionej perspektywie funduszy strukturalnych w Polsce najważniejszym instrumentem wspierania wczesnych faz rozwojowych przedsiębiorstw (spółek) przy wykorzystaniu formy finansowania w postaci wejść kapitałowych. Jego szczególny charakter polegał także na tym, iż dzięki wsparciu powołanych zostało kilkadziesiąt (69) instytucji (inkubatorów inwestycyjnych), które nabyły doświadczenia w inkubowaniu i akceleracji innowacyjnych przedsięwzięć gospodarczych. Nie ulega też wątpliwości, że dostarczone wsparcie doprowadziło do powstania, wcześniej praktycznie nieobecnej, sfery pośredników, oferujących finansowanie najwcześniejszych faz rozwojowych, a także umożliwiło nabycie doświadczeń inwestycyjnych przez liczną kadrę (zespoły zarządzające inkubatorami inwestycyjnymi).

¹¹ Szersze otoczenie, dotyczące okresu wdrażania Działania 3.1 POIG przedstawiamy dalej w niniejszym opracowaniu, w związku z próbą opisu i oceny ekosystemu wspierania start-upów w Polsce i roli Działania 3.1 w kształtowanym ekosystemie.

¹² Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka, op. cit., Załącznik III - Plan finansowy (Tabela nr 1).

2.2 Etapy procesu realizacji wsparcia - układ logiczny interwencji w ramach Działania 3.1 POIG

Zastosowany w Działaniu 3.1 POIG mechanizm wsparcia opierał się na wyborze w drodze konkursowej pośredników finansowych (inkubatorów inwestycyjnych - beneficjentów wsparcia) i dofinansowaniu zgłoszonych przez nie projektów.

Zasady realizacji Działania 3.1, jako jego beneficjentów, dopuszczały jedynie podmioty nie działające w celu osiągnięcia zysku lub przeznaczające zysk na cele zgodne z zadaniami, na które udzielono wsparcia na inicjowanie działalności innowacyjnej, a także posiadające niezbędny potencjał finansowy, techniczny, kadrowy i organizacyjny oraz doświadczenie w zakresie świadczenia usług związanych z wdrażaniem wyników prac badawczo-rozwojowych oraz transferu technologii, a także zapewniające świadczenie usług w ramach inicjowania działalności innowacyjnej przez osoby posiadające kwalifikacje i doświadczenie w zakresie analizy i komercjalizacji rozwiązań innowacyjnych, transferu technologii i dokonywania inwestycji w spółki. Elementy te kształtowały podstawowy zakres kryteriów wyboru w konkursach na projekty inkubatorów inwestycyjnych¹³.

Konstrukcja operacyjna każdego dofinansowanego projektu musiała obejmować dwuetapowy proces transferu wsparcia na poziom odbiorców ostatecznych (zob. Schemat 2 - kolejna strona). Mianowicie, proces ten przebiegał w następujący sposób:

- 1) Na etapie 1 inkubator inwestycyjny przeprowadzał nabory innowacyjnych pomysłów¹⁴. Następnie, pomysły te były selekcjonowane w celu wyboru tych z nich, które wstępnie oceniane były jako posiadające potencjał rynkowy. Wyselekcjonowane pomysły (ocenione pozytywnie) poddawane były inkubacji, która obejmowała szereg działań (szkoleniowych, doradczych, mentorskich), których celem było dokonanie ostatecznej walidacji pomysłu, jako nadającego się do wdrożenia (w fazie tej dokonywana była ocena innowacyjności rozwiązania, przeprowadzana była ocena wykonalności ekonomiczno-finansowej i rynkowej przedsięwzięcia). Pozytywny wynik procesu inkubowania (w ocenie inkubatora inwestycyjnego) był warunkiem przejścia do drugiego etapu wsparcia tj. inwestycji. Warunek ten miał charakter normatywny - wynikał bezpośrednio z regulacji dotyczących Działania 3.1 POIG, uzależniających realizację wejścia kapitałowego od potwierdzenia ekonomicznej zasadności prowadzenia działalności gospodarczej opartej na rozwiązaniu innowacyjnym,

¹³ Szczegółowe zasady realizacji Działania 3.1 uregulowano w Rozporządzeniu Ministra Rozwoju Regionalnego w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013 z dnia 7 kwietnia 2008 r. (Dz.U. Nr 68, poz. 414 z późn. zm.), zastąpione następnie przez Rozporządzenie Ministra Infrastruktury i Rozwoju w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013 z dnia 18 czerwca 2014 r. (Dz.U. z 2014 r. poz. 854; zm.: Dz. U. 2016 r. poz. 765 (dalej akt cytowany jako Rozporządzenie Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 18 czerwca 2014 r.).

¹⁴ Inkubatory inwestycyjne miały swobodę w organizacji własnych szczegółów operacyjnych. Przykładowo, niektóre z nich stosowały podejście, polegające na naborach pomysłów realizowanych w sposób ciągły. Spotykane były także przypadki naborów realizowanych cyklicznie (np. raz do roku - w ustalonym okresie). Przykłady czterech stosowanych rozwiązań organizacyjnych (inkubatory inwestycyjne: InQube Sp. z o.o., Trinity Adventure Sp. z o.o., TechnoBoard Sp. z o.o., Miasteczko Multimedialne Sp. z o.o.) opisano w załączniku 1 do "Ewaluacji tematycznej Działania 3.1 POIG pn. Inicjowanie działalności innowacyjnej - ocena efektywności i skuteczności Działania 3.1 POIG", PAG Uniconsult, Warszawa 2010, s. 80-116.

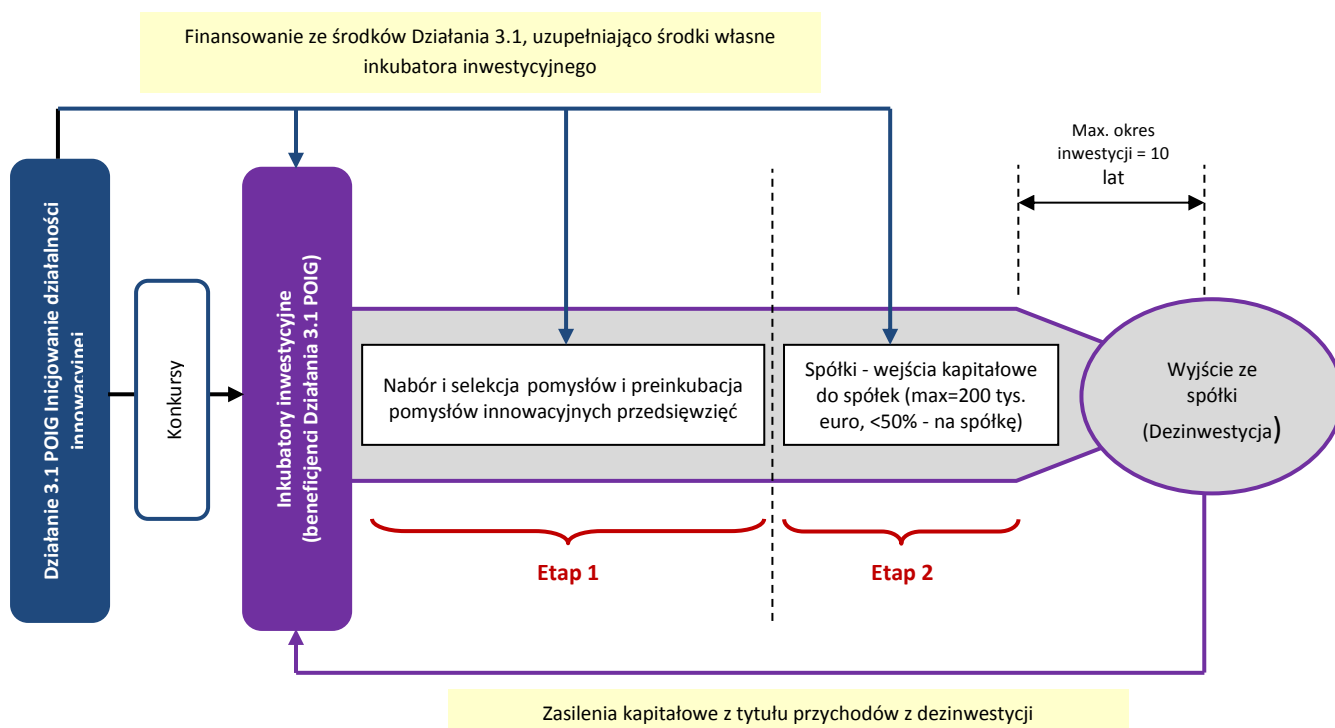
wskazującej na prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku przez spółkę, w którą planował zainwestować inkubator¹⁵.

W sytuacji obopólnego zainteresowania pomysłodawcy i inkubatora inwestycyjnego podejmowane były negocjacje w sprawie ustalenia umowy inwestycyjnej i utworzenia spółki z udziałem inkubatora i pomysłodawcy.

Pozytywny wynik negocjacji prowadził do etapu 2, przy czym, realizacja etapu drugiego uzależniona była od zgody Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości na realizację wejścia kapitałowego przez inkubator inwestycyjny.

- 2) Etap 2. sprowadzał się do zawiązania spółki oraz jej skapitalizowania, w oparciu o wkład gotówkowy ze strony inkubatora inwestycyjnego oraz wkład pomysłodawcy / pomysłodawców, ewentualnie innych inwestorów. Szczegóły określone były zwykle w umowie inwestycyjnej, regulującej wzajemne zobowiązania wspólników w zakresie kapitalizacji, prowadzenia spraw spółki, nadzoru i ustalenia kamieni milowych jej rozwoju, określonych na podstawie biznes planu (wypracowanego w ramach etapu preinkubacji).

Schemat 2. Mechanizm wsparcia w Działaniu 3.1 POIG "Inicjowanie działalności innowacyjnej"



Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentacji programowe POIG

Zasady realizacji Działania 3.1 POIG, dotyczące procesów preinkubowania innowacyjnych przedsięwzięć i inwestowania w spółki je realizujące, dopuszczały nabywanie lub obejmowanie przez inkubatory inwestycyjne udziałów (akcji) w tworzonych spółkach maksymalnie do równowartości w złotych kwoty 200 tys. euro. Udział inkubatora inwestycyjnego w kapitale założycielskim spółki musiał

¹⁵ § 10 ust. 5 Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 18 czerwca 2014 r.

być niższy niż 50%¹⁶. Ustalono także, że zaangażowanie kapitałowe inkubatora inwestycyjnego w spółce powstałej w wyniku działań preinkubacyjnych, w którą inkubator zainwestował, nie może trwać dłużej niż 10 lat (maksymalny okres na przeprowadzenie dezinwestycji)¹⁷.

Zgodnie z logiką interwencji Działania 3.1 POIG, wsparcie otrzymywane przez inkubatory mogło być wykorzystywane na finansowanie działań preinkubacyjnych oraz prace przygotowawcze związane z rozpoczęciem działalności gospodarczej opartej na rozwiązaniu innowacyjnym, czyli przygotowanie wejścia kapitałowego (etap 1). Jeśli chodzi o te działania, to obowiązywała zasada, że mogło być na nie przeznaczone maksymalnie 50% wsparcia pozyskanego przez inkubator¹⁸. W rzeczywistości, w poszczególnych projektach inkubatorów inwestycyjnych podział budżetu (a co za tym idzie podział dofinansowania na część inkubacyjną / przygotowawczą i inwestycyjną) był rozmaity co do zakresu merytorycznego i skali - wynikał z koncepcji działalności inkubatora przedstawionej we wniosku o dofinansowanie. Tym niemniej, co do zasady, zakres działań preinkubacyjnych i przygotowujących wejście kapitałowe obejmował: identyfikację i selekcję pomysłów, badanie / sprawdzenie stopnia innowacyjności przedsięwzięcia, weryfikacja "czystości" prawnej (własności intelektualnej), przeprowadzenie analiz rynkowych, opracowanie biznes planów, studiów wykonalności, inne prace przygotowawcze związane z rozpoczęciem działalności gospodarczej. Wydatki na realizację tych działań klasyfikowane były w ramach szerszej kategorii zarządzania dofinansowanym projektem.

2.3 Historia wdrażania Działania 3.1 POIG

W ramach Działania 3.1 POIG przeprowadzono 4 nabory wniosków. W tabeli poniżej prezentujemy podstawowe informacje, dotyczące poszczególnych naborów.

Tabela 2. Podsumowanie naborów wniosków w ramach Działania 3.1 POIG

Nabór	Data rozpoczęcia i zakończenia naboru	Alokacja	Liczba złożonych wniosków	Wartość wnioskowanego dofinansowania	Liczba umów	Wartość przyznanego dofinansowania
1.	16.06-31.07.2008 r.	33 mln euro	12	151,4 mln zł	10	147,1 mln zł
2.	23-30.03.2009 r.	154,9 mln zł	41	599,5 mln zł	16	228,1 mln zł
3.	08-11.03.2010 r.	53,4 mln zł	69	610,7 mln zł	21	189,8 mln zł
4.	29.04-24.05. 2013 r.	100 mln zł	108	930,4 mln zł	31	266,6 mln zł
RAZEM:		-	230	2 285,8 mln zł	78	831,6 mln zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych na stronie internetowej Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości

Jak widać, z wyjątkiem pierwszego naboru wniosków o dofinansowanie (co zapewne można wytłumaczyć brakiem przygotowania znacznej części potencjalnych wnioskodawców do ubiegania się o wsparcie) zainteresowanie otrzymaniem wsparcia było bardzo duże. Od drugiego do czwartego naboru wartość wnioskowanego dofinansowania przekraczała pierwotnie dostępną alokację nawet 11-krotnie (trzeci nabór). Przy czym, w ramach każdego z naborów (oprócz pierwszego z nich)

¹⁶ § 11 ust. 2 pkt 18 Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 18 czerwca 2014 r.

¹⁷ § 10 ust. 4 Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 18 czerwca 2014 r.

¹⁸ § 11 ust. 4 Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 18 czerwca 2014 r.

zwiększono alokację (celem było umożliwienie zawarcia większej liczby umów) i wartość przyznanego dofinansowania w przypadku trzeciego naboru wynosiła aż 350% pierwotnej alokacji.

Jednocześnie w ramach trzech pierwszych konkursów o otrzymaniu dofinansowania decydowała faktycznie - dla wniosków spełniających kryteria formalne i zerojedynkowe kryteria merytoryczne – data złożenia wniosku, składane wnioski nie były w żaden sposób rankingowane ze względu na kryteria merytoryczne punktowane.

Sytuacja ta zmieniła się w ramach ostatniego naboru wniosków, gdy wprowadzono 8 nowych kryteriów merytorycznych fakultatywnych (punktowanych), zaprezentowanych w poniższej tabeli¹⁹.

Tabela 3. Lista kryteriów merytorycznych punktowanych, wprowadzonych w 4 naborze wniosków w ramach Działania 3.1 POIG

Lp.	Nazwa kryterium	Opis	Punktacja (skala, wartości skrajne)
1	Wnioskodawca zapewnia odpowiedni procentowy udział wydatków na wejścia kapitałowe.	Preferowane były projekty zapewniające większy udział wydatków na wejścia kapitałowe, kosztem wydatków na preinkubację.	0-20 punktów, minimum 0 punktów dla projektów przewidujących do 80% wydatków na wejścia kapitałowe, maksimum 20 punktów dla projektów przewidujących ponad 95% wydatków na wejścia kapitałowe.
2	Wnioskodawca zapewnia własne środki finansowe w wydatkach kwalifikowanych.	Preferowano projekty o większym udziale własnych, prywatnych środków finansowych w całości wydatków kwalifikowanych.	0-10 punktów - 0 dla projektów o udziale środków własnych / prywatnych do 5%, 10 punktów dla projektów o udziale środków własnych / prywatnych powyżej 10%.
3	Wnioskodawca zapewnia udział podmiotu prywatnego w roli ko inwestora na etapie wejścia kapitałowego.	Preferowano projekty, w ramach których prywatni koinwestorzy obejmą udziały lub akcje o wartości przynajmniej odpowiadającej wartości 10% łącznej wielkości wkładu kapitałowego wniesionego w nowopowstałe innowacyjne	0-10 punktów - udział koinwestorów spełniających ten warunek w nie więcej niż 20% ogólnej liczby wejść kapitałowych – 0 punktów, udział powyżej 50% - 10 punktów.

¹⁹ Zmiany te były zapewne wynikiem ocen, wskazujących na duży udział w projektach wydatków na działania, których następstwem nie były realne inwestycje (dyskusyjne efekty preinkubacji) oraz niewielki udział kapitału prywatnego na poziomie poszczególnych projektów. Zmiany miały więc na celu przede wszystkim zwiększenie udziału wydatków na finansowanie wejść kapitałowych, zwiększenie własnego zaangażowania finansowego beneficjentów, których projekty miałyby uzyskać dofinansowanie, jak i zapewnienie udziału w projektach działających już funduszy VC lub sieci aniołów biznesu (czynniki te uwzględniono w kryteriach merytorycznych punktowanych, przyznając im łącznie 35% wagi w ramach wprowadzonych, nowych kryteriów - chodzi tu o prezentowane w tabeli kryteria nr 1, 2 i 7. W rezultacie, w ostatnim naborze wniosków z 2013 r. udział środków na "zarządzanie projektem" (nie służących kapitalizacji spółek) był znacznie mniejszy, a czasami wręcz śladowy. Poza tym, w naborze 4 dokonano pewnych zmian w innych kryteriach - np. zmieniono opis wymagań, dotyczących potencjału kadrowego wnioskodawcy (do tego zagadnienia nawiązujemy dalej w treści niniejszego opracowaniu, uznając je za ważny element konstrukcji Działania 3.1 POIG, wobec przyjmowanych w tym zakresie standardów w programach wspierających w innych, analizowanych przez nas krajach (podrozdział 6.2.2 - analiza benchmarkingowa).

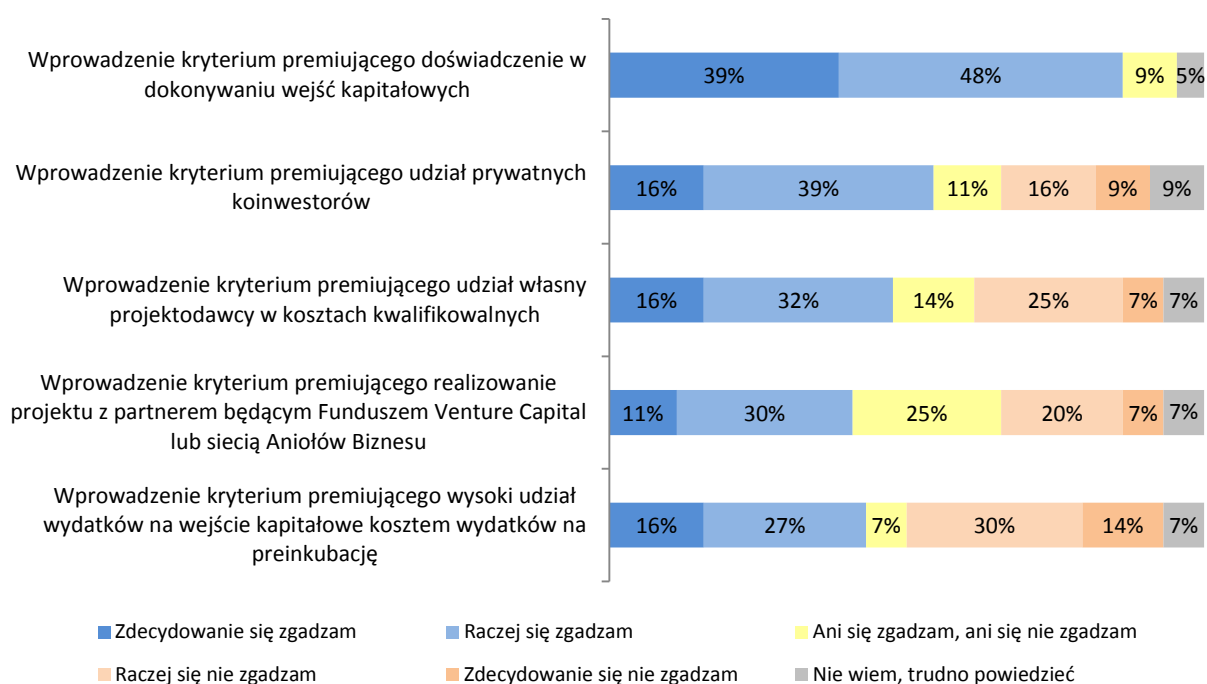
Lp.	Nazwa kryterium	Opis	Punktacja (skala, wartości skrajne)
		przedsiębiorstwo przez Wnioskodawcę (inkubator inwestycyjny).	
4	Wnioskodawca zapewnia wsparcie w ramach preinkubacji dla projektów z obszarów specjalizacji.	Preferowane było wsparcie w ramach preinkubacji w następujących obszarach: <ul style="list-style-type: none"> – biotechnologia, – medycyna, – OZE / Ochrona środowiska, – chemia i – inne. 	0-25 punktów, po 5 punktów za deklarację wspierania celów inwestycyjnych w każdym z obszarów.
5	Wnioskodawca posiada doświadczenie w dokonywaniu wejść kapitałowych.	Preferowani byli wnioskodawcy posiadający doświadczenie rozumiane jako liczba dokonanych inwestycji w spółki poza zorganizowanym systemem obrotu za kwotę nie niższą niż 100 tysięcy zł na każde wejście kapitałowe.	0-10 punktów, do dwóch wejść - 0 punktów, powyżej czterech - 10 punktów.
6	Wnioskodawca ma siedzibę i koncentruje swoją działalność w województwie, w którym projekty w ramach działania 3.1 są realizowane przez określoną liczbę beneficjentów.	Preferowane były projekty zgłaszane przez beneficjentów mających swe siedziby w regionach o niskim nasyceniu beneficjentami Działania 3.1.	0-10 punktów. W województwie znajduje się siedziba więcej niż dwóch podmiotów dofinansowanych z Działania 3.1 PO IG - 0 pkt. W województwie nie ma siedziby żaden podmiot dofinansowany z Działania 3.1 PO IG - 10 punktów.
7	Wnioskodawca realizuje projekt z partnerem będącym funduszem venture capital lub siecią aniołów biznesu.	Preferowane były projekty realizowane w partnerstwie z takimi podmiotami.	0-5 punktów. Brak partnera - 0 punktów; partner będący funduszem kapitałowym lub siecią aniołów biznesu - 5 pkt.
8	Wnioskodawca prowadzi preferowany charakter działalności.	Preferowane były projekty składane przez określone, specyficzne typy wnioskodawców.	Wnioskodawca będący inkubatorem przedsiębiorczości, parkiem naukowo-technologicznym, parkiem przemysłowym, centrum transferu technologii, akceleratorem technologii - 10 punktów, wnioskodawca będący podmiotem działający na rzecz innowacyjności - 5 punktów, inny podmiot - 0 punktów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: „Przewodnik po kryteriach wyboru finansowanych operacji w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka 2007-2013”, Ministerstwo Gospodarki, Instytucja Pośrednicząca Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, Departament Funduszy Europejskich Warszawa, kwiecień 2013 r.

Wprowadzenie kryteriów punktowanych zostało generalnie ocenione dosyć pozytywnie, ze względu na możliwość wyboru potencjalnie najlepszych projektów i najbardziej doświadczonych wnioskodawców. Jak się wydaje, szczególnie pozytywnie należy oceniać wymogi (obecnie dosyć oczywiste), dotyczące preferowania wkładu prywatnego oraz posiadania odpowiednich koinwestorów.

W niniejszym badaniu zapytano przedstawicieli inkubatorów inwestycyjnych o opinię na temat najważniejszych zmian w kryteriach oceny. Za wyjątkiem kryterium, premiującego doświadczenie wnioskodawcy w dokonywaniu wejść kapitałowych, opinie respondentów były zróżnicowane. Odpowiedzi w tej sferze prezentujemy na poniższym wykresie.

Rysunek 1. Opinie przedstawicieli inkubatorów inwestycyjnych o zmianach dokonanych w ramach IV naboru wniosków – udział osób popierających nowe kryteria merytoryczne



Źródło: badanie CAWI beneficjentów, N=44

Jak wynika z wyżej prezentowanych danych, stosunkowo największe kontrowersje wzbudziło preferowanie wnioskodawców, którzy maksymalizowali wydatki na wejście kapitałowe, kosztem wydatków na preinkubację (największa liczba stanowisk "raczej się nie zgadzam" i "zdecydowanie się nie zgadzam" z takim rozwiązaniem). O ile bowiem faktycznie, dzięki wysokiemu limitowi wydatków na preinkubację (50%), w wykorzystywaniu tych środków mogły pojawiać się pewne nieprawidłowości, to dość krytycznie trzeba ocenić to, że najwyżej oceniano w ramach tego kryterium projekty zakładające udział wydatków na preinkubację poniżej 5%²⁰ (pierwsze kryterium merytoryczne fakultatywne). W rezultacie mogło dojść do sytuacji, że do finansowania rekomendowane były wnioski o bardzo niskim poziomie wydatków na preinkubację (to z kolei

²⁰ Niestety, PARP nie publikowała list rankingowych z punktacją uzyskaną przez poszczególne wnioski, stąd też nie jest możliwe przeanalizowanie tego, jaki był faktyczny udział wydatków na preinkubację w ramach podpisanych w czwartym naborze umów (i szerzej, które z nowych kryteriów odegrały największą rolę selekcyjną).

stawiało w sprzeczności z logiką interwencji Działania, która to przypisywała pierwszorzędne znaczenie etapowi preinkubacji - co najmniej równorzędne z etapem inwestycyjnym, a w dalszym rezultacie mogło to skutkować skupianiem inwestycji na przedsięwzięciach o niższym poziomie ryzyka²¹). Konsekwencją funkcjonowania tego kryterium mogło być bardziej ograniczone, niż w poprzednich naborach, przygotowanie pomysłodawców do wdrażania swoich pomysłów / przedsięwzięć, jak i mniejsza liczba preinkubowanych projektów²².

Nie wydaje się niestety możliwe dokonanie precyzyjnej oceny ex post wpływu tego kryterium (i zapewne spowodowanego w jego wyniku ograniczenia skali usług w ramach prowadzonych inkubacji) na szanse przetrwania na rynku utworzonych spółek z co najmniej 3 powodów:

- Od rozpoczęcia realizacji projektów w ramach ostatniego naboru upłynęły niecałe cztery lata (gros projektów rozpoczynało się pod koniec 2013 i w początku 2014 roku), podczas gdy w przypadku projektów wybranych w ramach pierwszego naboru jest to siedem do ośmiu lat i odpowiednio nieco krócej w przypadku dwóch kolejnych naborów. Stąd też tego typu analiza (i towarzyszące jej porównania) byłaby bardzo utrudniona.
- W okresie realizacji projektów następowały znaczne zmiany w sytuacji gospodarczej i tempie wzrostu PKB. Stąd też spółki zakładane w różnych momentach czasowych miały zapewne różne szanse na przetrwanie z powodów makroekonomicznych. Analogicznie, różna była zapewne szansa na pozyskanie udziałowców w kolejnych rundach finansowania.
- O ile zmniejszenie wydatków na preinkubację mogło mieć niekorzystny wpływ na współczynnik przeżywalności spółek, to już inne nowo wprowadzone kryteria oceny mogły mieć wpływ zdecydowanie korzystny; w szczególności dotyczyć to może kryteriów związanych z zapewnieniem udziału własnego, a także wykorzystaniu koinwestorów. Oba te kryteria powinny co do zasady prowadzić do większej ostrożności w wyborze celów inwestycyjnych, a zatem zapewne lepszej przeżywalności dokapitalizowanych spółek.

Badani przedstawiciele inkubatorów inwestycyjnych zdecydowanie korzystnie ocenili tylko wprowadzenie kryterium, dotyczącego premiowania doświadczenia w realizacji wejść kapitałowych - 87% zdecydowanie lub raczej popiera jego wprowadzenie. Stosunkowo korzystnie oceniono także kryterium dotyczące nagradzania projektów realizowanych z udziałem prywatnych inwestorów - takie rozwiązanie pozytywnie oceniło prawie 55% badanych, z kolei negatywną opinię miało 25% badanych. Najbardziej dyskusyjne w oczach respondentów było wspomniane wcześniej kryterium dotyczące wydatków na preinkubację wobec wydatków na wejścia kapitałowe - miało ono dokładnie

²¹ Ogólnie, bardziej standardowych, przedmiotowo lepiej znanych / rozpoznanych i o niższym poziomie ryzyka - z uwagi na mniejszą ilość środków kierowanych na finansowanie procesu preinkubacji.

²² Za ciekawy przykład, ilustrujący te uwagi, może posłużyć przypadek jednego z inkubatorów, który utworzony został (w oparciu o środki pochodzące z ostatniego naboru wniosków w Działaniu 3.1 POIG) przez jeden z prywatnych funduszy VC. Inkubator ten miał w zamyśle miał działać na terenie jednego z województw Polski Wschodniej (projekt realizowany był w latach 2014-2015). W toku projektu inkubator przeanalizował ok. 460 pomysłów. Z grupy tej pełną preinkubację przeszły 33 projekty, spośród których wybrano 15 i w które ostatecznie zainwestowano (stopa selekcji była więc stosunkowo wysoka, a liczba preinkubacji umiarkowana). W przypadku 5 spółek ich siedziby zlokalizowane zostały w stolicy województwa, ale pozostałe były już rozrzucone na terenie całego kraju) - zob. „Analiza zasadności zastosowania poszczególnych form finansowania projektów w ramach I osi priorytetowej <Przedsiębiorcza Polska Wschodnia> PO PW 2014-2020 - Etap 1”, PAG Uniconsult / IMAPP, Warszawa, luty 2017.

tyle samo zwolenników, co przeciwników (w obu przypadkach po 44%, pozostałe osoby nie miały w tej sferze zdecydowanego zdania).

Należy tu jednocześnie zauważyć, że w ostatnim naborze w Działaniu 3.1 POIG podjęto próbę ukierunkowania branżowego / sektorowego działalności inkubacyjnej i inwestycyjnej beneficjentów wsparcia (nie występującego wcześniej, poza ogólnym ukierunkowaniem preinkubacji i inwestycji kapitałowych na "innowacyjność"). Mianowicie, do zestawu kryteriów merytorycznych fakultatywnych wprowadzono wcześniej nie istniejące kryterium "obszarów specjalizacji" potencjalnego inkubatora inwestycyjnego (Tabela 3, kryterium nr 4). W kryterium tym wskazano kilka branż / sektorów, w których (bez wątplenia) oczekiwać można pojawiania się wysoce innowacyjnych pomysłów. Kryterium to funkcjonowało w ten sposób, że za każdą wskazaną we wniosku branżę / sektor przyznawane było 5 punktów do maksimum wynoszącego 25 (25% wagi oceny w ramach wszystkich kryteriów merytorycznych fakultatywnych). Znaczenie tego rozwiązania pomniejszała nieco możliwość wskazania jakiegokolwiek innej dziedziny specjalizacji, za co również przysługiwało 5 pkt. Zatem, waga jednoznacznie określonych obszarów specjalizacji wynosiła 20 pkt (20% na łącznej ocenie merytorycznej fakultatywnej).

3 Wpływ Działania 3.1 POIG na nowo powstałych przedsiębiorców

3.1 Charakterystyka beneficjentów i odbiorców ostatecznych

Zgodnie ze Szczegółowym Opiszem Osi Priorytetowych Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka oraz odpowiednim rozporządzeniem regulującym zasady jego wdrażania²³ wsparcie w ramach Działania 3.1 mogło być udzielone podmiotowi działającemu na rzecz innowacyjności, który spełniał łącznie następujące warunki²⁴:

- nie działał w celu osiągnięcia zysku lub przeznacza zysk na cele zgodne z zadaniami, na które udzielono wsparcia na inicjowanie działalności innowacyjnej,
- posiadał niezbędny potencjał finansowy, techniczny, kadrowy i organizacyjny oraz doświadczenie w zakresie świadczenia usług związanych z wdrażaniem wyników prac badawczo-rozwojowych oraz transferu technologii,
- zapewniał świadczenie usług objętych wsparciem przez osoby posiadające niezbędne kwalifikacje i doświadczenie w zakresie analizy i komercjalizacji rozwiązań innowacyjnych, transferu technologii oraz dokonywania inwestycji w spółki sektora mikroprzedsiębiorców, małych lub średnich przedsiębiorców,
- zobowiązał się (między innymi) do przeznaczenia wpływów pochodzących ze zbycia akcji lub udziałów w spółce nabytych uprzednio ze środków wsparcia oraz z udziału w zyskach tej spółki, na dalsze inicjowanie działalności innowacyjnej zgodnie z umową o udzielenie wsparcia.

Powyższe warunki nie były nadmiernie wygórowane, a jedynym trudniejszym do spełnienia był wymóg nie działania w celu osiągnięcia zysku (co zresztą poniekąd było sprzeczne z ideą całego Działania, bowiem mogło skutecznie ograniczać chęć pozyskiwania wsparcia przez podmioty prowadzące komercyjną działalność inwestycyjną, które bez wątplenia stanowią trzon instytucjonalnego systemu inwestycji kapitałowych²⁵). Wymóg ten pośrednio preferował także osoby prawne, które z definicji nie działają dla zysku, czyli fundacje i stowarzyszenia, faktycznie jednak wśród beneficjentów Działania była bardziej znacząca liczba tylko tych pierwszych. Wprowadzenie tego wymogu było związane z dążeniem do eliminacji problemu udzielania pomocy publicznej dla samego inkubatora inwestycyjnego. W sytuacji braku takiego wymogu mogłoby się okazać, że w przypadku wielu inkubatorów wsparcie w ramach Działania 3.1 POIG miałoby charakter niedozwolonej pomocy publicznej. Poza tym, warto też pamiętać, że w momencie projektowania i w czasie wdrażania Działania 3.1 POIG obowiązywały odmienne, znacznie bardziej restrykcyjne niż

²³ Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 18 czerwca 2014 r.

²⁴ Prezentujemy tylko kluczowe przepisy.

²⁵ Angażowanie własnego kapitału w realizację projektu, który w takiej sytuacji nie tworzy bazy kapitałowej do generowania zysku z inwestycji kapitałowych i jego podziału pomiędzy właścicieli wehikułu inwestycyjnego jest oczywiście bardzo dyskusyjne (tym bardziej, że jak wspomnieliśmy wcześniej, w czwartym naborze wniosków o wsparcie wprowadzono kryterium premiujące podmioty oferujące wkład własny do realizacji wspieranego projektu inicjowania działalności innowacyjnej). Z drugiej jednak strony okazało się, że w czwartym naborze wniosków pojawiła się znaczna liczba beneficjentów (inwestorów prywatnych). Oznacza to, że odpowiednio dostosowały one swoje strategie inwestycyjne do tego wymogu, traktując utworzony w ramach Działania inkubator inwestycyjny, jak wehikuł, który może przygotowywać (generować) projekty, które następnie będą mogły stać się celami inwestycyjnymi innych funduszy (np. odrębnie zarządzanych przez podmiot pozyskujący wsparcie na realizację projektu w ramach Działania 3.1 POIG).

obecnie przepisy, dotyczące pomocy publicznej, dlatego też wsparcie udzielane spółkom-celom inwestycyjnym realizowane było w ramach pomocy de minimis; w chwili obecnej w ramach art. 22 Rozporządzenia o wyłączeniach grupowych (GBER)²⁶ można byłoby udzielać start-upom takiego wsparcia w wysokości do 800 tysięcy euro, a firmom innowacyjnym nawet do 1,6 mln euro.

Proces inkubacji i inwestycji kapitałowych stanowiący istotę Działania 3.1 POIG realizowany był w ramach 77 umów dofinansowania, zawartych z inkubatorami inwestycyjnymi w rezultacie rozstrzygnięcia czterech naborów wniosków o dofinansowanie. Zadaniem inkubatorów było identyfikowanie innowacyjnych rozwiązań (projektów biznesowych), dokonywanie oceny ich potencjału rynkowego, prowadzenie – dla wybranych projektów - prac przygotowawczych prowadzących do rozpoczęcia działalności gospodarczej oraz dokonywanie wejść kapitałowych (inwestycja kapitałowa), polegających na objęciu w nowo tworzonej podmiocie tytułów własności. Inkubatory musiały dysponować zapleczem technicznym i organizacyjnym adekwatnym do skali i zakresu prowadzonej inkubacji oraz zespołem o odpowiednich kwalifikacjach w zakresie komercjalizacji rozwiązań innowacyjnych, transferu technologii i dokonywania inwestycji kapitałowych w przedsiębiorstwa.

Średnia całkowita²⁷ wartość projektu (dofinansowanego inkubatora) wyniosła ok. 11,3 mln zł., a wartość uzyskanego dofinansowania ok. 10,8 mln zł. Z rozkładu statystyk zaprezentowanych w dalszej przedstawionej tabeli wynika, że populacja inkubatorów była bardzo niejednorodna. Znaczne zróżnicowanie wartości kwartyła pierwszego w stosunku do trzeciego sygnalizuje, że inkubatory różniły się pomiędzy sobą wielkością zarządzanych środków. Około 25% inkubatorów dysponowało środkami w wysokości co najmniej 13,2 mln zł; równocześnie tyle samo inkubatorów zarządzało kapitałem nie większym niż 8,8 mln zł. Jeden z utworzonych inkubatorów był blisko 9-razy mniejszy niż inkubator największy (23,4 mln zł)²⁸.

Najwięcej inkubatorów uruchomiono w regionach tradycyjnie uznawanych za bardzo silne pod względem przedsiębiorczości. 15 inkubatorów powstało na Mazowszu, po 10 w województwach Dolnośląskim i Wielkopolskim; 9 utworzono w Małopolsce, a 7 na Śląsku. Żaden inkubator nie został utworzony w województwie opolskim²⁹. Łącznie inkubatory z trzech województw, gdzie ich liczba była największa dysponowały środkami w wysokości 400,6 mln zł (łącznie realizowanych projektów), co stanowiło ok. 44,8% całkowitej wartości wszystkich dofinansowanych projektów.

Utworzone inkubatory inwestycyjne afiliowane były przy 69 podmiotach (beneficjenci), na których spoczywał obowiązek zarządzania nimi (prowadzenie inkubacji i realizacja wejść kapitałowych), z których można wyodrębnić 64 podmioty bez powiązań kapitałowych³⁰. Populacja ta była dość zróżnicowana. Generalnie można tu wyróżnić dwie następujące podgrupy:

²⁶ Rozporządzenie Komisji (UE) NR 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu.

²⁷ Łącznie w kwocie kosztów kwalifikowanych i niekwalifikowanych.

²⁸ Na wartość pierwszego kwartyła i tym samym powstanie znacznego zróżnicowania pomiędzy inkubatorami na pewno miało wpływ ograniczenie dopuszczalnej wielkości projektu, tj. kwoty dofinansowania w naborach z roku 2010 i 2013 (nie więcej niż 10 mln zł).

²⁹ Ponieważ w Działaniu 3.1 POIG nie było ograniczeń terytorialnych dla działalności inkubatorów projekty z takiego regionu mogły bez przeszkód trafiać np. do regionów ościennych (gdzie inkubatory funkcjonowały).

³⁰ Liczba podmiotów uwzględnia nie tylko podmioty reprezentujące tę samą organizację, ale również podmioty powiązane kapitałowo i osobowo. Analiza bazowała na podstawie wniosków o dofinansowanie oraz powiązań

- 1) Najliczniejszą stanowiły różnego rodzaju instytucje otoczenia biznesu. Podmiotów takich było łącznie 41. Występowały one w różnych formach organizacyjnych (stowarzyszenia, fundacje, spółki prawa handlowego) prowadząc zróżnicowaną działalność usługową na rzecz sektora mikro, małych i średnich firm (doradztwo, szkolenia, działalność informacyjna), w wielu przypadkach nieodpłatną (finansowaną głównie ze środków publicznych). W grupie tej znalazły się takie instytucje, jak parki przemysłowe (np. Bełchatowsko-Kleszczowski Park Przemysłowo-Technologiczny, Krakowski Park Technologiczny), parki naukowo-technologiczne (np. Poznański Park Naukowo-Technologiczny, Wrocławski Park Technologiczny), organizacje zawodowe i izby gospodarcze (Krajowa Izba Gospodarcza, FSNT NOT), a także organizacje działające na rzecz rozwoju regionalnego i lokalnego (np. Małopolska Agencja Rozwoju Regionalnego, Instytut Karpacki). Praktycznie wszystkie z tych podmiotów w przeszłości nie miały do czynienia z inwestycjami kapitałowymi; natomiast nieliczne, takie jak np. Polska Fundacja Przedsiębiorczości, funkcjonowały na rynku usług finansowych dla MSP (pożyczki, poręczenia). Pod zarządem tych instytucji znalazło się łącznie (całkowita wartość projektów) ok. 570,21 mln zł, w tym 551,24 mln dofinansowania publicznego (odpowiednio 66% całkowitej wartości projektów i 64,7% dofinansowania publicznego)³¹.
- 2) Druga grupa to podmioty stricte biznesowe. Z analizy bazy danych udostępnionej przez Zamawiającego, przeglądu stron www poszczególnych beneficjentów oraz wniosków o dofinansowanie wynika, że podmiotów tego typu było co najmniej 21. W grupie tej znalazły się zarówno spółki utworzone ad hoc³² przez osoby fizyczne w celu złożenia wniosku o dofinansowanie, jak i firmy obecne na rynku już od dłuższego czasu. W tym drugim przypadku 5 podmiotów można uznać za specjalizujące się w inwestycjach kapitałowych; 12 innych to rodzaj butiku inwestycyjnego (połączenie działalności doradczej i inwestycyjnej). Pozostałe podmioty prowadziły inną działalność usługową. Omawiana tu grupa 21 podmiotów biznesowych zarządzała ok. 36% wszystkich środków zgromadzonych w inkubatorach (w tym ok. 35% dofinansowania publicznego). Warto zresztą zauważyć, że podmioty stricte biznesowe (prywatne) z dużym opóźnieniem zainteresowały się możliwościami stwarzanymi przez Działanie 3.1 POIG. W naborach z 2008 i 2009 roku powstały tylko 3 inkubatory będące w zarządzie prywatnych podmiotów; w ostatnim z naborów takich podmiotów było już 17.

13 instytucji bezpośrednio oraz poprzez podmioty powiązane prowadziło więcej niż jeden inkubator – łącznie 29 takich instytucji. Największą aktywność wykazała tu poznańska spółka inwestycyjna SpeedUp (4 inkubatory); 9 instytucji otoczenia biznesu utworzyło łącznie 19 inkubatorów.

kapitałowo-osobowych zidentyfikowanych w KRS. Tego typu metodyka umożliwiła eliminację podmiotów dysponujących tym samym doświadczeniem inwestycyjnym i zaklasyfikowanie ich do jednej ze wskazanych dalej kategorii.

³¹ Na podstawie danych PARP.

³² W niektórych przypadkach także w grupie instytucji otoczenia biznesu tworzono dedykowaną spółkę ubiegającą się o dofinansowanie z Działania 3.1. Takich podmiotów jednakże nie klasyfikowaliśmy jako biznesowe. Rozstrzygająca tu była rola podmiotu-matki.

Tabela 4. Podstawowa statystyka dofinansowanych inkubatorów (w zł)

Statystyka	Wartość projektu ogółem	Wydatki kwalifikowane	Uzyskane dofinansowanie
Średnia	11 306 469,14	11 146 195,31	10 808 465,45
Mediana	10 025 968,03	9 965 404,00	9 802 799,85
Kwartyl 1	8 813 212,46	8 729 088,91	8 437 027,91
Kwartyl 3	13 175 751,21	12 842 977,31	12 842 977,31
Wartość max	23 423 879,04	23 423 879,04	23 423 879,04
Wartość min	2 509 922,00	2 509 922,00	2 442 500,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych udostępnionych przez PARP

W rezultacie przeprowadzonych 4 naborów wniosków beneficjentami Działania stały się następujące rodzaje osób prawnych:

Tabela 5. Beneficjenci Działania 3.1 POIG w podziale na typy osób prawnych

Typ osoby prawnej	Liczba beneficjentów	Liczba realizowanych projektów
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością	44	47
Fundacja	11	14
Spółka akcyjna	9	11
Organizacja samorządu gospodarczego lub zawodowego	2	2
Stowarzyszenie	1	1
Szkoły wyższe	1	1
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością spółka komandytowo-akcyjna	1	1
RAZEM	69	77

Źródło: Opracowanie własne na podstawie zestawienia umów o dofinansowanie KSI SIMIK 2007-2013, Ministerstwo Rozwoju (dane na 31.12.2016 r.). Lista nie obejmuje 2 beneficjentów, z którymi zostały rozwiązane umowy.

Jak widać, wśród beneficjentów dominowały spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, fundacje i spółki akcyjne. Faktycznie jednak, zróżnicowanie beneficjentów, jeżeli chodzi o ich doświadczenia w prowadzeniu działalności, polegającej na inkubowaniu nowych przedsięwzięć i realizacji wejść kapitałowych były bardzo znaczne. Dużą grupę beneficjentów stanowiły:

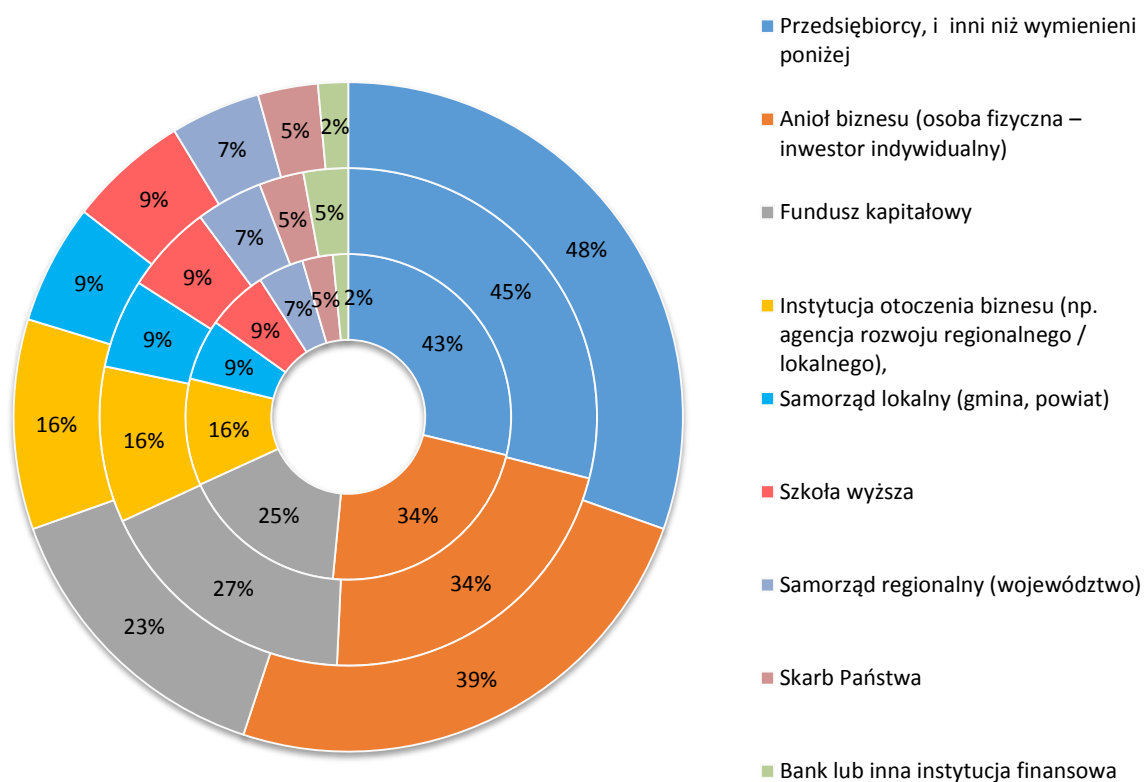
- Parki naukowo-technologiczne lub instytucje prowadzące takie parki (9 podmiotów).
- Agencje rozwoju regionalnego (6 podmiotów).
- Instytucje prowadzące inkubatory technologiczne lub akademickie inkubatory przedsiębiorczości (5 instytucji).

Generalnie, doświadczenie beneficjentów wsparcia w realizacji inwestycji kapitałowych było dosyć ograniczone. W okresie przed realizacją Działania 3.1 POIG (a także pozostałych działań w ramach III Osi Priorytetowej POIG) ze środków publicznych były wdrażane bardzo nieliczne programy wsparcia mające na celu wspieranie inwestycji kapitałowych, przede wszystkim były to tzw. regionalne

fundusze inwestycyjne, utworzone w ramach przedakcesyjnego programu Phare STRUDER w województwach łódzkim i katowickim oraz Poddziałanie 1.2.3, realizowane w ramach Sektorowego Programu Operacyjnego Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw 2004-2006. Niektóre agencje rozwoju regionalnego (np. Agencja Rozwoju Pomorza SA) miały też doświadczenia inwestycyjne wynikające z prowadzenia inwestycji kapitałowych w innych sektorach niż sektor firm rozpoczynających działalność, doświadczenia te były odpowiednio wykorzystywane w ramach realizacji projektów w Działaniu 3.1 POIG.

Jeżeli chodzi o właścicieli poszczególnych inkubatorów inwestycyjnych (odpowiednio udziałowców, akcjonariuszy, członków i fundatorów), to poniżej prezentujemy wykres, pokazujący występowanie określonego typu podmiotów w gronie właścicieli poszczególnych instytucji – beneficjentów Działania. Jak widać w trakcie realizacji projektów częstość występowania poszczególnych typów instytucji - co do zasady - nie ulegała większym, znaczącym zmianom.

Rysunek 2. Występowanie określonych typów podmiotów, jako udziałowców / fundatorów / członków inkubatorów inwestycyjnych



Źródło: badanie CAWI beneficjentów, n=44. Poszczególne okręgi reprezentują odpowiednie momenty czasowe: wewnętrzny - bezpośrednio przed rozpoczęciem realizacji projektu w ramach Działania 3.1 POIG, środkowy - w momencie zakończenia realizacji projektu w ramach Działania 3.1 POIG i zewnętrzny - w momencie realizacji badania (październik 2017 r.). Wartości nie sumują się do 100%, gdyż każdy respondent wskazywał w swojej odpowiedzi wszystkie typy udziałowców / fundatorów / członków występujące w jego instytucji.

Analizując występowanie określonych typów podmiotów jako współwłaścicieli inkubatorów inwestycyjnych, można wskazać na następujące prawidłowości:

- Wśród właścicieli inkubatorów najczęściej występowały przedsiębiorcy, których nie można przypisać do kategorii aniołów biznesu, funduszy kapitałowych, instytucji otoczenia biznesu, czy też instytucji finansowych - występowali oni w 43%-48% badanych instytucji.
- Bardzo znacząca była także rola prywatnych inwestorów - aniołów biznesu. W czasie realizowanego przez nas badania byli oni współwłaścicielami w przypadku 39% inkubatorów.
- Znaczącym „graczem” w analizowanych podmiotach były także fundusze kapitałowe, reprezentowane jako współwłaściciel w przypadku około jednej czwartej inkubatorów.

Ze względu na różnorodność form prawnych w jakich działały inkubatory inwestycyjne nie analizujemy tego, jacy są faktycznie ich właściciele (w sensie wielkości posiadanych udziałów); tego typu analizy są bardzo łatwe w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, ale znacznie trudniejsze w przypadku spółek akcyjnych, a w zasadzie niemożliwe w przypadku fundacji, czy stowarzyszeń.

Przedstawiciele inkubatorów zapytaliśmy także, czy przed rozpoczęciem rozmów o realizacji wejścia kapitałowego mieli jakieś kontakty z pomysłodawcami w ramach projektu. Ze względu na to, że poszczególne instytucje współpracowały z wieloma pomysłodawcami, pytaliśmy jak często występowały określone sytuacje. Wyniki te przedstawia tabela poniżej.

Tabela 6. Współpraca z wnioskodawcami o wejścia kapitałowe przed realizacją projektów

	Nasza instytucja stale współpracowała z pomysłodawcą	Nasza instytucja incydentalnie współpracowała z pomysłodawcą	Przedstawiciele naszej instytucji znali pomysłodawcę, ale z nim nie współpracowaliśmy	Nie znaleźliśmy pomysłodawcy, ani w żaden sposób z nim nie współpracowaliśmy
Sytuacja nie występowała	43%	41%	30%	7%
Bardzo rzadko	20%	23%	25%	7%
Raczej rzadko	18%	18%	23%	5%
Przeciętnie	5%	11%	18%	11%
Raczej często	2%	7%	5%	9%
Bardzo często	11%	0%	0%	61%
RAZEM:	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: badanie CAWI beneficjentów, n=44

Jak widać, częste występowanie danej sytuacji (komórki oznaczone niebieską czcionką) dotyczy praktycznie tylko braku jakichkolwiek związków i kontaktów z pomysłodawcą przed realizacją projektu w ramach Działania 3.1 (jako na częstą lub na bardzo często występującą taką sytuację wskazuje 70% badanych)³³. Z kolei bliska znajomość i współpraca występowała często tylko w przypadku niecałych 13% badanych. Widać zatem wyraźnie (pamiętając przy tym, że badani opisują sytuacje, które mogły mieć miejsce nawet 6, czy 7 lat temu), że znaczącą większość pomysłodawców tworzyły osoby bez wcześniejszych powiązań / kontaktów z inkubatorem. Pytanie, dotyczące kontaktów z inkubatorami (przed rozpoczęciem procesu inkubacji), zadano również pomysłodawcom.

³³ Badania jakościowe, choć oczywiście na bazie ograniczonej liczby wywiadów, w zasadzie potwierdzają wyniki badań ilościowych.

Uzyskane odpowiedzi z ich strony w znacznej mierze potwierdzają powyższe wyniki. Mianowicie, ok. 58% pomysłodawców poinformowało, że kontakty takie nie występowały³⁴ (40%, że występowały; ok. 2% stanowiły odpowiedzi „Nie wiem / nie pamiętam”, n=239).

Interesujących danych dostarcza także analiza branż, w których działały spółki - cele inwestycyjne inkubatorów, przedstawiona poniżej. Klasyfikacja branży opiera się na danych PARP.

Tabela 7. Odbiorcy ostateczni Działania 3.1 POIG (cele inwestycyjne) w podziale na poszczególne branże

Branża działalność spółki - celu inwestycyjnego inkubatora	Liczba spółek	Udział spółek z danej branży
Technologie informacyjno-komunikacyjne (ICT)	543	44,3%
Portale internetowe	181	14,8%
Medycyna	86	7,0%
Produkcja urządzeń hi-tech	51	4,2%
Biotechnologia	43	3,5%
Przemysł/Budownictwo	42	3,4%
Edukacja	27	2,2%
Chemia	24	2,0%
Media/rozrywka	25	2,0%
Odnawialne źródła energii	21	1,7%
Energetyka	17	1,4%
Ochrona środowiska	10	0,8%
Lotnictwo	8	0,7%
Elektronika	2	0,2%
Inne branże	60	4,9%
Brak danych o branży	86	7,0%
RAZEM	1 226	100%

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy danych PARP.

Jak widać, wśród spółek prawie połowę (44,3%) stanowiły firmy działające w branży ICT, czyli technologii informacyjnych i komunikacyjnych, a kolejną dużą grupę stanowiły firmy opracowujące lub prowadzące portale internetowe (14,8%). Ograniczona grupa firm reprezentowała branżę medyczną (7%), a także produkcję urządzeń wysokiej techniki (ok. 4%).

Przedstawiona powyżej koncentracja branżowa inwestycji inkubatorów wydaje się być w dużej mierze zrozumiała. Szeroko rozumiane projekty informatyczne nie wymagają bowiem przeważnie kosztownych inwestycji w środki trwałe, stąd też w wielu przypadkach wydają się wykonalne w limitach inwestycji przewidzianych w Działaniu 3.1 (równowartość 200 000 euro, faktycznie jednak znaczna część wejść kapitałowych była wyraźnie niższa). Takie ukierunkowanie inwestycji było też rezultatem wybieranych do inkubacji pomysłów oraz decyzji inkubatorów o gotowości inwestowania

³⁴ Pytanie, do którego tu nawiązujemy, umożliwiało jedynie na wskazanie odpowiedzi „Tak” lub „Nie” (i standardowe „Nie pamiętam / nie wiem”).

w określone przedsięwzięcia (co ostatecznie warunkowały wyniki negocjacji umów inwestycyjnych z pomysłodawcami, którzy we współpracy z inkubatorami dopracowywali swoje pomysły na etapie inkubacji³⁵). Jak wynika z badań jakościowych (z inkubatorami i pomysłodawcami) większość projektów dotyczyła różnorodnych zastosowań technologii informacyjno-komunikacyjnych. Przedsięwzięcia te były preferowane głównie z uwagi na ich stosunkowo niską kapitałochłonność oraz prawdopodobieństwo szybkiego zwrotu (przykładowo, np. w biotechnologii inwestycje wymagają dużych nakładów inwestycyjnych, a ich okres zwrotu jest zdecydowanie dłuższy). Takie ukierunkowanie inwestycji było też warunkowane trendami rynkowymi³⁶, a także stosunkowo większą znajomością tego rynku przez zespoły zarządzające inkubatorami. Ponadto, poza ostatnim naborem nie było preferencji dotyczących dziedzin inwestowania.

Zatem, inwestycje inkubatorów skoncentrowały się na niezwykle konkurencyjnych rynkach i w dziedzinach, w których mamy do czynienia z ciągłym skracaniem się cyklu życia produktów. Naturalnie, powodowało to obecność w portfelach przedsięwzięć obarczonych wysokim ryzykiem rynkowym.

Do innych interesujących informacji (wynikające z badania ilościowego pomysłodawców w spółkach), charakteryzujących cele inwestycyjne inkubatorów, należą:

- zmiany, zachodzące w składzie udziałowców spółek – celów inwestycyjnych inkubatorów,
- współpraca spółek ze sferą badawczo-rozwojową oraz
- informacja o terytorialnym zasięgu działania (rynków działania). Poniżej przedstawiamy odnośne wyniki badania.

Jeśli chodzi o zmiany zachodzące w strukturze udziałowców (Rysunek 3), to widoczne jest zmniejszanie się (choć wciąż skala zmian nie jest znacząca) udziału inkubatorów inwestycyjnych (jest to zrozumiały efekt zachodzących procesów dezinvestycji) oraz pierwotnych pomysłodawców. Liczba tych dwóch grup udziałowców maleje na rzecz innych typów inwestorów, szczególnie osób fizycznych nie będących pierwotnymi pomysłodawcami (aniołów biznesu) oraz funduszy VC. Charakterystyczne są także bardzo niewielkie zmiany (in plus) obecności w spółkach inwestorów branżowych.

Aktywność badawczo-rozwojowa spółek (Rysunek 4) mierzona współpracą z podmiotami zewnętrznymi lub określonymi działaniami w tej sferze (aktywność patentowa) jest umiarkowana. Spółki najczęściej prowadzą taką działalność samodzielnie. Natomiast stosunkowo dobrze wypada aktywność patentowa (w zakresie ochrony na poziomie krajowym i międzynarodowym).

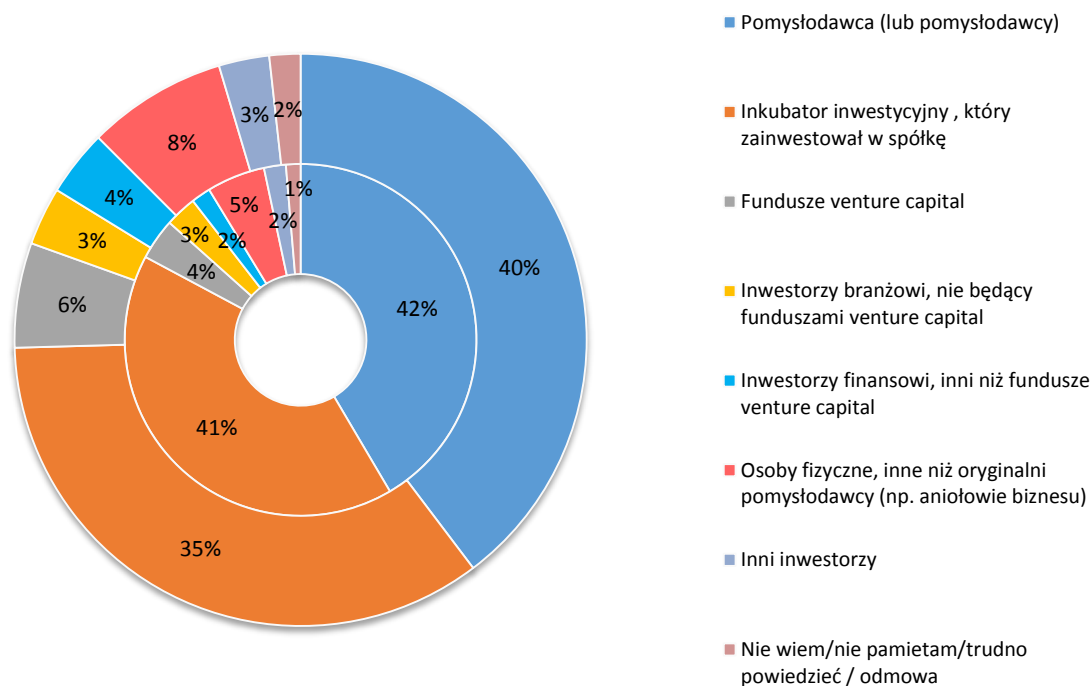
Zakres terytorialny działania spółek (Rysunek 5) jest zróżnicowany, przy czym przeważa aktywność na rynku krajowym (bardzo rzadko – tylko regionalnym). Deklaracje respondentów wskazują jednak na

³⁵ Zaangażowanie pomysłodawców na etapie inkubacji, jak i wejścia kapitałowego było bardzo powszechne (masowe). Z badania CATI/CAWI z pomysłodawcami wynika, że prawie 93% badanych zaangażowana była w sprawy rozwoju pomysłów (inkubacja), jak negocjowanie warunków inwestycji i tworzenia spółek.

³⁶ Inwestycje w branży ICT były i są nadal głównym polem aktywności inwestorów kapitałowych. Jak wynika z danych EVCA, w latach 2007-2014 w Polsce w projekty ICT zaangażowano od 16% do ok. 45% wszystkich kapitałów na rodzimym rynku VC; w Europie sytuacja była podobna - inwestycje w tej dziedzinie osiągały 40% udziału. Jeśli zatem chodzi o selekcję pomysłów przez inkubatory, to odzwierciedlał się tu raczej pewien trend, a nie zachowania oportunistyczne (na podstawie ewaluacji "Efektywność systemu funduszy venture capital wspartych przez KFK S.A. ze środków POIG, 2007-2013", PAG Uniconsult, Taylor Economics, Warszawa 2017 (w opracowaniu, s. 35).

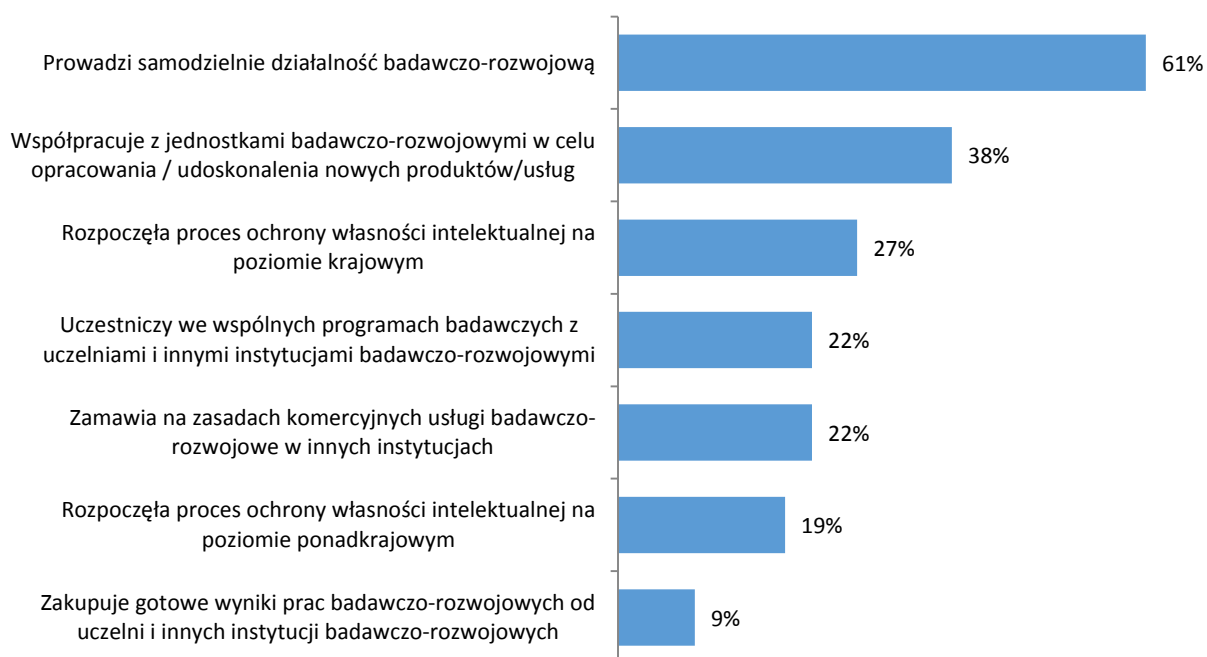
często występującą działalność realizowaną poza granicami kraju (jej skala jest jednak ograniczona, na co z kolei wskazują informacje o wielkości realizowanej sprzedaży – por Rysunek 16).

Rysunek 3. Zmiany składu udziałowców w spółkach



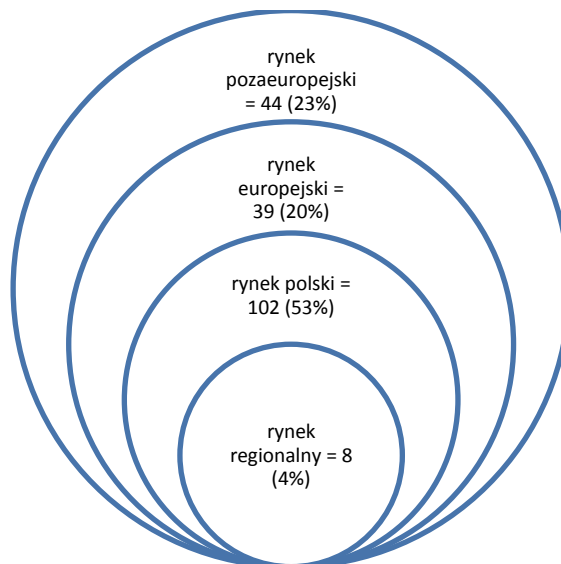
Źródło: badanie CAWI pomysłodawców, n=193. Poszczególne okręgi reprezentują odpowiednie momenty czasowe: wewnętrzny – na dzień utworzenia spółki (liczba udziałowców = 448) i zewnętrzny – na dzień 30 czerwca 2017 r. (liczba udziałowców = 456).

Rysunek 4. Aktywność badawczo-rozwojowa spółek (możliwość wskazania wielu dziedzin aktywności)



Źródło: badanie CAWI pomysłodawców, n=193.

Rysunek 5. Terytorialny zakres działania spółek (obsługiwane rynki)

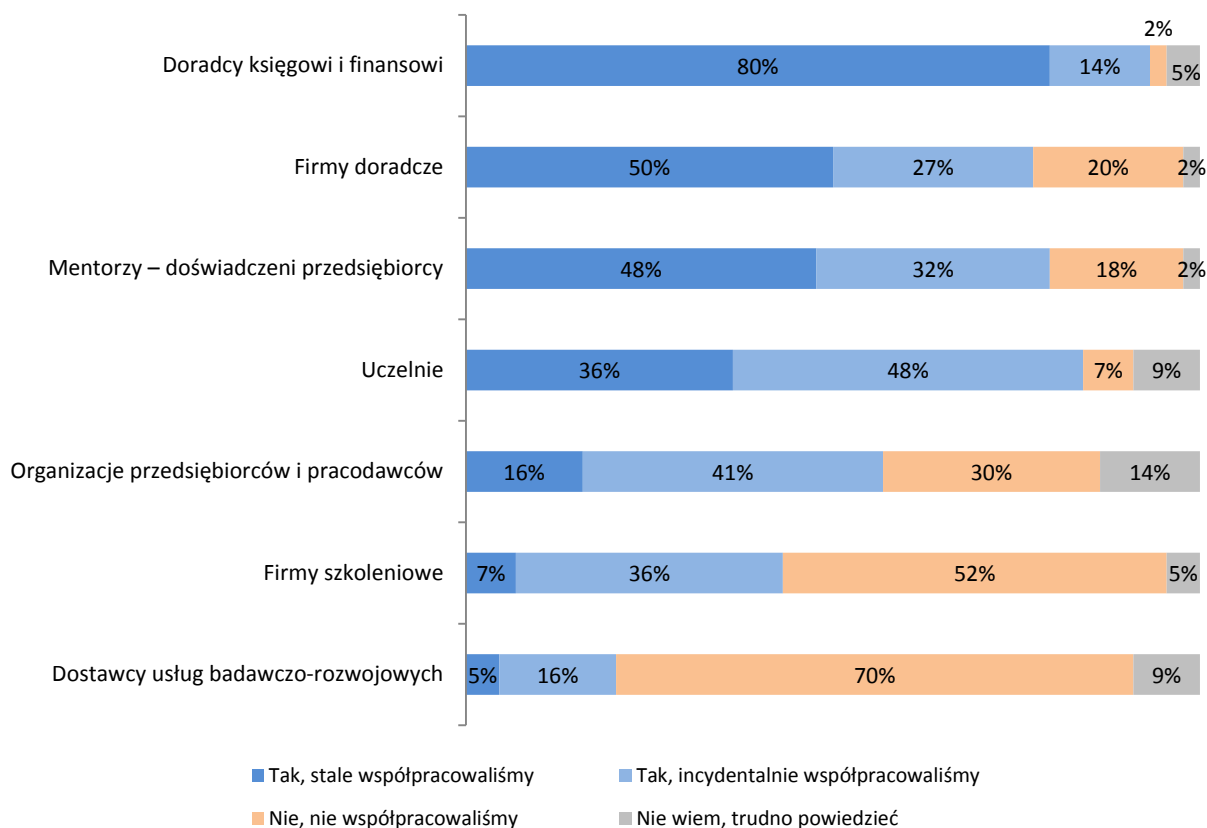


Źródło: badanie CAWI pomysłodawców, n=193.

3.2 Zakres działań i usług preinkubacyjnych

Na pierwszym etapie realizacji projektów w Działaniu 3.1 POIG, obejmującym inkubację pomysłów, inkubatory inwestycyjne podejmowały działania realizowane w celu weryfikacji wykonalności przedsięwzięcia, dopracowania modelu biznesowego i przygotowania wejścia kapitałowego do spółki. Częściowo działania te wykonywane były przez personel inkubatora inwestycyjnego, jednak zakres prac był zwykle ograniczony i sprowadzał się głównie do formułowania ocen wstępnych oraz - w szerszym zakresie - konstruowania założeń finansowych przedsięwzięcia i umowy inwestycyjnej. Inne aktywności, np. związane z badaniem innowacyjności pomysłu, potencjału rynkowego przedsięwzięcia i konkurencji, a także pomoc w dopracowaniu strony techniczno-technologicznej przedsięwzięcia i opracowanie biznes planu (w tym planu operacyjnego), zapewniane były przez inkubator poprzez podmioty zewnętrzne, współpracujące z inkubatorami w ramach realizowanych przez nie projektów. Z badania CAWI z inkubatorami inwestycyjnymi wynika, że w celu realizacji działań w ramach etapu inkubacji korzystano z usług rozmaitych instytucji. Na rysunku poniżej przedstawiamy ich listę wraz z informacją o częstotliwości korzystania z ich usług.

Rysunek 6. Z jakimi podmiotami zewnętrznymi, świadczącymi usługi doradcze, informacyjne i szkoleniowe i jak często współpracowaliście Państwo w trakcie realizacji projektu/ów ramach Działania 3.1 POIG?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

Informacje płynące od inkubatorów wskazują, że kluczowe znaczenie miała, najczęściej występująca, współpraca z doradcami księgowymi i finansowymi oraz firmami doradczymi (wywiady bezpośrednie z zarządzającymi inkubatorami wskazują, że współpraca z firmami doradczymi dotyczyła głównie wykonywania analiz ekonomiczno-finansowych / opracowywania planów finansowych). Było tak, gdyż główny nacisk w fazie preinkubacji kładziony był na kwestie analizy ekonomiczno-finansowej przedsięwzięcia, przygotowanie biznes planu oraz związane z tym analizy rynkowe (najczęściej sporządzane w ścisłej współpracy z wnioskodawcą, który w ten sposób - co należy oceniać za słuszne - pozostawał aktywnie zaangażowany w ocenę i konfigurację strony finansowej i marketingowej swojego pomysłu). Zdaniem niektórych zarządzających inkubatorami, analizy rynkowe dokonywane w fazie oceny wykonalności przedsięwzięcia bywały jednak niewystarczające (podobnie wypowiadali się również niektórzy pomysłodawcy - była to jednak mniejszość respondentów wywiadów indywidualnych). Braki te, występujące w początkowym okresie spółki, powodowały konieczność zmian w biznesplanach; generalnie okazywało się, że rynek jest bardziej konkurencyjny niż przewidywano - skutkowało to mniejszymi niż zakładane przychodami oraz opóźnieniem ich pojawiania się. Sytuacje takie powodowały konieczność redukcji kosztów. Za interesujące należy uznać pojawiające się stanowiska (wypowiadane przez niektórych zarządzających inkubatorami), iż z obecnej perspektywy (doświadczeń zebranych w toku wdrażania projektów Działania 3.1 POIG) należałoby położyć znacznie większy nacisk na kształtowanie modeli biznesowych oraz ocenę

skalowalności rynkowej przedsięwzięć, tj. analizowanie szczegółowo pod tym kątem i ostatecznie koncentrowanie inwestycji na pomysłach, które wykazują znaczny (a co najmniej ponad krajowy / europejski) potencjał rozwojowy tj. są zdolne w miarę szybko funkcjonować na szerszym rynku niż rynek krajowy).

Powyższy obraz dopełnia również dość często występująca współpraca z mentorami, czyli doświadczonymi przedsiębiorcami, angażowanymi przez inkubatory głównie w celu weryfikacji wykonalności pomysłów, oceny przedsiębiorczych predyspozycji pomysłodawcy oraz pracy z pomysłodawcą nad dopracowaniem jego pomysłu biznesowego. Jak wynika z wywiadów z zarządzającymi, był to ważny czynnik, podnoszący skuteczność preinkubacji, jednak stosunkowo trudniej dostępny (w przypadku wielu inkubatorów realna dostępność odpowiedniej klasy mentorów była jednak ograniczona, z uwagi na brak mentorów, szczególnie w sferze technologicznej³⁷).

Znaczenie pozostałych grup podmiotów współpracujących w procesie preinkubacji (rodzaje częstotliwości korzystania z ich usług) było już mniejsze, choć oczywiście, w indywidualnych przypadkach mogło również okazywać się ważne. Można tu zwrócić choćby uwagę na stosunkowo często wskazywaną współpracę ze szkołami wyższymi, dotyczącą dopracowywania strony techniczno-technologicznej poszczególnych pomysłów (wyrobów, usług) - stałą współpracę zadeklarowało 36% inkubatorów. W ramach tego elementu, w przypadku znaczącej grupy większości inkubatorów, współpraca miała charakter incydentalny (48% wskazań). Oznacza to jednocześnie, że przynajmniej pewna część pomysłów miała charakter techniczny / technologiczny, a możliwość pozyskania usług w tym zakresie przez pomysłodawców (dzięki ofercie inkubatora) stanowiła na pewno określoną wartość dodaną. Z drugiej strony, na co wskazują stanowiska niektórych pomysłodawców zebrane w trakcie wywiadów jakościowych (nie były to jednak stanowiska powszechne), ten element nie był jednak szczególnie mocną stroną procesu inkubacji. W wielu sytuacjach brakowało potencjału w tym zakresie. Inkubator zwykle nie dysponował własnymi specjalistami, a możliwość korzystania ze specjalistów zewnętrznych okazywała się jednak ograniczona. Było to wynikiem ogólnego ukierunkowania branżowego inkubatorów tj. akceptacji do procesu inkubacji pomysłów z różnych sfer (co wymagało podejmowania / utrzymywania współpracy z wieloma jednostkami o odpowiednim profilu) oraz trudności w aktywizowaniu szkół wyższych jako jednostek doradczych świadczących usługi w sferze działania inkubatorów.

Często, zgłaszający pomysły reprezentowali wysoki poziom wiedzy techniczno-technologicznej, co oznaczało, że dodatkowe wsparcie, którego mogli oczekiwać musiało być najwyższej klasy. Ostatecznie jednak, ten element sprawiał mniejsze problemy (z uwagi na znajomość rzeczy po stronie pomysłodawców) wobec kwestii badania i oceny potencjału rynkowego nowego wyrobu / usługi, która to ocena była zawsze oczekiwana i pożądana (np. weryfikacja chłonności rynku i jego zasięgu, konkurencja innych produktów / usług, benchmarking wobec innych produktów) i oczywiście miała pierwszorzędne znaczenie, nawet większe w przypadku inkubatora niż pomysłodawcy (ostatecznie

³⁷ Z badań innych instrumentów wsparcia (Polski Most Krzemowy) wynikają podobne wnioski - ograniczona dostępność mentorów branżowych / technologicznych. Z drugiej strony, współpraca z mentorem zwykle okazywała się bardzo korzystna dla rozwoju firmy.

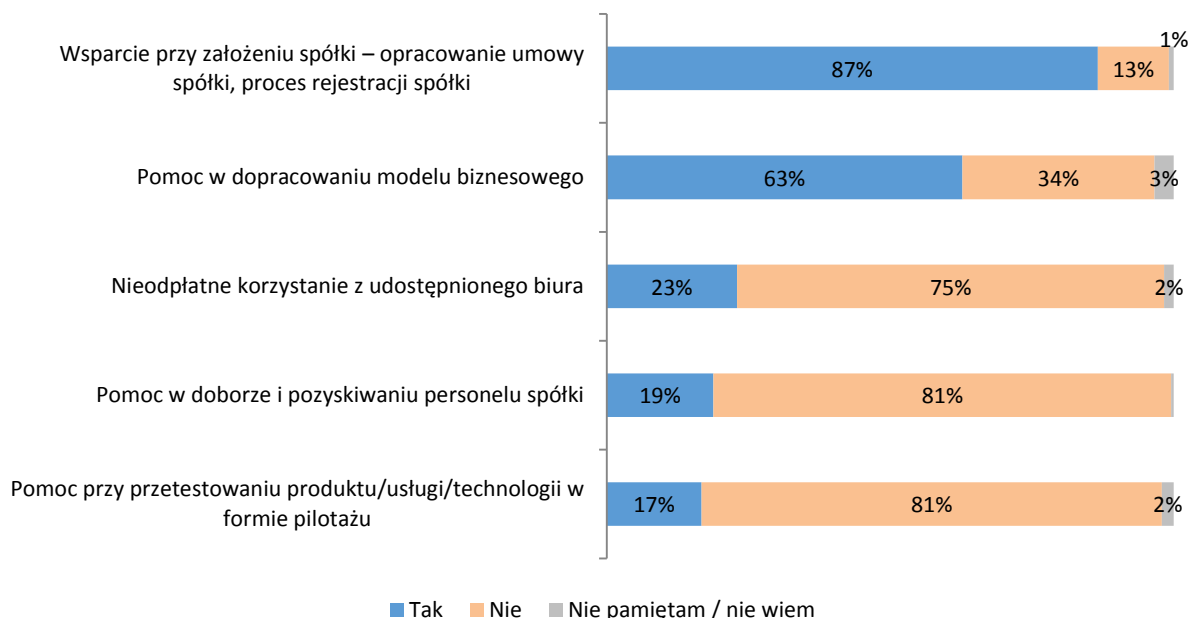
bowiem, to inkubator był podmiotem oferującym wkład pieniężny, a więc ponoszącym realne ryzyko finansowe³⁸).

Jeśli chodzi o stanowiska artykułowane przez pomysłodawców, dotyczące korzystania z usług inkubatorów inwestycyjnych na etapie inkubacji (Rysunek 4), to najczęściej zwracano uwagę na korzystanie z:

- usług związanych z zakładaniem spółek (konstruowaniem umów / statutów i rejestracją) - tego rodzaju wsparcie wykorzystywało 87% pomysłodawców,
- usług w dotyczących opracowywania modelu biznesowego inkubowanego pomysłu (63% respondentów).

W ramach tych dwóch dziedzin wsparcia merytorycznego pomysłodawcy pozyskiwali usługi, zarówno od personelu kluczowego inkubatora inwestycyjnego, jak i podmiotów zewnętrznych (dostęp do ich usług zapewniał inkubator, najczęściej były to podmioty z nim współpracujące). Natomiast pomysłodawcy znacznie rzadziej wskazywali na korzystanie z usług w sferze techniki / technologii, dotyczącej nowych produktów (blisko 17%) oraz w obszarze doradztwa / wsparcia przy pozyskiwaniu personelu (prawie 19%). Część pomysłodawców poinformowała również o korzystaniu obiektów biurowych, zapewnianych nieodpłatnie przez inkubator (23%). Częstość korzystania z ww. usług rozkładała się proporcjonalnie pomiędzy branżami, których dotyczyły pomysły. Najczęściej były to dziedziny: technologii informacyjno-komunikacyjnych, przemysłu, medycyny i zdrowia oraz usług innych niż finansowe.

Rysunek 7. Czy w ramach wsparcia świadczonego przez inkubator inwestycyjny korzystaliście Państwo z następujących typów wsparcia?

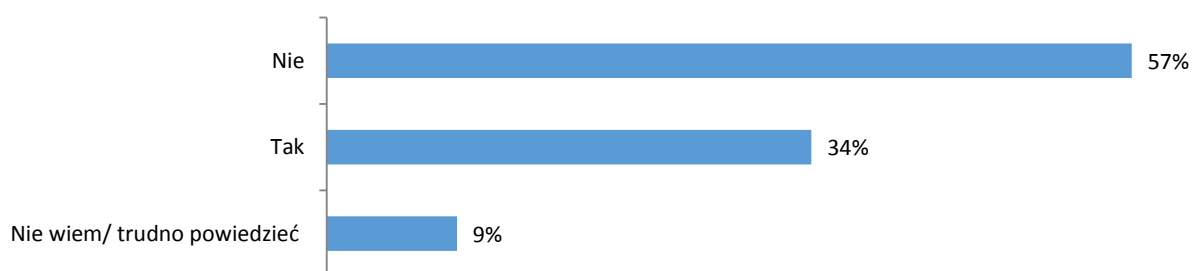


³⁸ Jak wymownie ujął to jeden z respondentów wywiadów indywidualnych (członek zespołu zarządzającego jednego z inkubatorów): "/.../ pomysł pomysłem, bywają mniej lub bardziej interesujące, mniej lub bardziej ryzykowne, z mniejszym lub większym potencjałem, zresztą w trakcie wdrażania bardzo często są znacznie modyfikowane, ale to ostatecznie, rzeczywiste i najbardziej namacalne ryzyko ponosimy my, inwestując konkretne pieniądze, nawet jeśli są to "tylko" pieniądze publiczne". Jest to pogląd bardzo trafny i trudno jest z nim dyskutować.

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=239

Okazuje się, że dla nieznacznej większości pomysłodawców wskazane powyżej dziedziny wsparcia były wystarczające (stanowisko takie wyraziło 57% pomysłodawców). Trzeba jednak zauważyć, że pojawiła się również grupa opinii przeciwnych, jak oceniamy, stosunkowo liczna (34%).

Rysunek 8. Czy, Pana(i) zdaniem, na etapie inkubacji powinno zostać zaoferowane jeszcze inne dodatkowe wsparcie, poza tym, z którego skorzystano?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=239

Powyższe dane oznaczają, że istniała grupa pomysłodawców, którzy odczuwali braki w ofercie inkubacyjnej, wskazując równocześnie jakie dziedziny wsparcia powinny zostać udoskonalone lub, o które powinna zostać rozszerzona oferta inkubacyjna.

Z uwagi na znaczenie zagadnienia "pojemności" oferty inkubacyjnej oraz wysokiego odsetka wskazujących na potrzebę doskonalenia oferty inkubacyjnej, respondenci poproszeni zostali o wskazanie, o jakie dziedziny oferta inkubacyjna powinna zostać wzbogacona lub też, w jakich obszarach należałoby ją udoskonalić. W odpowiedzi na to pytanie, badani pomysłodawcy sformułowali 93 wskazania³⁹. Można je przydzielić do kilku grup tematycznych, zaprezentowanych na kolejnym rysunku.

³⁹ Pomijamy jedno wskazanie, dotyczące zwiększenia wielkości kapitału, który mógł zainwestować inkubator.

Rysunek 9. Czy, Pana(i) zdaniem, na etapie inkubacji powinno zostać zaoferowane jeszcze inne dodatkowe wsparcie? (poza tym, z którego skorzystano)?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, liczba wskazań = 93

Z powyższego zestawienia wynika, że za niewłaściwe (a jednocześnie brakujące) wsparcie uznaje się przede wszystkim usługi, prowadzące do dopracowania modelu biznesowego oraz obejmujące pomoc w nawiązywaniu kontaktów biznesowych i docieraniu do potencjalnych klientów. Jednocześnie, z danych zaprezentowanych wcześniej wynika, że z pomocy w dopracowaniu modelu biznesowego skorzystało 63% pomysłodawców. Jednak, spośród nich ok. 41% wskazuje, że wsparcie to nadal jest potrzebne (59% nie widzi takiej potrzeby). Oznacza to, że dla dość znacznej części korzystających z tego typu wsparcia, usługi te okazały się niewystarczające. Ich oczekiwania były zapewne większe, przykładowo, obejmujące nie tylko dopracowanie koncepcji, ale także pomoc przy praktycznym wdrożeniu modelu biznesowego (w tym, jego bieżącego modyfikowania w zależności od potrzeb).

Ważne wydają się także licznie występujące propozycje rozszerzenia / udoskonalenia oferty w zakresie pomocy prawnej oraz mentoringu na etapie kształtowania pomysłów, a także pomocy w identyfikacji źródeł finansowania i rozmaitych szkoleń (np. w zakresie zarządzania personelem, finansowo-księgowych). Na stosunkowo wysokim miejscu znajdują się także potrzeby w zakresie doradztwa techniczno-technologicznego⁴⁰.

⁴⁰ Trzeba zauważyć, że usługi tego rodzaju należą do trudnych i wysoko specjalizowanych. Ich stosunkowo niewielki udział wynikał zapewne z charakteru inkubowanych projektów - typowe projekty techniczno-technologiczne stanowiły mniejszość - przeważała szeroko rozumiana branża technologii informacyjno-komunikacyjnych. Z drugiej strony, możliwości skutecznego zapewnienia tego rodzaju usług były ograniczone, głównie z uwagi na brak "przemysłowej / techniczno-technologicznej" specjalizacji inkubatorów, a w związku z tym nie posiadanie wystarczająco dobrych / trwałych relacji z jednostkami badawczo-rozwojowymi lub szkołami wyższymi).

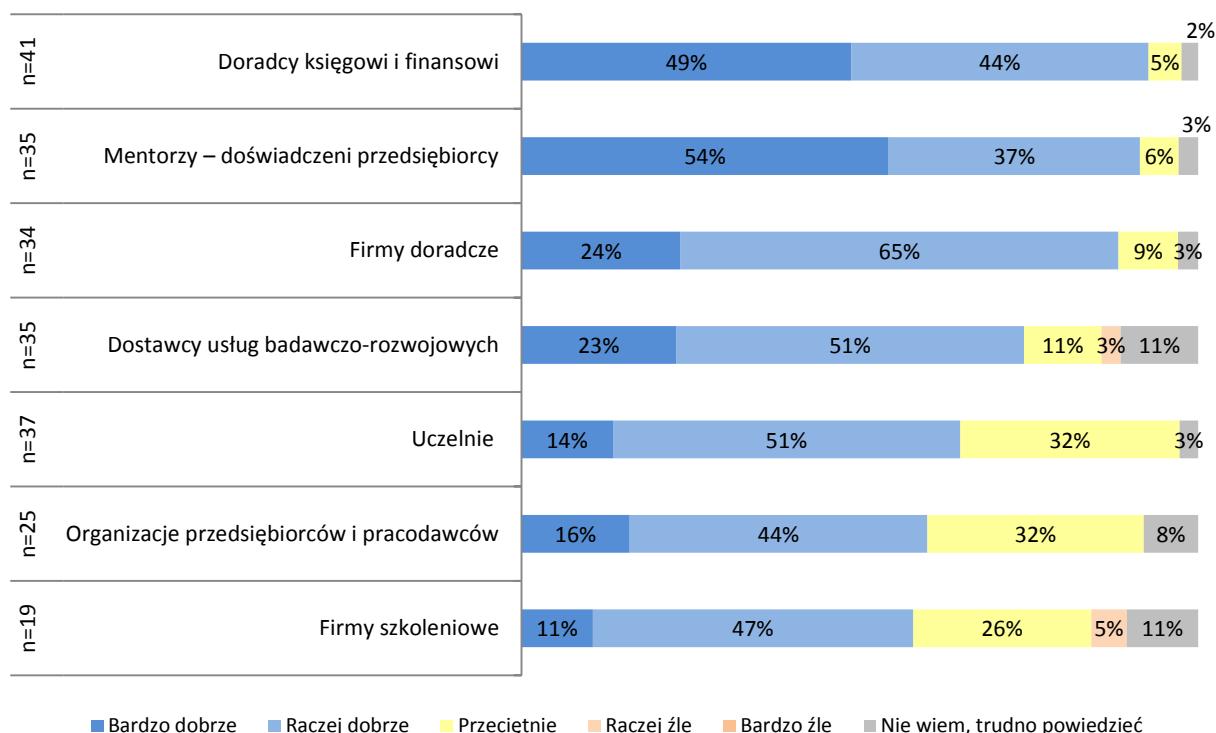
Z kolei, jeśli chodzi o grono eksperckie, to wskazywano głównie na potrzebę dostarczania wsparcia w zakresie kształtowania modeli biznesowych oraz oceny ich potencjału rozwojowego (jak zaznaczyliśmy wcześniej, tego typu wskazania formułowali również niektórzy zarządzający inkubatorami; do tego elementu silnie nawiązywał również ekspert zagraniczny, wskazując na potrzebę uwzględnienia szerszego kontekstu zagranicznego / globalnego). Za ważną sferę wsparcia eksperci uznawali również pomoc w pozyskiwaniu kontaktów rynkowych, umożliwiających możliwe szybkie uruchomienie sprzedaży.

3.3 Skuteczność procesu preinkubacji

Przedstawione powyżej informacje ukazują przedmiot ukierunkowania procesu inkubacji pomysłów od strony dostawcy usług i częstotliwości korzystania z nich. Jednak trzeba tu podkreślić, że kwestii zasadniczej nie stanowi sam przedmiot działań inkubacyjnych, ale przede wszystkim ocena ich użyteczności (pośrednio zatem także ich jakości).

Wyniki badania inkubatorów inwestycyjnych, obrazujące ocenę użyteczności usług wsparcia na etapie inkubacji, prezentuje kolejny rysunek.

Rysunek 10. Jak oceniacie Państwo użyteczność usług doradczych, informacyjnych i szkoleniowych dla pomysłodawcy na etapie inkubacji jego pomysłu, dostarczanych przez dostawców współpracujących z inkubatorem inwestycyjnym?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci

Zdaniem zarządzających inkubatorami inwestycyjnymi, największą użyteczność na etapie inkubacji generowały usługi mentorskie (największy udział ocen bardzo dobrych). Uwzględniając fakt ich występowania w ofercie inkubacyjnej, stanowiły one niewątpliwie cenny element fazy dopracowania pomysłów i przygotowania pomysłodawców do realizacji projektów. W wielu przypadkach, selekcjonowane do preinkubacji przedsięwzięcia proponowane były przez osoby nie posiadające

rozległych doświadczeń, dotyczących prowadzenia działalności gospodarczej. Oczywiście, w takiej sytuacji, możliwość współpracy z mentorem, będącym doświadczonym przedsiębiorcą, musi stanowić szczególną wartość dodaną procesu preinkubacji, skłaniając (przynajmniej po części) do pozytywnej oceny skuteczności procesu. Jak wynika z wywiadów indywidualnych, takie konkluzje formułowali też pomysłodawcy.

Ponadto - jak wielokrotnie zaznaczali to zarządzający inkubatorami - w sytuacji współpracy z mentorem, szczególne znaczenie miała również możliwość rozpoznania predyspozycji przedsiębiorczych pomysłodawcy, szczególnie jego otwartości, zdeterminowania do realizacji swojego pomysłu oraz umiejętności współpracy w zespole. Opieka mentorska - współdziałanie pomysłodawcy z mentorem na etapie preinkubacji - umożliwia ocenę tego rodzaju aspektów, niewątpliwie bardzo ważnych z praktycznego punktu widzenia, prowadzenia w przyszłości własnej firmy⁴¹.

Za bardzo wysoce użyteczne uznawano także usługi dotyczące analizy finansowo-ekonomicznej przedsięwzięcia oraz przygotowanie biznes planu⁴². Jak można wnioskować, profesjonalne doradztwo w tym zakresie było przydatne nie tylko samemu inkubatorowi (ewentualnie, jako przyszłemu inwestorowi), ale także samym pomysłodawcom. To dzięki tego rodzaju usługom można było zweryfikować wykonalność finansowo-ekonomiczną przedsięwzięcia. W wielu przypadkach, szczególnie w sytuacji mniej doświadczonych pomysłodawców, tego rodzaju analizy rzucały "nowe światło" na pomysł, który, będąc z zasady interesującym i nowatorskim, okazywał się jednak niewykonalny z punktu widzenia finansowego.

Użyteczność usług świadczonych w procesie preinkubacji oceniana była podobnie w odniesieniu do pozostałych grup podmiotów (dostawców usług). Przeważały oceny na poziomie satysfakcjonującym (oceny "raczej dobre"). Niemniej jednak, na uwagę zasługuje stosunkowo słabsza ocena współpracy ze szkołami wyższymi. Odwołując się do wywiadów indywidualnych z zarządzającymi inkubatorami, ta słabsza ocena wynika z tradycyjnych problemów wiążących się ze współpracą z uczelniami. Podkreślano, że współpraca z uczelniami jest generalnie trudna - często kadra uczelni nie angażuje się w tego typu przedsięwzięcia (skupia się na efektach naukowych, a nie „zwykłej” praktyce). Poza tym, często okazuje się, że oferowane "doradztwo" nie jest wielce praktyczne, a wiedza naukowców okazuje się trudno wdrażalna do praktyki mikrofirmy na starcie.

Przedstawiciele inkubatorów podkreślali, że szczególnie ważne korzyści i użyteczne efekty dla pomysłodawców w procesie preinkubacji lokują się w sferze doradztwa prawnego oraz

⁴¹ Jak podkreślił to jeden z zarządzających inkubatorem, zdobyte dotąd doświadczenia wskazują, że kluczowym czynnikiem podnoszącym szanse powodzenia przedsięwzięcia jest dobór odpowiednio zdeterminowanego zespołu realizującego przedsięwzięcie. Zdaniem respondenta, z perspektywy dnia dzisiejszego, ewidentnym jest, że jest to prawdopodobnie najważniejszy czynnik, determinujący powodzenie projektu - zarówno na etapie inkubacji, jak i - szczególnie - w fazie akceleracji, gdy dokonano już wejścia kapitałowego. Wynika to ze specyfiki wczesnych faz rozwojowych - ewentualna (nagła) rezygnacja pomysłodawcy stanowi bardzo duże, wręcz krytyczne zagrożenie dla całego przedsięwzięcia. Ponadto, w praktyce wdrożeniowej, czyli na etapie wykorzystywania środków z inwestycji, sam pomysł (już po przejściu przez etap inkubacji) często podlega kolejnym zmianom, czy daleko idącej weryfikacji. W tej sytuacji kluczowego znaczenia nabiera elastyczność zespołu zarządzającego spółką oraz determinacja do realizacji przedsięwzięcia, nawet w postaci innej niż pierwotnie zamierzona.

⁴² Suma ocen bardzo dobrych i dobrych jest tu nawet minimalnie wyższa, niż w przypadku usług mentorskich, mniejszy jest natomiast udział ocen bardzo dobrych.

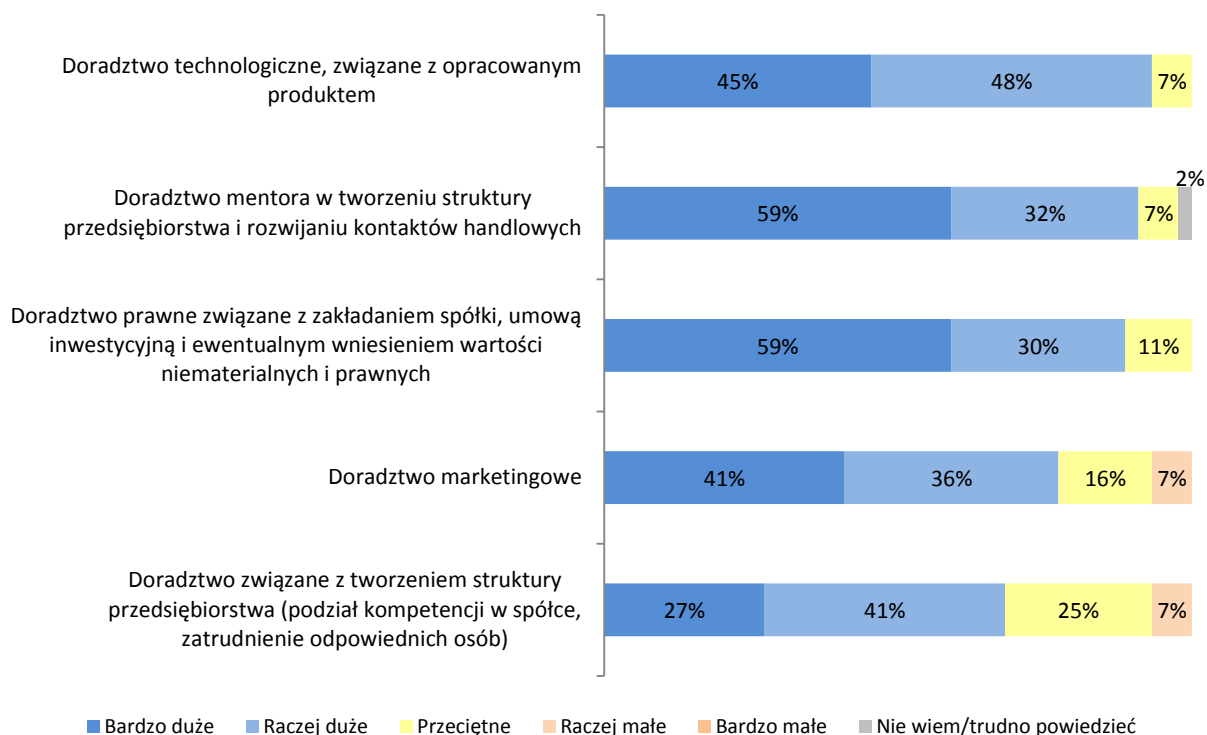
odpowiedniego ukształtowania umowy inwestycyjnej, jak i spraw związanych z problematyką wyceny i wnoszenia do spółki aktywów w postaci wartości niematerialnych i prawnych⁴³. Większość pomysłodawców nie posiada ani wiedzy ani doświadczeń w tym zakresie, a jednocześnie jest to problematyka szczególnie ważna w procesie przygotowania wejścia kapitałowego, a następnie w fazie rozwoju spółki. Naturalnie, sprawy te są także szczególnie ważne dla inkubatora inwestycyjnego.

Podobne, bardzo wysokie znaczenie, przypisywane jest także działaniom mentorskim, przy czym chodzi tu głównie o wsparcie pomagające w nawiązywaniu kontaktów handlowych oraz dotyczące kształtowania struktury przedsiębiorstwa, która powinna być silnie ukierunkowana na tworzenie potencjału sprzedażowego. Przebija się tu zasadnicze znaczenie problemu docierania do odbiorców (klientów biznesowych, konsumentów), a więc sprzedaży (i wiąże się to ze wskazywanym wcześniej problemem ułomności doradztwa w sferze rynku). Strona techniczno-technologiczna przedsięwzięcia ma mniejsze znaczenie. Jest to zapewne wynikiem obserwowanej, wysokiej konkurencji na rynku. Powszechna wśród zarządzających inkubatorami była opinia, że o ile praktycznie wszystko można dziś wyprodukować, to dużym problemem pozostaje skuteczna i efektywna sprzedaż. Naturalnie, pomysłodawcy widzą swoje pomysły / przedsięwzięcia głównie przez pryzmat produktu / usługi, często zapominając o ich potencjale sprzedażowym w warunkach bardzo konkurencyjnego rynku. Zatem, skuteczny proces inkubacji to taki, który dostarczy wiedzy na temat możliwości ulokowania produktu na konkurencyjnym rynku.

Wskazywanych było wiele sfer doradczych, uznawanych za mające bardzo duże lub duże znaczenie z punktu widzenia maksymalizacji korzyści (użyteczności) dla pomysłodawców i w skuteczny sposób "domykających" inkubację. Stanowiska wskazujące na małe znaczenie określonych usług są zatem bardzo rzadkie. Oznacza to, że zdaniem przedstawicieli inkubatorów, w zasadzie na etapie dopracowywania pomysłów i przygotowywania wejść kapitałowych konieczne jest zaopatrzenie pomysłodawcy w całe, szerokie spektrum działań doradczych, informacyjnych oraz mentorskich i wszystkie one powinny charakteryzować się wysoką jakością.

⁴³ Pamiętając jednocześnie, że znaczny odsetek pomysłodawców wskazywał na potrzebę rozszerzenia / udoskonalenia oferty inkubacyjnej w tym właśnie zakresie. Widać zatem, że jest to ważna dziedzina działalności inkubacyjnej, której zaspokojenie nie jest jednak pełne.

Rysunek 11. Jakie znaczenie z punktu widzenia maksymalizacji korzyści dla pomysłodawcy oraz sukcesu zakładanej firmy mają Państwa zdaniem w procesie preinkubacji następujące usługi?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

Przedstawiciele inkubatorów ostatecznie poproszeni zostali o wskazanie jednej, ich zdaniem najważniejszej sfery wsparcia (doradztwa w procesie preinkubacji). W odpowiedzi na tak postawione pytanie, respondenci najczęściej przypisywali bardzo duże znaczenie dwóm sferom wsparcia (wskazania po ok. 59%) - były to:

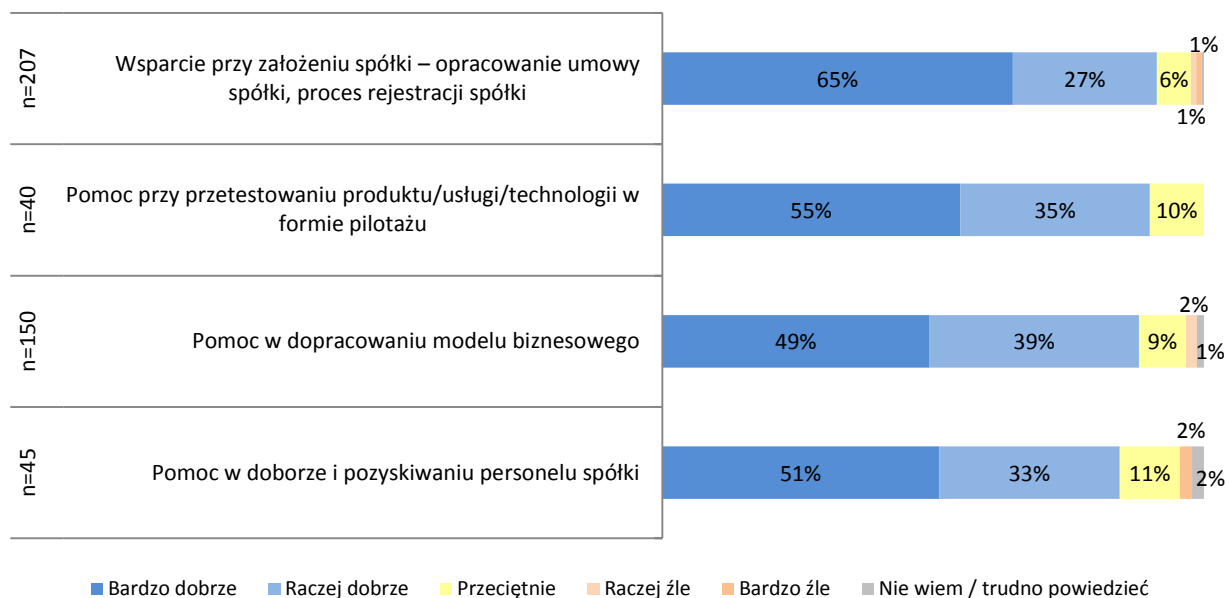
- doradztwo prawne związane z zakładaniem spółki, kształtowaniem umowy inwestycyjnej i ewentualnym wniesieniem wartości niematerialnych i prawnych na kapitał spółki oraz
- doradztwo mentora w tworzeniu struktury przedsiębiorstwa i rozwijaniu kontaktów handlowych / biznesowych.

Omawiana tu ocena użyteczności wsparcia inkubacyjnego wymaga również odwołania się do opinii na ten temat prezentowanych przez samych pomysłodawców⁴⁴. W związku z tym, należy podkreślić, że wyniki badania ilościowego z pomysłodawcami wskazują na generalnie wysoką ocenę otrzymanego wsparcia na etapie inkubacji pomysłów / przedsięwzięć. Przy czym, należy jednak pamiętać o wcześniej przedstawionych, formułowanych przez nich propozycjach rozszerzenia / udoskonalenia oferty inkubatorów inwestycyjnych. Zatem, to nie jakość usług inkubacyjnych budzi zastrzeżenia, ale raczej ich zakres, który wielu pomysłodawców uznaje za zbyt ograniczony.

⁴⁴ Opinie te uznajemy za miarodajne, bowiem w znakomitej większości zostały one pozyskane od pomysłodawców, którzy wcześniej byli bezpośrednio zaangażowani w działania inkubacyjne (grupa ta stanowiła blisko 90% respondentów w tym badaniu). Ponadto, byli to pomysłodawcy prowadzący obecnie (w momencie badania) spółki, zatem osoby w przypadku których proces inkubacji zaowocował utworzeniem spółki i jej skapitalizowaniem - w tym sensie był dla nich skuteczny.

Jak wynika z danych zaprezentowanych na kolejnym rysunku, oceny dotyczące najważniejszych obszarów wsparcia na etapie inkubacji są bardzo wysokie ("bardzo dobre" i "raczej dobre"). Oceny negatywne praktycznie nie występują.

Rysunek 12. Jak Pan(i) ocenia świadczone przez inkubator inwestycyjny wsparcie na etapie inkubacji Pana(i) pomysłu / przedsięwzięcia?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy

Ciekawe uzupełnienie powyższych informacji stanowią opinie pomysłodawców, odnoszące się do całościowej oceny jakości wsparcia pozyskiwanego na etapie inkubacji oraz już po zrealizowaniu inwestycji. Także i w tym przypadku zdecydowanie przeważają oceny pozytywne. W przypadku etapu inkubacji jest to całkowicie zrozumiałe - wysoka ogólna ocena (74% ocen "zdecydowanie" lub "raczej pozytywnych" z przewagą tych pierwszych: 43 %) stanowi pochodną bardzo wysokich ocen przypisywanych poszczególnym usługom inkubacyjnym. Jednocześnie jednak wyraźnie ujawnia się nieco niższa ocena, dotycząca wsparcia pozyskiwanego od inkubatora już po zrealizowaniu inwestycji (w postaci "smart money", towarzyszącemu inwestycji kapitałowej). W tym przypadku, udział ocen pozytywnych ("zdecydowanie" i "raczej") jest niższy i wynosi 56% (-18 pkt proc. w stosunku do ocen dla etapu inkubacji). Choć wciąż mamy tu do czynienia z przewagą ocen pozytywnych, to jednak ich udział jest już znacznie mniejszy. Zmiana ta zachodzi kosztem przyrostu ocen przeciętnych oraz negatywnych, których jest więcej w ocenie działania inkubatora "po zrealizowaniu inwestycji". Wskazuje to, iż już po zainwestowaniu środków spółki w większym zakresie pozostawiane są "same sobie". Oznacza to zapewne także i to, że po dokonaniu inwestycji maleje po stronie inkubatorów zdolność do rzeczywistego (użytecznego) pozakapitałowego wspomaganie celów inwestycyjnych⁴⁵.

⁴⁵ Potwierdzają to odpowiedzi badanych pomysłodawców na inne pytanie, dotyczące oceny dostarczonego spółce już po zrealizowaniu inwestycji "smart money", czyli rozmaitych, istotnych dla rozwoju spółki wartości o charakterze niefinansowym (pyt. "Z perspektywy dnia dzisiejszego jak Pan/i ocenia przydatność dostarczonych Pana/i spółce <mądrych pieniędzy>"). Najwyższe oceny ("bardzo dobre" i "raczej dobre") stanowiły ok. 49%; pojawił się tu także spory odsetek ocen negatywnych (ocena "raczej zła" i "bardzo zła" - łącznie ok. 18%). Tymczasem, jak wskazaliśmy wcześniej (Rysunek), udział analogicznych, pozytywnych ocen, odnoszących się do

Pośrednio, przedstawione dane potwierdzają wysoką użyteczność wsparcia inkubacyjnego - ocenianą przez pomysłodawców jako wyższą, niż w przypadku wsparcia pozyskiwanego już w trakcie akceleracji biznesu spółki⁴⁶. Pomysłodawcy uczestniczący w procesie inkubacji zauważają zatem, że sytuacja zmienia się już po uruchomieniu spółki - z ich punktu kierunek tej zmiany nie wypada jednak korzystnie.

3.4 Kierunki wykorzystania środków z inwestycji kapitałowych i sytuacja wspieranych spółek

Podstawą rozwoju spółek, w które inwestowały inkubatory był, z jednej strony, przekazany im kapitał pieniężny (jako inwestycja ze strony inkubatora), z drugiej, kapitał wnoszony przez pomysłodawców (ewentualnie także innych inwestorów). Jeśli chodzi o pomysłodawców, to z ich strony spółka zasilana była głównie wkładem w postaci wartości niematerialnych i prawnych odzwierciedlających dopracowany na etapie inkubacji pomysł i model biznesowy. W przypadku tworzonych spółek, będących na początkowym etapie rozwoju, znaczenie miał sposób wykorzystania pozyskanych środków z wejścia kapitałowego inkubatora. W badaniu, pomysłodawcy innowacyjnych start-upów poproszeni zostali o wskazanie najważniejszej ich zdaniem sfery wydatkowania kapitału, kluczowej z punktu widzenia potrzeb rozwojowych spółki.

Odwołując się do danych prezentowanych na kolejnym rysunku, widoczne są konkretne kierunki wydatkowania przez spółki kapitału pozyskanego od inkubatora inwestycyjnego. Przy czym, najczęściej (łącznie przez 54% respondentów) jako najważniejsze wskazywane były trzy sfery angażowania kapitału:

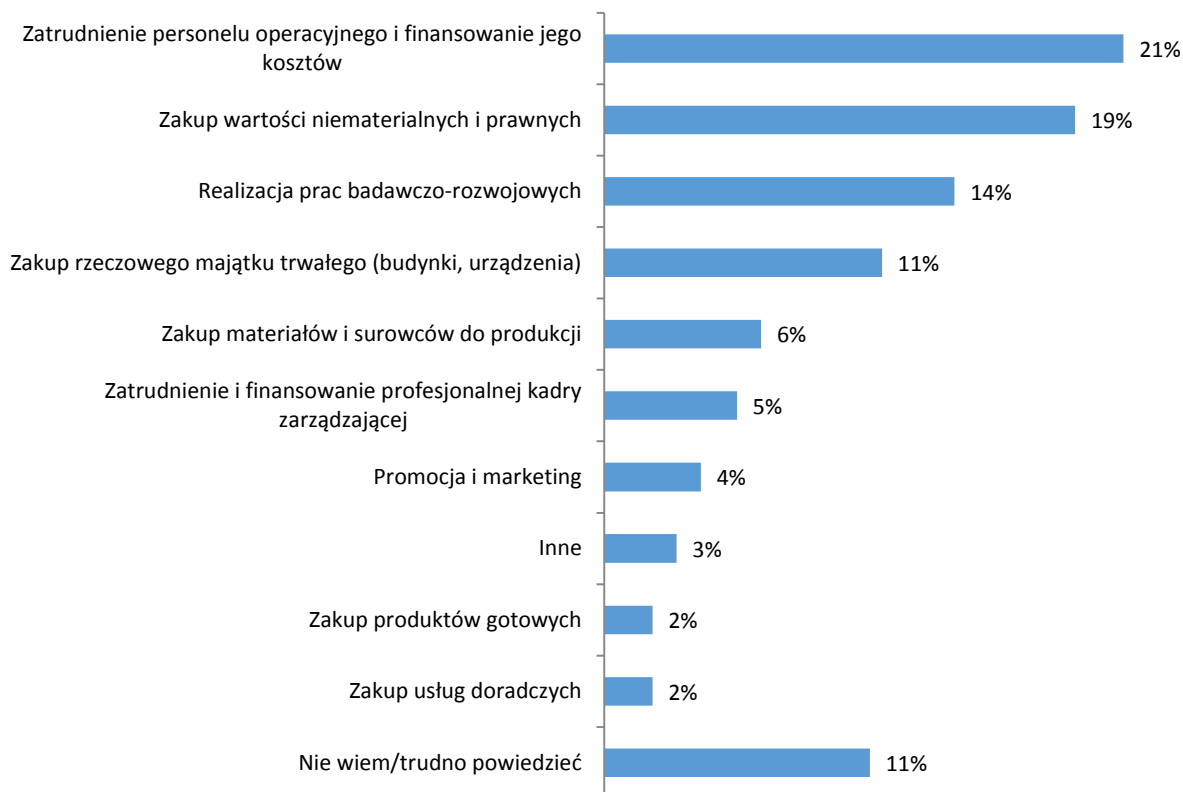
- finansowanie zatrudnienia personelu operacyjnego,
- zakup wartości niematerialnych i prawnych,
- realizacja prac badawczo-rozwojowych.

Takie ukierunkowanie wydatkowania środków pochodzących z inwestycji inkubatorów można - co do zasady - uznać za racjonalne oraz odpowiadające specyfice innowacyjnych start-upów.

usług pozyskiwanych przez pomysłodawców na etapie inkubacji ukształtował się na bardzo wysokim poziomie ok. 89%. Co więcej, w odniesieniu do usług inkubacyjnych udział ocen negatywnych był śladowy.

⁴⁶ Warto jednak pamiętać, co zaznaczali przedstawiciele inkubatorów inwestycyjnych w trakcie wywiadów indywidualnych, że skuteczne wspieranie, skutkujące wymiernymi wynikami - np. przyrostem sprzedaży - na etapie akceleracji jest jednak trudniejsze, bowiem dotyczy już praktyki prowadzenia przedsiębiorstwa. W związku z tym, zasadne jest pytanie, czy na etapie akceleracji można oczekiwać wsparcia, zapewniającego konkretne, wymierne rezultaty w sferze ekonomiki działania start-upu. Zapewne tak, aczkolwiek na pewno nie w każdym przypadku.

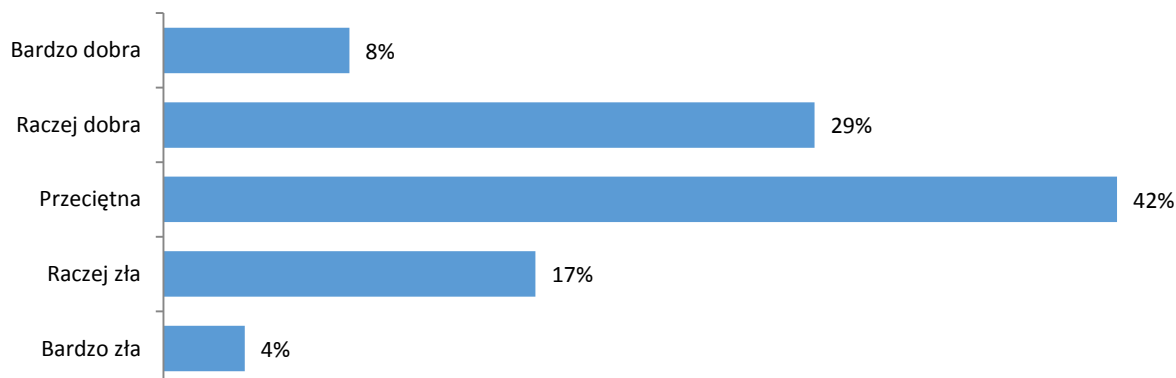
Rysunek 13. Najważniejszy kierunek wykorzystania środków, pochodzących z wejścia kapitałowego inkubatora inwestycyjnego do spółki



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=202

Jeśli chodzi o sytuację finansową spółek, w które zainwestowały inkubatory, to oceny (przedstawiciele start-upów) informujące o pozytywnej sytuacji finansowej przeważają nad ocenami przeciwnymi. Mianowicie, suma opinii wskazujących na "bardzo dobrą" lub "raczej dobrą" sytuację (37%) jest wyraźnie większa niż opinii informujących o "złej" lub "bardzo złej" sytuacji (21%). Jednocześnie jednak najczęściej występują oceny "przeciętne", reprezentowane przez 42% respondentów.

Rysunek 14. Ocena sytuacji finansowej spółek, w które zainwestowały inkubatory

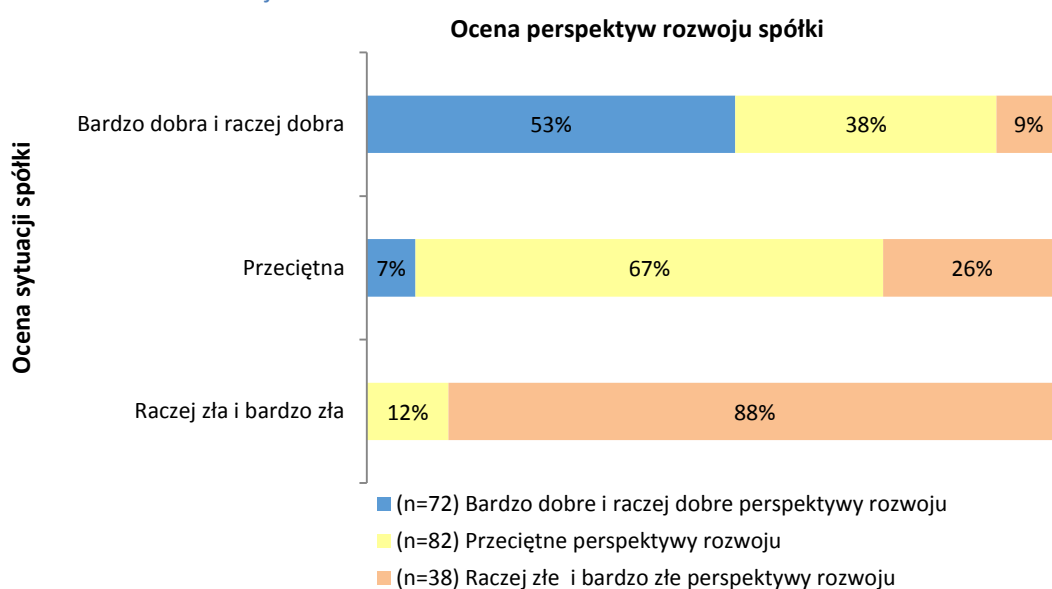


Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=202

Jak można było oczekiwać, ocena perspektyw rozwojowych spółek jest dodatnio skorelowana z oceną ich obecnej sytuacji finansowej (Rysunek): im wyższa jest ta ocena, tym lepiej postrzegane są

perspektywy rozwojowe. Przedstawiciele spółek wyraźnie ekstrapolują obecną sytuację finansową na przyszłość. Wskazuje to na ich przekonanie o dalszym, korzystnym rozwoju spółek. Z punktu widzenia inkubatorów inwestycyjnych opinie takie kształtują pozytywny obraz co do przyszłych dezinwestycji. Nie można zatem wykluczyć, że w portfelach inwestycyjnych znajdują się spółki, których wycena na etapie dezinwestycji okaże się wysoka lub nawet bardzo wysoka (oczywiście, z drugiej strony możliwe jest również, że oceny respondentów okażą się jednak zbyt optymistyczne).

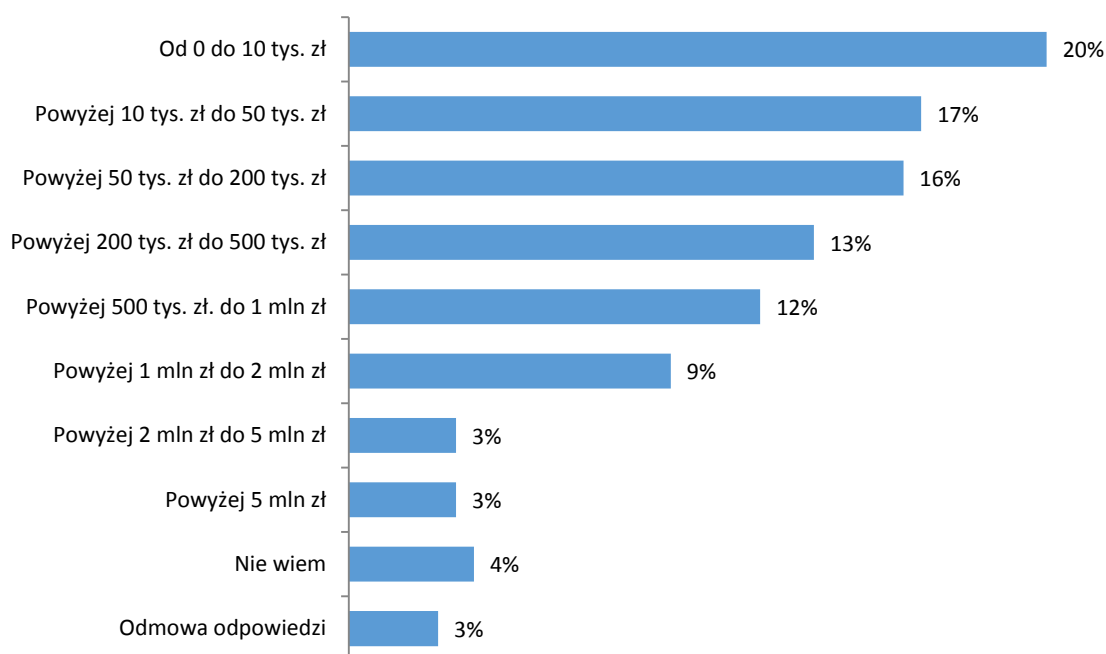
Rysunek 15. Ocena perspektyw rozwojowych spółek przez pryzmat oceny ich obecnej sytuacji finansowej



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy

Wyniki badania wskazują, że spółki - cele inwestycyjne inkubatorów - w większości nadal znajdują się we wczesnych fazach rozwojowych. O takim ich statusie pozwalają wnioskować generalnie bardzo niewielkie wartości realizowanej sprzedaży (2/3 respondentów poinformowała o poziomie sprzedaży do 0,5 mln zł. W przedziale tym występuje liczna grupa spółek o minimalnej sprzedaży do 10 tys. zł (20%) i granicach powyżej 10 tys. zł do 50 tys. zł (17%).

Rysunek 16. Sprzedaż zrealizowana przez spółki w 2016 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=193

Na uwagę zasługuje jednak to, że w badanej grupie znalazły się spółki o wielkości sprzedaży przekraczającej 1 mln zł - w sumie ich udział wyniósł ok. 15% (30 podmiotów).

Jeśli chodzi o zyski (netto), to z badania wynika, iż za rok 2016 udało się je zrealizować grupie 21% badanych spółek (40 podmiotów). Jednocześnie, z deklaracji respondentów wynika, że w gronie tym ok. 28% spółek zrealizowało zyski na poziomie ponad 100 tys. zł.

3.5 Kierunki angażowania środków wsparcia - inkubacja a wejścia kapitałowe

Jak już wspominaliśmy wcześniej, brak niestety precyzyjnych danych, dotyczących tego, jaki był faktyczny podział wydatków pomiędzy wejścia kapitałowe a preinkubację w ramach Działania⁴⁷. Nawet zresztą, gdyby tego typu dane były dostępne bardzo trudno byłoby zidentyfikować zależności pomiędzy zakresem i skalą świadczonych usług a sukcesem rynkowym z następujących powodów:

- Procesy preinkubacji ze względu na dość długi czas realizacji projektów w ramach Działania 3.1 były bardzo rozłożone w czasie - pierwsze preinkubacje rozpoczęły się niezwłocznie po podpisaniu pierwszych umów o dofinansowanie, a więc jesienią 2008 roku, a zakończyły kilka miesięcy przed zakończeniem ostatnich projektów, a więc w połowie 2015 roku. Stąd też praktycznie niemożliwe jest analizowanie związków pomiędzy podejściem poszczególnych inkubatorów do preinkubacji, a osiągniętymi efektami.
- W ramach ostatniego konkursu premiowano projekty, w ramach których udział wydatków na etap inkubacji był najbardziej ograniczony (z uwagi na oddziaływanie kryterium merytorycznego fakultatywnego „Wnioskodawca zapewnia procentowy udział wydatków na

⁴⁷ Naturalnie, wydatki były na pewno zgodne z zasadami obowiązującymi w ramach danego konkursu oraz z wnioskiem projektowym danego beneficjenta. Nie są jednak dostępne dane o podziale wydatków na inkubację i na wejścia kapitałowe.

wejścia kapitałowe w stosunku do wydatków kwalifikowanych ogółem – maksymalną punktację otrzymywały wnioski w ramach których udział ten wynosił powyżej 95%”). Oznacza to, że zapewne znacząca część beneficjentów wybranych w ramach ostatniego naboru redukowałą skalę działań inkubacyjnych do minimum⁴⁸.

- Natura wsparcia w ramach inkubacji ma tego typu charakter, że niekiedy dość trudno jest bardzo precyzyjnie opisać rodzaj wsparcia, o ile nie są to na przykład zewnętrzne usługi prawnicze lub testowanie jakichś rozwiązań w zewnętrznym laboratorium. Znaczna część tego typu działań ma bowiem charakter usług doradczych lub informacyjnych (np. o dostępnych źródłach finansowania).
- Sami pomysłodawcy, jak i powstające spółki potrzebują wsparcia w bardzo różnej skali i przedmiocie. Niektóre z nich (zakładane przez osoby z dużymi doświadczeniami biznesowymi, a także wiedzą techniczną) potrzebują wyłącznie minimalnej pomocy, w przypadku innych pomoc ta musi być znacząca.

Przedstawiciele inkubatorów inwestycyjnych, a także samych spółek - celów inwestycyjnych wskazywali, że dobrze przeprowadzona inkubacja znacząco zwiększa szanse na sukces rynkowy danej firmy. Z drugiej strony trzeba oczywiście pamiętać, że w procesie wdrażania Działania 3.1 (przede wszystkim dla projektów wyłonionych w ramach pierwszych trzech naborów) dochodziło do pewnych niekorzystnych zjawisk, głównie polegających na tym, że proces dopracowania pomysłu służył niekiedy finansowaniu ze środków publicznych osób i firm powiązanych z danym inkubatorem, choć oczywiście skala tego problemu nie jest do końca znana⁴⁹.

Wydaje się, że kwestii optymalizacji działań przygotowawczych, dotyczących pomysłów, możliwe są 3 generalne podejścia:

- Podejście stosowane obecnie np. w ramach programu STARTER FIZ, który ma charakter instrumentu finansowego, i w ramach którego jest wymagana określona kwota udziału własnego. W takim modelu wnioskodawca może zaproponować finansowanie określonych usług wobec finansowanych firm, jednakże także w tym przypadku wymagany jest udział własny. Ostatecznie zaś wszystkie przekazane środki podlegają rozliczeniu i (przy określonych, dość złożonych mechanizmach) zwrotowi. W takim modelu wydatki na preinkubację nie są zatem finansowane dotacyjnie, co oznacza, że w nieunikniony sposób będą one raczej ograniczane do niezbędnego poziomu.
- Drugi możliwy model to podział instrumentu na część inwestycyjną, realizowaną jako instrument finansowy i część operacyjną, w tym właśnie usługi inkubacyjne finansowane dotacyjnie. Ten model wydaje się w zasadzie idealny, niestety jest on bardzo trudny z powodów wdrożeniowych - łączenie instrumentu finansowego i dotacji w ramach tego samego projektu, choć teoretycznie możliwe, w praktyce jest wielce utrudnione.

⁴⁸ Trudno jest jednak o ostateczne stanowisko w sprawie efektów tego typu działań. Mianowicie, brak jest dobrych rozwiązań, za pomocą których można by łatwo potwierdzić taką hipotezę. Gdyby równolegle były organizowane dwa nabory o różnym udziale wsparcia na preinkubację, to byłoby to możliwe, ale w sytuacji, gdy ostatni nabór był bardzo odsunięty w czasie od poprzednich (a więc bardzo trudno porównywać „przeżywalność” spółek z ostatniego naboru), to obecnie nie wydaje się to wykonalne.

⁴⁹ Warto wspomnieć, że po identyfikacji tego problemu PARP wprowadził odpowiednie procedury, mające temu przeciwdziałać.

- Trzecie możliwe rozwiązanie to pozostanie przy modelu zastosowanym w ramach Działania 3.1 i finansowanie całych projektów (na poziomie relacji Instytucja Pośrednicząca - inkubator inwestycyjny/fundusz kapitałowy) w sposób bezzwrotny⁵⁰. Takie rozwiązanie prowadzi jednak do wspomnianych wyżej problemów, a dodatkowo powoduje stawianie pytań o losy przekazanych środków po zakończeniu realizacji projektów oraz kontrolę i monitoring ich dalszego wykorzystywania.

Niezależnie od powyższych kwestii wdrożeniowych na podstawie badań jakościowych można stwierdzić, że oferowane wsparcie w ramach inkubacji powinno się koncentrować w następujących sferach:

- Wsparcie w analizie zasadności biznesowej pomysłu oraz opłacalności jego komercjalizacji (model biznesowy).
- Wsparcie w identyfikacji potencjalnych odbiorców danego produktu lub usługi i ich zapotrzebowania na dany produkt/usługę oraz w analizie potencjalnego rynku / rynków.
- Doradztwo i analizy finansowe dotyczące finansowego aspektu danego przedsięwzięcia – jego opłacalności oraz zachowania płynności finansowej.
- Pomoc w identyfikacji i zleceniu ewentualnych badań laboratoryjnych lub testowania parametrów danego rozwiązania.

3.6 Relacje inwestor - spółka - wpływ inwestora na spółkę

Pomimo ograniczonego doświadczenia inwestycyjnego inkubatorów inwestycyjnych wkład wnoszony przez nie do spółek należy ocenić pozytywnie (Rysunek 14).

Po pierwsze, jedynie 10% ankietowanych pomysłodawców wskazywało na ograniczenie ich wpływu na kształtowanie kierunków rozwoju spółki. Równie rzadkie były opinie, w których podkreślano, że udział inkubatora inwestycyjnego powodował poważne komplikacje w zarządzaniu rozwojem spółki (10% respondentów). Ponadto, zdecydowana mniejszość badanych stwierdziła, że działania inkubatora inwestycyjnego zmierzały do szybkiej sprzedaży udziałów w spółce lub też przejęcia spółki. Oczywiście, tego rodzaju "strategie" inwestycyjne powinny wywoływać poważne konflikty, co w praktyce miało jednak miejsce bardzo rzadko.

Po drugie, największy wpływ inkubatorów ankietowani pomysłodawcy wskazywali w obszarze wzrostu reputacji (53% pozytywnych odpowiedzi respondentów), czy też wsparcia przy identyfikacji kolejnych źródeł finansowania (48% pozytywnych odpowiedzi respondentów). Kolejnymi elementami wskazywanymi przez pomysłodawców były również:

- wsparcie z zakresu zarządzania, finansów i marketingu (39% pozytywnych odpowiedzi), oraz
- wykorzystanie kontaktów biznesowych inkubatora (38% odpowiedzi pozytywnych).

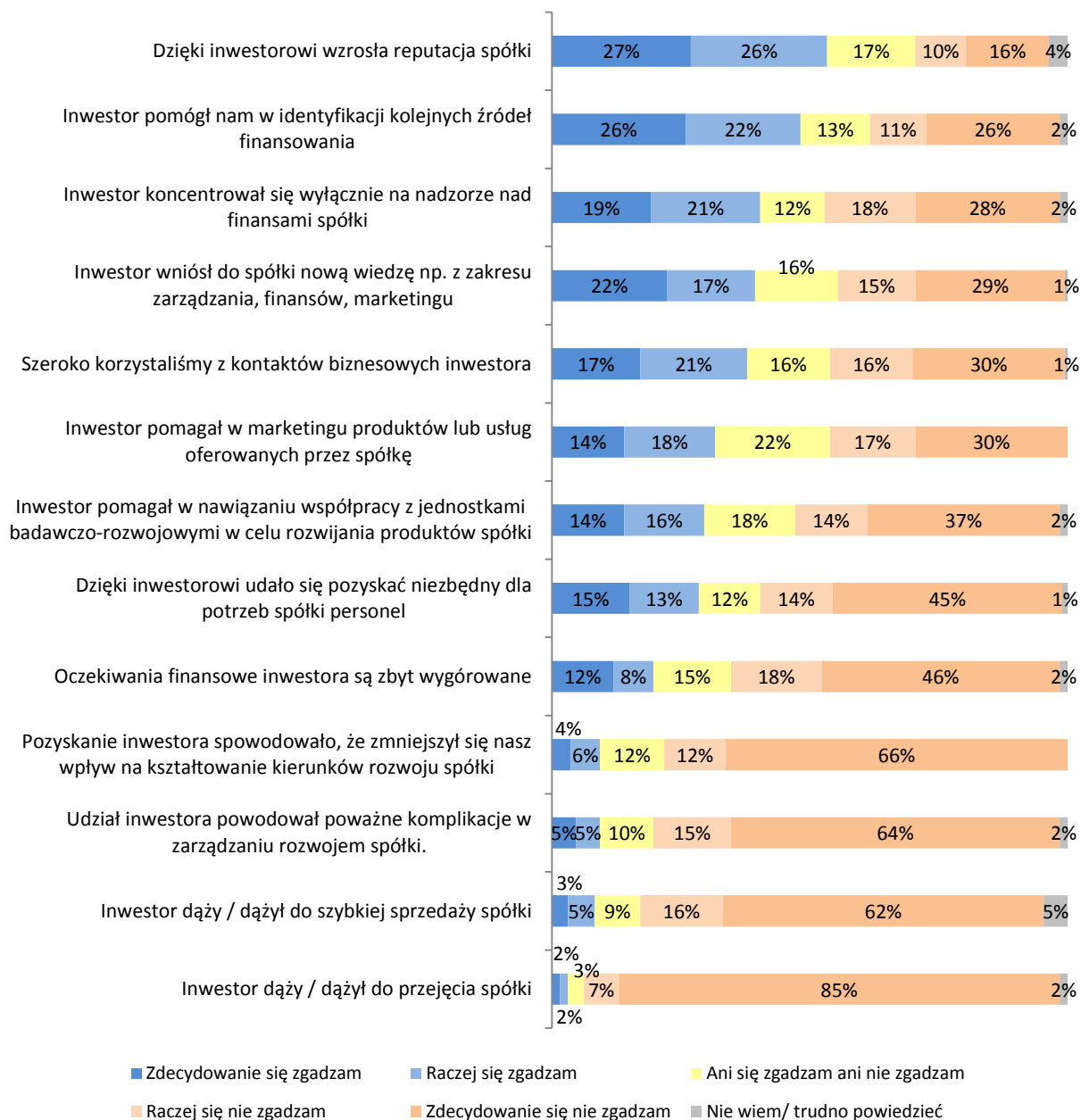
Należy także zwrócić uwagę, iż bierna postawa inkubatora została zidentyfikowana w przypadku 40% odpowiedzi respondentów, którzy wskazywali na wyłączne skoncentrowanie działalności inwestora na nadzorze nad finansami spółki. W praktyce oznacza to brak tzw. *smart money*, które jest szczególnie istotne w fazie *seed* i startu⁵¹ i tym samym zmniejsza to użyteczność inwestycji

⁵⁰ Rozwiązanie takie zastosowano częściowo w przypadku działania 1.3.1 POIR – BRIDGE Alfa.

⁵¹ Porównaj: Rysunek 9. "Jak Pan(i) ocenia świadczone przez inkubator inwestycyjny wsparcie na etapie inkubacji Pana(i) pomysłu / przedsięwzięcia?" oraz komentarz (str. 39).

inkubatora z punktu widzenia przedsiębiorcy. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę brak doświadczenia zespołów zarządzających inkubatorami liczba odpowiedzi pozytywnych jest stosunkowo wysoka.

Rysunek 17. Ocena efektów obecności inkubatora inwestycyjnego w spółce



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=193

Jeśli chodzi o adekwatność rozmiaru inwestycji kapitałowej, to zdania pomysłodawców są podzielone. Na pewno w przypadku inwestycji w bardziej kapitałochłonne branże (biotechnologia, przemysł, robotyka czy innowacyjne materiały) wartość inwestycji była niewystarczająca dla realizacji pierwotnych, jak się okazuje zbyt optymistycznych założeń. Również założenia, co do drugiej rundy finansowania po realizacji pierwszych kamieni milowych okazały się nadmiernie optymistyczne. Na podstawie zrealizowanych wywiadów (z pomysłodawcami, inwestorami) można określić, iż osiągnięte przez pomysłodawców kamienie milowe nie wystarczyły do przekonania inwestora do drugiej rundy finansowania, a znaczna liczba udziałów skupiona w rękach inkubatora (zazwyczaj około 49%)

zniechęcała do kolejnych inwestycji⁵². Jednak, w przypadku inwestycji w branży ICT, gdzie nie występowały kosztowne nakłady inwestycyjne, kwota inwestowana przez inkubator wystarczała na realizację założeń w postaci dopracowania produktu i jego zwalidowania.

Powyższe obserwacje potwierdzają badania ankietowe. Nieco ponad połowa ankietowanych (52%) stwierdziła, że kapitał był wystarczający do zapewnienia rozwoju spółki zgodnie z pierwotnymi planami, natomiast pozostali (47%) uważali odwrotnie (ok. 1% nie miało zdania na ten temat). Biorąc pod uwagę specjalizację branżową, najczęściej o niedoborze kapitału informowali respondenci wskazujący na prowadzenie działalności przez spółkę w przemyśle oraz w branżach biotechnologicznej i chemicznej (było to ok. 67% deklarujących działalność w każdej z tych branż), a najrzadziej spółki prowadzące działalność ICT (ok. 40% spółek).

Główną przyczyną niewystarczającej wysokości zainwestowanego kapitału był czas wejścia na rynek z produktem, który okazywał się dłuższy od zakładanego oraz wysokość przychodów, która była niższa od oczekiwanej. Mamy tu do czynienia z typowym zjawiskiem, będącym skutkiem nie dość racjonalnego planowania - przejawia się ono w tendencji do przeszacowywania wpływów i niedoszacowania czasu niezbędnego do osiągnięcia odpowiedniej zdolności sprzedażowej (naturalnie te dwa elementy są ze sobą logicznie powiązane).

Rysunek 18. Czynniki decydujące o niewystarczającej wysokości zainwestowanego kapitału



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=94

⁵² W wyniku kolejnej rundy finansowania pomysłodawcy stawaliby się mniejszościowymi udziałowcami, co zmniejszałoby ich motywacje do dalszej realizacji przedsięwzięcia, a tym samym zniechęcało inwestora do inwestowania. Warto zauważyć, iż w branży Venture Capital inwestycje na etapie *seed* związane są z objęciem przez inwestora mniejszościowego udziału w spółce.

W przypadku pewnej grupy spółek rozwój produktu i jego sprzedaży jest realizowany przy wykorzystaniu kolejnych rund finansowania. Już na etapie inwestycji inkubatora w spółce mógł pojawiać się inwestor prywatny, który umożliwiał dalszy rozwój spółki (sytuacje takie występowały). Z jednej strony, byli to inwestorzy finansowi (fundusze venture capital czy aniołowie biznesu), a z drugiej, inwestorzy branżowi, którzy często rozwijali projekt inwestycyjny w formule spin-off z inkubatorem inwestycyjnym. Wyczerpanie środków pochodzących z inwestycji nie zamykało w tym momencie rozwoju spółki, ale umożliwiało dalsze finansowanie przez udziałowców. Zgodnie z wynikami badania CATI/CAWI pomysłodawców sytuacja podniesienia kapitału i pozyskania nowych inwestorów miała miejsce w 29 przypadkach. W 27 przypadkach to pomysłodawcy zwiększyli swój udział w spółce. Na podstawie desk research portfela inwestycyjnego funduszy venture capital powołanych w ramach Działania 3.2 POIG w 23 przypadkach zidentyfikowano koinwestycje realizowane wspólnie z inkubatorem inwestycyjnym (inwestycja inkubatora i funduszu VC z Działania 3.2 POIG miały miejsce w bardzo zbliżonym okresie). W większości przypadków były to inkubatory powiązane kapitałowo i osobowo z funduszem VC, a inwestycja miała zapewnić funduszowi możliwość preferencyjnego wejścia. Z kolei w 16 przypadkach inwestycja funduszu VC z działania 3.2 POIG miała charakter kolejnej rundy, w rezultacie której do spółek pomysłodawców trafiło około 30 mln zł⁵³. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa oznaczało to wyższy kapitał do dyspozycji i możliwość współpracy z bardziej doświadczonym inwestorem gwarantującym kolejną rundę finansowania⁵⁴.

Z punktu widzenia przyszłych programów mających charakter interwencji na rynku venture capital istotne jest skierowanie dofinansowania do zespołów zarządzających o odpowiednim doświadczeniu bądź inwestycyjnym w branży venture capital, bądź w zakresie seryjnego tworzenia i rozwijania przedsiębiorstw. Z drugiej strony istotne jest, aby interwencja miała charakter kompleksowy tj. obejmowała cały proces od budowania gotowości inwestycyjnej wśród przyszłych przedsiębiorców poprzez inwestycje kapitałowe, aż po zapewnienie następnej rundy finansowania w kolejnych fazach rozwoju przedsiębiorstw, zwłaszcza tam gdzie nie są generowane jeszcze przychody umożliwiające dalszy rozwój spółki.

⁵³ Na podstawie estymacji średniej wartości inwestycji funduszy VC z działania 3.2. POIG dla całego portfela podmiotów.

⁵⁴ W działaniu 3.2. POIG limit inwestycji w jedną spółkę wynosił od 1,5 mln euro do nawet 15 mln euro.

4 Wpływ Działania 3.1 POIG na inwestorów

4.1 Dezinwestycje - opłacalność dla inwestora

Dezinwestycja to proces, w ramach którego fundusz Venture Capital wycofuje się z inwestycji kapitałowej poprzez sprzedaż lub umorzenie udziałów w spółce, a także proces likwidacji spółki. W przypadku inkubatorów inwestycyjnych proces dezinwestycji został wprowadzony do umów o dofinansowanie, w których inkubator zobowiązany został do zakończenia zaangażowania w spółkę w okresie do 10 lat od momentu wejścia kapitałowego. Pomimo, że proces wyjść z inwestycji już się rozpoczął to regulacja zapisana w umowach zaczęła funkcjonować począwszy od listopada 2019 r. do końca 2025 r. (odpowiednio do dat pierwszych i ostatnich wejść kapitałowych). W związku z brakiem doprecyzowania formy zakończenia zaangażowania, należy je zapewne rozumieć, zarówno jako zakończenie zaangażowania osobowego przedstawiciela inkubatora (tj. wpływu na działalność operacyjną spółki portfelowej), jak i zakończenie zaangażowania finansowego poprzez zbycie, umorzenie lub darowanie udziałów, a także w wyniku likwidacji spółki.

Konstrukcja Działania 3.1. POIG miała bardzo specyficzny charakter. Została ona ukształtowana przez warunki rynkowe obserwowane w okresie 2000-2007: praktycznie nieistniejący segment funduszy VC finansujących najwcześniejsze fazy rozwojowe oraz brak specjalistów z doświadczeniem VC skłonnych i zdolnych takie fundusze organizować i nimi zarządzać. Aby działanie było skuteczne starano się je pod pewnymi względami upodobnić do standardów rynku VC: sposób identyfikacji i selekcji inwestycji, inwestycja w formule equity, wsparcie spółki portfelowej, wyjście z inwestycji po określonym czasie. W formule Działania 3.1 POIG zabrakło jednak dwóch elementów niezwykle istotnych z punktu widzenia efektywności portfela inwestycyjnego i co za tym idzie procesu dezinwestycji. Po pierwsze, istotnym elementem optymalizacyjnym i racjonalizującym działania inwestycyjne menedżerów zarządzających funduszami VC jest presja ze strony dawców (prywatnego) kapitału. Ten element „governance” operacjonalizowany jest na ogół w formie nadzoru z poziomu rady nadzorczej i/lub komitetu inwestycyjnego. Mechanizm takiego „governance” nie mógł się pojawić z przyczyn obiektywnych, gdyż kapitał nie pochodził ze źródeł prywatnych. Jego pewną substytucję stanowił mechanizm nadzorczy sprawowany przez PARP, polegający na akceptacji decyzji inwestycyjnych. Było to niewątpliwie rozwiązanie poprawne, choć „second-best” ze względu na rodzaj działających bodźców (decydenci nie ryzykowali własnego kapitału; nie partycypowali też w zyskach). Po drugie, kluczowym elementem motywującym osoby zarządzające funduszem jest partycypacja w zyskach tj. w nadwyżce uzyskanej z dezinwestycji. Skłania to do intensywnej pracy na etapie selekcji i monitorowania portfela, jak i podejmowania ryzyka. W Działaniu 3.1 POIG takie rozwiązanie nie zostało wprowadzone ze względu na zastosowanie mechanizmu dotacyjnego, zamiast zwrotnego (instrument finansowy). Niemożliwe też było wprowadzenie mechanizmu partycypacji w przychodach z wyjścia, gdyż naruszałoby to przyjęte w ramach Działania zasady. Nie było także możliwości finansowania premii z puli środków przeznaczonych na wynagrodzenia, stanowiących koszty kwalifikowane (gdyż premia była niewiadomą i dotyczyła stanu z przyszłości, podczas gdy koszty kwalifikowane dotyczyły tylko okresu trwania projektu) lub ze środków własnych instytucji otoczenia biznesu (kosztów tych nie mogły skompensować przychodami z inwestycji, które nie mogły być konsumowane). Prawdopodobnie jednak prawnie dopuszczalne były inne rozwiązania takie jak np. obejmowanie niewielkich pakietów udziałów/akcji we wszystkich lub wybranych spółkach. Na kwestię wdrożenia elementarnej motywacji dla zespołów zarządzających nie zwrócono

jednak uwagi co może mieć wpływ na efektywność całego portfela i w konsekwencji na wyniki dezinvestycji. Tak więc można stwierdzić że Działanie 3.1 POIG podporządkowano kryterium skuteczności (cele ilościowe) przy braku zapewnienia bodźców wspierających efektywność i trwałość.

Na podstawie bazy danych dostarczonej przez Zamawiającego⁵⁵, na dzień 18 sierpnia 2017 r. można stwierdzić, że proces dezinvestycji dotyczył 148 przedsiębiorstw⁵⁶. W przypadku badań ilościowych, pomysłodawcy wskazywali, że sprzedaż wszystkich udziałów przez inkubator nastąpiła w 30% przypadków (dla n=70), częściowa sprzedaż w 7% przypadków (dla n=45), a w 64% przypadków ilość udziałów inkubatora i pozostałych inwestorów pozostała bez zmian (dla n=193). W wyniku dezinvestycji inkubatory inwestycyjne uzyskały 58,7 mln zł co stanowi 9% całkowitej wartości kwoty przekazanych środków wsparcia. Średni zwrot z inwestycji⁵⁷ wyniósł -32%. Najbardziej powszechnym sposobem wyjścia z inwestycji była sprzedaż udziałów inwestorowi (62 przypadki) oraz wykup udziałów przez pomysłodawców (51 przypadków). W przypadku tych dwóch wyjść (tj. sprzedaż udziałów inwestorowi zewnętrznemu i wykup udziałów przez pomysłodawców), były to wyjścia, w których strata z inwestycji była najniższa (odpowiednio -9% i -31%)⁵⁸.

Biorąc pod uwagę każdy rodzaj wyjścia, w przypadku ponad połowy wyjść (86 przypadków) inkubator zanotował stratę, a w 10 przypadkach zainwestowana kwota została odzyskana w wartości równej zainwestowanemu kapitałowi (co, biorąc pod uwagę wartość pieniądza w czasie, oznacza stratę). W pozostałych przypadkach odnotowano zyski. Maksymalna wartość zwrotu środków przypadający na wkład ze środków wsparcia wyniosła 230%. W 5 przypadkach odnotowano stopę zwrotu na poziomie powyżej 100% zwrotu środków przypadających na wkład ze środków wsparcia, 13 projektów dało zwrot w przedziale 50% do 100%, w 4 przypadkach był to zwrot w przedziale 30% do 50% i 30 projektów w przedziale powyżej 0% do 30%. Warto tutaj zaznaczyć, że proces ten jest cały czas realizowany, a spółki cały czas rozwijają się i przeprowadzają kolejne rundy finansowania, co pozwala im dalej rosnąć (czasami bez udziału inkubatora inwestycyjnego). W ostatnim okresie Fundusz Załączkowy Krakowskiego Parku Technologicznego wraz z funduszem Venture Capital SATUS (finansowanym z kolei z Działania 3.2 POIG) sprzedał udziały w spółce Synerise przy wycenie całej firmy na poziomie ponad 100 mln zł. Tego typu przypadki, zwłaszcza gdy spółki będą wychodzić na rynki zagraniczne i tam szukać kolejnych rund finansowania są wielce prawdopodobne.

Oceniając wyniki finansowe, należy pamiętać, że wsparcie oferowane w Działaniu 3.1. POIG nie miało ono charakteru instrumentu finansowego, a wskaźniki rezultatu nie wymagały uzyskania dodatniej stopy zwrotu z kapitału. Niski udział kapitału prywatnego (lub jego brak przy dofinansowaniu na

⁵⁵ RejestrWejscKapitalowych_update20170818.xlsx – baza przekazana ewaluatorowi w dniu 18-08-2017 r. Na podstawie zrealizowanych wywiadów z pomysłodawcami wynika, że wśród zidentyfikowanych przez PARP dezinvestycji są także wyjścia częściowe, gdzie inkubator pozostawił część udziałów w spółce.

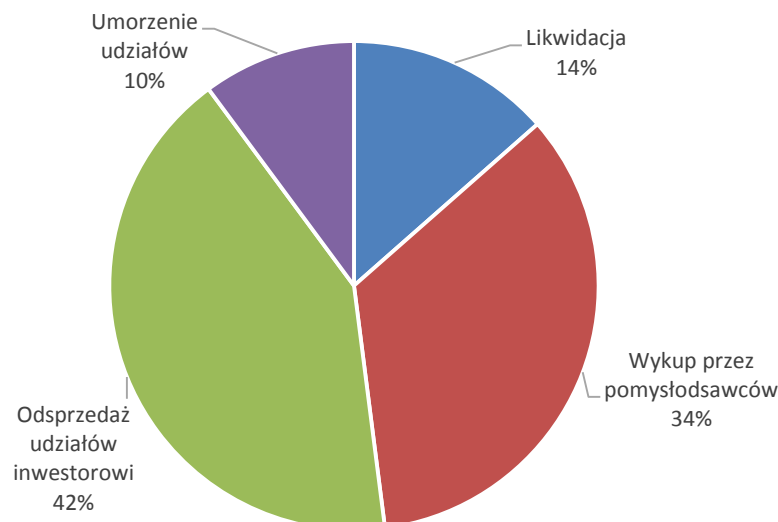
⁵⁶ Należy jednak zauważyć, iż skala tego procesu jest znacznie większa, gdyż cały czas procesy dezinvestycyjne zachodzą w inkubatorach inwestycyjnych, a proces raportowania do PARP jest w tym zakresie opóźniony. Przykładowo, pytanie o dezinvestycje (częściowe lub całkowite) zadane zostało także w niniejszym badaniu. Z uzyskanych informacji wynika, że dokonano 206 dezinvestycji. Najczęściej była to odsprzedaż udziałów pomysłodawcom (39% przypadków), inwestorom branżowym (18%). W 19% przypadków dezinvestycja polegała na likwidacji spółki, a w 15% na ich umorzeniu.

⁵⁷ Liczony jako kwota wyjścia przypadająca na wkład ze środków wsparcia - kwota przekazanych środków ze środków wsparcia z wyciągu bankowego bez aportu do kwoty przekazanych środków ze środków wsparcia z wyciągu bankowego bez aportu

⁵⁸ Oczywiście w tej grupie znajdowały się bardzo zyskowne wyjścia (np. ROI=270%).

poziomie 100%) zachęca do „odzyskiwania” przynajmniej części kapitału, gdyż z jednej strony zwiększa zasoby inkubatora inwestycyjnego, a z drugiej, pozwala na zahamowanie dalszych strat w przypadku spółek, które mają słabe perspektywy rozwoju.

Rysunek 19. Sposób wyjścia z inwestycji przez inkubator inwestycyjny



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP

Wśród inwestorów wykupujących udziały inkubatora inwestycyjnego dominowali inwestorzy branżowi (prawie połowa zidentyfikowanych przypadków), osoby indywidualne⁵⁹ (20% zidentyfikowanych przypadków) oraz inwestorzy finansowi⁶⁰ (16% przypadków). **Najwyższą średnią stopę zwrotu inkubatory zanotowały w przypadku sprzedaży udziałów inwestorowi finansowemu** (średnia wartość zwrotu środków przypadających na wkład ze środków wsparcia wyniosła 7,3%), ale wśród 5 przypadków o najwyższej stopie zwrotu (powyżej 100%) tylko w jednym przypadku był to inwestor finansowy, **pozostałe przypadki to sytuacje, w których nabywcą udziałów był inwestor branżowy**. Rynek giełdowy jako mechanizm dezinwestycji nie został zanotowany w żadnym z przypadków. Wprawdzie, kilka podmiotów zostało wprowadzonych do obrotu na rynku alternatywnym NewConnect (np. spółka Agencji Rozwoju Pomorza - Mode SA, czy kilka podmiotów z grupy inkubatorów IQ Partners - Igoria Trade, Mobile Partner, czy Langloo.com), ale inkubatory nadal pozostają wśród akcjonariuszy tych podmiotów.

Największą liczbę wyjść zrealizowały Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości - 12, ale jednocześnie były to wyjścia o stosunkowo niskiej wartości. Na drugiej pozycji znalazła się firma Edoradca - obecnie Noa Fund (9 wyjść, a doliczając 2 wyjścia z powiązanego Inkubatora Aligo łącznie

⁵⁹ Byli to najprawdopodobniej business angels ale nie można wykluczyć członków rodzin lub innych powiązanych osób.

⁶⁰ Głównie butiki inwestycyjne, gdyż na tym etapie rozwoju spółki portfelowej, jeżeli już wśród udziałowców pojawiał się fundusz Venture capital to raczej jako koinwestor. Warto zauważyć iż większość funduszy Venture Capital, które były aktywne w tamtym okresie nie mogły wykupywać innych inwestorów (program KFK realizowany z działania 3.2 POIG).

11 wyjść), jednocześnie były to wyjścia o najwyższej łącznej wartości. Jeżeli łącznie potraktować wyjścia powiązanych kapitałowo Ventures Hub i InQbe, to łącznie było ich 14, chociaż nie była to wyższa łączna wartość wyjść niż w przypadku Edoradcy. Z kolei dodatnią stopę zwrotu z kapitału zanotowano dla dwóch funduszy, które mają maksymalnie 4 wyjścia z inwestycji - Park Naukowo-Technologiczny Euro-Centrum Sp. z o. o. (44,7%) oraz Trylity Adventure Sp. z o.o. (76%). Analiza stóp zwrotu dla całego funduszu, w sytuacji, gdy tylko kilka inwestycji zostało zakończonych, nie ma sensu i może zaburzać ocenę sytuacji. Warto również zaznaczyć, że w przypadku zagranicznych funduszy finansowanych kapitałem publicznym odnotowywane są straty, nawet na tak rynkach rozwiniętych jak Wielka Brytania. Tym samym, nacisk powinien być położony na odzyskanie kapitału przy minimalizacji strat z inwestycji.

Powyższe obserwacje, co do sposobu wyjścia z inwestycji, częściowo potwierdzają badanie CAWI z inkubatorami i CATI/CAWI ze spółkami portfelowymi, chociaż próba w tych przypadkach jest znacznie mniejsza. W przypadku tych badań, jako głównych nabywców zbywanych udziałów wskazywano pomysłodawców a dopiero w drugiej kolejności inwestora branżowego i inwestora venture capital. Proces ten jednak cały czas jest realizowany i jego skala będzie rosła.

Na podstawie przeprowadzonych wywiadów można stwierdzić, iż inkubatory inwestycyjne nie mają wyraźnie sprecyzowanych strategii bezinwestycyjnych. Raczej dominuje tu podejście oportunistyczne – tj. dezinvestycje są realizowane, gdy pojawia się okazja sprzedażowa - pojawia się inwestor gotowy do zakupu udziałów lub pomysłodawcy składają taką ofertę inkubatorowi⁶¹. Na podstawie wywiadów z pomysłodawcami zidentyfikowano dosyć powszechną sytuację, w której inkubator raczej biernie podchodzi do procesu pozyskania kolejnej rundy finansowania i właściwie oczekuje oferty wykupu od spółki portfelowej lub od inwestora pozyskane przez spółkę.

Częściowym potwierdzeniem niniejszej opinii są stanowiska pomysłodawców wyrażone w badaniu CATI/CAWI. Dla 44% respondentów wyjście inkubatora z inwestycji umożliwiło pozyskanie nowego inwestora, co było korzystne dla rozwoju spółki. Dla ponad połowy pomysłodawców wyjście inkubatora ze spółki pozwoliło na łatwiejszą realizację jej planów biznesowych. Zdecydowana większość pomysłodawców, którzy udzielili odpowiedzi na poniższe pytanie, nie zgodziła się ze stwierdzeniem, że w wyniku wyjścia z inwestycji sytuacja spółki pogorszyła się. Niemniej należy jednak wziąć pod uwagę fakt, iż w przypadku tego pytania liczba respondentów była niewielka tj. wyniosła 25 pomysłodawców. W 13 przypadkach spółki nie realizowały jeszcze znaczącego zysku, a produkt był dopracowywany, natomiast w 12 spółki były blisko osiągnięcia rentowności lub już ją osiągnęły.

Tabela 8. Opinie dotyczące wyjścia inkubatora z inwestycji i zaistniałej sytuacji u pomysłodawcy

	Wyjście z inwestycji umożliwiło pozyskanie nowego inwestora, co było korzystne dla rozwoju spółki	Wyjście z inwestycji umożliwiło pozyskanie nowego inwestora, co było korzystne dla rozwoju spółki	Wyjście z inwestycji nie miało większego znaczenia z punktu widzenia dalszego rozwoju spółki	Wyjście inkubatora ze spółki pozwoliło na łatwiejszą realizację jej planów biznesowych
Zdecydowanie się zgadzam	44%	0%	36%	52%

⁶¹ Bardzo często pomysłodawcy korzystają z opcji call, która była wpisana w umowę inwestycyjną z inkubatorem i która umożliwia im wykup udziałów po wycenie zgodnej z procedurą przyjętą w tejże umowie.

	Wyjście z inwestycji umożliwiło pozyskanie nowego inwestora, co było korzystne dla rozwoju spółki	Wyjście z inwestycji umożliwiło pozyskanie nowego inwestora, co było korzystne dla rozwoju spółki	Wyjście z inwestycji nie miało większego znaczenia z punktu widzenia dalszego rozwoju spółki	Wyjście inkubatora ze spółki pozwoliło na łatwiejszą realizację jej planów biznesowych
Raczej się zgadzam	8%	0%	8%	4%
Ani się zgadzam ani nie zgadzam	4%	4%	4%	8%
Raczej się nie zgadzam	8%	4%	4%	8%
Zdecydowanie się nie zgadzam	32%	92%	48%	24%
Nie wiem/ trudno powiedzieć	4%	0%	0%	4%
Razem	100%	100%	100%	100%

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=25

Niektóre z inkubatorów przyjmują strategię, w której spółki nierokujące na przyszłość są likwidowane lub odsprzedawane pomysłodawcom nawet za niewielką część zainwestowanej kwoty. Strategia taka jest o tyle racjonalna, że pozwala inkubatorowi ograniczyć koszty monitoringu oraz odzyskać chociaż część kwoty, którą można przeznaczyć na kolejne inwestycje. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że proces likwidacji bywa kosztowny, a w momencie, gdy spółka nie posiada już środków finansowych, to inwestorzy muszą pokryć te koszty. Szereg spółek portfelowych jest utrzymywanych w portfelu w celu osiągnięcia przez nie lepszych parametrów finansowych. Część z nich w międzyczasie została zasilona dodatkowym kapitałem od inwestorów zewnętrznych i zostanie sprzedana przez inkubator w przyszłości. W tej sytuacji wskazane jest zrealizowanie ewaluacji ukierunkowanej na identyfikację efektów finansowych dopiero bliżej okresu, w którym inkubatory będą zmuszone do zakończenia inwestycji tj. w latach 2020-2025.

Tabela 9. Dezinwestycje inkubatorów inwestycyjnych

Rodzaj wyjścia	Liczba wyjść	Średnia zwrotu z inwestycji (ROI)	Całkowita kwota wyjścia przypadająca na wkład ze środków wsparcia	Całkowita kwota wyjścia przypadająca na wkład ze środków prywatnych beneficjenta
Likwidacja	20	-91,6%	1 182 983	76 071
Wykup udziałów przez pomysłodawców	51	-30,7%	20 524 472	146 964
Odsprzedaż udziałów inwestorowi	62	-9,1%	31 937 731	489 434
Umorzenie udziałów	15	-47,6%	4 249 349	74 486
Razem	148	-31,8%	57 894 535	786 955

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PARP

W obecnej fazie rozwoju, w której znalazły się inkubatory inwestycyjne (realizacja pierwszych wyjść z inwestycji), nie można jeszcze określić efektów finansowych programu. Szanse na najwyższą stopę

zwrotu mają te spółki, które rokuje największe szanse rozwoju, zwłaszcza w opinii inwestorów finansowych (funduszy venture capital), które w ramach kolejnych rund finansowania mogą zapewnić dopływ kapitału na rozwój i skalowanie biznesu, zwłaszcza w sytuacji istnienia perspektyw wejścia na rynki zagraniczne.

W badaniu pomysłodawców uczestniczących w spółkach zostały zebrane informacje na temat etapu rozwoju spółki w momencie wychodzenia z niej inkubatora (dane pochodzą od niewielkiej liczby respondentów, co jest konsekwencją wciąż nieznacznej liczby tego rodzaju dezinvestycji – niemniej jednak dają one pewien obraz zachowań inkubatorów). Jak pokazuje to poniższy rysunek, najczęściej wyjście (odsprzedaż inwestorowi lub dotychczasowemu udziałowcowi) następowało w fazie startowej, gdy produkt / usługa były jeszcze dopracowywane, ale prowadzona już była sprzedaż w małej skali (testowanie rynkowe produktu / usługi). Jednocześnie jednak widać, że transakcje wyjścia następowały również w późniejszych fazach rozwoju celu inwestycyjnego.

Rysunek 20. Etap rozwoju spółki w momencie wyjścia z inwestycji inkubatora



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=25

4.2 Wpływ na rozwój działalności (oferty) inkubatorów inwestycyjnych

Efekty pozainwestycyjne, jakich można było oczekiwać w wyniku uruchomienia Działania 3.1 POIG są stosunkowo małe w relacji do wielkości zaangażowanych sił i środków.

Dla określenia skali oddziaływania Działania 3.1 POIG na zakres oferty usługowej podmiotów zarządzających inkubatorami inwestycyjnymi dokonaliśmy porównania rodzaju tej oferty z okresu przed i następnie po zakończeniu Działania 3.1 POIG⁶². Wśród inkubatorów inwestycyjnych dominowały „klasyczne” instytucje otoczenia biznesu, które można określić jako podmioty „non-profit” (41 podmiotów). Z zebranych danych wynika, jak sygnalizowano już wcześniej, że prawie wszystkie podmioty prowadzące inkubatory i mające status instytucji otoczenia biznesu przed przystąpieniem do Działania 3.1 POIG nie były powiązane z rynkiem usług finansowych i inwestycji

⁶² Wykorzystano tu takie źródła informacji jak: roczniki Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, roczniki Polskiego Stowarzyszenia Funduszy Pożyczkowych, roczniki Krajowego Stowarzyszenia Funduszy Poręczeniowych, lista funduszy dokapitalizowanych przez KFK SA, lista funduszy BRIDGE Alfa (projekt pilotażowy oraz fundusze powstałe w ramach działania 1.3 POIR), strony www beneficjentów Działania 3.1 POIG.

kapitałowych. Wśród instytucji otoczenia biznesu do wyjątków należy Polska Fundacja Przedsiębiorczości, Małopolska Agencja Rozwoju Regionalnego SA oraz Agencja Rozwoju Regionalnego „ARLEG” SA. Pierwsze dwie instytucje od wielu lat aktywnie działają na rynku pożyczkowym, przy czym Polska Fundacja Przedsiębiorczości jest jednym z liderów tego rynku finansując pożyczki ze środków własnych oraz ze środków SPO WKP, RPO, w tym w ramach inicjatywy JEREMIE. Z kolei w ofercie Agencji „ARLEG” znajdowały (znajdują) się środki pożyczkowe z Europejskiego Funduszu Społecznego (Działanie 6.2 POKL) przeznaczone na wsparcie rozpoczynania działalności gospodarczej.

Z zebranych danych wynika, że jedynie bardzo wąska grupa instytucji otoczenia biznesu wykorzystwała Działanie 3.1, jako sposób na zebranie doświadczeń i rozszerzenie zakresu swojej aktywności (Tabela 10).

Z całej grupy 41 instytucji otoczenia biznesu tylko 4 podmioty (9%) kontynuują swoją obecność na rynku VC. Z zebranych danych wynika, że jest to kontynuacja bardzo świadoma i względnie trwała. Szczególnie ciekawym przypadkiem jest Park Naukowo-Technologiczny „Technopark Gliwice”. Jest to instytucja utworzona w 2004 roku przez gminę Gliwice, Politechnikę Śląską oraz Katowicką Specjalną Strefę Ekonomiczną SA w celu wsparcia rozwoju przedsiębiorczości w regionie. W trzecim naborze (2010 r.) podmiot ten - w konsorcjum ze spółką SATUS działającą na rynku VC - uzyskał dofinansowanie z Działania 3.1 POIG w wysokości 5,3 mln zł (całkowita wartość projektu wyniosła 5,5 mln zł). Na bazie tych środków inkubator zrealizował 6 inwestycji i formalnie zakończył projekt (sierpień 2013 r.). W 2014 roku reaktywował swoją działalność na rynku VC uzyskując dofinansowanie (występując w konsorcjum w tym samym składzie) w wysokości 16 mln zł z programu BRIDGE Alfa Pilotaż realizowanego przez NCBR. Po zainwestowaniu tych środków (dokonano dwóch inwestycji) utworzono kolejny fundusz, dokapitalizowany kwotą 24 mln zł z Działania 1.3.1 POIR (BRIDGE Alfa), który planuje tym razem dokonać kilkunastu inwestycji w spółki komercjalizujące wyniki prac B+R. Drugim przykładem instytucji otoczenia biznesu, dla której Działanie 3.1 POIG stało się argumentem do zróżnicowania aktywności jest utworzony w 2002 roku Nickel Technology Park Poznań Sp. z o.o.⁶³ Podobnie jak „Technopark Gliwice” jest to lokalne centrum rozwoju biznesu z tym, że założone przez kapitał prywatny. Nickel Technology Park Poznań uruchomił w ramach Działania 3.1 POIG dwa inkubatory⁶⁴, które miały pod zarządem środki w łącznej wysokości 17,5 mln zł; w ramach obu inkubatorów dokonano 18 inwestycji. Następnie w 2016 roku ze środków Działania 1.3 POIR uzyskano dofinansowanie w wysokości 24 mln zł na działalność funduszu „BRIDGE Alfa by Younick Mint”. Kolejnym podmiotem jest Akcelerator Innowacji NOT Sp. z o.o., który kontynuuje aktywność inwestycyjną pośrednio uczestnicząc jako współudziałowiec w spółce Infini, która również utworzyła fundusz w ramach programu pilotażowego BRIDGE Alfa i kontynuuje działalność inwestycyjną w ramach Działania 1.3 POIR. W przypadku Funduszu Załączkowego KPT Sp. z o.o. trudno mówić o bezpośrednim wejściu na rynek VC, ale warto zauważyć, że jako partner spółki Innoventure zaistniał w działaniach BRIDGE Alfa pilotaż a następnie w kolejnym funduszu w ramach konkursu z 2016 r.

⁶³ Obecnie YouNick Technology Park Sp. z o.o.

⁶⁴ Są to dwa projekty, z których jeden był kierowany bezpośrednio przez Nickel Technology Park Poznań sp. z o.o., a drugi przez spółkę należącą do grupy kapitałowej rodziny Nickel - Centrum Biotechnologii sp. z o.o.

Tabela 10. Czy Państwa instytucja realizowała lub realizuje projekty w innych finansowanych ze środków publicznych programach wsparcia, mających wspierać inwestycje kapitałowe?

	Wsparcie ze szczebla europejskiego (CIP, COSME, Horyzont 2020, etc.)	Poddziałanie 3.1.1 POIR (PFR Starter FIZ)	Poddziałanie 1.3.2 POIR (BRIDGE VC 2.0)	Poddziałanie 1.3.1 POIR (BRIDGE Alfa)	Działanie 3.2 POIG (KFK)	BRIDGE VC (finansowany ze środków krajowych)
Tak, realizujemy lub realizowaliśmy projekt w ramach danego programu	5%	0%	0%	14%	5%	0%
Nie realizujemy projektu, ale ubiegamy się o finansowanie z danego źródła	0%	11%	0%	11%	0%	0%
Nie realizujemy projektu, ale bezskutecznie ubiegaliśmy się o finansowanie z danego źródła	2%	0%	0%	2%	5%	0%
Nie realizujemy projektu - nie ubiegaliśmy się o finansowanie z danego źródła	80%	61%	89%	55%	84%	91%
Nie realizujemy projektu, ale zamierzamy ubiegać się o finansowanie z danego źródła	14%	27%	11%	18%	7%	9%

Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

Druga grupa to podmioty „for profit”, zakładane z myślą o prowadzeniu różnorodnej zyskowej działalności gospodarczej. Podmioty te z oczywistych powodów musiały pozyskać status instytucji otoczenia biznesu, co na ogół polegało na zakładaniu spółek celowych posiadających odpowiedni zapis statutowy (nie działanie dla zysku; przeznaczanie zysku na wsparcie przedsiębiorczości). Łącznie grupa ta liczyła 23 podmioty. Dla lepszego zrozumienia losów tych beneficjentów należy tu jednak dodatkowo wyróżnić trzy podgrupy:

- 1) Różnego rodzaju spółki prowadzące ogólną działalność doradczą, a także sporadycznie inwestycyjną. Podmiotów takich było 15 -przykładem może być spółka Black Pearls Investments, która równoległe z funduszem z Działania 3.1. POIG w 2015 r. prowadziła pilotażowy fundusz BRIDGE Alfa (9 inwestycji), a w 2016 roku utworzyła nowy fundusz ze środków Działania 1.3.1 POIR (również BRIDGE Alfa). Wcześniejsze doświadczenia inwestycyjne dotyczyły osób zakładających fundusz, a sam podmiot realizował głównie działalność doradczą. Drugim przykładem są powiązane spółki (fundusze) EDoradcy i Aligo, które również zajmowały się doradztwem, a w chwili obecnej zrealizowały wyjścia o największej wartości wśród inkubatorów założonych w ramach Działania 3.1 POIG. W tej podgrupie tylko w 4 przypadkach zdiagnozowano brak aktywności inwestycyjnej i niejako „zarzucenie” tej działalności.
- 2) Butiki inwestycyjne, czyli firmy prowadzące działalność inwestycyjno-doradczą i realizujące inwestycje kapitałowe (często na rynku giełdowym - NewConnect), które nie posiadają w zarządzaniu znaczącej kwoty kapitałów. Firm takich było 6; w dwóch przypadkach firmy takie z pozycji butiku przekształciły się w fundusz Venture Capital. Przykładem jest spółka

inwestycyjna IQ Partners SA⁶⁵. W ramach Działania 3.1 POIG (nabory w 2008 i 2009) uruchomiła ona dwa inkubatory inwestycyjne (w Olsztynie i Warszawie). W 2015 roku spółka ta (poprzez spółkę zależną IQ Pomerania w konsorcjum z MM Prime TFI SA) uruchomiła także fundusz VC o kapitalizacji 40 mln zł, wykorzystując w tym celu wsparcie ze środków inicjatywy JEREMIE w województwie zachodniopomorskim. Od 2011 roku IQ Partners wprowadził swoje akcje do obrotu na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych uzyskując w ten sposób możliwość finansowania swojej działalności VC na rynku kapitałowym. Łącznie w portfelu IQ Partners znajduje się obecnie ok. 85 inwestycji (spółek), w tym cztery wehikuly dedykowane do inwestycji seed/start-up i VC (Ventures Hub, InQbe, IQ Pomerania, IQ VC; dwie pierwsze działają w oparciu o środki z działania 3.1 POIG)⁶⁶. Drugim przykładem jest Prometeia Capital, która ostatnio została rekomendowana do dofinansowania w ramach konkursu w Działaniu 1.3.1 POIR (BRIDGE Alfa), a przed rozpoczęciem działalności w Działaniu 3.1 POIG była podmiotem pełniącym funkcje Autoryzowanego Doradcy na rynku NewConnect oraz realizującym inwestycje kapitałowe.

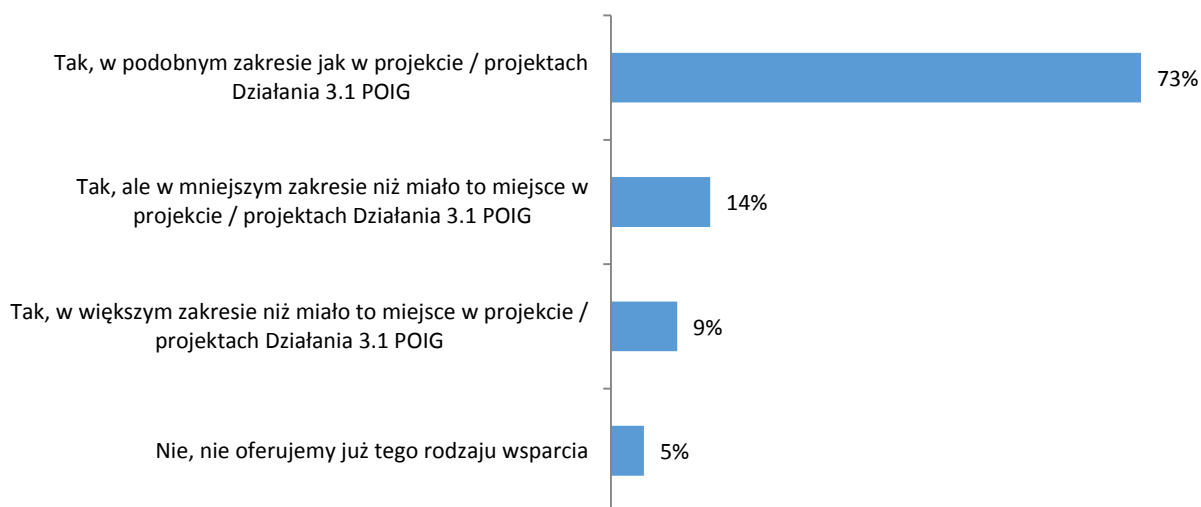
- 3) Ostatnią grupę stanowią fundusze Venture Capital, które przed rozpoczęciem działalności w ramach Działania 3.1 POIG realizowały już działalność jako fundusz zarządzający znaczną kwotą kapitału. W tej grupie znalazły się dwa podmioty. Poznańska spółka SpeedUp zarządzająca łącznie 4 inkubatorami (nabory 2009, 2010, 2013) w roku 2010 wzięła udział w konkursie organizowanym przez Krajowy Fundusz Kapitałowy (Działanie 3.2 POIG) uzyskując 50% dokapitalizowanie funduszu VC o łącznej kapitalizacji 29 mln zł; do końca 2016 r. kapitał ten został zainwestowany w 12 spółek. Wraz ze zbliżaniem się końca okresu inwestycyjnego w ramach funduszu KFK w 2015 r. SpeedUp utworzył nowy fundusz w oparciu o środki z pilotażowego programu BRIDGE Alfa, a w 2016 roku kolejny z Działania 1.3.1 POIR. Drugi podmiot to WinQubator Sp. z o.o., który działając pod firmą WinVentures Sp. z o.o. praktycznie równolegle z rozpoczęciem projektu w ramach Działania 3.1 POIG uzyskał dofinansowanie z Krajowego Funduszu Kapitałowego (łączna wartość funduszu to ok. 137 mln zł), dokonując (do końca stycznia 2017 r.) 9 inwestycji.

Biorąc pod uwagę kapitał zgromadzony przez inkubatory inwestycyjne z wyjść z inwestycji, ciekawie rysują się wyniki badania CAWI wśród inkubatorów. 29 (ok. 74%) inkubatorów spośród 39 biorących udział w badaniu deklaruje (Rysunek), że posiada obecnie w ofercie w podobnym zakresie, jak w projektach Działania 3.1. POIG usługi dotyczące inkubowania / rozwijania pomysłów. Natomiast tylko 11 (28%) inkubatorów deklaruje (Rysunek), że oferuje obecnie wejścia kapitałowe w pełnej skali.

⁶⁵ Powstała ona w 2007 roku w wyniku połączenia spółek IQ Partners sp. z o.o. i IFA Investment sp. z o.o. (które z kolei powstały odpowiednio w 2005 r. i 2003 r.). Obie spółki prowadziły działalność inwestycyjną i doradczą.

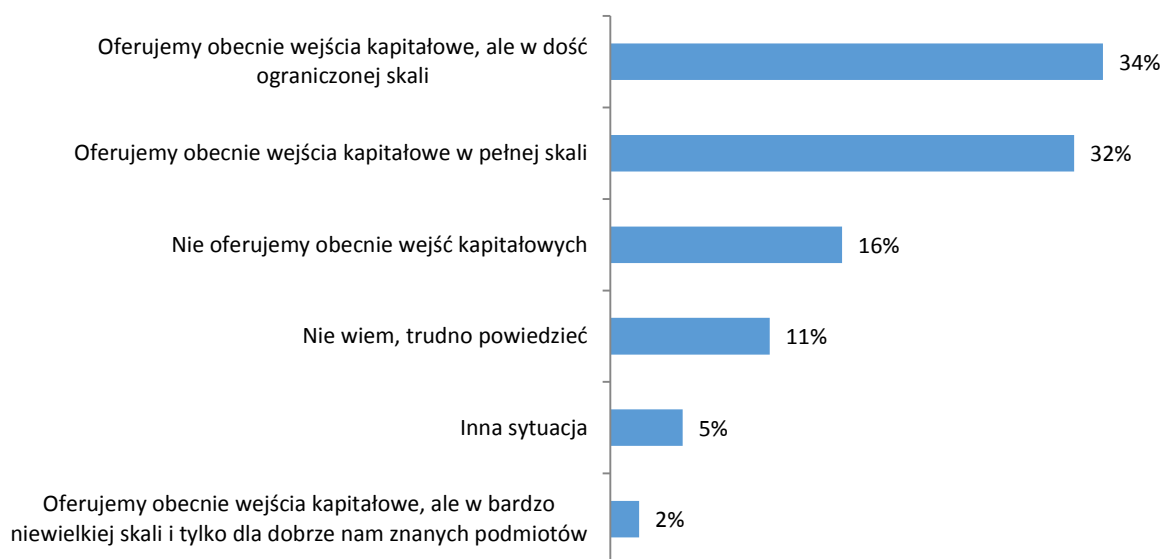
⁶⁶ Z dostępnych informacji wynika, że IQ Partners bezskutecznie aplikowało także do Działania 1.3.1 POIR.

Rysunek 21. Czy obecnie w ofercie Państwa instytucji znajdują się usługi w zakresie inkubowania / rozwijania pomysłów, na wzór działań, które poprzedzały wejścia kapitałowe w realizowanym projekcie / projektach z Działania 3.1 POIG?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

Rysunek 22. Jaka jest obecna oferta Państwa instytucji, jeżeli chodzi o wejścia kapitałowe?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

Zgodnie z danymi udostępnionymi przez PARP - 45 inkubatorów zrealizowało jakiekolwiek wyjście z inwestycji. Jedynie w przypadku 4 inkubatorów łączna zgromadzona w ten sposób kwota kapitału przypadająca na środki wsparcia przekroczyła 3 mln zł, co umożliwiłoby zrealizowanie zarówno inkubacji, jak i kilku wejść kapitałowych o skali zbliżonej do działania 3.1. POIG. Biorąc pod uwagę rozdrobnienie środków pochodzących z dezynwestycji w połączeniu z ich niewielką wartością (łącznie 58 mln zł dla 45 inkubatorów) oraz brak zachęt i bodźców (m.in. brak bodźców podatkowych, status

publiczny środków finansowych utrudniający lub uniemożliwiający⁶⁷ łączenie ich z innymi środkami publicznymi dedykowanymi rynkowi venture capital, czy także duża konkurencja ze strony obecnie działających funduszy publicznych), należy założyć, że posłużą one głównie do realizacji procesu inkubacji (i finansowania własnych kosztów stałych⁶⁸), a w bardzo ograniczonym stopniu na wejścia kapitałowe⁶⁹. Informacje zebrane w trakcie wywiadów (incydentalne przypadki dokonania inwestycji kapitałowej), jak i dane na temat wyjść wskazują, że odpowiedzi uzyskane w badaniu CAWI są formułowane nieco na wyrost (jest to raczej informacja o obecności danego typu aktywności w przedmiocie działania inkubatora, nie oznaczająca jednak, że w danym momencie / w istotnej skali jest ona realizowana).

Obok wspomnianego wcześniej efektu „referencyjnego”, z którego w pierwszej kolejności korzystają podmioty prywatne, należy wskazać także na pojawienie się bardzo istotnego efektu „kadrowego”. Z przeglądu wniosków o dofinansowanie projektów wynika, że w skład zespołów zarządzających przeciętnie wchodziły cztery osoby zajmujące się procesem inkubacji i inwestycji⁷⁰. Oznaczałoby to, że Działanie 3.1 POIG doprowadziło do praktycznego „przeszkolenia” około 300 osób i nabycia wiedzy z zakresu inwestycji VC. Przy czym, głównie w przypadku inkubatorów prowadzonych przez instytucje otoczenia biznesu osoby tam zatrudnione stykały się z tą wiedzą po raz pierwszy. Ten efekt kadrowy ma niewątpliwie trwały charakter z punktu widzenia danej osoby, ale nie musi być trwały z punktu widzenia instytucji otoczenia biznesu. Sygnalizowany powyżej problem braku kontynuacji aktywności na rynku VC ze strony dużej liczby instytucji otoczenia biznesu rodzi ryzyko, że albo to doświadczenie ulegnie dewaluacji i/lub część (a nawet większość) tych osób zostanie pozyskana przez podmioty działające na rynku VC lub pragnące na niego wejść. Efekt kadrowy będzie więc korzystny z punktu widzenia rynku VC i gospodarki, ale nie dla (niektórych) beneficjentów Działania 3.1 POIG. O zasięgu działania efektu „kadrowego” może świadczyć choćby fakt, że na około 387 osób zaliczanych do tzw. kluczowego personelu ubiegającego się o środki z Poddziałania 1.3.1 POIR (program BRIDGE Alfa) w 97 przypadkach (25%) wskazywano na posiadanie doświadczenia związanego z Działaniem 3.1 POIG⁷¹.

Komentując udział w programie podmiotów prywatnych z doświadczeniem VC należy wskazać na jeszcze jedną kwestię. Podmioty takie - jak np. SpeedUp, IQ Partners czy LQT - działają na ogół w układzie grup kapitałowych dysponując kilkoma funduszami VC o różnych profilach inwestycyjnych (w tym różnych limitach inwestycyjnych). Działalność taka niesie zaletę w postaci efektów synergii, polegających na wzajemnym wspieraniu procesu pozyskiwania projektów inwestycyjnych (przedsiębiorcy nie pasujący np. do funduszu o danym profilu inwestycyjnym nie są odrzucani, lecz kierowani do innego, bardziej adekwatnego funduszu znajdującego się w portfolio). Grupa funduszy mając większy zasięg pozyskiwania projektów i wewnętrzną synergię daje zarówno korzyści selekcyjne (z większej populacji łatwiej wybrać projekty atrakcyjne) i oszczędnościowe (niższe koszty

⁶⁷ Zakaz wykorzystania środków z działania 3.1. POIG jako wkład własny w konkursie STARTR FIZ.

⁶⁸ Np. poprzez finansowanie wynagrodzenia pracownika inkubatora, który oprócz dotychczasowych zadań ma realizować proces inkubacji.

⁶⁹ W trakcie IDI zidentyfikowano sporadyczne przypadki wejść kapitałowych realizowanych z kapitału pochodzącego z Działania 3.1. POIG.

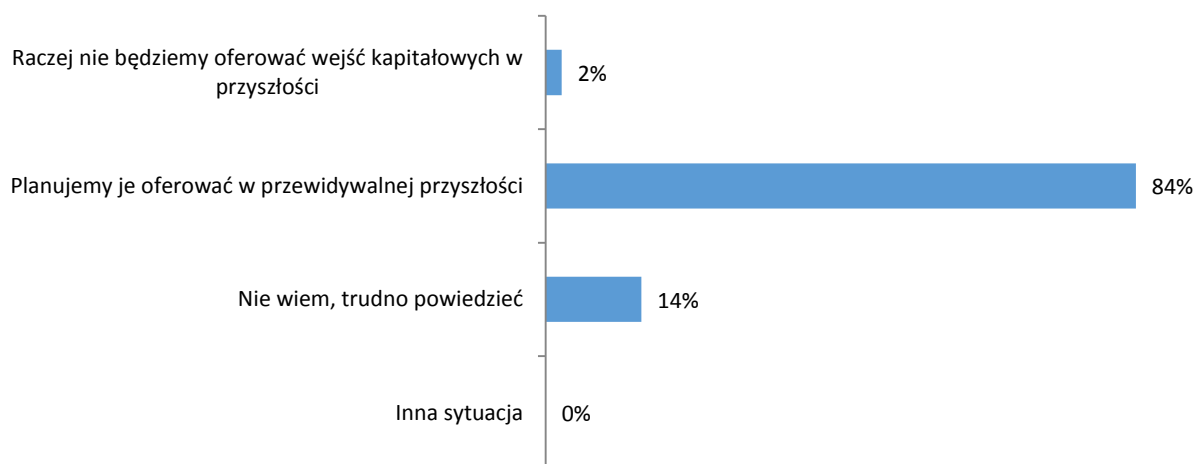
⁷⁰ Analizując składy personalne braliśmy pod uwagę wyłącznie osoby które z opisu funkcji miały zajmować się inkubacją i inwestycjami tj. dyrektorzy inwestycyjni, analitycy inwestycyjni, analitycy biznesowi, itp.

⁷¹ Ewaluacja pomocy publicznej udzielanej za pośrednictwem NCBR w zakresie pomocy udzielonej w ramach działania 1.3 POIR. Pierwszy raport on-going - wersja robocza. M. Przybyłowski, P. Tamowicz. Gdańsk 2017.

pozyskiwania projektów). Może to mieć znaczenie także dla problemu trwałości o czym piszemy poniżej (większa efektywność portfela).

Biorąc pod uwagę obecną ofertę inkubatorów trudno jest wskazać podmioty, które realizują inwestycje w formule prywatnej. Te nieliczne inkubatory (beneficjenci), które zdecydowały się pozostać na rynku VC środki na inwestycje pozyskują głównie ze źródeł publicznych (głównie z Poddziałania 1.3.1 POIR - BRIDGE Alfa). W tym kontekście deklaracje 84% inkubatorów (pozyskane w ramach badania CAWI) o planach kontynuacji działalności inwestycyjnej należy odczytywać przez pryzmat planowanych konkursów organizowanych przez NCBR (głównie trzecią edycję BRIDGE Alfa, w ramach której zaoferowano 1 mld zł), czy też programy oferowane przez Polski Fundusz Rozwoju. Są to więc deklaracje, które nie muszą się zmaterializować. Należy odczytywać je jednak jako deklaracje, gdyż istnieje wątpliwość, czy instytucje otoczenia biznesu są w stanie utrzymać w sposób trwały swoje zespoły inwestycyjne. Członkowie tych zespołów często zdecydowali się samodzielnie rozpocząć działalność inwestycyjną.

Rysunek 23. A jakie są plany Państwa instytucji, jeżeli chodzi oferowanie (lub nie) wejść kapitałowych w przyszłości?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

5 Działanie 3.1 POIG - założenia a realizacja (poziom programu)

5.1 Rezultaty zakładane a faktyczne

W momencie rozpoczęcia wdrażania Działania 3.1 POIG polski rynek wsparcia kapitałowego start-upów znajdował się w bardzo załóżkowej fazie i w zasadzie oprócz bardzo ograniczonych, wcześniej opisanych doświadczeń nie było (oprócz Poddziałania 1.2.3 SPO WKP) programów publicznych oferujących finansowanie udziałowe tej grupie podmiotów.

Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka⁷² wskazywał jako powody zaprojektowania wsparcia w ramach całej III Osi Priorytetowej następujące przesłanki:

- Diagnoza sytuacji gospodarczej wskazywała na niską skłonność przedsiębiorców do inwestowania, w tym w innowacyjne przedsięwzięcia charakteryzujące się wysokim ryzykiem i wymagające stosunkowo wysokich nakładów w dłuższym okresie.
- Działające na rynku fundusze kapitału podwyższonego ryzyka nie inwestowały w innowacyjne przedsięwzięcia o stosunkowo niewielkiej wartości z powodu wysokich kosztów stałych, związanych z obsługą takich przedsięwzięć, przy jednocześnie wysokim ryzyku, którym obarczone są projekty realizowane przez przedsiębiorców w szczególności na początkowych etapach wzrostu ich spółek
- Te przesłanki przesądzały o konieczności interwencji publicznej, w wyniku której inwestorzy chętniej mieli dokonywać inwestycji kapitałowych o stosunkowo niskiej wartości w spółki MSP znajdujące się na początkowych etapach wzrostu.

W momencie konstruowania Programu diagnoza ta była z całą pewnością trafna, a wyniki osiągnięte w ramach Działania 3.1 oraz innych działań III osi priorytetowej dobrze pokazują jak duże było pole do zmian.

Celem całej III Osi Priorytetowej Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka było właśnie stworzenie podwalin pod wsparcie kapitałowe zarówno na etapie seed (Działanie 3.1), jak i start-up oraz ekspansji (Działanie 3.2), a także wzmocnienie finansowania (wspieranie gotowości inwestycyjnej) ze środków prywatnych za pomocą sieci aniołów biznesu (Poddziałanie 3.3.1). W późniejszej fazie realizacji Programu III oś priorytetowa została uzupełniona, w oparciu o zidentyfikowane luki w finansowaniu dłużnym innowacyjnych start-upów, o instrument pożyczkowy (Fundusz Pożyczkowy Wspierania Innowacji), realizowany w ramach Działania 3.4 POIG.

Można wskazać, że założenia interwencji zaprojektowanej w ramach Działania 3.1 POIG były jak najbardziej prawidłowo określone (mimo pewnych wątpliwości, co do konkretnych rozwiązań organizacyjnych w ramach pierwszych konkursów), za czym przemawiają chociażby bardzo wysokie i korzystne wartości osiągniętych wskaźników produktu i rezultatu, prezentowane w dalszej części niniejszego rozdziału.

Rozwiązania, które były uznawane jako dyskusyjne dotyczyły przede wszystkim takich sfer, które w znacznej części zostały odpowiednio zaadresowane w ramach wprowadzenia kryteriów merytorycznych punktowanych dla 4 naboru wniosków. Z drugiej jednak strony można się głęboko

⁷² Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013, Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013, Warszawa, 1 października 2007 r., s. 97-102.

zastanawiać, jakie byłyby skutki zaproponowania tego typu rozwiązań już od początku realizacji Działania. Poniżej przedstawiamy kwestie, które mogły nieco utrudniać wdrażanie Działania oraz w których występowały pewne niedoskonałości beneficjentów, wraz z naszymi komentarzami.

Tabela 11. Identyfikowane niedoskonałości Działania 3.1 POIG i analiza ex post⁷³ możliwości ich uniknięcia

Lp.	Wymiar	Komentarz z dzisiejszej perspektywy
1	Badania jakościowe i analiza desk research wskazują, że wiele projektów było realizowanych przez podmioty bez większego doświadczenia w finansowaniu udziałowym i zapewne także bez mocnych podstaw do kontynuacji tego typu działalności w przyszłości.	Można się zastanawiać, czy tego typu sytuacji można było uniknąć. Siłą rzeczy bowiem przyjęcie już od początku realizacji Działania bardzo ostrych kryteriów selekcji musiałoby skutkować realizacją mniejszej liczby projektów i brakiem możliwości wykorzystania dostępnej alokacji. Warto bowiem pamiętać, że poziom rozwoju rynku kapitałowego w momencie rozpoczęcia realizacji Działania 3.1 POIG był nieporównywalny do sytuacji, z którą mamy do czynienia dzisiaj. Być może natomiast kryteria dotyczące doświadczeń na poziomie wnioskodawcy i zespołów projektowych należało wprowadzić wcześniej, na przykład już dla trzeciego naboru.
2	Projekty można było realizować bez jakiegokolwiek wkładu własnego, co minimalizowało efekt mnożnikowy (w większości przypadków efekt mnożnikowy pojawiał się on dopiero na poziomie samej spółki, dzięki konieczności wniesienia własnych środków lub wartości niematerialnych i prawnych przez pomysłodawcę). Mogło to też prowadzić do braku wystarczającej staranności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych.	Z całą pewnością znacznie korzystniej byłoby, gdyby od początku wymagano by (premiowano) wkład własny wnioskodawcy do projektu, jednak tylko pod warunkiem, że prowadziłyby to do pojawiania się wystarczającej liczby wnioskodawców / beneficjentów. Co do tego zaś można mieć bardzo poważne wątpliwości . Być może natomiast wymóg / premiowanie udziału własnego należało wprowadzić nieco wcześniej, na przykład już na etapie trzeciego naboru wniosków projektowych ⁷⁴ .
3	Znaczny udział wydatków o charakterze nie inwestycyjnym (w połączeniu z brakiem udziału własnego) mógł prowadzić do niekorzystnych zjawisk, polegających na świadczeniu usług niewystarczającej jakości, w niektórych przypadkach być może przez podmioty	Takie sytuacje z całą pewnością występowały ⁷⁵ , jednak w znacznym stopniu należy to złożyć na karb pilotażowego charakteru wsparcia, a także zdobywania odpowiednich doświadczeń w trakcie wdrażania całego Działania i poszczególnych projektów. Warto też pamiętać o tym, że

⁷³ Analiza ta prowadzona jest z dzisiejszej perspektywy, a więc prawie 10 lat po rozpoczęciu wdrażania Działania 3.1 POIG.

⁷⁴ Istotnym ograniczeniem był w tym przypadku wymóg realizacji projektu bez pomocy publicznej.

⁷⁵ O czym wspomniano w ramach niektórych wywiadów IDI. Naturalnie, to też było poniekąd skutkiem realizacji projektów w formule bez pomocy publicznej.

Lp.	Wymiar	Komentarz z dzisiejszej perspektywy
	powiązane z beneficjentem.	odwrotna sytuacja (z którą do pewnego stopnia mieliśmy do czynienia w ramach projektów realizowanych w wyniku ostatniego, czwartego naboru), polegająca na tym, że kwoty przeznaczone na preinkubację były dość niskie, była równie niekorzystna, gdyż, chociaż w takiej sytuacji raczej nie dochodziło do braku staranności w inwestowaniu środków publicznych, to mogło to się niekorzystnie odbijać na staranności przygotowania wejść kapitałowych. Poza tym, mogło to prowadzić do odrzucania potencjalnie dobrze rokujących pomysłów, wymagających jednak bardziej kosztownych analiz lub badań.
4	<p>Pewnym ograniczeniem z punktu widzenia nowotworzonych spółek było klasyfikowanie wsparcia jako pomocy de minimis. W ekstremalnej sytuacji mogło to bowiem prowadzić do tego, że spółki otrzymujące wejście kapitałowe w maksymalnej kwocie nie były w stanie korzystać z jakiegokolwiek innej pomocy de minimis przez okres kolejnych 3 lat.</p> <p>Dodatkowo, stosowanie pomocy de minimis ograniczało wysokość wejścia kapitałowego (lub też wszystkich transz finansowania) do 200 tys. euro, co szczególnie dla spółek technologicznych bywało poważnym ograniczeniem (w zasadzie powinno było eliminować projekty, w przypadku których nie było jasnych perspektyw pozyskiwania kolejnych rund finansowania).</p>	Tego typu rozwiązania były wynikiem obowiązywania w momencie projektowania i początkowej realizacji Działania stosunkowo restrykcyjnych rozwiązań, jeżeli chodzi o pomoc publiczną w sferze finansowania kapitałowego. W obecnym stanie prawnym oferowanie tego typu finansowania w ramach rozporządzenia o wyłączeniach grupowych (GBER) jest znacznie bardziej ułatwione i dlatego obecnie nie ma już konieczności stosowania formuły pomocy de minimis.
5	Jak wskazują chociażby opinie pozyskiwane w ramach badań jakościowych, na temat Działania 3.1 POIG zaczęła w pewnym momencie dominować (a przynajmniej być bardzo znacząca) narracja, zgodnie z którą w przypadku wielu projektów dochodzi do poważnych nieprawidłowości a jakość usług oferowanych w ramach preinkubacji jest stosunkowo niska. W związku z tym Działanie zaczęło być w przez część administracji publicznej, a także osób powiązanych z funduszami	Nie negując tezy, że w przypadku pewnej liczby projektów mogło faktycznie dochodzić do nieprawidłowości, od pewnego momentu przekaz o niekorzystnych efektach Działania zaczął dominować nad przekazem pokazującym jego także bardzo pozytywne skutki. Niestety, jak się wydaje, PARP w niewystarczającym stopniu starał się promować przykłady najlepszych spółek, które dzięki wsparciu z Działania 3.1 notowały bardzo szybki rozwój, także w skali europejskiej lub światowej. Zabrakło tym samym promocji dobrych praktyk i <i>przykładów</i>

Lp.	Wymiar	Komentarz z dzisiejszej perspektywy
	kapitałowymi odbierane jako mało udane, do którego doświadczeń też nie należy nawiązywać.	<i>udanych inwestycji</i> , co wskazywałoby na efektywność realizowanych działań. Jak wskazujemy w raporcie, Działanie odegrało też bardzo pozytywną rolę, jeżeli chodzi o budowę doświadczeń i kompetencji szeregu instytucji i osób zaangażowanych w realizację projektów.

Źródło: Opracowanie własne

Bardzo pozytywnie należy też ocenić poziom osiągniętych wskaźników produktu i rezultatu dla Działania 3.1 POIG, co prezentujemy w poniższej tabeli. Na koniec czerwca 2017 r. zrealizowane zostały wszystkie wskaźniki produktu i rezultatu, a w przypadku niektórych z nich odnotowano znaczne przekroczenia.

Tabela 12. Zakładane i osiągnięte wskaźniki produktu i rezultatu dla Działania 3.1 PO IG

Wskaźnik	SzOOP POIG – luty 2008 ⁷⁶ - wartości docelowe	SzOOP POIG - grudzień 2012 - szacowana realizacja ⁷⁷	SzOOP POIG - grudzień 2015 - szacowana realizacja ⁷⁸	PARP – dane na 30.06.2017	Realizacja 30.06.2017 / wartości SzOOP z grudnia 2015
Wskaźniki produktu					
Liczba projektów wspartych ze środków działania 3.1	200 ⁷⁹	46	72	77	107%
Liczba podmiotów, którym udzielono wsparcia (dokapitalizowanych podmiotów)	125	584	850	1 222	144%
Liczba (pre)inkubowanych pomysłów	500	1800	1 800	3 276	182%
Wskaźniki rezultatu					
Wartość zmobilizowanych środków prywatnych na finansowanie	31,5 mln euro	280 mln PLN	280 mln PLN	664,05 mln PLN	237%

⁷⁶ „Szczegółowy Opis Priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013”, Warszawa, 7 lutego 2008 r.

⁷⁷ „Szczegółowy Opis Priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013”, Warszawa, Warszawa, 18 października 2012, z erratą z dnia 5 grudnia 2012 r.

⁷⁸ „Szczegółowy Opis Priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013”, Warszawa, 11 grudnia 2015 r.

⁷⁹ W późniejszych wersjach SzOOPP wielkość ta została skorygowana - wskaźnik ten został ostatecznie ustalony w odniesieniu do beneficjentów projektów (liczba projektów zrealizowanych przez inkubatory inwestycyjne).

Wskaźnik	SzOOP POIG – luty 2008 ⁷⁶ - wartości docelowe	SzOOP POIG - grudzień 2012 - szacowana realizacja ⁷⁷	SzOOP POIG - grudzień 2015 szacowana realizacja ⁷⁸	PARP – dane na 30.06.2017	Realizacja 30.06.2017 / wartości SzOOP z grudnia 2015
innowacyjnych przedsięwzięć					
Liczba nowych miejsc pracy we wspartych przedsiębiorstwach	500	750	750	1853,4	247%
Liczba wspartych nowopowstałych przedsiębiorstw (w okresie do 2 lat od ich utworzenia)	Do oszacowania	584	850	944	111%
Liczba wspartych nowych MSP funkcjonujących 18 miesięcy po uzyskaniu wsparcia	150	350	584	648	111%
Alokacja finansowa na Działanie 3.1					
Wartość	110 mln euro	174,9 mln euro	193,6 mln euro	-	-

Źródło: Kolejne wersje SzOOP POIG, dane PARP.

Naturalnie, wzrost wartości wskaźników wynikał także ze zwiększonej alokacji na Działanie, w stosunku do pierwotnych założeń. Wzrost ten był jednak znacznie mniejszy (175% wartości pierwotnej alokacji) niż osiągnięte wskaźniki, w stosunku do wskaźników zakładanych (978% dla liczby dokapitalizowanych podmiotów, 655% dla liczby preinkubowanych pomysłów).

Warto przy tej okazji dodać, że w pierwotnym kształcie POIG wskaźnik dla całej III Osi Priorytetowej POIG „Liczba przedsiębiorstw korzystających z kapitału wysokiego ryzyka i dokapitalizowania przez inwestorów prywatnych” wynosił 309.

5.2 Mechanizm wsparcia a sukces rynkowy

Z dostępnych danych wynika, że mechanizm wsparcia zastosowany w Działaniu 3.1 POIG był mało spójny i użyteczny z punktu widzenia stworzenia podstaw sukcesu inkubowanych firm. Mechanizm ten w większym stopniu był zaprojektowany z myślą o zwiększeniu stopy narodzin firm niż wzmacnianiu ich szans na rozwój w okresie po inwestycji⁸⁰.

W oparciu o przeprowadzoną analizę można sformułować następujące wnioski.

- 1) Niewątpliwie dużą zaletą mechanizmu wsparcia w Działaniu 3.1 POIG był sam sposób selekcji (wyboru) odbiorców ostatecznych (celów inwestycyjnych). Na pewno selekcja była bardziej rozbudowana i „urynkowiona” niż w programach dotacyjnych. Na ogół miała ona charakter

⁸⁰ Powyższą tezę należy traktować jako wstępną i roboczą. Jest ona oparta na przeprowadzonych wywiadach ze spółkami, badaniu CATI spółek portfelowych i analizie danych finansowych na temat wyjść z inwestycji.

dyskrecjonalny (osoby oceniające nie były skrupowane narzuconym systemem punktacji i kryteriów), wykonywana była „policentrycznie”⁸¹ przez zespół o zróżnicowanej wiedzy i doświadczeniu, w oparciu o kryteria biznesowe (perspektywy rynkowe pomysłu czy determinacja zespołu projektowego). Zatem, co do zasady, zastosowany w Działaniu 3.1 POIG mechanizm dystrybucji wsparcia powodował, że kapitał powinien być alokowany do projektów o większych niż mniejszych szansach na rozwój. Ta wyższa sprawność alokacyjna - widoczna przede wszystkim w relacji do programów dotacyjnych⁸² - nie była jednak warunkiem wystarczającym dla zapewnienia trwałych szans na rynkowy sukces spółek, które tworzone i w które inwestowano.

- 2) Zgodnie z wynikami badań ankietowych beneficjentów najczęstszym kryterium brany pod uwagę przy wyborze projektu była „nowatorskość (pionierski charakter) przedstawionego pomysłu”.

Rysunek 24. Jakie kryteria brali Państwo pod uwagę przy ocenie projektów przed podjęciem decyzji o wejściu kapitałowym? Proszę wskazać do trzech najczęściej stosowanych przez kryteriów.



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

⁸¹ Ocena była zdecentralizowana (w przeciwieństwie do programów dotacyjnych, w których wszystkie wnioski ocenia ten sam zespół); każdy inkubator posiadał swój zespół oceniający.

⁸² Wymowny jest tu przykład jednej z firm, która uzyskała wsparcie kapitałowe z Działania 3.1 POIG. Spółka ta ubiegała się także o dotację z Działania 8.1 POIG. Wniosek jej został odrzucony, a w uzasadnieniu znalazło się 10 zastrzeżeń. Po złożeniu odwołania zastrzeżenia zostały uchylone, jednakże z braku środków dotacja nie mogła już być przyznana.

Kolejne dwa najpopularniejsze kryteria to „Dotychczasowe doświadczenie biznesowe pomysłodawcy” oraz „Zainteresowanie zakupem opracowanego produktu / usługi ze strony potencjalnych odbiorców”. Dwa ostatnie kryteria, w przeciwieństwie do pierwszego, miały charakter rynkowy i są najczęściej stosowane przez profesjonalne fundusze venture capital. Aspekty strategiczne (zainteresowanie projektem inwestorów w przyszłości⁸³, zabezpieczenie praw własności intelektualnej, czy też siła konkurencji) miały zaskakująco niskie znaczenie dla beneficjentów, co może przekładać się na efektywność wyjść z inwestycji.

- 3) Elementem wsparcia, który powinien być zwiększyć szanse na sukces rynkowy była inkubacja. Inkubacja miała być nie tylko procesem wsparcia formalnych narodzin spółki (przygotowanie stosownych dokumentów), ale także etapem, w trakcie którego istniała możliwość weryfikacji wykonalności, następnie dopracowania i udoskonalenia oryginalnego pomysłu na biznes. Niektóre z wywiadów potwierdzają, że taka optymalizacja pomysłów miała miejsce w fazie preinkubacji. Na podstawie dostępnych danych trudno jest jednak określić jaka była skala takiego zjawiska - i zapewne była zróżnicowana. Przykładowo, w trakcie wywiadów z zarządzającymi inkubatorami pojawiały się informacje (często, w postaci pośrednich wniosków), że rola inkubatora sprowadzała się do przygotowania lub czasami tylko korekty biznesplanu, zapewnienia formalnego wsparcia w procesie zakładania spółki kapitałowej (ramowa umowa spółki czy pomoc w przygotowaniu formularza do Krajowego Rejestru Sądowego), czy też wskazania biura rachunkowego⁸⁴. Brakowało odpowiedniej skali i jakości wsparcia w zakresie przeprowadzania prac pilotażowych, czy testowania produktu, analiz sprzedażowych lub badania czystości patentowej.
- 4) Znacznie istotniejszą z punktu widzenia sukcesu rynkowego formą wsparcia powinna być pomoc udzielana na etapie po-inwestycyjnym. Co oczywiste, inkubator powinien być zainteresowany takim wsparciem m.in. z powodu posiadania udziałów w spółce. Do realizacji takiego wsparcia konieczna jednak była znajomość branży i posiadanie np. konkretnych / sprawdzonych kontaktów biznesowych, czy znajomość rynków zagranicznych. Najprawdopodobniej, w zdecydowanie gorszej sytuacji pod tym względem były instytucje otoczenia biznesu (non-profit), które nie będąc (branżowymi) przedsiębiorcami takiej wiedzy nie mogły posiadać. Posiłkowanie się w tym względzie ekspertami zewnętrznymi było pewnym rozwiązaniem choć niegwarantującym maksymalnej efektywności ze względu na słabość motywacji tych osób⁸⁵. Taki właśnie stan rzeczy w trakcie wywiadów raportowały spółki portfelowe, które wskazywały, że pomimo chęci ze strony inkubatora proces wsparcia na tym etapie był nieefektywny⁸⁶. W trudnej sytuacji mogą zatem znaleźć się te inkubatory, które dokonywały inwestycji w projekty złożone technologicznie. A takich inwestycji dokonywały przede wszystkim instytucje otoczenia biznesu (non-profit). Mianowicie, na 202

⁸³ Co ma kluczowy wpływ na projektowanie strategii wyjścia już na etapie inwestycji i jest jednym z najważniejszych elementów oceny funduszy planujących uzyskać zakładaną stopę zwrotu z kapitału.

⁸⁴ Jak przedstawiliśmy wcześniej, to właśnie w tych dziedzinach przedstawiciele inkubatorów wskazywali główną użyteczność procesu preinkubacji (dodatkowo, wskazując także na usługi mentorskie - ten z kolei element świadczył o transferze rzeczywistej wartości dodanej, występował jednak rzadziej).

⁸⁵ Po zakończeniu projektu doradca taki nie mógł być finansowany przez inkubator; trudno też było liczyć na to, aby spółki portfelowe były w stanie finansować takiego doradcę jako członka rady nadzorczej.

⁸⁶ Analogiczna sytuacja miała miejsce w przypadku wsparcia w zakresie drugiej rundy finansowania, czy też poszukiwania koinwestorów.

inwestycje dokonane w takie sektory jak: OZE, ochrona środowiska, medycyna, chemia, biotechnologia, urządzenia high-tech, 150 inwestycji dokonały inkubatory prowadzone przez non-profit instytucje otoczenia biznesu. Brak możliwości, czy też pewną słabość w zakresie udzielania przez te podmioty wsparcia na etapie po-inwestycyjnym mogą sygnalizować dane na temat wyjść z inwestycji: instytucje otoczenia biznesu zrealizowały do tej pory 16 wyjść ze spółek z wymienionych sektorów przy średnim zwrocie z inwestycji wynoszącym minus 16,1%; w 11 wyjściach zrealizowanych przez pozostałe inkubatory stopa zwrotu była ujemna (-11%). Trudno jednak z całą pewnością określić na tym etapie procesu likwidacji portfeli inwestycyjnych, czy różnica ta wynika z oferowania słabszego wsparcia merytorycznego, słabej skuteczności selekcji, czy też innych powodów (np. obiektywnych czynników rynkowych).

- 5) Ostatnim elementem mechanizmu wsparcia mogącym mieć wpływ na sukces rynkowy była inwestycja kapitałowa. Pułap inwestycji ze środków publicznych wynosił 200 tys. euro. Była to kwota wystarczająca na sfinansowanie procesu startu, a także początkowej fazy rozwoju szczególnie w biznesach o niskiej kapitałochłonności. Problematiczne jednak mogło się okazać finansowanie projektów z obszaru np. wysokich technologii (bardziej kapitałochłonnych). Faktycznie z posiadanych danych wynika, że średnia kwota wsparcia ze środków publicznych w przypadku wymienionych sektorów technologicznych wyniosła ok. 639,8 tys. zł; w przypadku projektów z obszaru ICT (z natury mniej kapitałochłonnych) było to 499,8 tys. zł. Projekty technologiczne (w szczególności z zakresu biotechnologii, medycyny czy też urządzeń high-tech) - przy zadanym limicie wsparcia - mogły więc natrafiać na niedobór kapitału już na wstępie inwestycji lub zaraz po jej uruchomieniu.

Ze skalą inwestycji kapitałowej ponownie wiąże się kwestia profilu beneficjenta prowadzącego inkubator. Jak sygnalizowaliśmy wcześniej, instytucje otoczenia biznesu (non-profit) najprawdopodobniej dysponowały mniejszym doświadczeniem inwestycyjnym i mniejszą siecią relacji sektorowych / przedsiębiorczych. Sytuacja ta mogła dyskryminować spółki z ich portfeli nie tylko w dostępie do adekwatnego wsparcia merytorycznego, ale i w dostępie do kapitału. Dostępne dane potwierdzają taką tezę. W ramach ostatniego konkursu, gdzie wymagany był wkład prywatny, instytucje otoczenia biznesu pozyskały dla swoich spółek średnio 57,3 tys. zł prywatnego wkładu koinwestora (wkład pieniężny) podczas gdy beneficjenci będący butikami inwestycyjnymi i firmami VC ok. 75,3 tys. zł. Może to sugerować, że te ostatnie miały lepiej rozpoznaną sieć kontaktów.

Powyższe uwagi można podsumować następująco. Prawdopodobieństwo osiągnięcia przez przedsiębiorcę sukcesu rynkowego miały wspierać cztery elementy:

- selekcja wstępna umożliwiająca skierowanie wsparcia na przedsięwzięcia o najlepszych perspektywach rynkowych,
- wsparcie optymalizujące pomysł na etapie inkubacji,
- wsparcie dla spółki już po inwestycji,
- oferowany kapitał.

Skuteczność trzech pierwszych elementów zależała w dużej mierze od jakości wyboru beneficjentów zarządzających inkubatorami. Jakość w tym wypadku powinna oznaczać doświadczenie inwestycyjne, doświadczenie przedsiębiorcze i kontakty biznesowe. Skierowanie Działania 3.1 POIG do instytucji

otoczenia biznesu (non-profit) oznaczało wybór instytucji, które w tych obszarach miały istotne deficyty. Możliwość substytuowania tych słabości poprzez posiłkowanie się zewnętrznymi ekspertami była rozwiązaniem słusznym, ale ograniczonym co do swojej skuteczności, szczególnie przy obowiązujących warunkach finansowania kosztów działania inkubatorów. Deficyty te mogły mieć także znaczenie dla kapitałowego elementu wsparcia. Mniej rozległe kontakty na rynku inwestorskim mogły przelożyć się na niższą kapitalizację inkubowanych spółek. Równie problematyczne w przyszłości mogą się okazać ambitne, wysoko technologiczne inwestycje tego typu beneficjentów. Przy braku możliwości dalszego wsparcia kapitałowego (po wyczerpaniu limitu inwestycyjnego) i wsparcia merytorycznego, ambitny portfel może stać się źródłem finansowej porażki niektórych inkubatorów.

Ograniczenia związane z maksymalną kwotą inwestycji miały specyficzną podstawę. Jak wspomnieliśmy wcześniej, wynikały one z rozwiązań dotyczących stosowania reguł pomocy publicznej, które były znacznie bardziej rygorystyczne niż obecnie. Zauważmy, że limity inwestycyjne, możliwe do stosowania w oparciu o obecne przepisy⁸⁷, dotyczące wyłączeń grupowych, a więc opiewające na kwotę do 800 tysięcy euro, a w pewnych przypadkach nawet do 1,6 mln euro, powodowałyby bardzo istotną redukcję ograniczeń, o których tu mowa (zatem, ograniczenia miały charakter regulacyjny i były niezależne od inkubatorów). Rozważając rzecz hipotetycznie, stosowanie wyższych limitów inwestycyjnych oznaczałoby jednak także to, że miałyby zapewne miejsce zjawisko koncentracji wsparcia na znacznie mniejszej populacji inkubatorów. W konsekwencji ich oferta byłaby trudniej dostępna, jednak stałoby się to z korzyścią dla celów inwestycyjnych, które mogłyby być wyposażane w większe dawki kapitalizacji, co z kolei wzmacniałoby znaczenie (i szanse na skuteczną wykonalność) przedsięwzięć w obszarach technologicznych, a także podnosiłoby szanse ich przetrwania na rynku i rozwoju.

5.3 Działanie 3.1 POIG a wsparcie dotacyjne

Bardzo interesującą kwestią jest problem, na ile wsparcie firm rozpoczynających działalność gospodarczą (innovacyjnych start-upów) w formie wejść kapitałowych prowadzi do bardziej trwałych efektów, niż przeznaczone na podobne cele wsparcie w formie bezzwrotnej (dotacyjnej). W tej sferze zasadniczym problemem jest to, że bardzo trudno porównać konkretne programy wsparcia, ze względu na występujące pomiędzy nimi różnice, dotyczące takich kwestii jak minimalna / maksymalna wielkość projektu, dopuszczalne rodzaje finansowanych wydatków kwalifikowalnych, rodzaje finansowanych projektów, kwalifikowalni beneficjenci etc.

Oba rodzaje wsparcia (dotacje i wejścia kapitałowe) mają też swoje specyficzne cechy, które mogą utrudniać dokonywanie odpowiednich porównań. Główne różnice prezentujemy w poniższej tabeli.

⁸⁷ Art. 22 (pomoc dla przedsiębiorstw rozpoczynających działalność), Rozporządzenie Komisji (UE) NR 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu.

Tabela 13. Porównania podstawowych charakterystyk wsparcia w formie dotacji oraz wejść kapitałowych

Wymiar	Dotacje	Wejścia kapitałowe
Czas realizacji projektu	Na ogół ograniczony do 2 lub 3 lat.	Brak ograniczeń, niekiedy ograniczenia na poziomie inwestora (np. konieczność wyjścia z inwestycji w określonym czasie).
Koszty kwalifikowalne	Na ogół precyzyjnie określone w stosownych wytycznych oraz we wniosku o dofinansowanie.	Kosztem kwalifikowalnym jest przeważnie samo objęcie udziałów, dalsze kierunki wydatkowania środków zależą od osób zarządzających spółką (celem inwestycyjnym), jej organów nadzorczych oraz kształtu umowy inwestycyjnej.
Kształt i trwałość rezultatów projektu	Na ogół precyzyjnie określone wskaźniki produktu i rezultatu oraz wskazana trwałość rezultatów, jak na przykład konieczność prowadzenia działalności przez okres 3 lat.	Na ogół brak określonych wskaźników rezultatu i wymogu utrzymania ich trwałości. Umowa inwestycyjna może natomiast nakładać na spółkę konieczność osiągnięcia określonych kamieni milowych, od czego może na przykład zależeć przekazywanie kolejnych transz finansowania. Kształt umowy inwestycyjnej pozostaje jednak w zakresie swobodnej decyzji inwestora i spółki - podmiotu inwestycji (musi ona jednak uwzględniać cele instrumentu wsparcia).
Wpływ instytucji oferującej finansowanie na działalność firmy	W sferze nie związanej z realizacją projektu i jego rozliczaniem instytucja przekazująca środki finansowe nie ma żadnego wpływu na działalność firmy korzystającej z dotacji.	W przypadku wejścia kapitałowego inwestorzy zyskują całościowy wpływ na działalność firmy, realizowany przez nadzór właścicielski poprzez zgromadzenie wspólników, radę nadzorczą oraz (dość rzadko) możliwość delegowania osoby do zarządu firmy lub mianowania prokurenta.
Forma prawna działalności gospodarczej	Dowolna forma dozwolona prawem.	Spółka kapitałowa prawa handlowego, najczęściej spółka z ograniczoną odpowiedzialnością.
Mechanizm wdrażania	Dotacje są przekazywane za	Różne rozwiązania

Wymiar	Dotacje	Wejścia kapitałowe
	pośrednictwem określonej instytucji publicznej (dla środków europejskich najczęściej Instytucji Zarządzającej lub Pośredniczącej) i przez nią też są monitorowane i rozliczane.	wdrożeniowe, zakładające podział obowiązków i kompetencji pomiędzy instytucje publiczne i prywatne (najczęściej fundusze kapitałowe), analogicznie w rozmaity sposób bywa dokonywany podział ryzyka pomiędzy instytucje publiczne i prywatne.

Źródło: opracowanie własne

Jako ewentualny punkt odniesienia dla Działania 3.1 POIG wskazać można na dotacyjne Działanie 8.1 POIG ("Wspieranie działalności gospodarczej w dziedzinie gospodarki elektronicznej"). Mimo pewnych różnic, częściowo tylko związanych z jego nieco odmiennym profilem i ukierunkowaniem na wspieranie firm świadczących e-usługi, wydaje się, że oba analizowane działania mają wiele podobieństw⁸⁸. Poniżej krótko prezentujemy podstawowe charakterystyki Działania 8.1 POIG.

Tabela 14. Podstawowe charakterystyki wsparcia w ramach Działania 8.1 PO IG

Wymiar	Opis
Cel	Stymulowanie rozwoju rynku usług świadczonych w formie elektronicznej (e-usług) poprzez wsparcie mikro- i małych przedsiębiorców, którzy złożą wniosek o udzielenie wsparcia nie później niż przed upływem dwóch lat od dnia wpisu przedsiębiorcy do Krajowego Rejestru Sądowego albo rozpoczęcia działalności gospodarczej zgodnie z wpisem do Ewidencji Działalności Gospodarczej. Dofinansowaniem były objęte projekty polegające na świadczeniu e-usługi lub wytworzenie produktów cyfrowych, koniecznych do świadczenia e-usługi.
Potencjalni beneficjenci	Przedsiębiorcy z grupy mikro- i małych przedsiębiorców prowadzący działalność gospodarczą i posiadający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a w przypadku osoby fizycznej - miejsce zamieszkania na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, którzy złożą wniosek o udzielenie wsparcia nie później niż przed upływem 2 lat od dnia wpisu przedsiębiorcy do Krajowego Rejestru Sądowego albo rozpoczęcia działalności gospodarczej zgodnie z wpisem do Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej.
Wielkość i intensywność wsparcia	14 000 - 600 000 zł, intensywność wsparcia 70%, a dla osób fizycznych, w roku złożenia wniosku o udzielenie wsparcia mających nie więcej niż 27 lat, ubiegających się o wsparcie w kwocie nieprzekraczającej 80 000 zł - 85%.
Maksymalny okres realizacji projektu	24 miesiące

Źródło: „Szczegółowy Opis Priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013”, Warszawa, 11 grudnia 2015

⁸⁸ Jak na przykład wielkość wsparcia, skierowanie wsparcia do osób rozpoczynających działalność gospodarczą, dominacja lub znacząca rola firm świadczących e-usługi.

Niestety Działanie 8.1 POIG nie było poddane ewaluacji mającej na celu przeanalizowanie tego, ile ze wspartych w jego ramach firm kontynuuje działalność gospodarczą. Pewnych użytecznych informacji mogą jednak dostarczyć inne zrealizowane badania, choć niestety w kontekście analizowanego problemu nie dostarczają one szczególnie przydatnych danych.

I tak, zgodnie z wynikami zrealizowanego w 2010 roku badania⁸⁹ szacowano, że w przypadku około 40% badanych projektów podmioty ubiegające się o wsparcie nie miały faktycznie charakteru firm rozpoczynających działalność gospodarczą, ale były podmiotami zakładanymi w celu pozyskania dotacji przez osoby / firmy o wcześniejszych doświadczeniach w prowadzeniu działalności gospodarczej. Z drugiej strony można powiedzieć, że ze zbliżoną sytuacją mieliśmy do czynienia także w Działaniu 3.1 POIG, gdzie wprowadzie istniał wymóg założenia nowej spółki, ale pomysłodawcy mogli dysponować wcześniejszymi doświadczeniami w prowadzeniu działalności lub nawet równoległe prowadzić działalność w innej branży (poszczególne inkubatory inwestycyjne stawiały zróżnicowane wymogi w tej sferze)⁹⁰.

Za inny przykład, mogący stanowić podstawę porównań, posłużyć mogą wnioski i rekomendacje z badania, w którym starano się określić zapotrzebowanie na instrumenty wspierania e-biznesu w Polsce⁹¹. W badaniu tym wskazano rozmaite bariery ograniczające rozwój e-biznesu, w tym bariery o charakterze finansowym, zaznaczając, że dotyczą one głównie młodych i niewielkich firm działających na rynku technologii informacyjno-komunikacyjnych. W związku z barierami finansowymi wskazano na konieczność stosowania różnych form wsparcia kapitałowego zależnie od fazy rozwojowej beneficjenta wsparcia, w tym instrumentów kapitałowych (udziałowych), jak i dłużnych (o preferencyjnym charakterze). W badaniu tym wskazano również na formy wsparcia pozakapitałowego. Jeśli chodzi o rozwiązania szczegółowe, dotyczące sfery kapitałowej, to zaproponowano udzielanie grantów dla inkubatorów, wspomagających tworzenie i rozwój spółek działających na rynku technologii informacyjno-komunikacyjnych. Zdaniem autorów tej ewaluacji, tego rodzaju beneficjenci (inkubatory - pośrednicy finansowi) powinni dysponować własnym kapitałem inwestycyjnym oraz doświadczeniami w inwestowaniu w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwojowych. Interesujące były konkluzje, wskazujące na adekwatność podejścia stosowanego w Działaniu 3.1 POIG (inkubacja → wejście kapitałowe → akceleracja). Proponowane rozwiązanie wskazywało na potrzebę udostępniania grantów na finansowanie kapitału zaangażowanego, finansowanie wczesnego rozwoju oraz mobilizowanie inwestycji aniołów biznesu. Uwzględniono także wsparcie kapitałowe dla funduszy VC oferujących wejścia kapitałowe do spółek funkcjonujących w sferze technologii informacyjno-komunikacyjnych i będących na wczesnych etapach rozwoju (koinwestycje kapitałowe). Oprócz tego, wskazano również na zasadność oferowania pożyczek inwestycyjnych i obrotowych, a także instrumentów mezzaninowych (konwertowalne na udziały instrumenty dłużne), jak i gwarancyjnych (w tych dwóch ostatnich przypadkach dla firm znajdujących się w fazie dojrzałości). Generalnie, w rekomendacjach z ewaluacji znalazła się cała paleta instrumentów finansowych (choć nie zaproponowano szczegółowych rozwiązań w tym zakresie) - istotne jest jednak to, że znalazły się pośród nich instrumenty, które

⁸⁹ „Ocena stopnia wypełnienia najbardziej perspektywicznych nisz na rynku e-usług w Polsce, przez projekty realizowane w ramach Działania 8.1 PO IG”, wrzesień 2010, IBC GROUP Central Europe Holding S.A. na zlecenie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości.

⁹⁰ Nie dysponujemy jednak danymi, co do wcześniejszych doświadczeń biznesowych pomysłodawców.

⁹¹ „Ewaluacja zapotrzebowania na instrumenty wsparcia e-biznesu”, PSDB, Warszawa 2014,

miałyby funkcjonować w schemacie podobnym do wsparcia dystrybuowanego w Działaniu 3.1 POIG. Oznacza to, że mechanizm wsparcia stosowany w Działaniu 3.1 POIG uznano (pośrednio) za sprawny i skuteczny (oczywiście ewaluacja ta nie miała na celu oceny tego Działania).

Jeśli chodzi o etap inkubacji pomysłów / przedsięwzięć gospodarczych, to można odwołać się do najnowszego badania ewaluacyjnego, dotyczącego działania tzw. platform startowych⁹² (pilotaż platform), finansowanych w ramach Poddziałania 1.1.1 Programu Operacyjnego Polska Wschodnia, 2014-2020. W konkluzjach ogólnych, autorzy tej ewaluacji podkreślają, że program wspierania platform sprawdził się, zapewniając (dzięki funkcjonowaniu platform) wypełnienie luk rynkowych w zakresie dopracowywania koncepcji biznesowych na wczesnych etapach ich rozwoju (inkubacja - przygotowanie do wejścia na rynek), a także - w szczególności - przyczynił się do rozwoju ekosystemu wsparcia start-upów. Ostatecznie, rekomendowano kontynuowanie wspierania platform startowych w przyszłości. Tym niemniej, wskazano na szereg usprawnień doskonalących działanie platform. W zakresie wyboru platform zwrócono uwagę na konieczność silniejszego odwołania się do oceny merytorycznej tworzonych partnerstw, których oferta (w ramach pilotażu) była co prawda bogata, ale tylko nominalnie. Za zasadne uznano silniejsze włączenie w partnerstwa inwestorów prywatnych - funduszy VC. Podkreślono konieczność preferowania specjalizacji branżowej, a także udoskonalenia kryteriów oceny innowacyjności pomysłów, korzystających ze wsparcia platformy. Wreszcie, zwrócono uwagę na potrzebę bardziej merytorycznego ukierunkowania roli opiekunów projektów na platformach, którzy powinni bardziej aktywnie uczestniczyć w konstruowaniu (dopracowaniu) modeli biznesowych inkubowanych przedsięwzięć. Zwrócono również uwagę na konieczność optymalizacji usług specjalistycznych oferowanych przez platformy (za ich pośrednictwem). Uznajemy, że powyższe konkluzje w pewnej mierze pokrywają się z wnioskami, dotyczącymi etapu inkubacji, realizowanego w ramach Działania 3.1 POIG. Pamiętając o oczywistych odmiennościach obu mechanizmów⁹³, widoczne są jednak pewne wnioski wspólne. Dotyczą one głównie zidentyfikowanej potrzeby wzmacniania (na etapie inkubacji) wsparcia w zakresie kształtowania modeli biznesowych, udostępniania / ułatwiania kontaktów sprzedażowych, pomocy w sferze marketingu / skutecznej łączności z rynkiem (odwołujemy się tu do opisanych wcześniej, najczęściej formułowanych postulatów przez pomysłodawców korzystających z usług inkubatorów inwestycyjnych w Działaniu 3.1 POIG, dotyczących uzupełnienia / rozszerzenia oferty działań inkubacyjnych).

Z kolei zrealizowane przez PARP badanie beneficjentów POIG, w tym Działania 8.1⁹⁴ wskazywało, że istniejące firmy prowadzą działalność, generalnie notując wzrost przychodów, jednak o stopniowo malejącej dynamice. Dodatkowo, od momentu zakończenia projektów w gronie beneficjentów Działania spadała wielkość zatrudnienia. Badanie było jednak realizowane na tyle wcześnie, że nie dotyczyło problemu ewentualnych likwidacji spółek lub innych form działalności gospodarczej.

⁹² „Ewaluacja pilotażu Działania 1.1 Programu Operacyjnego Polska Wschodnia 2014-2020 <Platformy startowe dla nowych pomysłów>. Etap II - ewaluacja ex-post pilotażu Platform Startowych”, Fundacja Instytut Przedsiębiorczości i Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2017, s. 2-3 oraz 76 i n.

⁹³ W przypadku platform startowych chodzi to szczególnie o "oderwanie" komponentu inwestycyjnego od fazy inkubacyjnej. Podmiot, który przeszedł inkubację (uzyskał pozytywną rekomendację platformy) mógł ubiegać się o wsparcie w formie dotacji w ramach Poddziałania 1.1.2 POPW - w ramach odrębnej procedury zarządzanego przez inną instytucję (PARP) i realizowanego w ramach odrębnej procedury. Ponadto, komponent inwestycyjny realizowany był w formie dotacji, a nie wejścia kapitałowego.

⁹⁴ „Barometr Innowacyjności Ewaluacja on-going Działania 8.1 PO IG. Wyniki pomiaru końcowego”, Warszawa, grudzień 2013 r.

Jeżeli chodzi natomiast o Działanie 3.1 PO IG, dane PARP o liczbie spółek, które zostały zlikwidowane lub też są w trakcie procedury likwidacji, wskazują, że takich sytuacji nie jest bardzo wiele lub też przynajmniej nie zostały odpowiednio zaraportowane, co obrazuje poniższa tabela.

Tabela 15. Udział firm, w których nastąpiło wyjście kapitałowe lub likwidacja

Ogólna liczba wejść kapitałowych	1 226	100%
Z czego:		
• liczba spółek, w których nastąpiło wyjście kapitałowe lub likwidacja	148	12,1%
Z czego:		
• liczba spółek zlikwidowanych lub w trakcie likwidacji	20	1,6%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie bazy danych PARP

Zaprezentowana liczba zlikwidowanych spółek budzi pewne wątpliwości, zapewne jakaś część likwidacji nie została zaraportowana do PARP. W związku z tym domniemaniem, w ramach niniejszego badania dokonano przeglądu informacji o spółkach (celach inwestycyjnych inkubatorów) w bazie danych Krajowego Rejestru Sądowego (w rejestrze przedsiębiorców). Wyniki tego przeglądu prezentuje poniższe zestawienie.

Tabela 16. Udział firm – spółek portfelowych o różnym statusie w Krajowym Rejestrze Sądowym

Status	Liczba	Udział
Spółka w KRS	1 071	87,4%
Spółka w KRS - działalność spółki zawieszona	24	2,0%
Spółka w KRS - w likwidacji / upadłości	102	8,3%
Spółka wykreślona z KRS	19	1,5%
Błędne dane (lub brak danych) uniemożliwiające identyfikację w KRS	10	0,8%
Razem	1 226	100%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie bazy informacji z KRS

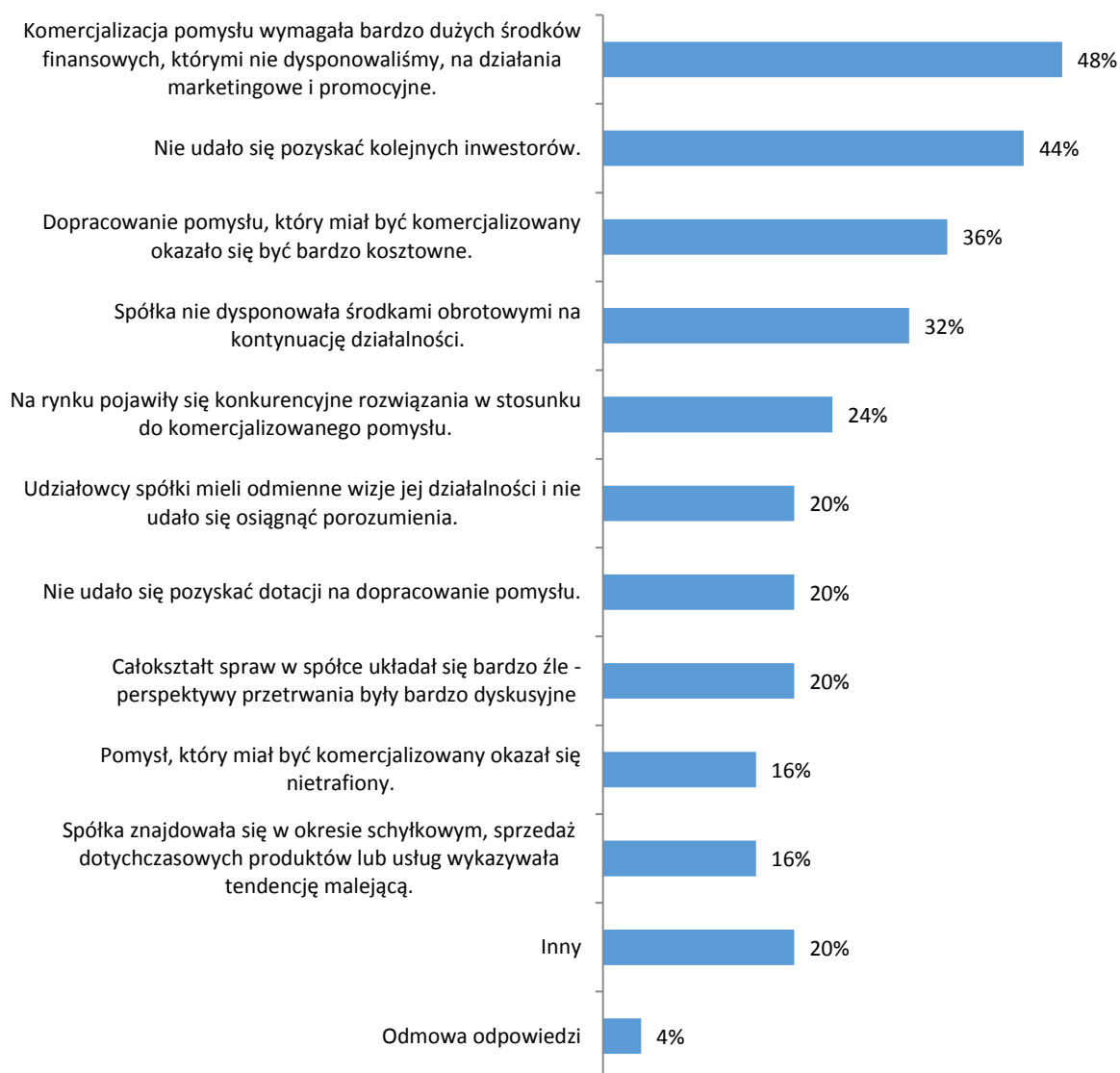
Jak widać, występują poważne rozbieżności informacyjne pomiędzy ww. bazami danych. Wynikająca z KRS liczba spółek zlikwidowanych / w upadłości jest pięciokrotnie wyższa (i przewyższa siedmiokrotność po uwzględnieniu spółek wykreślonych oraz o zawieszonych działalności). Dopuszczamy także możliwość występowania sytuacji, w której pewna część spółek de facto spełnia kryteria "do likwidacji / postawienia w stan upadłości", ale na przeprowadzenie tego procesu brak jest środków finansowych lub też udziałowcy nie są gotowi podjąć takiej decyzji.

Dodatkowych informacji na temat powodów likwidacji (lub zaprzestania działalności) dostarczają wyniki badania pomysłodawców. W badaniu ilościowym powody takie podało 25 respondentów⁹⁵ (w 14 przypadkach spółka została już zlikwidowana lub była w procesie likwidacji, a w 11 zaprzestała

⁹⁵ Mieli oni możliwość podania wielu powodów (z zadanej listy, z możliwością wskazania także na „inne” powody).

działalności, ale nie wdrożono jeszcze procedury likwidacyjnej). Z czterech najczęściej wskazywanych powodów, trzy związane były z problemami pozyskania dodatkowego kapitału na rozwój (były to: brak środków na działania marketingowe i promocyjne, niemożność pozyskania inwestorów – kolejnych rund finansowania oraz brak środków obrotowych, które umożliwiłyby kontynuowanie działalności). CO interesujące, respondenci stosunkowo rzadko wskazywali na powód w postaci „nie trafionego” pomysłu, czy też problemy wewnętrzne, dotyczące relacji pomiędzy udziałowcami, czy też odmiennych wizji rozwoju spółki.

Rysunek 25. Jakie kryteria brali Państwo pod uwagę przy ocenie projektów przed podjęciem decyzji o wejściu kapitałowym? Proszę wskazać do trzech najczęściej stosowanych przez kryteriów.



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CATI / CAWI - pomysłodawcy, n=25

6 Ekosystem wsparcia start-upów w Polsce - ocena i perspektywy rozwoju

Rozdział ten zawiera kolejną płaszczyznę analizy i oceny Działania 3.1 POIG. Obok perspektywy spółek portfelowych, które zostały dofinansowane oraz perspektywy inkubatorów-inwestorów, tym razem Działanie 3.1 jest rozpatrywane z punktu widzenia całego krajowego ekosystemu wsparcia kapitałowego dla start-upów oraz rozwiązań i schematów postępowania stosowanych za granicą. Poniżej kolejno przedstawiono przegląd wyników badań na temat skuteczności interwencji publicznej na rynku VC, następnie analizę porównawczą rozwiązań zagranicznych, a w dalszej części uwagi na temat całego ekosystemu wsparcia.

6.1 Charakterystyka i ocena ekosystemu wspierania start-upów w Polsce, w tym roli Działania 3.1 POIG

6.1.1 Wsparcie kapitałowe w okresie 2006-2015

W latach 2006-2015 w Polsce uruchomiono cztery programy wsparcia ukierunkowane na bezpośrednie zwiększenie podaży kapitału na rynku VC. W okresie tym w dwóch województwach pojawiły się także pilotażowe inicjatywy finansowane ze środków regionalnych programów operacyjnych (inicjatywa JEREMIE). Wdrożono także Działanie 3.3.1 POIG (nie mające charakteru kapitałowego) adresujące problem gotowości inwestycyjnej i aktywizacji inwestycji aniołów biznesu.

Chronologicznie pierwszym programem wsparcia rozwoju instrumentów kapitałowych wdrażanym w Polsce było Działanie 1.2.3 SPO WKP. W wyniku wdrożenia tego Działania powstało 6 funduszy tzw. załączkowych, o łącznej kapitalizacji docelowej 135,8 mln zł. Dokonały one 47 inwestycji o średniej wartości 2,2 mln zł; 74% inwestycji dotyczyło projektów z obszaru ICT. Działanie zostało ukierunkowane na inwestycje w firmy znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju (przedsiębiorcy działający na rynku nie dłużej niż 36 miesięcy⁹⁶); nie zawierało jednak w sobie obowiązku realizacji fazy inkubacji. Z posiadanych danych⁹⁷ wynika, że pomimo szeroko zakreślonego przedziału wiekowego dla celu inwestycyjnego około 20 inwestycji zostało dokonanych w przedsiębiorstwa nie starsze niż 12 miesięcy (a więc będących w fazie startu). Osiem miesięcy później Krajowy Fundusz Kapitałowy rozpoczął swoją aktywność inicjując pierwszy z serii konkursów wyłaniających fundusze kapitałowe. W wyniku 6 konkursów (przeprowadzanych w okresie 2007-2012) uruchomiono łącznie 18 funduszy⁹⁸, które do stycznia 2017 roku dokonały 201 inwestycji⁹⁹; średnia wartość inwestycji wahała się w przedziale od 2,3 mln zł do 3,8 mln zł. Warunki dokonywania inwestycji przez fundusze kapitałowe zostały sformułowane na tyle elastycznie, że mogły one inwestować praktycznie we wszystkie fazy rozwoju¹⁰⁰, ograniczając wybór celu inwestycji jedynie pułapem limitu kwotowego (1,5

⁹⁶ Par. 4 ust. 1 pkt 1 Rozporządzenia Ministra Gospodarki z dnia 13 lipca 2006 r. w sprawie udzielania pomocy finansowej funduszom kapitału załączkowego, Dz. U. 2006, Nr 41, poz. 1000.

⁹⁷ Dane na temat portfela inwestycyjnego będące w posiadaniu Taylor Economics.

⁹⁸ Wsparcie dla tych funduszy pochodziło z dotacji Ministerstwa Gospodarki (2 fundusze), Działania 3.2 POIG (12) i Szwajcarsko-Polskiego Programu Współpracy (4).

⁹⁹ Na podstawie danych KFK SA; podana liczba 201 inwestycji nie obejmuje czterech inwestycji dokonanych wspólnie przez kilka funduszy.

¹⁰⁰ Par. 2 ust. 1 pkt. 4 i 5 wskazywały, że fundusze mogą inwestować (wyłącznie) w: „/.../ 4) przedsiębiorców, którzy realizują fazę badań lub rozwoju produktu lub usługi lub wprowadzają produkt lub usługę na rynek po raz pierwszy lub rozszerzają działalność, rozwijają rynek produktu lub usługi lub zwiększają swoje moce produkcyjne lub usługowe; 5) ze szczególnym uwzględnieniem wspierania inwestycji w technologicznych

mln euro). Pod koniec 2014 r. uruchomiony został ostatni w analizowanym okresie program wsparcia – BRIDGE Alfa-pilotaż. W przeciwieństwie do Działania 1.2.3 SPO WKP i programów wdrażanych za pośrednictwem Krajowego Funduszu Kapitałowego został on wyraźnie ukierunkowany na finansowanie bardzo wczesnych faz rozwoju – fazy załączkowej, w tym fazy proof of concept¹⁰¹ oraz proof of principle¹⁰² projektów zawierających w sobie komponent badawczo-rozwojowy. W ramach tego działania powstało 10 funduszy, które do końca 2015 r. dokonały 47 inwestycji. W roku 2014, a następnie w 2015 w województwach pomorskim i zachodniopomorskim uruchomiono po jednym funduszu VC dokapitalizowanym ze środków inicjatywy JEREMIE. Oba fundusze działały regionalnie a wpływ ich na sytuację na rynku VC był bardzo mały (fundusz działający w województwie pomorskim dokonał ok. 10 inwestycji). Kończąc prezentację programów realizowanych w latach 2008-2015 należy także wspomnieć o Działaniu 3.3.1 które pośrednio wspierało rozwój rynku VC stymulując powstawanie sieci aniołów biznesu i rozwijanie gotowości inwestycyjnej.

Przedstawione programy i działania niewątpliwie skupione były wokół tego samego wspólnego mianownika - słabej kondycji rynku VC. W tym sensie stanowiły one pewien system, aczkolwiek każdy z programów realizowany był niejako w oderwaniu od pozostałych, bez elementarnej wzajemnej koordynacji i komunikacji. Zapewne z pożytkiem dla rynku byłoby takie zgranie alokacji i terminów konkursów, aby programy adresujące wcześniejsze fazy rozwoju (3.1 POIG, NCBR) wspierały (ułatwiały) realizację programów z większymi limitami inwestycyjnymi i aby podaż środków była bardziej równomierna i zrównoważona. Korzystne byłoby też bieżące wzajemne „podglądanie” pojawiających się problemów (KFK S.A. zapewne uniknęły pewnych problemów, gdyby uważnie śledził przebieg Działania 1.2.3 SPO WKP).

Ze wszystkich analizowanych programów wsparcia jedynie Działanie 3.1 POIG w sposób bezpośredni zostało ukierunkowane na fazę załączkową (inkubacja) i startu. Jakkolwiek Działanie 1.2.3 SPO WKP posługiwało się nomenklaturą funduszu załączkowego¹⁰³, to szeroki przedział inwestycyjny (przedsiębiorcy działający na rynku nie dłużej niż 36 miesięcy) stwarzał możliwość inwestowania w projekty mniej ryzykowne niż te będące przedmiotem zainteresowania Działania 3.1 POIG. Z pozostałych dwóch programów najbardziej zbliżony pod względem fazy inwestycyjnej był pilotaż BRIDGE Alfa. Rozpoczął się on jednak w momencie, gdy środki będące w dyspozycji inkubatorów inwestycyjnych zostały już całkowicie zainwestowane. Stanowił on więc pewne „przedłużenie”

innowacyjne i przedsiębiorców o dużym potencjale rozwoju /.../”. Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 15 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy, Dz. U. 2007, Nr 115, poz. 796.

¹⁰¹ Faza Proof-of-Concept - to faza projektu B+R polegająca na właściwej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, których wyniki (jeśli pozytywne) na ogół umożliwią dokonanie zgłoszenia patentowego i/lub komercyjne wykorzystanie wyniku projektu B+R; zwykle realizowana przez prawnie wyodrębniony podmiot dedykowany do realizacji projektu.

¹⁰² Faza Proof-of-Principle to faza projektu B+R, polegająca na wczesnej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, wstępna ocena potencjału projektu B+R, analizy otoczenia konkurencyjnego, zdefiniowanie planu badawczego i pierwszych kamieni milowych rozwoju projektu B+R; jej realizacja możliwa jest m.in. w jednostkach naukowych lub poprzez osoby fizyczne lub dedykowane zespoły projektowe (wynalazcy, pomysłodawcy); jej prowadzenie nie będzie zasadniczo związane z odrębnym prawnie podmiotem dedykowanym do realizacji projektu B+R; faza ta poprzedza powołanie spółki typu spin-off.

¹⁰³ Tytuł Poddziałania 1.2.3 SPO WKP brzmiał: "Wspieranie powstawania funduszy kapitału załączkowego typu seed capital".

Działania 3.1 POIG choć na bardzo małą skalę i w niezwykle trudnym obszarze (komercjalizacja wyników prac B+R). Z kolei fundusze wsparte przez KFK dysponując największą swobodą inwestowania skoncentrowały się na fazie wczesnego wzrostu.

Działanie 3.1 POIG wyróżniało się pod względem skali i tempa uruchamianych środków (Rysunek 26). Jakkolwiek poszczególne programy adresowały inne fazy rozwoju, to w latach 2008-2011 Działanie 3.1 POIG było głównym źródłem zasilania inwestycji VC. Dopiero w latach 2012-2013 nastąpiła aktywizacja programu KFK, co zaowocowało większymi inwestycjami (wysyp tych inwestycji nastąpił w latach 2013-2015). Gdyby w Działaniu 3.1 POIG ostatnie dwa nabory (2010 i 2013) nie były od siebie tak odsunięte w czasie wówczas podaż byłaby bardziej wyrównana (w ujęciu rocznym) względem podaży z KFK. Po roku 2014 podaż (nowego) kapitału z obu działań POIG (3.1 i 3.2) zasadniczo wygasła, a na rynku funkcjonowały jedynie fundusze programu pilotażowego BRIDGE Alfa.

Tabela 17. Publiczne programy wsparcia rynku VC/PE w latach 2006-2015 w Polsce

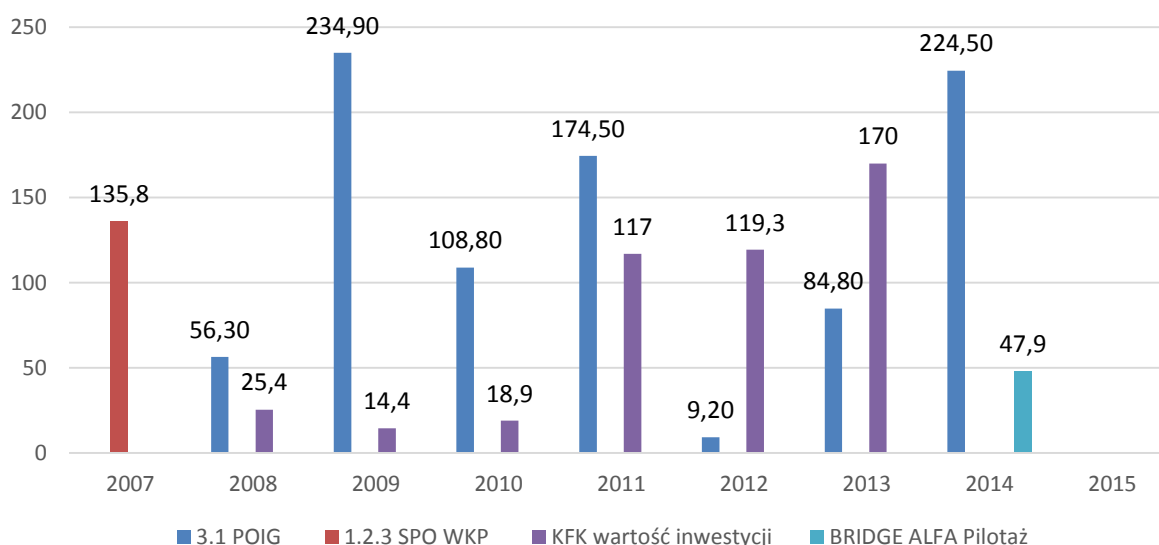
Podmiot wdrażający	Źródła finansowania	Alokowane środki publiczne (mln PLN)	Alokowany kapitał prywatny (mln PLN)	Liczba funduszy	Liczba spółek portfelowych	Środki na inwestycje (mln PLN)	Średnia wartość inwestycji (mln PLN)
PARP	1.2.3 SPO WKP	67,90	67,90	6	47	104,94	2,23
PARP	3.1 POIG	834,40	37,30	77	1 222	732,52*	0,55
KFK SA	Dotacja MG	39,80	39,80	2	17	39,80**	2,34
KFK SA	3.2 PO IG	369,66	369,66	12	158	387,16**	2,45
KFK SA	SPPW	113,87	113,87	4	30	115,6**	3,85
NCBR	1.5 PO IG (BRIDGE Alfa)	60,85	10,74	10	47	48,07***	1,05

* Wartość oszacowana przy założeniu, że 80% środków publicznych zostało przekazanych na inwestycje kapitałowe oraz około 60 mln zł z wkładów pieniężnych koinwestorów.

** Na podstawie sprawozdania zarządu KFK SA za 2016 r.

*** Dane skorygowane o informacje z bazy SUDOP.

Źródło: Przybyłowski M., Tamowicz P. *Diagnoza rynku kapitału wysokiego ryzyka w Polsce do 2016 r.* Taylor Economics, Narodowe Centrum Badań i Rozwoju, Gdańsk 2017, s. 8

Rysunek 26. Napływ na rynek kapitału z poszczególnych programów (mln zł)¹⁰⁴

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych SIMIK, PARP, KFK S.A. i NCBR.

6.1.2 Wsparcie kapitałowe w okresie 2015+

Nowy okres programowania funduszy europejskich (2014-2020) tworzy istotnie odmienną sytuację w zakresie wsparcia kapitałowego. Środki dostępne w latach 2006-2015 były stosunkowo skromne, a niektóre z programów miały ewidentnie testowy charakter (1.2.3 SPO WKP, czy pilotaż BRIDGE Alfa). Obecnie, zarówno ilość środków, jak i programów jest znacznie większa. Na podstawie przeglądu charakterystyk tych programów można sformułować następujące wnioski.

- 1) Programy już uruchomione, będące na etapie uruchamiania, jak i te planowane do realizacji, przedstawiają bardzo bogatą ofertę wsparcia, zasadniczo obejmującą wszystkie fazy rozwoju przedsiębiorstwa (Tabela 18). W porównaniu do poprzedniego okresu zakres interwencji na rynku VC został znacznie rozszerzony (z około 1,3 mld zł w perspektywie 2007-2015 do 4,8 mld zł w obecnej perspektywie). Ma on obecnie objąć także przedsiębiorców w fazie wzrostu, ekspansji, projekty realizowane przez dojrzałe średnie i duże przedsiębiorstwa. Taką rolę mają pełnić takie programy jak: PFR Otwarte Innowacje FIZ, PFR KOFFI FIZ, a także PFR NCBR CVC i NCBR VC.
- 2) Pierwsze dwa programy (Tabela 18) dedykowane są wspieraniu projektów zarówno z (1.3.1 POIR), jak i bez komponentu B+R (Starter FIZ). Dwa dalsze ukierunkowane są na finansowanie dużych projektów technologicznych (przynajmniej tak można wnioskować po zakreślonych limitach inwestycyjnych). Niewątpliwie konstrukcja tych czterech programów nie będzie skłaniała do inwestowania w fazę startu. Po pierwsze zasada *pari passu* (50/50 - "po równo") raczej zniechęci do podejmowania większego ryzyka (start-upy). Po drugie, wysoki dopuszczalny limit inwestycyjny (15 mln zł) wcale nie musi ułatwić finansowania „dużych”

¹⁰⁴ W przypadku Działania 3.1 POIG podana jest wartość umów z beneficjentami ; w przypadku programów wdrażanych przez KFK SA jest to kwota wpłacona dokonanych inwestycji (kapitał realnie zainwestowany w przedsiębiorcę).

start-upów (intensywnych kapitałowo), gdyż przy okresie inwestycyjnym wyznaczonym najprawdopodobniej na 4 lata zabraknie czasu na kontynuowanie inwestycji (do wykorzystania / zaangażowania całego limitu inwestycyjnego).

- 3) Faza seed i start up – a więc te, do których bezpośrednio odnosiło się Działanie 3.1 POIG - jest obecnie adresowana przez trzy programy krajowe: NCBR BRIDGE Alfa (1.3.1 POIR), PFR Starter FIZ i PFR Biznest FIZ oraz 6 działań planowanych do realizacji z poziomu województw w ramach RPO.
- 4) Pierwsze dwa programy (Tabela 18) funkcjonują w ramach podobnych limitów inwestycyjnych, przy czym jedynie BRIDGE Alfa wyraźnie kieruje się na fazę załączkową i startową (finansowane mają tu być dwie fazy „przed-startowe”: proof of concept i proof of principle¹⁰⁵). Trudno obecnie określić, na ile Starter FIZ faktycznie będzie zorientowany na finansowanie fazy startu, ale warunki konkursowe obligują fundusze, po pierwsze, do transzowania środków (do 1 mln zł w ramach pierwszej inwestycji i dopiero później inwestycja kontynuacyjna, łącznie do 3 mln zł), po drugie, inwestycje kontynuacyjne mogą skosztować maksymalnie 60% środków i po trzecie, co najmniej 70% pierwszych inwestycji w MSP ma zostać skierowane na start-up przed pierwszą komercyjną sprzedażą. W efekcie może więc to zmusić fundusze do inwestowania w projekty będące bliżej fazy start-up niż wczesnego wzrostu (choć może to mieć konsekwencje w postaci trudności z inwestycjami kontynuacyjnymi). Niewątpliwie start-upowy charakter będzie miał program PFR Biznest FIZ, gdyż będzie on miał charakter ko-inwestycji z aniołami biznesu, zasadniczo inwestującymi na wczesnych etapach rozwoju. Pomimo niskiego limitu inwestycyjnego problematyczne może być wsparcie fazy start-up przez środki z programów regionalnych. Zastosowanie zasady pari passu przy limicie ok. 1 mln zł raczej będzie stwarzało preferencję dla inwestycji bezpiecznych.
- 5) W efekcie tak przedstawionej interwencji publicznej na rynku instrumentów finansowych w perspektywie 2014-2020 (na kwotę ponad 3 mld zł), które skierowane są głównie na rynek start-up, kapitał pochodzący z dezinwestycji z działania 3.1 POIG będzie stanowił kolejny element konkurencji o innowacyjne projekty. Niestety głównie z uwagi na limit inwestycyjny

¹⁰⁵ Faza Proof-of-Principle (PoP) - faza Projektu B+R, polegająca na wczesnej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, wstępna ocena potencjału Projektu B+R, analizy otoczenia konkurencyjnego, zdefiniowanie planu badawczego i pierwszych kamieni milowych rozwoju Projektu B+R, której realizacja możliwa jest m.in. w jednostkach naukowych (uczelnie, instytuty naukowe PAN, instytuty badawcze, inne jednostki naukowe) lub poprzez osoby fizyczne lub dedykowane zespoły projektowe (wynalazcy, pomysłodawcy), której prowadzenie nie będzie zasadniczo związane z odrębnym prawnie podmiotem dedykowanym do realizacji Projektu B+R; faza PoP poprzedza powołanie spółki typu spin-off i finansowana jest w 80% dotacją udzielaną przez NCBR, a w 20% dofinansowana środkami inwestorów prywatnych.

Faza Proof-of-Concept (PoC) - faza Projektu B+R, polegająca na właściwej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, których wyniki (jeśli pozytywne) na ogół umożliwią pełne zgłoszenie patentowe lub przejście do fazy międzynarodowej zgłoszenia pierwszeństwa w trybie PCT lub komercyjne wykorzystanie wyniku Projektu B+R, zwykle realizowana przez prawnie wyodrębniony podmiot dedykowany do realizacji Projektu B+R; faza PoC finansowana jest w formie mieszanej – wejścia kapitałowego inwestora (minimum 20% środków) oraz dotacji ze strony NCBR (max 80%, przekazywanej za pośrednictwem Funduszu BRIDGE Alfa) dla spółek utworzonych na bazie zwalidowanych projektów B+R).

(200 ty. EUR) i zasoby finansowe (większość funduszy będzie w stanie zrealizować kilka inwestycji) pozycja konkurencyjna będzie gorsza niż funduszy uruchamianych w obecnej perspektywie finansowej. Z kolei możliwości łączenia kwot pochodzących z dezinvestycji w działaniu 3.1. POIG i środków z nowej perspektywy nie będą leżały w interesie funduszy uruchomianych z POIR, gdyż będą pomniejszały limit inwestycyjny danego funduszu¹⁰⁶.

- 6) Przyjęty obecnie mechanizm dystrybucji środków w poszczególnych programach uruchamianych przez PFR jest konkurencyjny i otwarty dla wszystkich podmiotów. Nie zawiera on żadnych wykluczeń podmiotowych. Programy te są więc dostępne także dla instytucji otoczenia biznesu przy czym jednym z kluczowych kryteriów selekcji jest posiadanie kompetentnego zespołu zarządzającego.

Tabela 18. Programy pomocowe na rynku VC w Polsce

Nazwa programu	Faza rozwoju /rodzaj celu inwestycyjnego	Zakładana dopuszczalna wielkość inwestycji w mln zł	Środki publiczne alokowane na program w mln zł	Udział środków publicznych i prywatnych na poziomie funduszu VC
NCBR BRIDGE Alfa (1.3.1 POIR)	Inkubacja i start	1-3	1 534	80/20
PFR Starter FIZ	Inkubacja i start	1-3	782	80/20
PFR Biznest FIZ	Start i wczesny rozwój	0,2 - 4	258	50/50
PFR Otwarte Innowacje FIZ	Akceleracja technologiczna, rozwój, wdrożenie projektów B+R	5-15	421	60/40
PFR KOFFI FIZ	Wzrost, rozwój, ekspansja (brak wymogu prowadzenia B+R)	2,5 - 15	324	50/50
PFR NCBR CVC (1.3.2 POIR)	Wzrost, ekspansja (innowacyjne projekty technologiczne)	5-35	433	50/50
NCBR VC (1.3.2 POIR)	MSP o profilu technologicznym	<60	550	50/50
Działania przewidziane w ramach RPO (6 województw)	Wsparcie projektów zakładających komercjalizację prac B+R, wsparcie projektów innowacyjnych na wczesnym etapie rozwoju.	0,2-1	23,7	50/50

Źródło: Opracowanie własne na podstawie NCBR, PFR Ventures, RPO

Podsumowując dwa powyższe podrozdziały i rolę Działania 3.1 POIG w latach 2008-2015 oraz jego wkład w system wsparcia można sformułować następujące wnioski:

- 1) Było to jedyne działanie ukierunkowane na wsparcie bardzo wczesnej fazy rozwoju celów inwestycyjnych. Realizowane równoległe z Działaniem 3.3.1 POIG poprawiało strumień projektów mogących stanowić przedmiot inwestycji innych funduszy VC. Beneficjentami

¹⁰⁶ Środki te mają status środków publicznych, więc inwestowane razem ze środkami z programów inwestycyjnych POIR będą obniżały ich maksymalny limit, co wpłynie na wyceny i mniejszą wartość udziałów uzyskiwanych przez fundusze finansowane z POIR.

Działanie 3.3.1 POIG zostało 13 instytucji otoczenia biznesu realizujących jednocześnie Działanie 3.1 POIG.

- 2) Działanie 3.1 POIG zaowocowało największym efektem ilościowym pod względem liczby dokonanych inwestycji (1 226). Przy czym wynik ten osiągnięto zasadniczo w okresie 2009-2015. Biorąc pod uwagę, że w okresie tym średniorocznie w Polsce rejestrowano ok. 32 tys. nowych podmiotów gospodarczych (zarejestrowanych w KRS), Działanie 3.1 POIG gdyby dysponowało większymi środkami mogłoby skutecznie wesprzeć znacznie większą liczbę firm. Problematyczne jest nadal osiągnięcie dodatniej stopy zwrotu z inwestycji tego typu¹⁰⁷ zwłaszcza biorąc pod uwagę doświadczenia zagraniczne¹⁰⁸, czy też brak w działaniu 3.1. bodźców zachęcających do realizacji wysokich stóp zwrotu z inwestycji.
- 3) Niewątpliwie, do korzyści związanych z realizacją Działania 3.1 POIG należy zaliczyć opisany w poprzednich podrozdziałach efekt „kadrowy” i „referencyjny”, który może zwiększyć skuteczność programów wdrażanych w późniejszych latach. Wprawdzie, beneficjentami nie są instytucje, ale indywidualne osoby, ale bez tego efektu kadrowego nie byłoby możliwe utworzenie około 60 funduszy BRIdge Alfa, w których zespoły inwestycyjne w znacznej części tworzą osoby z doświadczeniem zdobytym w Działaniu 3.1. POIG.

6.1.3 Skuteczność przyjętego mechanizmu wsparcia

Szereg uwag przedstawionych w poprzednich podrozdziałach dotyczyło problematyki skuteczności przyjętego mechanizmu wsparcia. Poniżej przedstawiamy te uwagi w sposób usystematyzowany poszerzając o niektóre inne kwestie.

Ocena skuteczności wymaga najpierw wskazania, jakie cele Działanie 3.1 POIG miało osiągnąć. Z analizy dokumentów formalnych wynika, że cele takie były dwa. Po pierwsze, dokumenty programowe wskazywały, na problem niskiej innowacyjności przedsiębiorstw będący konsekwencją braku możliwości pozyskania kapitału z tradycyjnych - bankowych - źródeł i jednocześnie brak takich instytucji, jak fundusze VC (załączkowe/start-up) zdecydowanie bardziej predestynowanych do finansowania projektów o wysokim ryzyku początkowym (występującym przy projektach innowacyjnych). Pierwszym celem była więc intensyfikacja podaży innowacji (w rozumieniu większej podaży innowacyjnych start-upów). Środkiem prowadzącym do tego celu miała być oferta podażowa kapitału seed/start-up. Po drugie, kapitały te siłą rzeczy musiały być wprowadzane na rynek przez konkretne podmioty. Nie chodziło jednak wyłącznie o stworzenie ad-hoc sieci takich podmiotów do „jednorazowej” realizacji projektu, ale o powstanie pewnej struktury podmiotowej rynku VC w segmencie załączkowym i startowym. Pierwszy z celów - „więcej innowacyjnych start-upów” - został

¹⁰⁷ W przypadku prywatnych funduszy VC inwestujących w fazę załączkową nawet 7 z 10 przedsiębiorstw może upaść. Istotne jest czy 3 pozostałe osiągną ponadprzeciętną stopę zwrotu.

¹⁰⁸ Zob. „Efektywność systemu funduszy venture capital wspartych przez KFK S.A. ze środków POIG, 2007-2013” 4 grudnia 2017 s. 61 https://www.funduszeuropejskie.gov.pl/media/48893/Raportkoncowy_ewluacja_dzialania_3_2_poig.pdf „UK High Technology Fund of Funds uruchomiony w 2002 r., który zainwestował w 9 funduszy portfelowych (które z kolei zrealizowały 245 inwestycji w spółki portfelowe). W połowie 2010 r. fundusz ten notował średnią zagregowaną IRR wynoszącą (minus) -8,3%; na dzień 30 września 2015 r. IRR wynosiło (minus) -5,1%. Drugi przykład to Dutch Venture Initiative w formie funduszu-funduszy, który zainwestował kwotę 193 mln euro (commitment) w 14 funduszy. Na dzień 31 marca 2017 r. wartość godziwa wypłaconego kapitału stanowiła 92% kwoty nominalnej.”

wyartykułowany przede wszystkim w Szczegółowym Opisie Priorytetów POIG 2007-2013¹⁰⁹. Cel ten zoperacjonalizowano za pomocą ośmiu wskaźników ilościowych¹¹⁰. Drugi z celów - mający bardziej strategiczne, a nie taktyczne znaczenie (budowa rynku) - został w sposób ogólny określony w głównym dokumencie programu operacyjnego¹¹¹, a także powtórzony w Uszczegółowieniu do POIG choć zapewne głównie w kontekście trwałości projektów¹¹². Skuteczność Działania 3.1 POIG w osiągnięciu tych celów można podsumować następująco.

- 1) Pierwszy ze wskazanych celów miał zarówno kontekst ilościowy (więcej start-upów), jak i jakościowy (start-upy innowacyjne). Niewątpliwie, w świetle zebranych danych, należy wskazać na bardzo wysoką skuteczność Działania 3.1 POIG w zakresie osiągnięcia założonych wskaźników ilościowych stanowiących miarę pierwszego ze wskazanych celów. Działanie 3.1 łącznie umożliwiło powstanie 1226 start-upów. Tym samym pierwotny (tj. ustalony w 2008 r.) wskaźnik 200 powstałych start-upów został wielokrotnie przekroczony. Skuteczność w realizacji celu „ilościowego” została niewątpliwie w dużej mierze wsparta poprzez bardzo szeroki nabór w poszczególnych konkursach. Łącznie powstało 69 inkubatorów, co oznacza, że przeciętnie na jeden przypadało ok. 18 powstałych start-upów (mediana wynosiła 15 inwestycji¹¹³). Wydaje się, że w określonych dla Działania 3.1 POIG ramach czasowych uzyskanie przez statystyczny inkubator takiego średniego wyniku (18 start-upów) nie był zadaniem szczególnie trudnym. Jakkolwiek bezpośrednie efekty ilościowe Działania 3.1 POIG są bardzo duże w ujęciu nominalnym i w relacji do założonych wskaźników to efekt makro jest trudny do zauważenia. Jak już zaznaczyliśmy wcześniej, w okresie realizacji Działania 3.1 POIG średnia liczba nowych rejestracji wyniosła ok. 32 tys. podmiotów¹¹⁴ (biorąc pod uwagę tylko spółki prawa handlowego), co oznacza, że utworzone start-upy stanowiły ok. 0,55% siedmioletniej populacji nowo utworzonych spółek. Z drugiej strony, co uwytkuliliśmy w poprzednim podrozdziale, liczba utworzonych w Działaniu 3.1 spółek wyniosła ok. 10% podmiotów wysokich i średnio-wysokich technologii średniorocznie w Polsce. Jest to znaczący i dobry wynik.
- 2) Osobnej oceny wymaga skuteczność Działania 3.1 POIG w zakresie kontekstu jakościowego pierwszego z wymienionych celów. Ocena ta jest dosyć trudna, tak jak trudna jest ocena poziomu „nowości” danej innowacji. Trudno zatem innowacje dzielić na lepsze i gorsze tym bardziej, że w Działaniu 3.1 POIG nie zdefiniowano żadnych preferencji sektorowych mogących wskazywać jaki typ (rodzaj, zakres) innowacji jest preferowany¹¹⁵. Przy braku

¹⁰⁹ Zob. "Szczegółowy Opis Priorytetów Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka 2007-2013", Warszawa, 7 lutego 2008, s. 40.

¹¹⁰ Tamże, str. 140.

¹¹¹ Cyt. „/.../ jednocześnie, za niezwykle ważny element realizacji celu 1 zostało uznane wspieranie powstawania kompleksowego systemu opartego na różnych źródłach zewnętrznego finansowania działalności innowacyjnej przedsiębiorstw /.../”, zob. "Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka", Warszawa 7.02.2008 r., s. 71.

¹¹² Cyt. „/.../ środki uzyskane po zakończeniu inwestycji (tj. wyjście z inwestycji) trafiają na konto instytucji wspierającej powstawanie innowacyjnych przedsiębiorstw z przeznaczeniem na kontynuację działalności o takim samym charakterze /.../”. Zob. "Szczegółowy opis priorytetów /.../", op. cit., s. 41.

¹¹³ Minimalna liczba wejść wynosiła 5, a maksymalna 106.

¹¹⁴ Na podstawie Banku Danych Lokalnych GUS.

¹¹⁵ Poza ostatnim naborem, w którym pojawiło się kryterium preferujące inwestycje w dziedzinie: biotechnologii, medycyny, OZE/ochronie środowiska i chemii, ale także w kategorii "inne".

takich wskazań trudno zatem stwierdzić, aby Działanie było nieskuteczne w swojej warstwie „innowacyjnej”. Wszystkie inkubowane pomysły musiały wykazać swoją innowacyjność, jeśli miały skutecznie wejść na rynek i się na nim utrzymać. W świetle przedstawionych już wcześniej rozważań można jednak wskazać na kilka czynników które w różny (korzystny, niekorzystny) sposób mogły oddziaływać na skalę tej innowacyjności.

- Po pierwsze, z przeglądu zrealizowanych inwestycji wynika, że portfele zbudowane przez instytucje otoczenia biznesu non-profit częściej zawierały inwestycje bardziej „ambitne” to jest np. powiązane z wynikami prac B+R niż portfele podmiotów „for-profit”, które z kolei orientowały się przede wszystkim na projekty z obszaru ICT. Instytucje otoczenia biznesu miały spośród wszystkich rodzajów beneficjentów najwyższy udział spółek biotechnologicznych, chemicznych czy medycznych (odpowiednio 4,6%, 3,3% i 9,9% liczebności portfela) przy jednoczesnym najniższym udziale spółek ICT, czy portali internetowych (odpowiednio 42,4% i 12,6% liczebności portfela). Z kolei najwyższy udział spółek z sektora ICT mają butiki inwestycyjne (62,8% liczebności ich portfela); w przypadku portali internetowych najwyższy udział miały fundusze VC (34,4% liczebności ich portfela). Ta różnica w ciężarze gatunkowym innowacji może wynikać z odmienności misji podmiotów prowadzących inkubatory. Podmioty z branży prywatnej innowacje rozumieją przez pryzmat rynku i przychodu (wszystko co się utrzyma na rynku i jest rentowne musi być innowacyjne). Instytucje otoczenia biznesu non-profit postrzegają innowacje przedmiotowo od strony nowości techniki i technologii. Taka odmienność rozumienia innowacji może wskazywać, że w programach start-upowych każde inne niż sektorowe¹¹⁶ wskazanie rodzaju preferowanych projektów będzie prowadziło do interpretacji pojęcia „innowacyjności” zgodnie z funkcją celu danego beneficjenta. Projektując działanie wspierające kapitałowo fazę załączkową / startową trzeba zatem zidentyfikować funkcję celu potencjalnych beneficjentów, aby oczekiwania programu nie rozminęły się z efektami.
- Po drugie, dużym wsparciem dla nowo powstałych podmiotów w niektórych przypadkach była pomoc otrzymywana na etapie post-inwestycyjnym. Z przeprowadzonych wywiadów wynika, że była ona bardziej użyteczna, gdy prowadzącym inkubator był podmiot for-profit, posiadający kadre z doświadczeniem przedsiębiorczym. Przykładem może być wsparcie polegające na udostępnianiu sieci osobistych kontaktów biznesowych, co trudne było do oferowania przez instytucje otoczenia biznesu. Odmienny profil podmiotów prowadzących inkubatory może wskazywać, że kluczowym warunkiem skuteczności wsparcia w zakresie celów, tak „przedsiębiorczych”, jak i „innowacyjnych”, jest dostęp do know-how

¹¹⁶ Z przeglądu programów zagranicznych wynika, że programy wsparcia na ogół odchodzą od podejścia horyzontalnego starając się wskazywać sektory/specjalności gdzie środki publiczne powinny być koncentrowane. W nowym okresie programowania elementem takiej koncentracji są wskazania dotyczące inteligentnych specjalizacji. Ze wskazaniami branżowymi w przypadku programów kapitałowych wiąże się to ryzyko, że sektor nauki jest wciąż bardzo nikłym źródłem projektów technologicznych budzących zainteresowanie inwestorów VC. Przykładowo przy relacji statystycznej wskazującej że średnio fundusz VC inwestuje w jeden projekt na 100 przeanalizowanych oznaczałoby to że dla zbudowania portfela ok. 10 inwestycji biotechnologicznych konieczne byłoby przeanalizowanie 1 tys. względnie uszczegółowionych „pomysłów” biotechnologicznych. Na obecnym etapie rozwoju biotechnologii w Polsce wydaje się to nierealne.

przedsiębiorczego, popartego własnym przedsiębiorczym doświadczeniem (stąd też, często podkreślane, znaczenie i użyteczność działań mentorskich już na etapie preinkubacji). W Działaniu 3.1. POIG braki w zakresie takiego know-how starano się zastępować poprzez rekrutowanie zewnętrznych ekspertów. Rozwiązanie takie w naszej ocenie może być nieskuteczne, gdy bodźce do dzielenia się wiedzą i kontaktami są małe¹¹⁷.

- 3) Wsparcie na poziomie 200 tys. euro nie było kwotą, która pozwoliłaby na sfinansowanie spółki biotechnologicznej, czy też innych podmiotów (medycyna, zaawansowane technologicznie urządzenia lub robotyka), wymagających intensywnych nakładów kapitałowych. Przy braku realnych szans na pozyskanie drugiej rundy finansowania, realizacja takich projektów była możliwa przy wsparciu koinwestora - najczęściej obecnego inwestora w postaci spółki matki. Brak doświadczenia zespołów zarządzających nie pomógł w realizacji tego typu przedsięwzięć, gdzie potrzebna była wiedza z zakresu etapowania inwestycji i odpowiedniego ustawienia kamieni milowych.
- 4) Tak jak wysoko należy ocenić skuteczność Działania 3.1 POIG w zakresie celu „ilościowego” oraz „innowacyjnego”, znacznie słabiej Działanie 3.1 POIG wypada pod względem skuteczności budowy rynku. W porównaniu do liczby beneficjentów ilość instytucji otoczenia biznesu, która poszerzyła swój zakres działania o usługi finansowe z obszaru VC jest bardzo mała (praktycznie tylko 4 podmioty). Niewątpliwie najbardziej namacalnym efektem Działania jest efekt „kadrowy” i efekt „referencyjny”, opisane w poprzednich podrozdziałach. Jest to duży wkład w rozwój rynku, który ułatwił realizację programów, jakie pojawiły się po 2013-2015 roku.
- 5) Bardzo niską skuteczność należy odnotować w zakresie budowy trwałej struktury podmiotowej rynku *seed/start-up*. Spośród instytucji otoczenia biznesu non-profit tylko dwie bezpośrednio kontynuują swoją aktywność VC, a dwie inne robią to pośrednio jako członkowie konsorcjów. Na tak słaby wynik złożyło się kilka przyczyn.
 - Po pierwsze, wysokie ryzyko portfela i podwójne opodatkowanie sprawi, że do systemu powrócą (z wyjść) środki na tyle niewielkie, że realizowanie w oparciu o nie nowych inwestycji będzie mało realne (będą zbyt małe, aby sfinansować z nich koszty poszukiwania projektów, elementarnej inkubacji i stworzyć zdywersyfikowany portfel¹¹⁸).

¹¹⁷ Porównaj podrozdział 3.6.

¹¹⁸ Obecnie Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości podjęła działania mające na celu ustalenie szczegółowych zasad "drugiego obrotu / kolejnych obrotów" kapitałem, czyli sposobu wykorzystywania środków z dezinvestycji, z odpowiednim uwzględnieniem finansowania etapu preinkubacji i etapu inwestycyjnego. Obecnie, funkcjonuje tylko ogólne zobowiązanie beneficjentów Działania 3.1 POIG, sformułowane w postaci wymogu przeznaczenia wpływów pochodzących ze zbycia akcji lub udziałów w spółkach nabytych uprzednio ze środków wsparcia oraz z udziału w zyskach tych spółek na dalsze inicjowanie działalności innowacyjnej zgodnie z zasadami działania 3.1 POIG. Z przeprowadzonego wywiadu w PARP wynika, że prace te są dopiero na początkowym etapie (ma miejsce całościowe podsumowanie wyników interwencji Działania 3.1 oraz - z uwzględnieniem jego wyników - proponowane będą rozwiązania szczegółowe, co do sposobu kontynuacji wykorzystania wsparcia. Oczywiście, problemem jest tu rentowność dezinvestycji, która (a na to wskazują dotychczasowe doświadczenia) jest bardzo niska (wręcz ujemna) - dane na ten temat, zebrane w ramach niniejszego badania, podsumowuje podrozdział 4.1.

-
- Po drugie, opisane powyżej czynniki będą szczególnie dotkliwe dla inkubatorów małych. Powracające środki będą tak małe, że najprawdopodobniej działalność VC będzie przez nie tylko markowana. Dopuszczenie możliwości tworzenia inkubatorów małych było więc posunięciem które podkopywało osiągnięcie jednego ze strategicznych celów Działania 3.1 POIG (i przeciwnie, problemy takie najprawdopodobniej nie będą występować w przypadku dużych jednostek).
 - Po trzecie, program nie zawierał w sobie żadnych bodźców do utrwalenia obecności danej instytucji otoczenia biznesu na rynku VC. Niektóre z podmiotów prywatnych takich bodźców nie potrzebowały, bo traktowały Działanie 3.1. POIG jako sposób na zdobycie referencji oraz zbudowanie *deal-flow*, które być może zostanie dalej wykorzystane w celach inwestycyjnych. Takich bodźców na pewno jednak potrzebowały instytucje otoczenia biznesu (non-profit), dla których w zdecydowanej większości działalność w zakresie inwestycji kapitałowych była absolutną nowością. Bodźców takich jednak zabrakło (preferencja dla dużych inkubatorów, preferencje w kolejnych konkursach, wsparcie szkoleniowe dla chcących utrzymać zespół i kontynuować obecność na rynku VC). Tymczasem stosunkowo łatwe do spełnienia warunki dostępu (nie działanie dla zysku, zapewnienie kadry i infrastruktury) oraz możliwość zakładania małych inkubatorów działały raczej w przeciwnym kierunku niż jako zachęta do trwałości.

6.2 Rozwiązania zagraniczne w zakresie wspierania start-upów i wnioski dla Działania 3.1 POIG

6.2.1 Wsparcie publiczne na rynku VC. Przegląd zagadnienia

W ciągu ostatnich kilkunastu lat w większości krajów europejskich znacznie wzrosło zainteresowanie rynkami kapitału ryzyka¹¹⁹. Analizując doświadczenia, głównie Stanów Zjednoczonych¹²⁰, zwrócono szczególną uwagę na znaczenie tej formy finansowania dla rozwoju przedsiębiorstw innowacyjnych, komercjalizujących nowe technologie, stających się zalążkami nowych narodowych specjalizacji i całych sektorów gospodarki (np. komputery, telekomunikacja). Inspirując się doświadczeniami amerykańskimi w większości krajów rozwiniętych i rozwijających się podjęto szereg działań mających na celu wsparcie rozwoju rynku kapitału ryzyka. Obok działań systemowych i regulacyjnych najczęstszą formą wsparcia było tworzenie funduszy wysokiego ryzyka (venture capital), inwestujących środki publiczne lub publiczno-prywatne. Skala tej interwencji była na tyle duża, że środki publiczne w wielu krajach zaczęły istotnie ważyć w statystykach rynkowych. W 2016 r. zgodnie z danymi Invest Europe udział agencji rządowych w finansowaniu sektora Venture Capital¹²¹ wyniósł 25%. W przypadku Polski, w 2015 r. było to 19,3% w przypadku funduszy Venture Capital i 26% w przypadku wszystkich funduszy. Pojawienie się państwa na rynku w roli dawcy kapitału, czy inwestora, zaczęło jednak wzbudzać głosy krytyki wskazujące na - co najmniej teoretyczną¹²² - niską efektywność takiej formuły interwencji. Ponieważ historia europejskich rynków kapitału ryzyka jest stosunkowo krótka, to dopiero niedawno¹²³ problematyka użyteczności, skuteczności i efektywności interwencji publicznej mogła zostać podjęta w sposób usystematyzowany od strony badawczej i naukowej.

Poniżej przedstawiamy syntetyczny przegląd wyników badań na temat publicznego wsparcia na rynku kapitału ryzyka. Jakkolwiek w niektórych obszarach wnioski z badań nie mają charakteru rozstrzygającego - głównie za sprawą problemów metodologicznych, jak i znacznej niejednorodności (nieporównywalności) programów wsparcia - dają one jednak elementarny pogląd na skalę i źródła pojawiających się problemów.

Młode firmy wdrażające innowacje oraz komercjalizujące wyniki badań naukowych są powszechnie postrzegane jako źródła postępu technicznego, technologicznego i organizacyjnego. Ich powstawanie i rozwój obok szeregu korzyści mikroekonomicznych (dla przedsiębiorstwa i pracowników) - zysk, zatrudnienie, pozycja w sektorze - stwarza też liczne korzyści dla gospodarki jako całości: powstawanie nowych i modernizacja „starych” branż, dyfuzja innowacji, wzrost wydajności i produktywności zasobów, wzrostu nakładów na B+R¹²⁴. Za podstawę do formułowania takich

¹¹⁹ Finansowanie w formie equity to długoterminowy kapitał właścicielski inwestowany w innowacyjne projekty biznesowe w zamian za tytuły własności w przedsięwzięciu, dostarczane przez fundusze kapitałowe (venture capital – VC) lub inwestorów indywidualnych zwanych aniołami biznesu.

¹²⁰ Tam rynek kapitału ryzyka rozwinął się najszybciej. Pierwsze fundusze VC zaczęły powstawać krótko po zakończeniu II Wojny Światowej.

¹²¹ Venture capital jako jeden z segmentów rynku Private Equity (obok *Buyout Funds* i *Growth Funds*)

¹²² Problem tzw. niedoskonałości (nieefektywności) rządu (ang. *government failure*).

¹²³ Bariery były dostęp do danych oraz krótkie szeregi czasowe (mała liczba obserwacji).

¹²⁴ Istnieje obszerna literatura na ten temat. Jednym z pierwszych źródeł informacji o działalności i problemach rozwojowych tego typu firm na terenie Europy był zbiór artykułów naukowych opublikowanych w magazynie *Research Policy* 26 (1998).

poglądów często służy przykład historii narodzin amerykańskiego sektora komputerowego (czy szerzej – informatycznego). Powstanie takich firm jak Hewlett-Packard, Digital Equipment Corporation, Microsoft, Xerox, Apple, Sun Microsystems, Google czy Amazon dało podstawę do zastosowania w gospodarce nowych technologii, nowych modeli biznesowych, narodzin nowych sektorów, co w efekcie dało silny impuls rozwojowy całej gospodarce. Badacze śledzący uważnie losy pionierów komputerów szybko zauważyli, że dosyć często wśród udziałowców tych firm znajdowały się fundusze VC,¹²⁵ co prowadziło do wniosku, że taka formuła „nie-bankowego” finansowania jest szczególnie użyteczna do wspierania projektów innowacyjnych, czyli ryzykownych, a więc nie mogących liczyć na tradycyjne finansowanie bankowe (brak zabezpieczeń adekwatnych do ryzyka, brak stabilnych źródeł przychodów).

Szereg badań zasadniczo potwierdziło, że inwestycje VC znajdują przełożenie na poziom innowacyjności przedsiębiorstw celów inwestycyjnych. Istnienie takiej zależności pokazywały zarówno badania bazujące na zagregowanych danych sektorowych, posługujące się statystyką patentów (jako synonimu innowacyjności), czy wskaźnikami produktywności (pracy czy TFP¹²⁶)¹²⁷, jak i badania prowadzone na danych z poziomu przedsiębiorstw. W tym ostatnim przypadku posługiwano się także wskaźnikiem TFP, jak i liczbą tworzonych konsorcjów badawczych. Wyniki tych badań choć pokazują, że związek pomiędzy inwestycjami VC, a innowacyjnością jest, to raczej nie jest on „liniowy” (bezpośredni) i prosty. Interpretacja dostępnych wyników zmierza raczej w kierunku poglądu, że inwestycje VC znacznie poprawiają skuteczność samego procesu komercjalizacji innowacji (skracając drogę do rynku, wzmacniają dyfuzję) choć nie przekładają się na ilościowy przyrost samych innowacji (mierzonych np. liczbą patentów)¹²⁸. Pomijając kwestię innowacyjności, badania wskazują także na pozytywny wpływ inwestycji VC na stopę narodzin firm¹²⁹, sprzedaż i zatrudnienie¹³⁰, produktywność¹³¹, poprawienie dostępu do rynku długu¹³².

¹²⁵ Listę takich inwestycji VC w firmy komputerowe można znaleźć w publikacji Paul A. Gompers "The Rise and Fall of Venture Capital" [w:] *Business and Economic History*, Vol 23, No. 2, Winter 1994.

¹²⁶ TFP: ang. total factor productivity - ogólny wskaźnik produktywności zasobów.

¹²⁷ Porównaj: Samuel Kortum, Josh Lerner Does Venture Capital Spur Innovation? NBER Working Paper No. 6846, December 1998. Ueda, Masako and Hirukawa, Masayuki "Venture Capital and Industrial Innovation", CEPR discussion paper 7089 (2008).

¹²⁸ Przegląd wyników badań na temat relacji pomiędzy VC, a innowacyjnością przedstawia Marco Da Rin, Thomas Hellmann, Manju Puri A Survey of Venture Capital Research [w] *Handbook of the Economics of Finance*, 2013 Elsevier. Rozdział VIII.

¹²⁹ Szczególnie interesujące w tym względzie są badania Popova i Roosenbooma obejmujące 21 państw Europy: Alexander Popov, Peter Roosenboom Venture capital and new business creation. *Journal of Banking & Finance*. 37 (2013).

¹³⁰ Warto tu wymienić badanie trójki autorów: Fabio Bertoni, Massimo G. Colombo, Luca Grilli Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. *Research Policy* 40 (2011). Jakkolwiek dotyczy ono tylko jednego kraju (Włochy) to w swojej metodologii bierze pod uwagę wpływ tzw. efektu selekcyjnego mogącego znacznie zakłócać wnioskowanie (inwestorzy VC na cele inwestycyjne wybierają przedsiębiorstwa dobre i z perspektywami i dlatego ich wyniki są lepsze od grupy referencyjnej).

¹³¹ Analisa Croce, Jose Marti, Samuel Murtinu The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: screening or value added effect? *Journal of Business Venturing* 28 (2013). To badanie również bierze pod uwagę efekt selekcyjny o którym mowa powyżej.

¹³² Fabio Bertoni, Annalisa Croce, Massimiliano Guerini Venture capital and the investment curv of young high-tech companies. *Journal of Corporate Finance* 35 (2015). Uwagi na temat wyników innych badań na temat wpływu VC na wyniki przedsiębiorstw zawiera także Marco Da Rin, Thomas Hellmann, Manju Puri "A Survey of Venture Capital Research" [w:] *Handbook of the Economics of Finance*, 2013 Elsevier, rozdział VIII.

Korzystny wpływ sektora małych przedsiębiorstw na gospodarkę oraz liczne problemy w dostępie tych podmiotów do sektora bankowego w konfrontacji z - początkowo intuicyjnie postrzeganą, ale potwierdzaną przez kolejne pojawiające się wyniki badań - użytecznością inwestycji VC skłonił wiele rządów do podjęcia działań wspierających rozwój tego rynku. Działania takie podejmowano zarówno z poziomu krajowego, jak i ponadnarodowego, czego dobrym przykładem może być kilkuletni (1998-2003) program działań Komisji Europejskiej w zakresie kapitału ryzyka – *Risk Capital Action Plan* oraz aktywność inwestycyjna Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego¹³³. W efekcie w krajach europejskich pojawiło się co najmniej kilkadziesiąt programów wsparcia¹³⁴ ukierunkowanych bezpośrednio na zasilenia kapitałowe¹³⁵ rynku VC, czy też obejmujących działania pośrednie (tj. zmiany regulacyjne)¹³⁶. W efekcie realizacji tych programów fundusze bazujące na kapitałach publicznych (fundusze inwestujące kapitał w 100% pochodzący ze źródeł publicznych oraz fundusze funduszy) stały się kluczowymi graczami na rynku VC. W 1996 roku środki publiczne skierowane na rynek VC wynosiły zaledwie 185,8 mln euro co stanowiło ok. 2,8% wszystkich kapitałów pozyskanych na inwestycje. Dwa lata później był to już 1 mld euro, a w roku 2000 2,4 mld euro (5,6%). W 2002 roku alokacja publiczna na rynku VC osiągnęła szczytową wartość 2,9 mld euro, aby w kolejnych latach systematycznie obniżyć się do poziomu 645-655 mln euro w latach 2007-2008. Od tego momentu statystyki odnotowały powolny, ale systematycznie wzrost do poziomu 1,2 mld euro w 2014 roku, co stanowiło równo 30% wszystkich środków (tj. 4,09 mld euro) pozyskanych na inwestycje VC¹³⁷.

Pojawienie się na rynku VC tak znacznego gracza jakim były agendy publiczne, występującego w roli dawcy kapitału, jak również inwestora, spowodowało, że istotny stał się temat oceny efektów takiej interwencji. Konieczne stało się usystematyzowane skonfrontowanie argumentów przemawiających za interwencją z jej realnymi efektami. Za możliwością pojawienia się korzyści z zaangażowania czynnika publicznego przemawiały co najmniej trzy teoretyczne argumenty. Po pierwsze interwencja podejmowana w obszarze luki kapitałowej może zmniejszyć jej negatywne oddziaływanie na stopę narodzin firm i możliwości ich rozwoju (szczególnie przedsiębiorców innowacyjnych), korygując tym samym zjawisko niedoskonałości rynku, po drugie pozyskanie przez przedsiębiorców kapitału ze źródła publicznego może wywoływać tzw. efekt sygnalizacji¹³⁸ w stosunku do kapitału prywatnego,

¹³³ Pierwszą inicjatywę w zakresie rynku VC Komisja Europejska wdrażała samodzielnie. Był to tzw. European Seed Capital Fund Pilot Scheme realizowany w latach 1988-1995. Program polegał na dofinansowaniu (poprzez pożyczkę) kosztów zarządzania funduszem VC oraz zasileniu kapitałowym samego funduszu. Ze wsparcia takiego skorzystało 14 funduszy. Europejski Fundusz Inwestycyjny (spółka zależna Europejskiego Banku Inwestycyjnego) powstał w 1996 roku przejmując całą aktywność Komisji Europejskiej w zakresie wsparcia rozwoju rynku VC.

¹³⁴ Przegląd takich działań, zob. Dimo Dimov, Gordon Murray "Literature Survey of Venture Support Schemes in Europe" (materiał niedatowany) oraz Bannock Consulting "Innovative Instruments for Rising Equity for SME in Europe. Report prepared for DG Enterprise", 2001.

¹³⁵ Przykładem takich programów w Polsce są: Działanie 1.2.3 SPO WKP, 3.1 POIG, 3.2 POIG i 1.3 POIR.

¹³⁶ Na przykład programy wspierające podnoszenie gotowości inwestycyjnej. Polskim przykładem takiego wsparcia było Działanie 3.3.1 POIG. Przegląd tego typu programów dostępnych w krajach europejskich zawiera raport "Ready for Equity. Mapping exercise", July 2008.

¹³⁷ Wszystkie podawane dane pochodzą z raportów European Private Equity & Venture Capital Association. Dopiero od 2007 roku stowarzyszenie osobno sporządza statystyki dla segmentu *private equity* i *venture capital*. Stąd podawane wartości procentowe nie są porównywalne między sobą.

¹³⁸ Skoro przedsiębiorca pozyskał kapitał, to znaczy że dany projekt może mieć pewną wartość rynkową co oznacza, że warto się nim zainteresować.

przyciągając go do takich inwestycji (tzw. efekt *crowding-in*) i po trzecie, możliwość uwzględnienia przez inwestorów publicznych wśród celów działania także celów pozakomercyjnych może umożliwić zaadresowanie pewnych celów społecznych (np. restrukturyzacja pewnych obszarów). Warto w tym miejscu wspomnieć o jeszcze jednej - stosunkowo rzadko wymienianej w literaturze - korzyści z publicznego wsparcia na rynku VC. Programy takie mogą stać się przystawową kuźnią kadr dla sektora VC, który wymaga specyficznego zbioru umiejętności - połączenie doświadczenia inwestorskiego z doświadczeniem w rozwijaniu przedsiębiorstwa (a które nie są szczególnie rozpowszechnione np. na rynku *private equity*, co utrudnia przechodzenie menedżerów pomiędzy segmentami rynku prywatnych inwestycji kapitałowych)¹³⁹. Argumenty „za” wywoływały jednak szereg obaw: programy wsparcia są mało elastyczne; w przeciwieństwie do rozwiązań rynkowych, powstających w oparciu o negocjacje (menedżerów prywatnego funduszu z dawcami prywatnych kapitałów), są tworzone niejako „odgórnie” i obwarowane licznymi „sztywnymi” warunkami i ograniczeniami co może wywoływać kolizję w konfrontacji z naturą rynku inwestycyjnego, osoby zarządzające publicznymi funduszami VC mogą nie dysponować odpowiednią wiedzą i doświadczeniem, aby wyselekcjonować odpowiednie cele inwestycyjne, a następnie skutecznie je wspierać doradczo, nawet jeśli osoby te miałyby odpowiednie doświadczenie to istnieje z kolei ryzyko, że działając w ramach organizacji non-profit (np. agencje publiczne) mogą nie mieć dostatecznej motywacji do skutecznego działania (problem nieefektywnych systemów motywacji), wreszcie niewłaściwie ukierunkowana interwencja zamiast przyciągnąć kapitał prywatny może go wyprzeć (tzw. efekt *crowding-out*) z rynku lub ograniczyć dostęp.

Przeprowadzone dotychczas badania wykazały, że w zasadzie większość obaw, zagrożeń i ryzyk faktycznie zmaterializowało się wskazując na niską efektywność interwencji, a przynajmniej niektórych z jej form. Najmniej rozstrzygające wyniki badań dotyczą zjawiska wypychania kapitału prywatnego. Dwa badania przeprowadzone dla rynku kanadyjskiego i jedno dla niemieckiego wskazują, że zjawisko takie faktycznie wystąpiło. Wypychanie spowodowane przez kanadyjski program LSVCC¹⁴⁰, w którym kapitał publiczny był dodatkowo uprzywilejowany dodatkowo potwierdziło też inne badanie szersze co do zakresu (badanie obejmowało wszystkie inwestycje VC w okresie 1996-2004)¹⁴¹. W przypadku tych ostatnich badań warto zaznaczyć, że zdecydowanie większy zakres wypychania zidentyfikowano w przypadku inwestycji w przedsiębiorstwa nisko-technologiczne, a jedynie częściowy w przypadku wysokich technologii¹⁴². Badanie rynku niemieckiego poprzez porównanie skali zróżnicowania profili inwestycyjnych również wskazało na istnienie zjawiska wypychania¹⁴³. Przyjęcie tych wyników jako rozstrzygających nie jest jednak możliwe, gdyż dotyczyły one tylko jednego rynku (kraju) i obejmowały krótkie szeregi czasowe (w badaniach kanadyjskich był to okres 1997-2001 oraz 1996-2004, a w niemieckich 1996-2000). Kilka innych badań z kolei formułuje odmienne wnioski. Analiza inwestycji VC prowadzonych w okresie

¹³⁹ O kwestii tej wspomina: Massimiliano Guerini, Anita Quas w publikacji "Governmental venture capital in Europe: Screening and certification", *Journal of Business Venturing* 31 (2016).

¹⁴⁰ LSVCC - Labour Sponsored Venture Capital Corporation.

¹⁴¹ Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh "Crowding out private equity: Canadian evidence", *Journal of Business Venturing* 21 (2006) oraz James A. Brander, Edward J. Egan, Thomas F. Hellmann "Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence", NBER Working Paper No. 14029, May 2008.

¹⁴² Brander et al. (2008), s. 37.

¹⁴³ Dirk Engel, Diana Heger, "Differences in Public and Private Venture Capital Companies' Activities: Microeconomic Evidence from Germany", Working Paper, August 2005.

1990-1996 w 15 krajach europejskich wykazała, że środki publiczne nie wypychają kapitału prywatnego, przeciwnie przyczyniają się do wzrostu łącznej wartości dokonywanych inwestycji (a więc pojawienie się efektu *crowding-in*), choć impuls dla powstania prywatnego segmentu rynku VC jest stosunkowo mały¹⁴⁴. Z kolei badanie obejmujące 25 krajów (nie tylko europejskich) i okres inwestycyjny 2000-2008 wskazało, że tam gdzie pojawiały się inwestycje ze środków publicznych, ale w układzie konsorcjalnym ze środkami prywatnymi, łączne inwestycje na rynku VC są większe, a efekty „wyjść” z inwestycji lepsze niż w przypadku inwestycji dokonywanych samodzielnie przez inwestorów publicznych czy prywatnych¹⁴⁵. Badanie to jest o tyle ciekawe, że choć nie potwierdza efektu wypychania wskazuje, że istotną rolę dla oceny ma sama konstrukcja programu wsparcia, a szczególnie to, czy inwestycje mają *stricte* publiczny charakter czy też hybrydowy (fundusz VC dysponujący jednocześnie środkami publicznymi i prywatnymi). Ciekawych wniosków dostarcza także badanie Bertonięgo, Colombo i Quas. Porównując portfele inwestycyjne różnego rodzaju inwestorów VC (w tym publicznych) działających w 7 krajach europejskich wykazano, że fundusze publiczne inwestują w sposób nie kolidujący z inwestorami prywatnymi, co oznacza, że efekt wypychania nie może zaistnieć (fundusze nie konkurują o te same cele inwestycyjne)¹⁴⁶. Dodatkowo wyniki tego badania wskazały, że fundusze publiczne inwestują w obszarach mało atrakcyjnych dla inwestycji prywatnych (bo ryzykownych): biotechnologia, farmaceutyki, firmy młode, małe, w fazie załóżkowej. Obserwacja ta koresponduje z wcześniej cytowanymi uwagami na temat ryzyka wypychania w sektorze „*low-technology*” i „*high-technology*” co może jeszcze dobitniej podkreślać fakt, że ryzyko wypychania zależy od odpowiedniego sektorowego czy problemowego (np. faza rozwoju celu inwestycyjnego) zorientowania programu wsparcia.

Poza problematyką wypychania wyniki badań są zasadniczo zgodne co do tego, że skuteczność i efektywność kapitału publicznego na rynku VC jest zdecydowanie niższa niż kapitałów inwestorów prywatnych. Bardzo ciekawych wniosków dostarcza - rozbudowane metodologicznie - badanie inwestycji zrealizowanych w 7 krajach europejskich w okresie 1991-2010. Miarą oceny było w tym przypadku wyjście z inwestycji, czyli zmienna uwzględniająca w sobie de facto wszystkie składniki procesu inwestycji. Analiza wykazała, że przedsiębiorstwa wsparte przez niezależne prywatne fundusze VC charakteryzowały się wyższym prawdopodobieństwem osiągnięcia fazy wyjścia, niż w przypadku przedsiębiorstw, w które zainwestowały publiczne fundusze VC – oznacza to konkluzję, że fundusze organizowane w formule publicznej są mniej efektywne niż prywatne, czy też tworzone jako przedsięwzięcia hybrydowe (publiczno-prywatne). Co jest szczególnie interesujące z punktu widzenia projektowania użytecznych programów wsparcia, tam gdzie inwestorem było konsorcjum składające się z funduszu prywatnego i publicznego, prawdopodobieństwo osiągnięcia sukcesu w postaci zakończenia inwestycji wyjściem było wyższe (choć statystycznie nieistotne) niż w przypadku samodzielnej inwestycji funduszu prywatnego¹⁴⁷. Podobnie, negatywne wyniki przyniosły badania prowadzone na indywidualnych rynkach. Analiza kanadyjskiego programu wsparcia („*Pre-seed fund*”),

¹⁴⁴ Benoit Leleux, Bernard Surlemon "Public versus private capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis", *Journal of Business Venturing* 18 (2003).

¹⁴⁵ James A. Brander Qianqian Du, Thomas Hellmann "The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence", *Review of Finance* 19 (2015).

¹⁴⁶ Fabio Bertoni, Massimo Colombo, Anita Quas "The patterns of venture capital investments in Europe", *Small Business Economics* 45 (2015).

¹⁴⁷ Douglas J. Cumming, Luca Grilli, Samuele Murtinu "Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis", *Journal of Corporate Finance* (2014).

na bazie którego utworzono cztery fundusze o łącznej kapitalizacji ok. 104 mln USD (z czego ok. ¼ pochodziło ze źródeł rządowych) wykazała, że fundusze tego rodzaju nie są bardziej skłonne do inwestowania w przedsiębiorstwa wysoko- technologiczne niż inni inwestorzy, mają mniejsze portfele pod względem liczby inwestycji na jednego członka zespołu zarządzającego, częściej inwestują lokalnie i rzadziej wchodzą w inwestycje. Znaczna różnica pomiędzy wynikami jednego z funduszy, a pozostałą trójką skłoniła autorów badania do wniosku, że na wyniki działania funduszy publicznych istotny wpływ ma nie tylko sama konstrukcja programu (np. parametry inwestycji)¹⁴⁸, ale dobór odpowiednich menedżerów do zarządzania funduszami¹⁴⁹. Analogiczne wyniki dostarczyło badanie obejmujące nie jeden program, ale cały rynek kanadyjski (fundusze publiczne wykazywały słabsze wyniki w zakresie wielu zmiennych: wyjście z inwestycji, innowacje, wsparcie spółek portfelowych)¹⁵⁰. Podobne wnioski przynosi badanie rynku niemieckiego, przy czym autorzy ponownie zwracają tu uwagę, że spółki wsparte przez mieszany kapitał rozwijają się lepiej niż inwestycje wyłącznie publiczne¹⁵¹. Na małą skuteczność funduszy publicznych we wspieraniu spółek portfelowych wskazały też badania rynku belgijskiego¹⁵². W świetle tych wyników nie mogą być zaskoczeniem wnioski płynące z badań dotyczących węższych zagadnień, takich jak innowacyjności, czy wartość dodana wnoszona do spółek (oprócz kapitału). Biotechnologiczne europejskie spółki wsparte przez fundusze prywatne generują więcej wynalazków niż spółki mające wśród udziałowców publiczne fundusze; podobnie jest z poziomem innowacyjności (w obu rodzajach spółek) mierzonym liczbą cytowań patentów¹⁵³.

W przypadku wartości dodanej wnioski są nieco bardziej zachęcające. Wartość dodana wnoszona przez inwestorów publicznych do spółek portfelowych (w drodze doradztwa, coachingu, udostępniania kontaktów biznesowych) nie jest istotnie różna od tego, co wnoszą inwestorzy prywatni, ale jest różna co do zakresu. Wartość dodana wnoszona przez inwestorów prywatnych zorientowana jest głównie na profesjonalizację działania - dobór menedżerów, pracowników, wzrost firmy, wyjście z inwestycji¹⁵⁴. Badania te nie łączą jednak wnoszonej wartości dodanej z wynikami inwestycji uzyskanymi na wyjściu, co nie daje szerszych podstaw do oceny użyteczności tej wartości dodanej¹⁵⁵. Pomimo raczej pesymistycznego obrazu roli publicznych funduszy VC w zakresie

¹⁴⁸ Wątek ten z kolei jest mocno podkreślony w opracowaniu dotyczącym rynku brytyjskiego, które wskazuje że zbyt wiele ograniczeń inwestycyjnych (np. inwestowanie w określonym regionie, małe rozmiary funduszu, zakaz dokonywania inwestycji kontynuowanych) narzucanych inwestorom może mieć znaczny destrukcyjny wpływ na skuteczność i efektywności programu wsparcia. Por. Federico Munari, Laura Toschi Assessing the impact of venture capital programmes in the United Kingdom: Do regional characteristics matter? *Journal of Business Venturing* 30 (2015).

¹⁴⁹ Douglas Cumming, Sofia Johan "Pre-Seed Government venture capital funds", *Journal of International Entrepreneurship*, March 2009, volume 7.

¹⁵⁰ James A. Brander, Edward J. Egan, Thomas F. Hellmann "Government Sponsored versus Private Venture Capital: Canadian Evidence", NBER Working Paper No. 14029, May 2008.

¹⁵¹ Dirk Engel, Diana Heger "Differences in Public and Private Venture Capital Companies' Activities: Microeconomic Evidence from Germany", Working Paper, August 2005

¹⁵² Yan Alperovych, Georges Hubner, Fabrice Lobet "How does governmental versus private capital backing affect a firm's efficiency? Evidence from Belgium", *Journal of Business Venturing* 30 (2015).

¹⁵³ Fabio Bertoni Tereza Tykvova "Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies", *Research Policy* 44 (2015).

¹⁵⁴ Terttu Luukkonen, Nathias Deschryvere, Fabio Bertoni "The value added by government venture capital funds compared with independent venture capital funds", *Technovation* 33 (2013).

¹⁵⁵ Słabością badania jest także stosunkowo mała liczba obserwacji - 66 spółek wspartych przez prywatne fundusze VC i 22 spółki wsparte przez publiczne VC.

oddziaływania na szereg zmiennych istotnych dla funkcjonowania spółek, wydaje się, że obecność tego typu inwestorów może przynajmniej dawać korzyść w formie tzw. efektu sygnalizacji. Na pojawienie się takiego efektu wskazuje Guerini i Quas¹⁵⁶. W analizowanej zbiorowości spółek europejskich pozyskanie kapitału ze strony publicznego VC trzykrotnie zwiększało prawdopodobieństwo pozyskania kolejnej rundy finansowania, ale tym razem ze źródła prywatnego. Może to świadczyć o pewnej sprawności w selekcjonowaniu celów inwestycyjnych, choć przy słabości wsparcia na dalszych etapach rozwoju może oznaczać łatwe (tanie) przejmowanie atrakcyjnych spółek przez kapitał prywatny. Korzystny efekt selekcyjny jest więc chyba zbyt słabym uzasadnieniem dla interwencji publicznej¹⁵⁷.

Jakkolwiek problematyka funkcjonowania publicznych programów wsparcia rynku VC wymaga dalszych badań dla potwierdzenia wcześniejszych obserwacji oraz rozwiązania szeregu problemów z jakością i zakresem danych czy metodologią (np. problem kierunku związku przyczynowo - skutkowego) istniejący już zbiór badań pozwala wskazać kilka ogólnych wytycznych, co do poprawnej konstrukcji programów wsparcia:

- 1) Z badań na temat efektu wypychania łatwo można wywnioskować, że zagrożenie takie nie wynika z samej natury interwencji publicznej, ale z faktu, że może ona być źle ukierunkowana. Unikanie tego negatywnego zjawiska wymaga więc rozpoznania, jaki jest zasięg działania rynku prywatnego, a następnie wprowadzenia dokładnej demarkacji pomiędzy segmentem rynku, którego interwencja publiczna będzie dotyczyć (a tymi segmentami, na których niedostatek inwestorów prywatnych nie występuje). Demarkacja taka jest stosunkowo prosta w zakresie faz wczesnych, gdzie ryzyko inwestycyjne jest najwyższe, a kapitał prywatny najmniej skłonny do podejmowania inwestycji. Najbardziej oczywistym rozwiązaniem jest wprowadzenie kwotowego limitu inwestycyjnego (takie rozwiązanie przyjęto np. w działaniu 3.1 i 3.2 POIG). Problem może pojawić się z późniejszymi fazami rozwoju, gdzie kapitał prywatny na ogół jest już bardziej aktywny. W tym wypadku konieczne jest wyraźne wskazanie obszaru, na którym faktycznie występuje niedoskonałość rynku. Może ona dotyczyć jakiegoś rodzaju projektów (np. komercjalizacja wyników badań naukowych prowadzonych w jednostkach naukowych – tak jak w przypadku BRIDGE Alfa – Działanie 1.3.1 POIR), czy sektora (np. life science). Podczas, gdy limit kwotowy jest wskazaniem jednoznacznym i precyzyjnym, to z kolei skonstruowanie demarkacji odnoszącej się do rodzaju projektu, czy sektora jest już trudniejsze, podobnie jak kontrolowanie, czy środki publiczne są inwestowane zgodnie z takim mandatem inwestycyjnym. Limity kwotowe są więc bardziej sprawne w zabezpieczeniu właściwej demarkacji niż limity „jakościowe”.
- 2) Z problemem wypychania kapitału prywatnego, precyzyjnej demarkacji i limitów inwestycyjnych wiąże się z kolei zagadnienie elastyczności warunków realizacyjnych programu wsparcia. Wyniki jednego z cytowanych badań sygnalizowały tę kwestię wskazując,

¹⁵⁶ Massimiliano Guerini, Anita Quas "Governmental venture capital in Europe: Screening and certification", *Journal of Business Venturing*, No. 31 (2016).

¹⁵⁷ Choć z drugiej strony, wiele zależy może od znaczenia celu interwencji. Przykładowo, jeżeli celem interwencji publicznej jest wsparcie spółek znajdujących się w bardzo wczesnych fazach rozwoju, to nawet przytoczony efekt może stanowić znaczącą korzyścią – dzięki inwestycji publicznej obniża ryzyko inwestycyjne drugiej rundy finansowania, co powoduje, że ma ona miejsce w większej liczbie przypadków, a dzięki temu dodatkowo spełnia poboczny cel – aktywizuje kapitał prywatny.

że im więcej ograniczeń i im bardziej są one „sztywne”, tym większy rozdźwięk może powstać pomiędzy bieżącą sytuacją rynkową, a warunkami dokonywania inwestycji w konkretne projekty. Źle zdefiniowany kwotowy limit inwestycyjny (zbyt niski, zbyt wysoki), zakaz inwestycji kontynuacyjnych, ograniczenie rozmiarów funduszu VC¹⁵⁸, ograniczenia terytorialne¹⁵⁹, wszystko to może prowadzić do zaniżenia skuteczności i efektywności programu. Taka sztywność warunków inwestycyjnych wyznaczająca precyzyjny sposób skanalizowania interwencji może być korzystna z punktu widzenia ograniczania zjawiska wypychania, ale także znacznie zmniejszać szanse na wystąpienie efektu przyciągania (*crowding-in*). Efekt netto może być wręcz ujemny.

- 3) Kilka cytowanych badań wskazuje, że pozytywne oddziaływanie programów wsparcia na spółki portfelowe (produktywność, innowacje) zaczyna pojawiać się dopiero wówczas, gdy mamy do czynienia z połączeniem kapitału publicznego i prywatnego (na poziomie funduszu VC). Obecność kapitału prywatnego daje możliwość włączenia się w zarządzanie funduszem osób z innym rodzajem i zakresem know-how. Jest to więc element racjonalizujący proces inwestycyjny (także inkubacji) i proces wsparcia. Rozwiązanie takie więc adresuje – sygnalizowany na wstępie – problem, że inwestycjami ze środków publicznych mogą zajmować się osoby bez doświadczenia inwestycyjnego i przedsiębiorczego (a dodatkowo sztywność czy niepraktyczność niektórych elementów konstrukcji programów wsparcia – jak np. limit wielkości funduszu – może sprawiać, że system wynagrodzeń nie będzie przyciągał odpowiednich menedżerów). Przyciągnięcie więc do zarządzania funduszem prywatnych menedżerów (kwestia systemu motywacji), a w najlepszym przypadku także i kapitału prywatnego można więc traktować nie tylko jako dobrą praktykę, ale warunek konieczny dla uznania konstrukcji programów publicznych za poprawną¹⁶⁰.

6.2.2 Zagraniczne programy wsparcia kapitałowego – analiza benchmarkingowa

Kilka ciekawych obserwacji dających szerszą perspektywę do oceny Działania 3.1 POIG, jak i formułowania wniosków na przyszłość dostarcza przegląd programów i schematów wsparcia stosowanych zagranicą. Dla potrzeb analizy przygotowano usystematyzowany opis 17 programów wsparcia kapitałowego dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw jakie na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat były wdrażane w trzech krajach: Wielkiej Brytanii, Niemczech i Węgrzech. Łącznie analiza objęła 27 działań, gdyż niektóre z wdrażanych programów obejmowały więcej niż jeden schemat postępowania skutkujący np. uruchomieniem więcej niż jednego funduszu kapitałowego. W sumie, w wyniku uruchomienia tych programów / działań będących powstało 165 funduszy kapitałowych, do których alokowano 958,5 mln funtów (dotyczy funduszy tworzonych w Wielkiej

¹⁵⁸ Z taką sytuacją mieliśmy np. do czynienia w ostatnim konkursie 3.1 POIG (2013 r.).

¹⁵⁹ Jak np. w instrumentach kapitałowych wdrażanych w ramach inicjatywy JEREMIE.

¹⁶⁰ Z próbą takiego włączenia inwestorów prywatnych mieliśmy do czynienia w ostatnim konkursie Działania 3.1 POIG, przy czym było to elementem fakultatywnym. Jednocześnie ograniczono maksymalne rozmiary funduszu (wsparcie nie większe niż 10 mln zł), co ograniczało pulę środków na koszty zarządzania (jak wykazaliśmy wcześniej kryteria merytoryczne silnie premiowały wykorzystanie kapitału na inwestycję, a nie na preinkubację, finansowaną w ramach kosztów zarządzania projektem). W efekcie pojawił się silny impuls negatywny (niskie wynagrodzenia) i słaby impuls racjonalizujący (fundusz VC jako ewentualny partner w projekcie).

Brytanii) oraz 2 134,4 mln euro (Niemcy i Węgry) środków publicznych; fundusze te zainwestowały w 2 834 przedsiębiorstwa¹⁶¹.

Opis poszczególnych programów za pomocą zbioru identycznych zmiennych pozwolił nam na przeprowadzenie analizy problemowej zamiast opisywania program vs. program. Takie podejście znacznie lepiej pozwala na wskazanie podobieństw i różnic oraz obserwację zmian, ewolucji postępowania i rozwiązań praktykowanych najczęściej, które można uznać za pewien standard. Przeprowadzona analiza pozwoliła na sformułowanie następujących obserwacji i wniosków.

- 1) **Profesjonalizacja wdrażania.** Wszystkie programy wsparcia kapitałowego posiadały zdefiniowaną instytucję wdrażającą odpowiedzialną za realizację wszystkich procedur postępowania (konkursy, wybór operatorów funduszy, itd.). Z analizy podmiotów, jakie pełniły tę rolę wynika, że na przestrzeni lat można mówić o zarysowaniu się pewnej tendencji do odchodzenia od rozwiązań, gdzie w roli takiej instytucji występuje jednostka administracji (centralnej, regionalnej) na rzecz rozwiązań, w których funkcje te są przekazywane wyspecjalizowanej organizacji - między innymi tworzonej w tym celu - mającej status komercyjny lub quasi-komercyjny. Bardzo wymowny jest tu przykład programów brytyjskich. Najstarsze programy wsparcia, takie jak *University Challenge Seed Funds* (1998-2001), *Regional Venture Capital Funds* (2002 rok) czy *UK High Technology Fund of Funds* (2000-2002) były wdrażane przez *Department of Trade and Industry*, a następnie *Department for Business, Innovation and Skills*, które były wydziałami brytyjskiego Ministerstwa Przemysłu i Handlu. W kwietniu 2008 r. ze względu na wzrastającą liczbę programów i skalę ich złożoności powołano *Capital for Enterprise Limited*, jako dedykowany podmiot do wdrażania i zarządzania wszystkimi programami wsparcia kapitałowego (podmiot ten przejął także wszystkie programy pożyczkowe i poręczeniowe). W 2013 roku spółka ta została włączona do grupy kapitałowej nowo utworzonego państwowego banku rozwoju – *British Business Bank plc* - ukierunkowanego na realizację programów wspierających rozwój MSP. Programy w Szkocji i Irlandii Północnej nie przechodziły takiej transformacji zarządzania, gdyż od razu były wdrażane przez dedykowane podmioty, a nie administrację: *Scottish Enterprise* oraz *Invest Northern Ireland*. Podobnie było w przypadku innych programów (które zapewne czerpały z doświadczeń brytyjskich). Trzy programy węgierskie (lata 2009-2012) realizowane w ramach inicjatywy JEREMIE wdrażane były przez dedykowany podmiot – spółkę *Venture Finance Hungary plc* będącą własnością Węgierskiego Banku Rozwoju (Magyar Fejlesztési Bank Zrt.). Zbliżona sytuacja występowała też w Niemczech. Wdrażanie czterech programów opracowanych przez kraj związkowy Bawarii (*Bayern Kapital-Seed Fonds*, *Bayern Kapital-Clusterfonds Start-up*, *Innovationsfonds / Innovationfonds EFRE*, *Bayern Kapital Wachstumsfonds Bayern*) zostało powierzone bawarskiemu publicznemu bankowi rozwoju - *LfA Foerderbank Bayern*. Warto zauważyć, że sygnalizowany trend powierzania implementacji i nadzoru nad działaniami dotyczył programów, które można określić mianem „hurtowych”, to jest takich, w których powstawał nie jeden, a kilka (kilkanaście) funduszy kapitałowych lub też alokacja środków była znaczna (tak jak w przypadku wspomnianych programów bawarskich). Powodem zastosowania takiego rozwiązania, jak można

¹⁶¹ Liczba ta nie obejmuje jednak wszystkich inwestycji, gdyż np. Europejski Fundusz Inwestycyjny wdrażający niektóre z analizowanych programów nie zbiera danych na temat aktywności funduszy portfelowych.

przypuszczać, był brak w instytucjach publicznych odpowiednich zasobów do obsługi całego procesu wdrażania, a następnie monitorowania portfela funduszy. W analizowanych programach liczba tych funduszy wahała się od kilku do 24¹⁶².

- 2) **Ciągłość działań – ciągłość podaży (kontynuacja).** Analizując dynamikę zagranicznych programów wsparcia koniecznie trzeba wskazać na kwestię ciągłości podaży kapitału (trwałości kontynuacji wsparcia), która jest istotna zarówno dla MSP (dostęp do środków, gdy jest realna potrzeba, a nie gdy pojawią się środki), jak i wiarygodności programów wsparcia. Przykładowo kolejne trzy programy węgierskie (uruchamiane w latach 2009 i 2012) stanowiły powiązane ze sobą działania (kolejny fundusz stanowił kontynuację wcześniej utworzonego). Taką ciągłość jeszcze lepiej widać w niemieckim programie *HIGH Tech Grunderfonds*, gdzie w latach 2005, 2011 i 2017 uruchomiono trzy kolejne fundusze (z alokacją publiczną wynoszącą odpowiednio: 272 mln euro, 260 mln euro i 245 mln euro) zarządzane przez tę samą instytucję i działające w oparciu o zbliżone kryteria inwestycyjne. Gdy zatem kończyły się środki z pierwszego funduszu, podaż kapitału VC była „odnawiana” ze środków kolejnego funduszu. O dążeniu do zapewnienia kontynuacji (ciągłości) wsparcia i podaży kapitału można mówić także w programach brytyjskich. Program *Early Growth Funds* (2002 rok), w wyniku którego wsparto powstanie 7 funduszy kapitałowych został zastąpiony (2006 rok) przez program *Enterprise Capital Funds*, który jest ustawicznie zasilany w nowe środki (według danych na koniec marca 2017 r. w ramach tego programu powstały 24 fundusze, które dokonały 364 inwestycji). Podobna kontynuacja-zastąpienie miała miejsce w przypadku programu *UK High Technology Fund of Funds* (2000 rok) wdrażanego przez Departament Ministerstwa Przemysłu i Handlu, a następnie *Capital for Enterprise Ltd.*, który w 2010 roku został zastąpiony przez *UK Innovation Investment Fund of Funds* realizowany w formie dwóch osobnych funduszy funduszy: *UK IIF/UK Future Technologies Fund* oraz *UK IIF/Hermes Environment & Innovation Fund*.
- 3) **Komplementarność.** Przegląd programów również wskazuje na utarcie się pewnej praktyki w zakresie komplementarności tj. adresowania w ramach programu kilku współzależnych problemów (czyli wachlarz rozwiązań zamiast rozwiązania „monotematycznego”). Za przykład może posłużyć program *Techstart Northern Ireland*, gdzie w ramach jednego „pakietu” działań uruchomiono dwa rodzaje funduszy VC, tj. *Techstart NI Invest Growth Fund* (zorientowany na wsparcie fazy wzrostu) oraz dwa fundusze wspierające komercjalizację wyników badań naukowych na dwóch uczelniach w Ulster i Quens: *Techstart NI Spin out Fund/Ulster* i *Techstart NI Spin out Fund/Quens*, a także osobny fundusz grantowy: *Techstart NI Proof of Concept Grant Fund* finansujący prace w fazie pre-start i tym samym uzupełniający ofertę wszystkich trzech funduszy. Program adresował więc wszystkie dysfunkcjonalności spotykane na etapie załączkowym i startowym. Podobny wachlarz działań przewidziano w programie bawarskim. Uruchomiono tu równocześnie cztery fundusze, z których każdy adresował inną fazę rozwoju i inną skalę potrzeb kapitałowych. *Bayern Kapital-Seed Fonds* oraz *Bayern Kapital-Clusterfonds Start-Up* miały za zadanie wspierać

¹⁶² Dla uzmysłowienia skali trudności związanych z zarządzaniem takimi portfelami może posłużyć przykład polskiego Krajowego Funduszu Kapitałowego SA, który do nadzoru nad 18 funduszami portfelowymi zatrudnia 30 osób (28 etatów).

najwcześniejsze fazy rozwoju. Beneficjentem tych funduszy mogły być spółki, odpowiednio nie starsze niż 12 i 12-24 miesiące przy limitach inwestycji wynoszących, odpowiednio 250 tys. euro i 500 tys. euro. Dwa kolejne fundusze - *Innovationsfonds / Innovationfonds EFRE i Bayern Kapital Wachstumsfonds Bayern* nie musiały już trzymać się fazy startu mogąc w pojedynczy projekt inwestować od 2 do 8 mln euro. Podobne komplementarne rozwiązanie zastosowano w programie wdrażanym przez kraj związkowy Saksonię. Dwa uruchomione fundusze *Technologiegrunderfonds Sachsen SEED FUND i Technologiegrunderfonds Sachsen START UP* stanowiły komplementarną ofertę kapitałową, kierując swoje wsparcie elastycznie do grupy podmiotów (odpowiednio) nie starszych niż 12 miesięcy i nie starszych niż 5 lat przy limicie inwestycyjnym wynoszącym 500 tys. euro i 5 mln euro.

- 4) **Elastyczny limit kwotowy.** Bardzo trudno jest wskazać tendencje i dobre praktyki w zakresie definiowania ograniczeń inwestycyjnych (limity kwotowe, wskazania sektorowe). Ograniczenia takie na ogół wynikają z pewnych narodowych (lokalnych) uwarunkowań np. w zakresie skali zjawiska luki kapitałowej, rozmiarów grupy przedsiębiorców dotkniętych tym zjawiskiem, jak i celów definiowanych przez władze publiczne (polityka wobec MSP, polityka proinnowacyjna). Z przeprowadzonej analizy wynika raczej, że dobrą praktyką jest elastyczność i pragmatyczność w definiowaniu ograniczeń inwestycyjnych niż sam rodzaj ograniczenia, czy konkretne wskazanie co do kwoty. We wszystkich analizowanych programach limity kwotowe zostały zdefiniowane. Wynosiły one od kilkuset tysięcy funtów / euro do kilku milionów. W 16 przypadkach (na 22 analizowane, dla których dane na temat limitu inwestycyjnego były dostępne¹⁶³), limit kwotowy był jednolity i „sztywny” dla całego okresu inwestycyjnego. Dwa z tych limitów kwotowych miały wysoką wartość (nie więcej niż 8 mln euro i nie więcej niż 20 mln euro), gdyż dotyczyły dużych programów (*Bayern Kapital Wachstumsfonds Bayern i ERP-EIF Growth Facility*) i konieczna była zapewne precyzyjna demarkacja, aby uniknąć konkurowania środkami publicznymi z rynkiem prywatnym. W pozostałych przypadkach programy skierowane były na wsparcie wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstwa, co implikowało niewielkie kwoty wsparcia. Jednak w sześciu programach zastosowano zupełnie inne podejście do formułowania limitu kwotowego. W tym przypadku limit miał charakter „kroczący”, co niejako uwzględniało, zarówno zmienne warunki otoczenia, jak i zmiany po stronie spółki portfelowej. Najczęściej limit kwotowy był tu łączony z przedziałem czasu – np. 1,5 mln euro w okresie kolejnych 12 miesięcy, przy czym łącznie nie więcej niż 4,5 mln euro (*New Hungary VC Programme - JEREMIE I*), czy 1 mln euro w fazie *seed* i 2 mln euro w formie inwestycji kontynuowanej, ale łącznie nie więcej niż 3 mln euro (*HIGH Tech Grunderfonds III*) albo też 150 tys. w ciągu 12 miesięcy, po których może być udzielone kolejne 150 tys. euro ale w formie pożyczki (*New Hungary VC Programme - JOINT SEED- JEREMIE II*). Rozwiązania takie w naszej ocenie są bardziej pragmatyczne i lepiej dopasowane do stanu podaży kapitału na rynku prywatnym. Fakt zmiany warunków regulacyjnych w jakich funkcjonowały fundusze portfelowe KFK i zamiany sztywnego limitu (1,5 mln euro) na limit kroczący (1,5 mln euro w ciągu 12 miesięcy ale nie więcej niż 3 mln euro) - zgodnie z postulatami środowiska inwestorów kapitałowych - może wskazywać na większą pragmatyczność limitów kroczących.

¹⁶³ Pominięto też program gdzie limitu nie zdefiniowano oraz irlandzki program grantowy.

- 5) **Wskazania branżowe (sektorowe).** Pomimo, że wskazania (ograniczenia) sektorowe niewątpliwie bezpośrednio korespondują z uprawianą w danym kraju polityką wobec sektora MSP, analiza programów wsparcia wskazuje, że pewnym trendem jest koncentrowanie wsparcia na wybranej grupie docelowej, zamiast kierowania go w sposób horyzontalny i *de facto* rozproszony (wszystkie rodzaje projektów). Na 26 programów (dla których dysponowano danymi o ograniczeniach sektorowych), tylko w 10 przypadkach programy nie definiowały ograniczeń sektorowych. Przy czym, w trzech programach węgierskich wskazano, że powinny to być projekty innowacyjne (w programie *New Hungary VC Programme - JEREMIE I* ustalono, że minimum 60% inwestycji muszą stanowić projekty innowacyjne), a w przypadku brytyjskiego *University Challenge Seed Funds* inwestycje mogły być dokonywane wyłącznie w projekty pochodzące z jednostek naukowych będących beneficjentami tego programu (musiały więc to być projekty ze znacznym komponentem B+R)¹⁶⁴. W pozostałych 16 programach wskazania (ograniczenia) sektorowe zostały zdefiniowane w sposób mniej lub bardziej szczegółowy. W brytyjskim programie *Innovation Investment Fund of Fund* (gdzie powstały dwa fundusze funduszy) precyzyjnie wskazano, że inwestycje dokonywane przez fundusze kapitałowe mogą dotyczyć wyłącznie takich sektorów jak: life science, technologie cyfrowe, zaawansowane przetwórstwo przemysłowe, czyste technologie, technologie „low-carbon”. W niemieckim programie *HIGH Tech Grunderfonds* wskazano jedynie, że mają to być sektory technologiczne bez dokładniejszego definiowania tego pojęcia; natomiast w programie bawarskim wyraźnie wskazano na IT/software, life science, nowe materiały, technologie ochrony środowiska. Podobnie precyzyjne ukierunkowanie inwestycji kapitałowych miało miejsce w programie *Technologiegrunderfonds Sachsen* (oba fundusze): technologie medyczne, life science, zdrowie, IT i nowe media, technologie mobilne czy w programie *NRW.BANK.Seed Fonds Initiative* (Nadrenia i Północna Westfalia): software, technologie medyczne, biotechnologia, e-commerce, *cleantech*.
- 6) **Kryteria selekcji wnioskodawców.** We wszystkich programach, w których środki publiczne miały być inwestowane poprzez sieć funduszy kapitałowych (programów takich było 13), ich wybór dokonywany był w oparciu o zbiór kryteriów selekcyjnych. Generalnie można mówić o dużym podobieństwie tych kryteriów bez względu na rodzaj programu. Z tego względu można wnioskować o utarci się pewnego naturalnego standardu, który wskazuje na trzy kluczowe elementy tej selekcji (oceny):
- zespół zarządzający,
 - strategia inwestycyjna,
 - pozostałe elementy taktyki działania i zarządzania funduszem.

Zespół zarządzający, jego skład i doświadczenie, były czynnikami selekcji pojawiającymi się najczęściej. W siedmiu (na 10 programów, w których wybierane były fundusze portfelowe i dla których udało się zgromadzić informacje na temat stosowanych kryteriów), kryterium zespołu zasadniczo było stawiane na pierwszym miejscu. Sprowadzało się one do oceny kompetencji i doświadczenia inwestycyjnego - przykładowo: doświadczenie menedżerów w inwestycjach w obszarze luki kapitałowej (brytyjski program - *Regional Venture Capital*

¹⁶⁴ Dodatkowo jednostka naukowa zobowiązana była przez cały okres inwestycji do posiadania większościowego udziału we własności spółki odpryskowej.

Funds), siła zespołu zarządzającego - skład, doświadczenia każdej osoby (program *Enterprise Capital Funds*), doświadczenia pracowników (*New Hungary VC Programme - joint growth fund JEREMIEII*).

Kolejne kryterium to strategia (polityka inwestycyjna), w ramach którego ocenie poddawano sposób pozyskiwania projektów (np. *University Challenge Seed Funds* - sposób identyfikacji i generowania *deal flow*, lista przykładowych projektów do realizacji), zasady inwestowania (np. *Enterprise Capital Funds* – strategia inwestycyjna: w aplikacji wnioskodawca musiał dokładnie opisać strategię inwestycyjną tj. sektor, fazę rozwoju odbiorcy ostatecznego, strukturę inwestycji, pochodzenie środków na inwestycje „*follow-on*”, czas trwania inwestycji).

Trzecim kryterium była taktyka funkcjonowania funduszu – np. sposób zarządzania funduszem, osoby zarządzające, personel, doradcy, zarządzanie finansami, wynagrodzenie menedżerów i sposób udziału w zyskach.

Przegląd wybranych programów wsparcia kapitałowego pozwolił na zarysowanie sześciu powyższych tendencji i ogólnych standardów postępowania. W tym kontekście można sformułować kilka uwag na temat Działania 3.1 POIG.

- 1) Wdrażanie Działania 3.1 POIG zasadniczo nie koresponduje z pierwszym ze zidentyfikowanych standardów. Przez cały okres realizacji tego Działania instytucją wdrażającą był PARP. Wcześniejsze doświadczenia z rynkiem kapitału ryzyka PARP zbierał realizując działanie 1.2.3 SPO WKP. Program ten miał jednak inną formułę (wsparcie udostępniane było profesjonalnym zespołom zarządzającym) i był realizowany na zdecydowanie mniejszą skalę (łącznie kapitalizacja sześciu utworzonych funduszy wyniosła ok. 135 mln zł). Doświadczenia SPO WKP były na pewno użyteczne z punktu widzenia Działania 3.1 POIG, ale w ograniczonym zakresie. Ponadto PARP jest agendą rządową o bardzo szerokim zakresie zadań i obszernym katalogu realizowanych programów, konkursów i działań. Akumulacja doświadczenia i specjalizacja, jest więc ograniczona (spowolniona)¹⁶⁵, nie tylko poprzez znaczną różnorodność zadań, ale także fakt bycia *de facto* „para-urzędem”, mającym np. ograniczone możliwości płacenia rynkowych stawek wynagrodzeń¹⁶⁶. Trudno obecnie ocenić, na ile fakt niespełniania tego standardu mógł rzutować na proces wyboru beneficjentów Działania 3.1 POIG i dalsze inwestycyjne efekty programu. Współpraca z PARP przez zdecydowaną większość beneficjentów była oceniana bardzo dobrze, co jednak bardziej odnosi się do fazy „po-konkursowej”, a nie efektywności samego wyboru. Z kolei duża liczba wyjść z inwestycji ze stratą, a także potencjalna duża liczba spółek nadających się do spisania w straty (a nie likwidowanych ze względu na brak środków na sfinansowanie takiego postępowania) zapewne w dużej mierze wynika z natury działania funduszy załączkowych / startowych i przyjętego modelu realizacji wsparcia poprzez instytucje otoczenia biznesu, z których większość nie miała doświadczenia w tego typu inwestycjach, niż faktu, że wdrażanie realizował PARP, a nie specjalna, dedykowana instytucja (np. BGK, KFK

¹⁶⁵ Według informacji zamieszczonych na stronie BIP PARP wdrażaniem Działania 3.1 zajmował się Departament Wsparcia Instytucji Otoczenia Biznesu. Oprócz Działania 3.1 realizował on także Działania: 3.3, 5.1, 5.2, 5.4.2. Na koniec 2013 roku Departament ten dysponował 26,5 etatami.

¹⁶⁶ Co umożliwiłoby przyciąganie z rynku osób z doświadczeniem w pracy w funduszach kapitałowych.

czy ARP)¹⁶⁷. Ze względu na niewystarczającą liczbę osób zatrudnionych w PARP do nadzorowania inkubatorów w okresie trwałości (okresie po-inwestycyjnym), niemożliwym jest angażowanie się w proces zarządzania portfelem. Stąd też „niespecjalistyczny” charakter PARP nie będzie tutaj czynnikiem przeciw produktywnym. Zupełnie inaczej byłoby, gdyby w okresie po-inwestycyjnym konieczne było aktywne zachowanie (analogicznie jak w przypadku KFK). Wówczas formuła PARP jako podmiotu wdrażającego program wsparcia kapitałowego w naszym przekonaniu może być nieadekwatna do realizowanych działań (jest to instytucja o bardzo szerokim spektrum zadaniowym, zatem tego rodzaju „program” nie miałby raczej specjalnego, priorytetowego charakteru; wątpliwe jest także, czy możliwe byłoby zaoferowanie wynagrodzeń, odpowiadających stawkom rynkowym za zarządzanie tego rodzaju instrumentem¹⁶⁸).

- 2) Działanie 3.1 POIG zasadniczo było zgodne z drugim ze zidentyfikowanych standardów / praktyk (ciągłość wsparcia / ciągłość podaży). Środki finansowe w ramach Działania 3.1 POIG były uruchamiane cyklicznie w drodze czterech naborów wniosków (z naborami wniosków w 2008, 2009, 2010 i 2013 roku). Przesunięcie czasowe wynoszące ok. 9-12 miesięcy pomiędzy pierwszymi trzema naborami oraz trzyletnie ostatniego naboru zapewniało więc elementarną ciągłość podaży (i jej rozłożenie w czasie). Środki dodatkowo były kierowane na rynek w zrównoważonych „porcjach”, tj. nie mieliśmy do czynienia z bardzo dużą alokacją, a następnie bardzo małą (było to, odpowiednio ok.: 147 mln zł, 228 mln zł, 190 mln zł i 266 mln zł udzielonego wsparcia). Łącznie, realizowane było 77 umów wsparcia (realizowało je 69 inkubatorów inwestycyjnych).
- 3) Trzeci ze standardów / trendów nie został spełniony. Działanie 3.1 POIG zostało zorganizowane jako jednolity instrument wsparcia, adresujący wyłącznie problemy fazy załączkowej i startu¹⁶⁹. Rozwiązanie takie należy uznać za niewłaściwe, gdyż w sytuacji bardzo słabego rozwoju rynku aniołów biznesu i komercyjnych funduszy VC, przy jednocześnie stosunkowo niskiej i nieelastycznej kwocie limitu inwestycyjnego, szanse na pozyskanie drugiej rundy finansowania dla spółek portfelowych były niższe niż w przypadku kompleksowych programów zagranicznych. Należy jednak zaznaczyć, że jakkolwiek wsparcie oferowane w ramach Działania 3.1 POIG miało postać jednolitej „oferty kapitałowej” (a nie wachlarza produktów finansowych), to w sposób pośredni pewien efekt komplementarności został wykreowany przez PARP poprzez Działanie 3.3.1 POIG¹⁷⁰ (dwa nabory wniosków dla instytucji otoczenia biznesu), mającego wzmocnić gotowość inwestycyjną i zwiększyć

¹⁶⁷ Warto zaznaczyć, że obecnie wdrażanie w Polsce programów wsparcia kapitałowego zasadniczo czyni zadość temu standardowi. Utworzono w tym celu Krajowy Fundusz Kapitałowy SA oraz PFR Ventures (które także ma przejąć kontrolę nad KFK SA należącym dotąd do grupy BGK). Jedynie Działanie 1.3 POIR jest wdrażane przez podmiot „nie-dedykowany” tj. NCBR.

¹⁶⁸ Naturalnie, nie możemy wykluczyć (choć nasze stanowisko jest sceptyczne), że w wyniku odpowiednich decyzji i po zrealizowaniu określonych działań przygotowawczych, PARP nie mógłby podjąć realizacji tego typu zadań. Na pewno, koncepcja taka wymagałaby przemyślenia oraz odpowiedniego czasu na przygotowanie (w tym wdrożenie niezbędnych rozwiązań wewnątrzorganizacyjnych).

¹⁶⁹ Chociaż w sposób kompleksowy, gdyż w ramach Działania 3.1. POIG realizowano fazę preinkubacji (*seed*) i startu.

¹⁷⁰ Tworzenie systemu ułatwiającego inwestowanie w MSP – wsparcie dla Instytucji Otoczenia Biznesu.

zainteresowanie inwestycjami potencjalnych aniołów biznesu¹⁷¹ oraz pilotażowy Fundusz Pożyczkowy Wspierania Innowacji, który udzielił 58 pożyczek (jako element *koinwestycji*) na łączną kwotę 96,5 mln zł¹⁷². Należy także wspomnieć, że elementem komplementarności stało się działanie 3.2 POIG wdrażane przez KFK. Przy czym fundusze dokapitalizowane przez KFK rozpoczęły swoją aktywność operacyjną dopiero z początkiem 2011 rok, a więc z pewnym opóźnieniem wobec Działania 3.1 POIG. Niewątpliwie efekt komplementarności – nawet przy braku możliwości różnicowania warunków wsparcia w ramach Działania 3.1 POIG – byłby znacznie większy, gdyby wszystkie wymienione działania/programy były uruchamiane równoległe (a działanie 3.3.1 nawet z wyprzedzeniem - przed działaniami inwestycyjnymi).

- 4) Dwa kolejne standardy również nie były spełnione przez Działanie 3.1. Szczególną uwagę należy zwrócić na sztywny limit kwotowy (200 tys. euro). Mamy pełną świadomość, że kwota ta została ustalona na takim poziomie dla uniknięcia procedury notyfikacyjnej i mogła się wydawać adekwatna z punktu widzenia skierowania działania na projekty w fazie załączkowej i startowej. Tym niemniej rozwiązanie takie należy uznać za mało praktyczne, nie dostrzegające znacznej różnorodności potrzeb kapitałowych projektów pochodzących z różnych sektorów; nie dostrzegające także słabości oferty rynkowej w strefie „poza” Działaniem 3.1 POIG. Znacznie mniej krytycznie należy ocenić brak wyraźnego skoncentrowania Działania 3.1 POIG na zbiorze jakichś sektorów / specjalizacji branżowych. Interwencja (tj. wejście kapitałowe) zostało ukierunkowane na „działalność innowacyjną” co jest pojęciem niezwykle szerokim i skutkowało zdominowaniem portfeli inkubatorów inwestycyjnych przez projekty z obszaru ICT o stosunkowo niskim zaawansowaniu technologicznym (e-commerce, usługi w obszarze Internet). Jednakże, brak koncentracji sektorowej trudno traktować jako poważny błąd (tym bardziej, że w ostatnim naborze wskazano już pewne, preferowane sektory). Po pierwsze, inwestycje ICT niewątpliwie pozwoliły na uruchomienie szeregu wartościowych biznesów (wielu respondentów podkreślało, że bez tego wsparcia firma by nie powstała). Po drugie, występujący do ostatniego naboru brak wskazania sektorowego był raczej pokłosiem przyjmowania przez agendy rządowe bardzo horyzontalnego podejścia do wsparcia MSP i braku - w tym okresie - potencjału do wskazywania obszarów preferowanych (dopiero w okresie 2006-2008 rozpoczęto prace nad *foresightem* technologicznym mającym wskazać obszary krajowej pożądanej specjalizacji; koncepcja koncentracji wsparcia znalazła dopiero praktyczny wymiar w postaci Krajowych Inteligentnych Specjalizacjach w nowym okresie programowania po 2014 r.).
- 5) W sposób neutralny należy skomentować sposób spełnienia przez Działanie 3.1 POIG ostatniego ze zidentyfikowanych standardów tj. kryteriów oceny. Kryteria, które zastosowano do oceny wniosków korespondowały z tymi zidentyfikowanymi w analizie (zespół, strategia, pozostałe elementy taktyczne działania funduszu). Raczej krytycznie należy

¹⁷¹ Beneficjentami Działania 3.3.1 POIG zostało 13 instytucji otoczenia biznesu realizujących jednocześnie Działanie 3.1 POIG.

¹⁷² M. Gajewski, R. Kubajek, J. Szczucki, J. Witkowska, "Ewaluacja ex post projektu systemowego PARP pt. <Utworzenie i dokapitalizowanie Funduszu Pożyczkowego Wspierania Innowacji> w ramach Pilotażu w III osi priorytetowej PO IG, PAG Uniconsult, Warszawa 2015, s. 22-25.

jednak ocenić sposób ujęcia pierwszego z kryteriów – zespół. W Działaniu 3.1 POIG doświadczenie osób zaangażowanych w realizację projektu stanowiło jeden z kilkunastu elementów ocenianych w ramach kryteriów merytorycznych obligatoryjnych¹⁷³ (punktowanych zero-jedynkowo; wniosek dyskwalifikowała ocena zerowa na tym kryterium)¹⁷⁴. Ocena zero-jedynkowa nadawała każdemu kryterium takie samo rozstrzygające znaczenie. Z tego punktu widzenia ocena ta podnosiła znaczenie doświadczenia (jego brak wykluczał wnioskodawcę). Jednak dwa inne elementy znaczenie to pomniejszały. Po pierwsze, w pierwszych dwóch naborach zastosowano wymóg co najmniej dwuletniego doświadczenia zakresie komercjalizacji i inwestycji¹⁷⁵; w kolejnych naborach zaś zniesiono cezurę czasową. Po drugie, w pierwszych trzech naborach, przyjęto zasadę przydziału środków według kolejności zgłoszeń. Zasada pierwszeństwa mogła (przynajmniej teoretycznie) skutkować sytuacją, w której wnioskodawca posiadający zespół o kilkuletnim doświadczeniu mógł nie uzyskać dofinansowania tylko dlatego, że jego wniosek został złożony później niż wniosek z zespołem spełniającym to kryterium w minimalnym zakresie (zespół z 10-letnim doświadczeniem był w świetle przyjętego prognozy tyle samo „wart”, co zespół z jednorocznym doświadczeniem)¹⁷⁶.

Należy również zwrócić uwagę, że w wymóg doświadczenia w inwestycjach typu *early stage* mógł znacznie ograniczyć zasięg Działania 3.1 POIG z uwagi na brak rynku VC w Polsce. Brak kadr dysponujących odpowiednim doświadczeniem był zauważalny w przypadku wcześniejszych interwencji: w pierwszym konkursie KFK (lipiec 2007) zgłosiły się 3 zespoły zarządzające, w działaniu 1.2.3 SPO WKP zgłosiło się 12 zespołów, podobnie jak w pierwszym naborze w ramach działania 3.1 POIG. Dopiero kolejne konkursy spowodowały lawinowy wzrost zespołów zainteresowanych realizacją inwestycji z obszaru Venture Capital.

Na kolejnym rysunku, w uzupełnieniu do ww. konkluzji, przedstawiamy rozkład opinii przedstawicieli inkubatorów inwestycyjnych na temat polskiego ekosystemu wspierania kapitałowego start-upów.

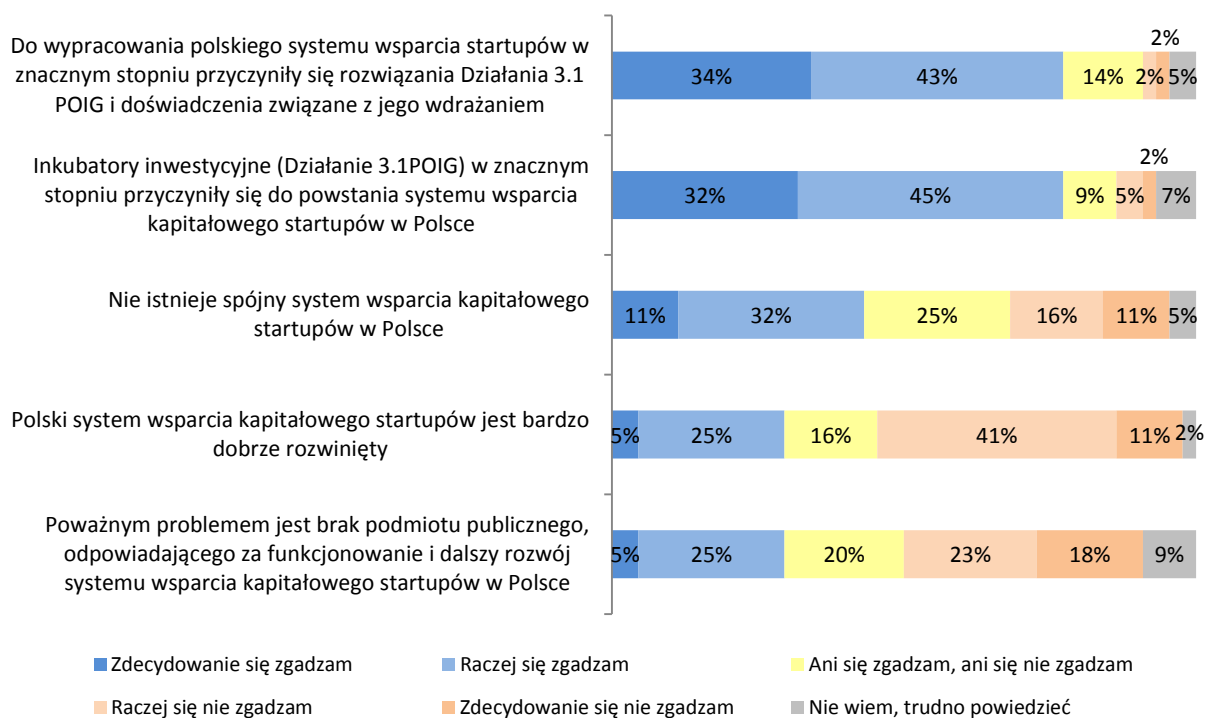
¹⁷³ W ostatnim z naborów wprowadzono dodatkowe kryteria merytoryczne, przy czym miały one charakter fakultatywny i nie dotyczyły zespołu zarządzającego.

¹⁷⁴ Kryterium nr 4 (w ostatnim naborze wniosków): "Osoby zaangażowane w realizację projektu posiadają kwalifikacje i doświadczenie w zakresie analizy i komercjalizacji rozwiązań innowacyjnych, transferu technologii oraz doświadczenie w dokonywaniu inwestycji w spółki sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorców (w tym również wyjścia z inwestycji)"; opis kryterium: " Na podstawie opisu projektu, wykazu imiennego osób realizujących projekt wraz opisem zrealizowanych projektów oraz informacjami na temat ich kwalifikacji zawodowych, doświadczenia zawodowego niezbędnych do wykonywania powierzonych czynności związanych z realizacją projektu oraz załączonych do wniosku CV ocenia się, czy Wnioskodawca dysponuje zasobami kadrowymi zdolnymi do realizacji projektu w zakresie kryterium". W sumie jednak, z uwagi na pewną ogólnikowość tego kryterium, trudno było na jego podstawie dokonywać z prawdziwego zdarzenia różnicowania jakości zespołów zarządzających

¹⁷⁵ Przykładowo, opis kryterium w regulaminie konkursu z 2009 r. brzmiał następująco: „/.../ osoby zaangażowane w realizację projektu posiadają doświadczenie (minimum 2 lata) i niezbędne kwalifikacje w zakresie dokonywania analizy i komercjalizacji projektów innowacyjnych lub doświadczenie w dokonywaniu inwestycji w spółki sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorców (w tym również wyjścia z inwestycji) /.../”.

¹⁷⁶ Na podstawie posiadanych informacji trudno ocenić czy do takiej sytuacji mogło dojść. W ostatnim z naborów złożono 109 wniosków, a podpisano 33 umowy. Prawdopodobnie mechanizm „pierwszeństwa” jednak miał zastosowanie jako element rozstrzygający.

Rysunek 27. Poniżej znajdują się stwierdzenia opisujące system wsparcia kapitałowego start-upów w Polsce. Odwołując się do Państwa wiedzy i opinii, w jakim stopniu zgadzają się Państwo z następującymi stwierdzeniami?



Źródło: opracowanie własne na podstawie badania CAWI - beneficjenci, n=44

Powyższy rysunek wskazuje wyraźnie, że przedstawiciele inkubatorów inwestycyjnych postrzegają Działanie 3.1 POIG (jego mechanizm, jak i efekt instytucjonalny) jako kluczowy czynnik ukształtowania obecnego ekosystemu wspierania kapitałowego start-upów - 77% badanych zgadza się ("zdecydowanie" lub "raczej"), że obecny kształt systemu wspierania start-upów w Polsce jest wynikiem przetestowanych rozwiązań Działania 3.1 POIG oraz zgromadzonych w toku jego wdrażania doświadczeń. Widoczna jest jednocześnie generalna opinia, że system wsparcia inkubatorów wymaga jeszcze dalszego doskonalenia. Ponad połowa przedstawicieli badanych inkubatorów nie zgadza się ("zdecydowanie" lub "raczej") z twierdzeniem, że system wspierania start-upów jest "bardzo dobrze rozwinięty". W przypadku pozostałych stwierdzeń, badani mają bardzo zróżnicowane opinie (dotyczy to oceny spójności systemu wspierania start-upów oraz obecności w systemie podmiotu publicznego, który byłby odpowiedzialny za działanie i dalszy rozwój systemu wsparcia kapitałowego start-upów).

7 Wnioski i rekomendacje

W trakcie niniejszego badania zebrano obszerny materiał analityczny prezentujący różne aspekty realizacji Działania 3.1 POIG. Działanie to było pierwszym i w analizowanym okresie jedynym publicznym instrumentem (programem) wsparcia kapitałowego fazy załączkowej i startowej. Jego wdrażaniu towarzyszyło ryzyko oraz cały szereg niewiadomych wynikających z pionierskiego charakteru programu i znacznej słabości rynku VC, obserwowanej w latach, gdy program był projektowany i uruchamiany. Działanie 3.1 niewątpliwie okazało się sukcesem w swojej warstwie ilościowej i edukacyjnej. Liczba dokapitalizowanych spółek znacznie przerosła początkowe oczekiwania. Pojawiło się kilkadziesiąt zespołów inwestycyjnych, których przedstawiciele nabyli doświadczenia inwestycyjne. Podobnie, efekt ten ma również znaczenie, jeśli chodzi o pomysłodawców. Natomiast słabiej wypada ocena Działania 3.1. w warstwie jakościowej¹⁷⁷. W trakcie jego realizacji zmaterializowały się niektóre ryzyka, których program nie był w stanie szybko wyeliminować. Formułując określone oczekiwania wobec programu, takiego jak analizowane tu Działanie 3.1, warto odwołać się do konkluzji z badań dotyczących podobnych interwencji. Okazuje się, że formułowanie oczekiwań wysokiej skuteczności i efektywności takiej interwencji powinno być dokonywane z dużą ostrożnością. Przykładem mogą być tu efekty duńskiego programu inkubatorów innowacyjności (IM-programme, *Innovationsmiljøordningen* - Danish Agency for Science, Technology and Innovation)¹⁷⁸, wskazujące na wysoki udział inkubowanych start-upów, które w długim okresie nie są w stanie osiągnąć masy krytycznej umożliwiającej im stabilne funkcjonowanie na rynku (ok. 1/3 firm). Ponadto, około 70% wyjść z inwestycji, to dezinwestycje likwidacyjne lub upadłościowe (charakterystyczna jest niska przeżywalność inkubowanych podmiotów). Z drugiej strony, istnieje grupa firm - celów inwestycyjnych inkubatorów, które odnoszą poważne sukcesy, jednak dotyczy to jednostek, które okres działania od momentu inkubacji przekracza 5 lat - wtedy to dopiero ujawniają się ewentualne, udane przypadki inkubacji i akceleracji spółek z udziałem inkubatorów¹⁷⁹. Sądzimy, że tego rodzaju doświadczenia trzeba mieć na uwadze formułując oczekiwania wobec wszelkich programów inkubacyjno-akceleracyjnych, w tym także Działania 3.1 POIG.

Poniżej przedstawiamy podsumowanie i kluczowe rekomendacje.

- 1) Na pozytywną ocenę zasługuje zastosowany w Działaniu 3.1 POIG mechanizm wsparcia, obejmujący etap inkubacji pomysłów, tj. ich dopracowania i przygotowania wejścia kapitałowego oraz etap inwestycyjny (kapitalizacji spółek). Logika interwencji przewidziana dla Działania 3.1 jako instrumentu wsparcia była prawidłowa, odpowiednio wkomponowana w założenia i cele całej III osi priorytetowej POIG ("Kapitał dla innowacji") i odpowiadała istocie wspierania innowacyjnych start-upów. Pozytywna ocena mechanizmu interwencji wynika w szczególności z uwzględnienia w Działaniu sfery zadań inkubacyjnych, bez wątplenia potrzebnych w przypadku inicjowania przedsięwzięć o charakterze innowacyjnym. Inkubatory inwestycyjne przeprowadziły 3 276 procesów inkubacji, kilkakrotnie więcej niż

¹⁷⁷ Zdajemy sobie jednak sprawę, że efekty działań inwestycyjnych inkubatorów nie ujawniły się jeszcze całkowicie - obserwowany obecnie obraz nie jest zatem kompletny (szczególnie jeśli chodzi o efekty wynikające z wyjść z inwestycji), choć zapewne odzwierciedla tendencje i specyfikę inwestycji podwyższonego ryzyka, w tym na pewno wskazuje na korzystne rezultaty procesów inkubacji.

¹⁷⁸ "Infrastructures and Innovation Programmes - The Danish case (TFC workshop materials)", DASTI, 2014. Na przełomie 2013/2014 r. portfel zrealizowanych inwestycji przez 4 wspierane inkubatory objął ok. 1 000 firm. Udzielone celom inwestycyjnym wsparcie kapitałowe wyniosło ok. 250 mln euro).

¹⁷⁹ "Econometric Analysis of the Danish Innovation Incubator Programme", DASTI, 2015, s. 8-10.

zakładano. W ramach inkubacji pomysłodawcy otrzymywali wielodzielne wsparcie, aczkolwiek nie wszystkie jego elementy okazały się wystarczające. Pomysłodawcy nie zauważali niepotrzebnego nadmiaru dziedzin wsparcia merytorycznego (a w konsekwencji, przynajmniej częściowego ich niedopasowania) - wskazywali natomiast na obszary, w których należałoby szerzej oferować wsparcie inkubacyjne. Generalnie nie było większych problemów z wypracowywaniem biznes planów i założeń finansowych. Natomiast niedostatki ujawniły się głównie w sferze wsparcia rynkowego pomysłodawców i ich projektów (np. w zakresie kształtowania modeli biznesowych, szacowania potencjału sprzedażowego, oceny konkurencji, wspomagania kontaktów sprzedażowych z potencjalnymi klientami i kształtowania strategii marketingowych) oraz wsparcia prawnego, w tym w zakresie ochrony własności intelektualnej. Z kolei w ocenie inkubatorów szczególne problemy związane były ze wsparciem techniczno-technologicznym. Wynikały one w dużej mierze z braku specjalizacji „technologicznej” inkubatorów, która umożliwiałaby utrzymanie bliższego kontaktu z uczelniami wyższymi, a dzięki nim, zaoferowanie pomysłodawcom specjalistycznych usług natury technologicznej (prawdopodobnie jednak, tego typu specjalizacja rodziłaby ryzyko mniejszej skali działania, z uwagi na mniejszą liczbę tego typu pomysłów oraz – zwykle – ich większą kapitałochłonność, co nie szło w parze z możliwą do zaoferowania wielkością inwestycji; poza tym, specjalizacja jako taka nie była kryterium wyboru inkubatorów na etapie naboru wniosków¹⁸⁰). Niemniej jednak, w sumie oceniamy, że działalność inkubatorów inwestycyjnych na etapie inkubacji dostarczyła przydatnej wiedzy i użytecznego wsparcia zgłaszającym się pomysłodawcom. Artykułowane przez pomysłodawców oceny użyteczności usług w ramach etapu inkubacji okazały się bardzo satysfakcjonujące - w konsekwencji analogiczna była generalna ocena całego etapu inkubacji (jeśli chodzi o dostarczone wsparcie merytoryczne - lepsza niż w przypadku etapu po dokonaniu inwestycji, w którym działania doradcze inkubatorów, np. w zakresie zaopatrywania w "smart money", oceniane były gorzej.

- 2) W przeciwieństwie do ilościowych celów inwestycyjnych (liczba dokapitalizowanych spółek) stosunkowo słabo należy ocenić oddziaływanie Działania 3.1 POIG na rozwój struktury podmiotowej rynku VC. Jakkolwiek cel taki nie był mocno eksponowany w dokumentach programowych Działania 3.1 POIG, to jednak towarzyszyło mu dorozumiane założenie (teoria interwencji nie wyrażona *explicite*), że inkubatory staną się trwałym elementem rynku VC w jego „najniższym” i najtrudniejszym segmencie (instytucji specjalizujących się w finansowaniu bardzo wczesnych faz rozwojowych). Cel ten trudno będzie osiągnąć także w przyszłości, gdyż środki jakie powrócą do systemu mogą być na tyle małe, że ich dalsze wykorzystanie na cele inwestycyjne stanie się nierealne (nie będą wystarczały na zbudowanie zdywersyfikowanego portfela inwestycji). Szanse na osiągnięcie efektu trwałości w tym zakresie zostały dodatkowo osłabione przez dopuszczenie możliwości tworzenia inkubatorów małych (tj. dysponujących kapitałem zaledwie kilku milionów złotych), czy stosowanie niskich wymogów co do doświadczenia inwestycyjnego. Nie bez znaczenia jest też problem podwójnego

¹⁸⁰ Oznacza to, że w przyszłości (w przypadku podobnych interwencji) można by silniej uwzględnić tego rodzaju kryterium. Trzeba jednak pamiętać o jego ostrożnym stosowaniu, tak aby zapewnić różnorodność przedmiotu inkubacji / inwestycji. Musiałoby to również być powiązane z odpowiednimi wymogami, stawianymi personelowi zarządzającemu inkubatorem

opodatkowania środków z wyjątków kapitałowych (chodzi o sytuację, gdy kapitał zainwestowany w spółkę, która osiągnie zysk, opodatkowany jest w zakresie podatku dochodowego - CIT, a potem po raz drugi, opodatkowywany w momencie dokonywania wyjścia z inwestycji - 19% podatek od zysków kapitałowych). Inną sytuacją specyficzną dla Działania 3.1. POIG jest podatek płacony przez inkubator po wyjściu z inwestycji (podatek dochodowy CIT). Całość kwoty uzyskanej z inwestycji stanowi przychód, a kwota zainwestowana w spółkę nie może stanowić kosztu inkubatora, co zwiększa dochód inkubatora i płacony podatek CIT. Jeżeli środki te nadal będą posiadały status publiczny to można założyć, że kolejne inwestycje będą rozliczane w ten sam sposób¹⁸¹. Innym problematycznym elementem jest status powracających środków tj. pomoc publiczna oraz przeznaczanie ich na inwestycje w nowopowstałe spółki. Opodatkowanie zmniejszające atrakcyjność inwestycji oraz status publiczny niniejszych środków utrudni realizację koinwestycji z innymi funduszami (również realizującymi wsparcie zawierające pomoc publiczną) w ramach najbardziej ryzykownej fazy inwestycji - seed i start-up (ryzyko naruszenia limitów pomocy publicznej).

- 3) Z efektem trwałości wiąże się kwestia poszerzania zakresu działania (oferty) instytucji prowadzących inkubatory inwestycyjne. Pod tym względem Działanie 3.1 POIG również wypada niekorzystnie. Z dostępnych danych wynika, że wśród beneficjentów Działania 3.1 tylko cztery instytucje otoczenia biznesu (non profit) dalej działają na rynku VC, zakładając nowe fundusze finansowane ze środków POIR. W przypadku podmiotów biznesowych (firmy doradcze, firmy doradczo-inwestycyjne) trzy podmioty rozbudowały swój portfel o aktywność na rynku VC. Niewątpliwie do nieplanowanych, ale pozytywnych efektów Działania 3.1 POIG należy zaliczyć efekt „kadrowy” i „referencyjny” (zdobycie przez kilkaset osób doświadczenia inwestycyjnego; możliwość legitymowania się beneficjentów - przed innymi instytucjami - faktem prowadzenia inkubatora inwestycyjnego) . Pojawienie się tych korzyści będzie miało duże znaczenie dla skuteczności realizacji innych programów¹⁸².
- 4) Szereg ciekawych obserwacji - istotnych np. dla kwestii skuteczności i efektywności Działania 3.1 POIG - wynika z analizy doświadczeń zagranicznych. Przede wszystkim należy tu wskazać na trend zastępowania podmiotów administracyjnych, wdrażających programy wsparcia przez dedykowane profesjonalne para-biznesowe instytucje (ułatwia to zatrudnienie specjalistów i płacenie rynkowych stawek wynagrodzenia). Zwiększa to skuteczność interwencji i jej efektywność. Inny istotny standard to „elastyczność i koncentracja”: elastyczność w definiowaniu np. limitów inwestycyjnych (zastępowaniu sztywnego docelowego kwotowego limitu - takiego jaki zastosowano w Działaniu 3.1. POIG - przez limit „kroczący”, gdzie wartość docelowa jest podwyższana uwzględniając potrzeby kapitałowe rozwojowego projektu) i wyraźniejsze wskazywanie docelowych branż / dziedzin inwestowania - chodzi tu o koncentrowanie wsparcia na wybranych sektorach, na ogół

¹⁸¹ Powyższe rozważania i ich słuszność wymagają szczegółowych analiz podatkowych, które nie były ujęte w zakresie niniejszego badania.

¹⁸² W ramach Programu BRIDGE Alfa powstanie około 60 funduszy VC zasilonych kadrami posiadającymi doświadczenie głównie z Działania 3.1. POIG. Dodatkowo, fundusz Innovation Nest, utworzony w ramach Programu 3.2 POIG, wykazując doświadczenia w inwestycjach publiczno-prywatnych, uzyskał jako pierwszy w Polsce finansowanie ze środków Europejskiego Banku Inwestycyjnego, który jest bardzo wymagającym inwestorem.

wysokotechnologicznych¹⁸³. Rozwiązania takie prowadzą do wymiernych korzyści, polegających na tym, że przekazywane wsparcie jest bardziej skuteczne i efektywne (wynik większej elastyczności w działaniu funduszu / oferowaniu szerszej gamy oferty inwestycyjnej, elastycznie dostosowywanej do potrzeb, możliwości pozyskiwania bardziej doświadczonych zarządzających, wreszcie – korzystne rezultaty specjalizacji).

- 5) W poprzednim okresie programowania (2007-2013) Działanie 3.1 POIG odgrywało kluczową rolę w systemie publicznego wsparcia kapitałowego na rynku VC w zakresie finansowania start-upów. W nowym okresie programowania (2014-2020) wsparcie dla fazy seed i start-up jest adresowane przez programy wdrażane przez NCBR (BRIDGE Alfa) i PFR (Starter FIZ). Trudno obecnie określić, jak mocno oba programy będą przywiązane do segmentu inwestycji załączkowych / startowych. Szereg czynników - w tym przede wszystkim mała podaż atrakcyjnych projektów inwestycyjnych (głównie z uwagi na wyczerpywanie się zasobów pomysłodawców) i presja na dystrybucję środków z programów operacyjnych - może skłaniać fundusze do poszerzania swojego obszaru działania i pozyskiwania projektów (spółek) coraz bardziej dojrzałych, odchodząc tym samym od segmentu seed / start-up¹⁸⁴. Jeśli tak się stanie na rynku pojawi się luka popytowa - pomysły biznesowe z fazy seed / start-up nie będą natrafiać na adekwatną podaż kapitału; stopa narodzin innowacyjnych firm może być niższa w relacji do hipotetycznej sytuacji równowagi rynkowej).
- 6) Część inkubatorów inwestycyjnych realizuje już inwestycje ze środków pochodzących ze sprzedaży udziałów w pierwotnych spółkach. Inwestycje te, zgodnie ze wskazaniem PARP realizowane są na zasadach identycznych do inwestycji w ramach projektu z Działania 3.1 POIG, co zdaniem niektórych podmiotów może być nieco dysfunkcyjne, gdyż może być trudno - przykładowo dysponując tylko środkami na jedną inwestycję - aktywnie poszukiwać pomysłodawców pragnących założyć spółkę. Dodatkowo, wsparcie to ma być nadal realizowane w formule pomocy de minimis, a więc w sposób dosyć obciążający dokapitalizowane spółki, szczególnie w sytuacji, gdy jeszcze przez jakiś czas będzie dostępne wsparcie bezzwrotne w ramach Polityki Spójności 2014-2020, także częściowo realizowane w formule pomocy de minimis. Zresztą wsparcie oferowane w ramach PO IR (np. w ramach Starter FIZ, czy też poddziałania 1.3.1) może się okazać znacznie bardziej atrakcyjne od oferty inkubatorów (biorąc pod uwagę m.in. wysokość dofinansowania – do 3 mln zł, czy też doświadczenie zespołów zarządzających w funduszach VC).
- 7) Mechanizm wdrażania Działania 3.1 niewystarczająco uwzględnił zasady monitorowania beneficjentów po zrealizowaniu projektów, choć obecnie czynione są wysiłki, aby usprawnić sprawozdawczość składaną przez inkubatory inwestycyjne, poprzez wprowadzenie nowego informatycznego systemu sprawozdawczego. W rezultacie sprawozdawczość nie jest kompletna, bywa też przekazywana z opóźnieniem - wszystko to bardzo utrudnia monitorowanie sytuacji i pomiar jego efektów, a także identyfikowanie występujących

¹⁸³ Koncentracja powinna wynikać z szerszej polityki rozwojowej (polityki rządu). W Działaniu 3.1 POIG nie znalazły się na ten temat żadne wskazania (pozostawiono to całkowicie w gestii inkubatorów).

¹⁸⁴ Dodatkowo, maksymalne limity inwestycyjne w działaniach BRIDGE Alfa, STARTER FIZ czy BIZnest - odpowiednio 3 i 4 mln zł - mogą zachęcać do inwestycji na wyższych etapach rozwoju.

problemów¹⁸⁵. Należy rozważyć bardziej aktywny monitoring wyjść z inwestycji (realizowany przez PARP), tak aby informacje o ciekawych projektach i dobrych praktykach były propagowane wobec grona interesariuszy inwestycji kapitałowych w Polsce, co wzmocni efekt edukacyjny Działania 3.1. POIG.

- 8) Niektóre spółki portfelowe aplikowały o wsparcie w formie dotacji ze środków publicznych, przede wszystkim oferowanych na bazie środków europejskich. Część z nich miała problemy w uzyskaniu potwierdzenia, że spełniają one kryteria firmy sektora MSP, w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia 651/2015¹⁸⁶, mimo, że Rozporządzenie to pozwala na klasyfikację firm jako samodzielnych w sytuacji, gdy więcej niż 25% udziałów (ale poniżej 50%) posiadają w nich „publiczne korporacje inwestycyjne, spółki venture capital, osoby fizyczne lub grupy osób fizycznych prowadzące regularną działalność inwestycyjną w oparciu o venture capital, które inwestują w firmy nienotowane na giełdzie (tzw. „anioły biznesu”)”. W związku z tym podjęto działania mające wyjaśnić tę sytuację w konsultacji z Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów, które miały w rezultacie skutkować opracowaniem pozytywnej opinii, co do dopuszczalności - co do zasady i po spełnieniu warunków przewidzianych w Rozporządzeniu - klasyfikowania takich firm jako firm sektora MSP. W związku z tym co najmniej jeden z inkubatorów inwestycyjnych – beneficjentów Działania 3.1 we współpracy z Ministerstwem Rozwoju podjął działania, mające wyjaśnić tę sytuację w konsultacji z Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów. UOKiK wydał taką pozytywną opinię¹⁸⁷, dotyczy ona jednak tylko konkretnej instytucji i możliwości jej zaklasyfikowania jako publicznej korporacji inwestycyjnej. Opinia ta jest zaś niestety pomocna tylko w ograniczonym stopniu dla innych tego typu instytucji.

Rekomendacje:

- 1) Wsparcie innowacyjnych start-upów to istotny z punktu widzenia gospodarki kierunek rozwoju kraju. 96% przedsiębiorstw w Polsce to mikroprzedsiębiorstwa, które są odpowiedzialne za wytwarzanie ponad 30% krajowego PKB (oraz ponad 40% w grupie przedsiębiorstw). Zatrudniają 38,2% pracujących. Z kolei nakłady na inwestycje to zaledwie 30 mld PLN (14% wartości nakładów całego sektora przedsiębiorstw)¹⁸⁸. W kontekście globalnej „wojny” o talenty jest to kluczowe działanie z punktu widzenia utrzymania kreatywnych ludzi w kraju, dając im możliwość realizowania własnych pomysłów, w ramach przedsiębiorstw z udziałem kapitału pomysłodawcy i funduszy VC. Brak wsparcia procesu tworzenia start-upów oraz budowania tzw. gotowości inwestycyjnej utrudni wykorzystanie środków z Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój (2014-2020), które przeznaczone są na inwestowanie w podmioty realizujące prace B+R oraz innowacyjne projekty w późniejszych fazach rozwoju.

¹⁸⁵ Przykładowo, informacje o liczbie wejść kapitałowych w przypadku niektórych inkubatorów przekazywane w ramach badań jakościowych wyraźnie odbiegają od danych posiadanych przez PARP.

¹⁸⁶ Rozporządzenie Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu.

¹⁸⁷ Pismo z 25 września 2017 nr DMP-52-284(2)/17/MP skierowane do Pani Agnieszki Małkowskiej, Zastępcy Dyrektora Programów Wsparcia Innowacji i Rozwoju MR,

¹⁸⁸ P. Chaber, J. Łapiński, M. Nieć, J. Orłowska, R. Zakrzewski, Ł. Widła-Domaradzki, A. Domaradzka Raport o stanie sektora MSP w Polsce 2017, PARP 2017.

- 2) Biorąc pod uwagę generalnie pozytywne doświadczenia płynące z realizacji procesu preinkubacji warto zauważyć, że w chwili obecnej brak jest programów inwestycyjnych, w których wbudowane byłyby procesy preinkubacyjny. Wyjątkiem jest program BRIDGE Alfa, w którym finansowane są dwie fazy: *proof of principle*¹⁸⁹ oraz *proof of concept*. W praktyce oznacza to właśnie realizację procesu inkubacyjnego. Niemniej, działania te są ukierunkowane na projekty, w których prowadzone są prace B+R (I oś POIR). Z drugiej strony, w ramach II i III osi POIR, gdzie B+R nie stanowią priorytetu, na instrumenty kapitałowe (oraz quasi kapitałowe) przeznaczono 2,3 mld zł środków publicznych. Biorąc pod uwagę wielkość interwencji ukierunkowanej na instrumenty finansowe w ramach I osi POIR (2,5 mld zł) należy oczekiwać znacznej konkurencji funduszy VC o projekty oraz brak wystarczającej podaży interesujących projektów ze strony pomysłodawców. W związku z powyższym, preferencje funduszy VC będą przesuwane się w kierunku rynku bardziej dojrzałych przedsiębiorstw omijając rynek *seed i start-up*. W takiej sytuacji realizacja zadań inkubacyjnych ukierunkowanych na budowę gotowości inwestycyjnej (faza *seed*) będzie kluczowa dla efektywnego alokowania środków przeznaczonych na inwestycje kapitałowe. Działania o charakterze inkubacyjnym są również realizowane przez programy PARP: Poddziałania 1.1.2 Programu Operacyjnego Polska Wschodnia (platformy startowe) oraz programu ScaleUP. Biorąc pod uwagę pierwsze wnioski i rekomendacje należy po ich uwzględnieniu kontynuować te działania na szerszą skalę.
- 3) Programy uruchamiane w przyszłości podobne do Działania 3.1 POIG, jeśli będą stawiały sobie za cel pojawienie się efektu trwałości będą musiały w szerszym zakresie zawierać zabezpieczenia przed oportunistycznym zachowaniem beneficjentów i zachęty do trwałości w postaci adekwatnych kryteriów dostępu i kryteriów oceny (wysoka minimalna „wartość” projektu, ponadregionalna skala działania wnioskodawcy, wysokie wymagania profesjonalne wobec zespołu realizacyjnego, strategia działania uwzględniająca rozbudowę oferty o inwestycje kapitałowe, dopuszczenie podmiotów biznesowych prowadzących działalność inwestycyjną).
- 4) Należy odchodzić od stosowania sztywnych kwotowych limitów inwestycyjnych zastępując je limitami „kroczącymi” znacznie elastyczniejszymi i uwzględniającymi kontynuację inwestycji¹⁹⁰. Definiując grupę docelową, do której skierowane mają być inwestycje kapitałowe należy dokładniej rozważyć ryzyka związane ze stosowaniem podejścia „rozproszonego” (przedsiębiorcy innowacyjni). Takie ryzyko to szerokie inwestowanie środków publicznych w projekty rynkowo atrakcyjne, ale zawierające w sobie mały komponent B+R będący synonimem zaawansowania technologicznego. Jako alternatywę

¹⁸⁹ Faza Projektu B+R (preseed), polegająca na wczesnej weryfikacji pomysłu, w czasie której realizowane są badania przemysłowe i eksperymentalne prace rozwojowe, wstępna ocena potencjału Projektu B+R, analizy otoczenia konkurencyjnego, zdefiniowanie planu badawczego i pierwszych kamieni milowych rozwoju Projektu B+R; jej realizacja możliwa jest m. in. w jednostkach naukowych (uczelnie, instytuty naukowe PAN, instytuty badawcze, inne jednostki naukowe) lub poprzez osoby fizyczne lub dedykowane zespoły projektowe (wynalazcy, pomysłodawcy); jej prowadzenie nie będzie zasadniczo związane z odrębnym prawnie podmiotem dedykowanym do realizacji Projektu B+R;

¹⁹⁰ Czyli zamiast jednolitego limitu kwotowego (maks. 1 mln zł) limit taki można zapisać w postaci szerszego przedziału (też kwotowego) z limitami inwestycyjnymi uwalnianymi po spełnieniu pewnych warunków: nie więcej niż 1 mln w pierwszym wejściu, ale po osiągnięciu kamieni milowych np. maks. 5 mln. Tego typu kroczący limit lepiej powinien uwzględniać „rośnięcie” spółki.

należy rozważyć koncentrowanie wsparcia na konkretnych sektorach/specjalnościach i projektach z komponentem B+R. Jest to podejście znacznie trudniejsze (choćby z powodu wyboru sektorów/specjalności), ale długookresowo mogące gospodarce i społeczeństwu przynieść większe bo trwalsze efekty strukturalne (wyższa wartość dodana, trwalsza przewaga konkurencyjna w długim okresie, rozbudowa aktywów naukowych, zasobów kompetencyjnych i relacyjnych)¹⁹¹.

- 5) Programy wsparcia kapitałowego zmierzające do osiągnięcia określonych wskaźników ilościowych nie mogą abstrahować od bodźców pro-efektywnościowych w odniesieniu do portfela inwestycyjnego. Zespoły zarządzające muszą zatem być wynagradzane w połączeniu z uzyskanymi efektami inwestycyjnymi. Jeśli jest to trudne lub niemożliwe w przypadku kapitalizowania inkubatorów poprzez dotację z powodów regulacyjnych¹⁹² to należy formułę dotacyjną zastąpić co najmniej mieszaną: dotacja na sfinansowanie inkubacji plus instrument zwrotny na cele inwestycyjne.
- 6) Trendy zagraniczne wskazują na konieczność tworzenia lub - jeśli takie instytucje już istnieją - powierzania wdrażania programów wsparcia kapitałowego dedykowanym instytucjom quasi-biznesowym (spółki celowe tworzone wyłącznie do obsługi danego programu kapitałowego (przykładem krajowym może być PFR Ventures). Jako wariant minimum należy rozważyć współpracę z takimi instytucjami (np. konsorcjum PARP z Krajowym Funduszem Kapitałowym S.A.). Niewskazane jest jednak przejmowanie monitoringu inkubatorów i spółek portfelowych z Działania 3.1. POIG przez wskazane powyżej instytucje, głównie z uwagi na odmienny charakter instrumentów. Inkubatory inwestycyjne stanowią instrument o charakterze dotacyjnym, w znacznej części realizowany przez podmioty o specyficznym charakterze. Natomiast KFK S.A., jak i PFR SA to instytucje dedykowane do zarządzania instrumentami zwrotnymi o charakterze kapitałowym.
- 7) Środki uzyskane z dezinwestycji powinny być bezwzględnie przeznaczane na kolejne inwestycje, tak jak ma to miejsce w działaniu 3.1 POIG. Niemniej jednak warto zastanowić się nad możliwością zastosowania pewnych preferencji podatkowych w zakresie realizacji kolejnych inwestycji. Warunki regulacyjne nie pozwoliły na zastosowanie mechanizmów „przezroczystych” podatkowo (tj. zastosowanie rozwiązań powszechnie wykorzystywanych w Unii Europejskiej i na świecie, gdzie inwestycje VC nie są opodatkowywane na poziomie „wehikułu” inwestycyjnego ale tylko na poziomie zysku zrealizowanego przez spółkę portfelową. Dodatkowo, środki reinwestowane przez wehikuł są często zwolnione z dalszych opłat¹⁹³, co pozwala na dalszą cyrkulację kapitału inwestycyjnego w gospodarce. Tym samym, warto obecnie zastanowić się nad zastosowaniem preferencji w tym zakresie, aby każda kolejna inwestycja dokonana z tych środków nie pomniejszała środków na inwestycje w

¹⁹¹ Obecne ukierunkowanie wsparcia publicznego na tzw. inteligentne specjalizacje jest w naszej ocenie właściwe w sensie strategicznym, ale mało praktyczne jako wskazanie w „szczegółowych” programach wsparcia. Inteligentne specjalizacje są kategoriami bardzo obszernymi dającymi wnioskodawcom (beneficjentom) zbyt duże pole do interpretacji (można spodziewać się, że oportunistom wnioskodawców będzie polegał np. na wskazywaniu we wniosku o wsparcie wszystkich możliwych IS).

¹⁹² Mogą to wykluczać przepisy unijne zalecające w przypadku inwestycji VC stosowanie wyłącznie instrumentów zwrotnych.

¹⁹³ W Wielkiej Brytanii - Enterprise Investment Scheme lub Venture Capital Schemes.

przyszłości. Można również rozważyć (poprzez analizę uwarunkowań prawnych tych środków) umożliwieniem inkubatorom wykupu środków powracających z dezinvestycji pod warunkiem kontynuacji działalności VC. Działanie to ma na celu spowodowanie utraty przez środki statusu środków publicznych i ich wykorzystanie m.in. jako koinwestycje z bardziej doświadczonymi funduszami, czy też wkład własny do nowych funduszy VC. Umożliwiłoby to ich dalsze, bardziej elastyczne inwestowanie bez ograniczeń i jednocześnie zachęci do ich wykorzystania nie tylko na preinkubacje realizowane przez etatowych pracowników. Takie rozwiązania zastosowano m.in. w Izraelu, umożliwiając wykup kapitału przez fundusze w programie Yozma. W przypadku tego programu z 5-cio letniej opcji wykupu udziału rządowego skorzystało 8 z 10 funduszy Venture Capital. Wprowadzie zabezpieczenie opcji inwestowania w start-upy przez tak sprofilowane fundusze stałoby się trudniejsze¹⁹⁴, to jednak umożliwiłoby to wykorzystanie niniejszego kapitału do zasilenia nowych funduszy Venture Capital powstających w perspektywie 2014-2020. Z drugiej strony pozostawienie kapitału na obecnych warunkach i przy zachowaniu statusu publicznego, nie gwarantuje realizacji założonych celów.

- 8) Alternatywą dla powyższej rekomendacji jest pozostawienie funduszom możliwości realizacji preinkubacji, ale pod warunkiem zabezpieczenia kapitału na inwestycje w inkubowany podmiot już na etapie preinkubacji (np. poprzez deklarację – commitment, ze strony inwestora).
- 9) Warto rozważyć umożliwienie zmiany zasad dokonywania reinwestycji, biorąc po uwagę fakt, że środki spływające ze sprzedanych udziałów będą pojawiać się dość powoli i utrudniać realizację inwestycji w więcej niż 1 lub 2 spółki (maksymalnie kilka). W tym celu warto byłoby przedyskutować w gronie beneficjentów, Instytucji Zarządzającej i Pośredniczącej POIG (MR) oraz Instytucji Wdrażającej POIG (PARP) możliwości oraz ewentualne kierunki nowelizacji Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013 z dnia 18 czerwca 2014 r.¹⁹⁵. W szczególności warto byłoby rozważyć:
 - rezygnację z wymogu dokonywania inwestycji wyłącznie w nowotworzone spółki, które były przedmiotem wcześniej zrealizowanych działań preinkubacyjnych i dopuszczenie inwestycji w podmioty już działające na rynku, przy respektowaniu odpowiednich przepisów, dotyczących pomocy publicznej.
 - zwiększenie wartości wejścia kapitałowego (o ile wcześniej zostanie dokonana zmiana statusu wsparcia w kontekście przepisów o pomocy publicznej), jednak tylko pod warunkiem transzowania środków i przy założeniu określonej maksymalnej wartości wejścia kapitałowego.
 - dopuszczenie możliwości przeznaczenia określonej części kwot pochodzących z wyjść kapitałowych (np. do 10% lub 15%) na działania wspierające i nadzorcze, realizowane przez inkubatory inwestycyjne wobec spółek portfelowych, takie jak sprawowanie

¹⁹⁴ Możliwość zastosowania umowy warunkowej, gdzie wykup byłby możliwy przy zachowaniu odpowiednich warunków w przyszłości.

¹⁹⁵ Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju z 18 czerwca 2014 r.

nadzoru właścicielskiego, poszukiwanie kolejnych inwestorów, pomoc w nawiązywaniu kontaktów.

- dopuszczenie możliwości inwestowania środków w inne projekty w zakresie finansowania inwestycji na wczesnych etapach rozwoju. Chodzi tu o finansowanie wkładu własnego do innych projektów realizowanych z udziałem środków publicznych, w których dany inkubator stawałby się partnerem / konsorcjantem.

Zaletą proponowanych zmian byłoby, z jednej strony, uelastycznienie zasad dokonywania wejść kapitałowych, co powinno pozwolić na zwiększenie pola wyboru celów inwestycyjnych inkubatora, z drugiej zaś, zaproponowane zmiany powinny pozwolić na bardziej aktywne wspieranie, jak również zwiększenie skuteczności nadzoru właścicielskiego sprawowanego przez dany inkubator inwestycyjny wobec spółek w portfelu inwestycyjnym. Ostatecznie rozwiązania te będą prowadzić (w zależności od jakości kadry inkubatora i realizowanych działań nadzorczych i wspierających) do szybszego rozwoju spółek i korzystniejszych efektów wyjść z inwestycji.

- 10) Celowe i użyteczne byłoby dokonanie (dla firm rozpoczynających działalność gospodarczą) zmiany formuły udzielania pomocy z pomocy de minimis na pomoc publiczną udzielaną w trybie art. 22 Rozporządzenia 651/2014 (pomoc dla przedsiębiorstw rozpoczynających działalność)¹⁹⁶. Zasadniczą zaletą proponowanej zmiany byłoby usunięcie ograniczeń, związanych z ubieganiem się przez spółki będące przedmiotem nowych wejść kapitałowych o inne niż wejście kapitałowe wsparcie (np. pożyczkę czy poręczenie), mające charakter pomocy de minimis. Powinno to pomóc (choć oczywiście w dość ograniczonej skali) w rozwoju dokapitalizowanych spółek (trudno powiedzieć, jaka może być skala korzystania przez spółki z innych instrumentów, udostępnianych jako pomoc de minimis, ale na pewno proponowane rozwiązanie, umożliwi spółkom korzystanie z szerokiej palety wspieranych instrumentów finansowych; w rezultacie, większa będzie rzeczywista komplementarność instrumentów finansowych). Dodatkowo rozwiązanie to pozwoli na realizację wejść kapitałowych w większej wysokości niż limity pomocy de minimis. Dotyczyć to może w szczególności szybko rozwijających się spółek (wejścia o większym wymiarze mogłyby być transzowane, co w pewnym stopniu zredukowałoby ryzyko). W związku z tym proponujemy, aby stworzyć możliwość funduszom – beneficjentom Działania 3.1 – udzielania pomocy publicznej na zasadach określonych w powyższych przepisach GBER, albo poprzez nowelizację Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013 z dnia 18 czerwca 2014 (t.j. z dnia 27 września 2017 r., Dz.U. z 2017 r. poz. 2021), bądź też poprzez zmianę rozporządzenia, wskazując, że nie ma ono zastosowania do wejść kapitałowych, realizowanych w ramach „rewolwingu” środków, zaś odpowiednie przepisy wprowadzić do Rozporządzenia Ministra Gospodarki w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej niezwiązanej z programami operacyjnymi z dnia 2 grudnia 2006 r. (tekst jednolity z dnia 4 stycznia 2018 r., Dz.U. z 2018 r. poz. 315).

¹⁹⁶ Po zbadaniu prawnej dopuszczalności takiego rozwiązania.

- 11) Wielkość środków posiadanych przez najmniejsze inkubatory może być zbyt niska, aby pojedynczy inkubator inwestycyjny mógł kontynuować efektywną działalność inwestycyjną zgodnie z założeniami Działania 3.1. POIG. Dodatkowo, niekiedy inkubatory nie dysponują wystarczającymi środkami finansowymi do poszukiwania projektów, ich inkubowania, a następnie realizacji inwestycji w sposób zapewniający dywersyfikację i perspektywę znacznego zysku w przyszłości. Niestety, ze względów organizacyjno-prawnych jako niesłychanie trudny (a w zasadzie niemożliwy) należy ocenić wariant stopniowego przejmowania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości portfeli inwestycyjnych inkubatorów lub też środków, pochodzących ze sprzedanych udziałów w spółkach portfelowych. W szczególności nie wydaje się, aby inkubatory inwestycyjne zgodziły się na oddanie płynnych środków, gdyż posunięcie takie jest niekorzystne z punktu widzenia interesu inkubatorów (destrukcja przyjętych strategii zarządzania tymi środkami), a ponadto ze wstępnej analizy prawnej wynika, że PARP nie posiada możliwości wycofania środków pieniężnych bez zgody drugiej strony.
- 12) Dalsze gospodarowanie środkami Działania 3.1 POIG, przynajmniej teoretycznie, może polegać na przejęciu całych portfeli tj. środków finansowych i udziałów w spółkach portfelowych od inkubatorów inwestycyjnych. Niestety, obok wspomnianych wyżej ograniczeń, wiązałoby się to z koniecznością utworzenia funduszu inwestującego w portfele inkubatorów inwestycyjnych, a zatem skutkowałoby koniecznością założenia przez PARP (lub inny podmiot publiczny – np. z grupy PFR – włączony w obsługę zadań w ramach działania 3.1 POIG) spółki kapitałowej i wyposażenia jej w środki płynne (i szerzej – zapewnienia potencjału, odpowiednio do stawianych jej zadań). Ponadto konieczność rynkowego podejścia do nabycia całych portfeli wymagałoby utworzenia funduszu skapitalizowanego na „czystym” kapitale (gotówka), a następnie składania instytucjom prowadzącym inkubatory ofert odkupu portfeli. Wszystkie te rozwiązania wydają się być niesłychanie trudne, a w zasadzie prawie niemożliwe do przeprowadzenia. Stąd też zmiana obecnego stanu nie wydaje się niestety realna.
- 13) Należy koniecznie doskonalić mechanizmy (jednak w sposób minimalizujący zakres obowiązków po stronie beneficjentów) monitorowania rezultatów Działania 3.1, w szczególności pod kątem dostępności wiarygodnych danych na temat wyjść kapitałowych, a także przypadków likwidacji spółek, w celu analizy długoterminowych skutków Działania. Dodatkowo, warto wyciągnąć wnioski z pewnych ułomności monitorowania rezultatów Działania 3.1 i odpowiednio zaprojektować systemy monitorowania rezultatów wdrażania instrumentów kapitałowych, wdrażanych w okresie 2014-2020, tak aby były one oparte na odpowiednim przyjaznym dla użytkownika formularzu elektronicznym i zawierał kluczowe dane charakterystykach spółek – celów inwestycyjnych. Należy realizować monitoring na etapie wyjść z inwestycji, przede wszystkim, aby skutecznie propagować sukcesy inwestycyjne i dobre praktyki.
- 14) Ministerstwo Rozwoju we współpracy z Polskim Funduszem Rozwoju oraz Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów powinno opracować wytyczne / mini-podręcznik, dotyczący kryteriów spełniania przez spółki portfelowe funduszy kapitałowych definicji MSP i odpowiednio ją upowszechnić, zarówno w gronie pośredników finansowych oferujących

finansowanie kapitałowe, ale także i w szczególności wśród instytucji zarządzających i pośredniczących, odpowiedzialnych za udzielanie wsparcia w ramach Polityki Spójności 2014-2020. W szczególności kluczowe byłoby doprecyzowanie, jakie warunki trzeba spełnić, aby dany inkubator inwestycyjny / fundusz kapitałowy lub inni inwestorzy spełniali definicję publicznej korporacji inwestycyjnej, spółki venture capital, funduszu rozwoju regionalnego lub anioła biznesu, o których mowa w Załączniku 1 do Rozporządzenia Komisji (UE) nr 651 z dnia 17 czerwca 2014 r.

8 Tabela wniosków i rekomendacji

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
1.	Wspieranie procesów inkubacji pomysłów biznesowych powinno być kontynuowane. Działania w tym zakresie umożliwią identyfikację i dopracowanie pomysłów, które następnie będą mogły stać się celem wejść kapitałowych w ramach wspieranych instrumentów inwestycyjnych, ukierunkowanych na wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstw.	Należy uruchomić programy, w których wspierane będą procesy inkubacji pomysłów / przedsięwzięć biznesowych. Powinny być one oferowane w powiązaniu z programami wspierającymi inwestycje kapitałowe we wczesnych fazach. Realizowane dotąd działania pilotażowe (Platformy startowe w Polsce Wschodniej, program ScaleUP) powinny przejść w fazę pełnej realizacji.	Ministerstwo Rozwoju, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Polski Fundusz Rozwoju	Przegląd obecnie oferowanych / planowanych instrumentów wspierania inwestycji kapitałowych i procesów inkubacyjnych - pod kątem odpowiedniego "powiązania" programów, a także zaprojektowania nowych, w których uwzględniony zostanie komponent wsparcia inkubacyjnego. Uruchomienie wsparcia podobnego do Działania 3.1 z uwzględnieniem zaproponowanych poniżej rekomendacji strategicznych oraz operacyjnych.	IV kwartał 2018	Horyzontalna; strategiczna	Innowacyjność oraz badania i rozwój	POIR i inne programy
2.	Dla niektórych instytucji otoczenia	Programy uruchamiane w	Ministerstwo	Uwzględnienie w	III kwartał 2018	Operacyjna;	Innowacyjność	POIG

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
	biznesu udział w Działaniu 3.1 POIG mógł wynikać z pobudek oportunistycznych tj. chęci pozyskania dotacji umożliwiającej podtrzymanie funkcjonowania danej organizacji. Taka motywacja nie zakładała wystąpienia efektu trwałości tj. poszerzenia swojej oferty o usługi finansowe w zakresie VC.	przyszłości podobne do Działania 3.1 POIG, jeśli będą stawiały sobie za cel pojawienie się efektu trwałości, będą musiały w szerszym zakresie zawierać zabezpieczenia przed oportunistycznym beneficjentów i zachęty do trwałości w postaci adekwatnych kryteriów dostępu i kryteriów oceny: konieczne jest stosowanie kryterium minimalnej wartości projektu (np. nie mniej niż 20 mln zł), wnioskodawca powinien być instytucją o ponadregionalnym charakterze, posiadać aktywa o minimalnej wielkości. Szczególnie wysokie wymagania powinny być stawiane w zakresie zespołu (doświadczenie inwestycyjne). Oczywiście, dużo zależy także od tego, czy przekazywanie środków beneficjentom/pośrednikom finansowym będzie miało charakter bezzwrotny (jak w Działaniu 3.1), czy też zwrotny.	Rozwoju, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Polski Fundusz Rozwoju (PFR Ventures)	regulaminach konkursów obecnie realizowanych (BRIDGE Alfa, BRIDGE VC, Starter FIZ czy BIZnest)		programowa	oraz badania i rozwój	
3.	Stosowanie w programach wsparcia kapitałowego jednolitych sztywnych limitów kwotowych określających wartość dopuszczalnej inwestycji utrudnia inwestowanie i „nadążanie” inwestycji za rozwojem projektu.	Należy odchodzić od stosowania sztywnych kwotowych limitów inwestycyjnych zastępując je limitami „kroczącymi” tj. takimi gdzie kwota inwestycji jest dopasowana do faz rozwoju przedsiębiorstwa lub spełnienia	Ministerstwo Rozwoju	Uwzględnienie w nowych programach wytycznych w zakresie wspierania kapitałowego start-upów,	III kwartał 2018	Strategiczna; horyzontalna	Innowacyjność oraz badania i rozwój	POIG

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		pewnych kryteriów (np. limit inwestycji dla pierwszego wejścia, limit dla inwestycji po 12 pierwszych miesiącach działania, limit łączny na całość inwestycji).		wykorzystujących także możliwości, jakie daje art. 22 GBER (Pomoc dla przedsiębiorstw rozpoczynających działalność).				
4.	Skuteczność realizacji inwestycji VC i efektywność portfela w największym stopniu zależy od profesjonalizmu zespołu zarządzającego oraz jego motywacji materialnej.	Zespoły zarządzające muszą być wynagradzane w zależności od uzyskiwanych efektów inwestycyjnych. Korzystnym rozwiązaniem byłoby umożliwienie osobom zarządzającym, aby partycypowały w zysku z wyjścia z inwestycji.	Ministerstwo Rozwoju, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Polski Fundusz Rozwoju	Opracowanie dobrych praktyk oraz wzorcowych rozwiązań (ewentualnie, także ekspertyza prawna, dotycząca możliwości partycypacji w zyskach z wyjść z inwestycji personelu zarządzającego).	III kwartał 2018	Operacyjna; horyzontalna	Innowacyjność oraz badania i rozwój	POIG
5.	Trendy występujące zagranicą wskazują na konieczność tworzenia lub - jeśli takie instytucje już istnieją - powierzenia wdrażania programów wsparcia kapitałowego dedykowanym instytucjom quasi-biznesowym (spółki celowe dedykowane wyłącznie do obsługi danego programu kapitałowego).	Wdrażanie programów wsparcia kapitałowego powinno być powierzane profesjonalnym podmiotom dysponującym know-how w zakresie rynku VC (np. KFK, PFR). Podmioty te powinny pełnić rolę profesjonalnego Fund of Funds, gdzie ingerencja w zakres branżowy czy jakościowy inwestycji powinna być realizowana na etapie wyboru zespołu zarządzającego i jego strategii a nie ingerowania w	Ministerstwo Rozwoju	W ramach procesów programowania wsparcia w zakresie finansowania kapitałowego - zdefiniowanie kryteriów w sprawie "profesjonalizmu" dystrybutora wsparcia oraz ich stosowanie przy	II kwartał 2018	Strategiczna; horyzontalna	Innowacyjność oraz badania i rozwój	POIG

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		przedmiot inwestycji z poziomu komitetu inwestycyjnego poszczególnych funduszy.		wyborze podmiotów do pełnienia funkcji Funduszu Funduszy. Ograniczenie kontroli decyzji inwestycyjnych wyłącznie do prawidłowości formalnej oraz braku jasno zdefiniowanego konfliktu interesów.				
6.	Warunki regulacyjne nie pozwoliły na zastosowanie mechanizmów „przezroczystych” podatkowo (tj. zastosowanie rozwiązań powszechnie wykorzystywanych w Unii Europejskiej i na świecie, gdzie inwestycje VC nie są opodatkowywane na poziomie „wehikułu” inwestycyjnego ale tylko na poziomie zysku zrealizowanego przez spółkę portfelową.	Konieczne jest rozważenie zastosowania zwolnienia podatkowego dla inkubatorów inwestycyjnych/funduszy kapitałowych, jeśli środki z wyjścia kapitałowego przeznaczają, w ciągu określonego czasu, na nowe inwestycje. Pozwala to na dalszą cyrkulację kapitału inwestycyjnego w gospodarce.	Ministerstwo Rozwoju, Ministerstwo Finansów	Opracowanie memorandum dla Ministerstwa Finansów w zakresie podatkowego traktowania przychodów z dezinvestycji inkubatorów/funduszy kapitałowych i reinwestowania środków, opisującego jednocześnie dobre praktyki z najlepiej rozwiniętych rynków	IV kwartał 2018	Strategiczna; horyzontalna	Innowacyjność oraz badania i rozwój	POIG

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
				kapitałowych.				
7.	<p>Część inkubatorów realizuje już inwestycje ze środków pochodzących ze sprzedaży udziałów w pierwotnych spółkach. Inwestycje te, realizowane są na zasadach identycznych do inwestycji podejmowanych w ramach projektu z Działania 3.1 POIG, co może być nieco dysfunkcjonalne, gdyż może być trudno - przykładowo dysponując tylko środkami na jedną inwestycję - aktywnie poszukiwać pomysłodawców pragnących założyć spółkę. Wsparcie to ma być nadal realizowane w formule pomocy de minimis, a więc w sposób dosyć obciążający dokapitalizowane spółki, szczególnie w sytuacji, gdy jeszcze przez jakiś czas będzie dostępne wsparcie bezzwrotne w ramach Polityki Spójności 2014-2020, także częściowo realizowane w formule pomocy de minimis.</p>	<p>Warto rozważyć umożliwienie zmiany zasad dokonywania reinwestycji, biorąc pod uwagę fakt, że środki spływające ze sprzedanych udziałów będą pojawiać się dość powoli i utrudniać realizację inwestycji na szerszą skalę. W tym celu warto byłoby przedyskutować w gronie beneficjentów, Instytucji Zarządzającej i Pośredniczącej Zarządzającej i Pośredniczącej POIG (MR) oraz Instytucji Wdrażającej POIG (PARP) możliwości oraz ewentualne kierunki nowelizacji Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013 z dnia 18 czerwca 2014 r. W szczególności warto byłoby rozważyć:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zmianę (dla firm rozpoczynających działalność) formuły udzielania pomocy z pomocy de minimis na pomoc publiczną udzielaną w trybie art. 22 Rozporządzenia 651/2014 (pomoc dla przedsiębiorstw 	<p>Ministerstwo Rozwoju, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości</p>	<p>Przedyskutowanie w gronie kluczowych interesariuszy zasadności i zakresu ewentualnych zmian; dokonanie stosownych zmian w cytowanym rozporządzeniu oraz upewnienie się, co do wykonalności rekomendacji od strony prawnej. W razie pozytywnej opinii, dokonanie stosownych zmian Rozporządzenia Ministra Infrastruktury i Rozwoju w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna</p>	<p>IV kwartał 2018</p>	<p>Operacyjna programowa</p>	<p>Innowacyjność oraz badania i rozwój</p>	<p>POIG</p>

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		<p>rozpoczynających działalność);</p> <ul style="list-style-type: none"> – rezygnację z wymogu dokonywania inwestycji wyłącznie w nowotworzone spółki, które były przedmiotem wcześniej zrealizowanych działań preinkubacyjnych i dopuszczenie inwestycji w podmioty już działające na rynku, przy respektowaniu odpowiednich przepisów, dotyczących pomocy publicznej; – zwiększenie wartości wejścia kapitałowego (o ile wcześniej zostanie dokonana zmiana statusu wsparcia w kontekście przepisów o pomocy publicznej), jednak tylko pod warunkiem transzowania środków i przy założeniu określonej maksymalnej wartości wejścia kapitałowego; – dopuszczenie możliwości przeznaczenia określonej części kwot pochodzących z wyjść kapitałowych (np. do 10% lub 15%) na działania wspierające i nadzorcze, realizowane przez inkubatory inwestycyjne wobec spółek portfelowych, takie jak sprawowanie nadzoru właścicielskiego, poszukiwanie kolejnych inwestorów, pomoc w nawiązywaniu kontaktów; 		Gospodarka, 2007-2013 z dnia 18 czerwca 2014 r.				

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		<p>– dopuszczenie możliwości inwestowania środków w inne projekty w zakresie finansowania inwestycji na wczesnych etapach rozwoju. Chodzi tu o finansowanie wkładu własnego do innych projektów finansowanych z udziałem środków publicznych, w których dany inkubator stawałby się partnerem / konsorcjantem.</p> <p>Rozwiązania te powinny prowadzić (w zależności od jakości kadry inkubatora i realizowanych działań nadzorczych i wspierających) do szybszego rozwoju spółek i korzystniejszych efektów wyjść z inwestycji.</p>						
8.	<p>Mechanizm wdrażania Działania 3.1 POIG niewystarczająco uwzględnił zasady monitorowania beneficjentów po zrealizowaniu projektów, choć obecnie czynione są wysiłki, aby usprawnić sprawozdawczość składaną przez inkubatory inwestycyjne, poprzez wprowadzenie stosownego modułu w systemie informatycznym PARP. W rezultacie sprawozdawczość nie jest kompletna, bywa też przekazywana z opóźnieniem - wszystko to bardzo utrudnia monitorowanie sytuacji i</p>	<p>Należy koniecznie doskonalić mechanizmy (jednak w sposób minimalizujący zakres obowiązków po stronie beneficjentów) monitorowania rezultatów Działania 3.1 POIG, w szczególności pod kątem dostępności wiarygodnych danych na temat wyjść kapitałowych, a także przypadków likwidacji spółek, w celu analizy długoterminowych skutków Działania. Dodatkowo, warto wyciągnąć wnioski i odpowiednio zaprojektować</p>	<p>Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Ministerstwo Rozwoju, Polski Fundusz Rozwoju</p>	<p>Zaprojektowanie sprawozdania w wersji on line i jego wdrożenie dla beneficjentów Działania 3.1 POIG. Zaprojektowanie odpowiednich rozwiązań dla programów okresu 2014-2020, w celu prowadzenia monitoringu w formie</p>	<p>II kwartał 2018</p>	<p>Operacyjna / strategiczna programowa</p>	<p>Innowacyjność oraz badania i rozwój</p>	<p>POIG</p>

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
	<p>miar efektów interwencji, a także identyfikowanie występujących problemów. Wiedza na ten temat może okazać się bardzo cenna dla celów projektowania / wdrażania innych interwencji.</p>	<p>systemy monitorowania rezultatów wdrażania instrumentów kapitałowych, realizowanych w okresie programowania 2014-2020. (generalnie, należy rygorystycznie zadbać o kompletność sprawozdań – „od wszystkich” i ich terminowość; w szczególności, powinny zawierać informacje o zrealizowanych wyjściach, ich rodzajach <w tym „likwidacyjnych”>, kwotach).</p>		<p>elektronicznej w sposób minimalizujący obciążenie odbiorców ostatecznych, a jednocześnie pozwalający na zebranie kluczowych danych (podstawowe dane finansowe i dotyczące wartości niematerialnych i prawnych, zatrudnienie, ogólne dane o składzie udziałowców).</p>				
9.	<p>Niektóre spółki portfelowe aplikowały o wsparcie w formie dotacji ze środków publicznych, przede wszystkim oferowanych na bazie środków europejskich. Część z nich miała problemy w uzyskaniu potwierdzenia, że spełniają one kryteria firmy sektora MSP, w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia 651/2015, mimo, że Rozporządzenie to pozwala na klasyfikację firm jako samodzielnych w sytuacji, gdy więcej niż 25% udziałów (ale poniżej 50%) posiadają</p>	<p>Ministerstwo Rozwoju we współpracy z Polskim Funduszem Rozwoju oraz z Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów powinno opracować wytyczne / mini-podręcznik, dotyczący kryteriów spełniania przez spółki portfelowe funduszy kapitałowych definicji MSP i odpowiednio ją upowszechnić, w szczególności wśród instytucji zarządzających i pośredniczących, odpowiedzialnych za udzielanie wsparcia w ramach Polityki</p>	<p>Ministerstwo Rozwoju, Polski Fundusz Rozwoju, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów</p>	<p>Opracowanie odpowiednich wytycznych, a następnie przeprowadzenie akcji promocyjno-informacyjnej wśród odpowiednich IZ, IP oraz funduszy kapitałowych .</p>	<p>III kwartał 2018</p>	<p>Operacyjna programowa</p>	<p>Innowacyjność oraz badania i rozwój</p>	<p>POIG</p>

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
	<p>w nich „publiczne korporacje inwestycyjne, spółki venture capital, osoby fizyczne lub grupy osób fizycznych prowadzące regularną działalność inwestycyjną w oparciu o venture capital, które inwestują w firmy nienotowane na giełdzie (tzw. „anioły biznesu”)”. W związku z tym podjęto działania mające wyjaśnić tę sytuację w konsultacji z Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów, które miały w rezultacie skutkować opracowaniem pozytywnej opinii, co do dopuszczalności - co do zasady i po spełnieniu warunków przewidzianych w Rozporządzeniu - (klasyfikowania takich firm jako firm sektora MSP).</p> <p>W związku z tym co najmniej jeden z inkubatorów inwestycyjnych - beneficjentów Działania 3.1 POIG we współpracy z Ministerstwem Rozwoju podjął działania, mające wyjaśnić tę sytuację w konsultacji z Urzędem Ochrony Konkurencji i Konsumentów. UOKiK wydał taką pozytywną opinię , dotyczy ona jednak tylko konkretnej instytucji i możliwości jej zaklasyfikowania jako publicznej korporacji inwestycyjnej. Opinia ta jest zaś niestety pomocna tylko w ograniczonym stopniu dla innych tego typu instytucji.</p>	<p>Spójności 2014-2020. W szczególności kluczowe byłoby doprecyzowanie, jakie warunki trzeba spełnić, aby dany inkubator inwestycyjny / fundusz kapitałowy lub inni inwestorzy spełniali definicję publicznej korporacji inwestycyjnej, spółki venture capital, funduszu rozwoju regionalnego lub anioła biznesu, o których mowa w Załączniku 1 do Rozporządzenia Komisji (UE) nr 651 z dnia 17 czerwca 2014 r.</p>						

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
10.	<p>Warunki realizacji Działania 3.1 POIG w zbyt małym stopniu uwzględniły ryzyko rozproszenia kapitału (brak efektów skali). W rezultacie skala kumulacji środków finansowych jest zbyt niska, aby pojedynczy inkubator inwestycyjny mógł kontynuować efektywną działalność inwestycyjną zgodnie z założeniami działania 3.1. POIG. Inkubator nie ma wystarczających środków finansowych do poszukiwania projektów, ich inkubowania, a następnie realizacji inwestycji zapewniający dywersyfikację i perspektywy znacznego zysku w przyszłości.</p> <p>Remedium może być utworzenie funduszu bazującego na przejętych środkach pieniężnych pochodzących z „wyjść” z inwestycji poszczególnych inkubatorów inwestycyjnych (przejęcie części lub wszystkich środków z wszystkich inkubatorów).</p>	<p>Nie rekomenduje się rozważanego rozwiązania, polegającego na utworzeniu funduszu, który bazowałby na środkach inkubatorów inwestycyjnych, pochodzących z wyjść kapitałowych w ramach Działania 3.1 POIG – uznajemy, że jest to scenariusz nierealny do skutecznej realizacji, a ponadto bardzo konfliktogenny.</p> <p>Proponowane rozwiązanie ma pewne zalety (zintegrowanie rozproszonego kapitału, możliwość aktywnego zarządzania zintegrowanym kapitałem, optymalizacja kosztów zaradzania kapitałem), jednak zdecydowanie przeważają nad nimi jego bardzo istotne wady. Kluczowe z nich są następujące:</p> <ul style="list-style-type: none"> – istnieje małe prawdopodobieństwo, aby inkubatory zgodziły się na oddanie płynnych środków, gdyż posunięcie takie jest niekorzystne z punktu widzenia interesu inkubatorów (destrukcja przyjętych strategii zarządzania tymi środkami); – ze wstępnej analizy prawnej wynika, że PARP nie posiada możliwości wycofania środków 	Ministerstwo Rozwoju, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości	Brak (rozwiązanie nie rekomendowane).	Brak (rozwiązanie nie rekomendowane).	Operacyjna / strategiczna programowa	Innowacyjność oraz badania i rozwój	POIG

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		<p>pieniężnych bez zgody drugiej strony (!);</p> <ul style="list-style-type: none"> – środki te mogą już być zaangażowane (do czego instytucje prowadzące inkubatory mogą się oficjalnie nie przyznawać) w inne projekty jako wkład własny (np. 1.3.1 POIR); wycofanie ich może oznaczać utrudnienie realizacji interwencji publicznej w innych programach; – konieczność zatrudnienia osób zajmujących się nowymi inwestycjami (zapewnienie rynkowych wynagrodzeń, system motywacyjny); – oskarżanie PARP o zmianę reguł gry <i>post factum</i>; „czarny” PR wobec PARP w mediach społecznościowych; – ujawnienie planów przejęcia powracających środków może zachęcić do szybkiego wychodzenia z inwestycji do „podstawionych” inwestorów („prywatyzacja” inwestycji; fikcyjne wyjścia) dla zminimalizowania strumienia powracającego kapitału. <p>Dodatkowym, kontekstowym ograniczeniem jest to, że w obecnej sytuacji rynkowej mamy do czynienia z nadpodażą środków</p>						

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		publicznych kierowanych na rynek venture capital oraz brakiem kapitału prywatnego, a także innowacyjnych projektów mogących stać się przedmiotem inwestycji.						
11.	Przejęcie jedynie środków finansowych pochodzących ze zrealizowanych inwestycji inkubatorów nie rozwiązuje problemu zarządzania i monitoringu, dotyczącego bieżących portfeli inkubatorów inwestycyjnych. W związku z tym, można rozważyć inne rozwiązanie, polegające na przejęciu całych portfeli tj. środków finansowych i udziałów w spółkach portfelowych. Niezbędne do tego jest utworzenie funduszu inwestującego w portfele inkubatorów inwestycyjnych. Rozwiązanie to wymagać będzie założenia przez PARP spółki kapitałowej i wyposażenia jej w środki płynne.	<p>Nie rekomenduje się wdrożenia tego rozwiązania.</p> <p>Także i w tym przypadku jest to rozwiązanie, w którym wady zdecydowanie przewyższają jego zalety (wynikają one z koncentracji kapitału / portfeli i zarządzania nimi, w tym optymalizacji kosztów, przeprowadzenia wycen aktywów, zaoferowania nowego wsparcia spółkom portfelowym).</p> <p>To teoretycznie poprawne rozwiązanie uprawdopodobnia osiągnięcie pewnych korzyści, ale tylko w wariantcie powołania klasycznego „secondary fund” (utworzenie funduszu z płynnymi środkami i odkupowanie portfeli na zasadach rynkowych: wycena portfela + oferta nabycia).</p> <p>Scenariusz ten jest jednak bardzo trudny do szybkiego wdrożenia ze względu na konieczność zbudowania struktury rynkowej (powołanie spółki, wyposażenie jej w kapitał, zatrudnienie odpowiedniej jakości zespołu</p>	Ministerstwo Rozwoju, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości	Brak (rozwiązanie nie rekomendowane).	Brak (rozwiązanie nie rekomendowane).	Operacyjna / strategiczna programowa	Innowacyjność oraz badania i rozwój	POIG

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		<p>zarządzającego).</p> <p>Poza tym, istnieje znaczne ryzyko dla PARP, że na sprzedaż zostaną wystawione słabe portfele ze spółkami bez aktywów, możliwości „wyciśnięcia” z przejętych portfeli wartości dodanej będą bardzo małe.</p> <p>Inne, szczególnie istotne wady, wymagające podkreślenia, są następujące:</p> <ul style="list-style-type: none"> – rozwiązanie jest niekorzystne dla inkubatorów mających w portfelu grupę spółek perspektywicznych i/lub środki z wyjść (inkubatory pozbywają się przyszłych zysków); – wymusza ono konieczność rynkowego podejścia do nabycia całych portfeli (w innym przypadku pojawią oskarżenia o zmianę reguł ex-post), to zaś oznacza konieczność utworzenia funduszu skapitalizowanego na czystym kapitale (gotówka), a następnie składaniu instytucjom prowadzącym inkubatory ofert odkupienia portfela; – wystąpi konieczność zatrudnienia profesjonalnych fund managerów; – spółki portfelowe mogą nie akceptować zmian 						

Lp.	Treść wniosku	Treść rekomendacji	Adresat rekomendacji	Sposób wdrożenia	Termin wdrożenia (kwartał)	Klasa rekomendacji	Obszar tematyczny	Program operacyjny
		własnościowych na poziomie zarządzających, co będzie skutkować wyprowadzeniem know-how ze spółek oraz przejściem kluczowego personelu do konkurencji.						

9 Załącznik (raport metodologiczny)

Wersja postrealizacyjna (dokument zewnętrzny, 15.05.2018)