

Perspektywy rozwoju rynku funduszy *venture capital*
w Polsce

ZBIÓR REKOMENDACJI LEGISLACYJNYCH I
RYNKOWYCH

Przygotowanie:
dr Rafał T. Stroiński, LL.M.
Izabela Prager

Propozycje zmian legislacyjnych, instytucjonalnych i dotyczących działań uczestników rynku *venture capital*

Obszar 1. Bariery prawne

Zarówno podczas I warsztatu poświęconego perspektywom rozwoju rynku funduszy *venture capital* w Polsce, jak i podczas II spotkania stanowiącego jego kontynuację, uczestnicy rynku *venture capital* wskazali szereg barier prawnych ograniczających efektywność funkcjonowania tego rynku. Podstawowy problem systemowy wynika z (i) awersji do ryzyka i (ii) nieelastyczności instytucji dysponujących środkami publicznymi w ramach rynku oraz (iii) analogicznego stosowania instrumentów regulacji innych segmentów rynku kapitałowego do rynku *venture capital*. Z tych zjawisk wynikają pozostałe niedoskonałości rynku.

Odrębnym, ale niezwykle istotnym zagadnieniem jest konieczność ponoszenia wysokich kosztów transakcyjnych przez aktorów prywatnych wynikająca ze skomplikowanego systemu podatkowego, jego niestabilności oraz niepewności w zakresie wprowadzanych zmian, co obrazuje dyskusja o planowanej zmianie zasad opodatkowania spółki komandytowo-akcyjnej.

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
1.	Ograniczona swoboda w zakresie tworzenia tzw. <i>preferred shares</i> i trudność dostosowania ich treści do polskiego systemu prawa.	Art. 196 k.s.h. Na udział uprzywilejowany w zakresie dywidendy można przyznać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie więcej niż o połowę dywidendę przysługującą udziałom nieuprzywilejowanym (dywidenda uprzywilejowana). Udziały uprzywilejowane w zakresie dywidendy nie korzystają z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi udziałami, chyba że umowa spółki stanowi inaczej. Art. 353 k.s.h. § 1. Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy mogą przyznawać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie	Wprowadzenie możliwości takiego uprzywilejowania akcji, w którym ich posiadacz będzie korzystał z pierwszeństwa zaspokojenia przy wypłacie dywidendy i zniesienie (w odniesieniu zarówno do akcji, jak i udziałów) proporcjonalnego ograniczenia uprzywilejowania. Takie rozwiązanie pozwoli inwestorowi na większą swobodę w zakresie kształtowania relacji pomiędzy ryzykiem związanym z inwestycją a oczekiwaną stopą zwrotu.

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
		<p>więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych.</p> <p>§ 2. Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy nie korzystają z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi akcjami.</p>	
2.	<p>Konieczne poszerzenie zakresu autonomii woli w kształtowaniu statutu spółki akcyjnej, co pozwoli na większą swobodę w zakresie kształtowania relacji prawnej pomiędzy inwestorem i przedsiębiorcą, a także na lepsze odzwierciedlenie zapisów umowy inwestycyjnej w statucie spółki, co z kolei zmniejszy ryzyko stron związane z inwestycją.</p>	<p>Art. 304 k.s.h.</p> <p>§ 3. Statut może zawierać postanowienia odmienne, niż przewiduje ustawa, jeżeli ustawa na to zezwala.</p> <p>§ 4. Statut może zawierać dodatkowe postanowienia, chyba że z ustawy wynika, że przewiduje ona wyczerpujące uregulowanie albo dodatkowe postanowienie statutu jest sprzeczne z naturą spółki akcyjnej lub dobrymi obyczajami.</p>	<p>W polskim modelu spółek akcyjnych, gdzie akcjonariat nie jest rozproszony – zwłaszcza w spółkach, w których większościowym inwestorem jest fundusz <i>venture capital</i> – nie ma potrzeby chronić drobnych akcjonariuszy tak silnym środkiem jak domniemanie kogentywności przepisów regulujących spółkę akcyjną. Jest tak przede wszystkim dlatego, iż fundusz, dokonując inwestycji, staje się akcjonariuszem już w spółce istniejącej, której statut jest następnie zmieniany, w celu odzwierciedlenia zapisów umowy inwestycyjnej uprzednio wynegocjowanej pomiędzy inwestorem i przedsiębiorcą. Modyfikacja analizowanego przepisu pozwoliłaby na zapewnienie pełnej zgodności pomiędzy umową inwestycyjną i statutem spółki, a tym samym zwiększenie bezpieczeństwa stron, minimalizowanie ryzyka sporów prawnych oraz uelastycznienie tej formy prawnej inwestycji <i>venture capital i seed</i>.</p>
3.	<p>Aport w postaci praw własności przemysłowej jest opodatkowany w równej wysokości jak aport, np. nieruchomości. Prawo własności przemysłowej wnoszone do spółki jest tym</p>	<p>Art. 12. Ust. o CIT</p> <p>1. Przychodami, z zastrzeżeniem ust. 3 i 4 oraz art. 14, są w szczególności:</p> <p>7) nominalna wartość udziałów (akcji) w spółce kapitałowej albo wkładów w spółdzielni objętych w zamian za wkład niepieniężny w</p>	<p>Zwolnienie tego rodzaju aportu z opodatkowania, takie jak przewidziane dla zorganizowanej części przedsiębiorstwa eliminowałoby negatywne bodźce dla inwestycji.</p>

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
	<p>przypadku aktywem o największej wartości w tej spółce, przy czym prawo to przyniesie spodziewany dochód dopiero w przyszłości. Opodatkowanie tego aportu już w momencie wniesienia do spółki obniża atrakcyjność inwestycji <i>venture capital</i>.</p>	<p>innej postaci niż przedsiębiorstwo lub jego zorganizowana część; przepisy art. 14 ust. 1-3 stosuje się odpowiednio.</p>	<p>Alternatywą może być przesunięcie momentu opodatkowania z momentu wniesienia aportu na moment zbycia udziałów (akcji).</p>
4.	<p>Niefektywna dystrybucja dywidendy do osób fizycznych.</p>	<p>Art. 17. ust. 1 pkt 4 Ust. o PIT 1. Za przychody z kapitałów pieniężnych uważa się: 4) dywidendy i inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych, których podstawą uzyskania są udziały (akcje) w spółce mającej osobowość prawną lub spółdzielni.</p>	<p>Usunięcie przepisu powodującego <i>de facto</i> podwójne opodatkowanie dywidendy polegające na tym, że zysk osiągniany przez spółkę kapitałową jest opodatkowany podatkiem dochodowym od osób prawnych, a następnie opodatkowaniu podlega wypłata dywidendy na rzecz udziałowców czy akcjonariuszy spółki.</p>
5.	<p>Rygorystyczne przepisy dotyczące podatkowych grup kapitałowych ograniczają w praktyce możliwość korzystania z tego instrumentu.</p>	<p>Art. 1a. ust. 2 Ust. o CIT 2. Podatkowa grupa kapitałowa jest podatnikiem, jeżeli spełnione są łącznie następujące warunki: 1) podatkową grupę kapitałową mogą tworzyć wyłącznie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki akcyjne, mające siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli: przeciętny kapitał zakładowy, określony w sposób, o którym mowa w art. 16 ust. 7, przypadający na każdą z tych spółek, jest nie niższy niż 1.000.000 zł, jedna ze spółek, zwana dalej „spółką dominującą”, posiada bezpośredni 95% udział w kapitale zakładowym lub w tej części kapitału zakładowego pozostałych spółek, zwanych dalej „spółkami zależnymi”, która na podstawie przepisów o komercjalizacji i prywatyzacji nie została nieodpłatnie lub na zasadach preferencyjnych nabyta przez pracowników, rolników lub rybaków albo która nie stanowi</p>	<p>Ograniczenie wymagań formalnych dla tworzenia podatkowych grup kapitałowych, a zwłaszcza obniżenie minimalnego kapitału zakładowego przypadającego na każdą ze spółek wchodzących w skład grupy (obecnie 1.000.000 zł), obniżenie minimalnego poziomu rentowności podatkowej (obecnie: 3%) oraz minimalnego udziału spółki dominującej w kapitale zakładowym spółki zależnej (obecnie 95%). Dzięki ograniczeniu tych wymagań podatkowe grupy kapitałowe, które tworzą m.in. możliwość natychmiastowego pokrywania strat jednych spółek z dochodów pozostałych, stałyby się zdecydowanie bardziej dostępnym wehikułem.</p>

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
		<p>rezerwy mienia Skarbu Państwa na cele reprivatyzacji, spółki zależne nie posiadają udziałów w kapitale zakładowym innych spółek tworzących tę grupę, w spółkach tych nie występują zaległości we wpłatach podatków stanowiących dochód budżetu państwa;</p> <p>2) spółka dominująca i spółki zależne zawarły, w formie aktu notarialnego, umowę o utworzeniu, na okres co najmniej 3 lat podatkowych, podatkowej grupy kapitałowej i umowa ta, zwana dalej „umową”, została zarejestrowana przez naczelnika urzędu skarbowego;</p> <p>3) po utworzeniu podatkowej grupy kapitałowej spółki tworzące tę grupę spełniają warunki wymienione w pkt 1 lit. a-c, a ponadto: nie korzystają ze zwolnień od podatku dochodowego na podstawie odrębnych ustaw, nie pozostają w związkach powodujących zaistnienie okoliczności, o których mowa w art. 11, z podatnikami podatku dochodowego niewchodzącymi w skład podatkowej grupy kapitałowej;</p> <p>4) podatkowa grupa kapitałowa osiągnie za każdy rok podatkowy udział dochodów w przychodach, określony zgodnie z art. 7a ust. 1, w wysokości co najmniej 3%.</p>	
6.	<p>Rozporządzenie Ministra Gospodarki w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy nie uwzględnia w pełni przepisów unijnych dotyczących pomocy publicznej, które nie tylko wyznaczają roczny – a nie jednorazowy - limit pomocy przyznanej na jedno przedsiębiorstwo, ale także</p>	<p>§ 2 Rozporządzenia Ministra Gospodarki z dnia 15 czerwca 2007 r. w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy</p> <p>4. Łączna wartość środków funduszy kapitałowych korzystających ze wsparcia finansowego ze środków publicznych w ramach działań realizowanych z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka zaangażowanych w tego samego przedsiębiorcę oraz jednostki z nim</p>	<p>Dopasowanie limitu pomocy publicznej ze środków Krajowego Funduszu Kapitałowego do limitu narzuconego w zmianie do Wytucznych wspólnotowych w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach.</p>

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
	<p>zezwalają na przekazanie rocznej transzy pomocy o EUR 1 mln wyższej niż stanowi rozporządzenie.</p> <p>Adekwatne przepisy to:</p> <p>Wytyczne Wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach (2006/C 194/02)</p> <p>4.3.1 Maksymalny poziom transz inwestycyjnych</p> <p>Środek pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka musi przewidywać, aby transze finansowania, w całości lub częściowo finansowane ze środków pomocy państwa, nie przekraczały 1,5 mln EUR na docelowe MŚP w okresie dwunastu miesięcy.</p> <p>Komunikat Komisji zmieniający wytyczne wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach (2010/C 329/05)</p> <p>2.ZMIANY WYTYCZNYCH</p> <p>1) podpunkt 4.3.1 otrzymuje brzmienie:</p> <p><i>„4.3.1. Maksymalny poziom transz inwestycyjnych</i></p> <p>Środek pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka musi przewidywać, aby transze</p>	<p>powiązane w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. Nr 76, poz. 694, z późn. zm.6)), nie może przekroczyć kwoty stanowiącej równowartość w złotych polskich kwoty 1.500.000 euro według średniego kursu ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski z dnia poprzedzającego dzień podpisania umowy inwestycyjnej pomiędzy funduszem kapitałowym i przedsiębiorcą.</p>	

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
	finansowania – w całości lub częściowo finansowane ze środków pomocy państwa – nie przekraczały 2,5 mln EUR na docelowe MŚP w okresie dwunastu miesięcy.”		
7.	Niestabilność i niespójność przepisów prawa podatkowego	Liczne przykłady, ostatni z zasadami opodatkowania spółki komandytowo-akcyjnej.	Polepszenie stabilności prawa podatkowego i przewidywalności jego zmian.

Obszar 2. Bariery instytucjonalne i behawioralne

Podczas warsztatów rozpoznano również grupę ułatwień instytucjonalnych, lecz pozaprawnych, mogących usprawnić funkcjonowanie rynku *venture capital*, z których najistotniejsze były rekomendacje dotyczące internacjonalizacji polskiego rynku innowacji oraz tworzenia nowych instrumentów inwestycyjnych – zwłaszcza przygotowywanego przez PARP funduszu koinwestycyjnego.

Istnieje także pewna grupa problemów behawioralnych zidentyfikowanych przez uczestników rynku *venture capital*, reprezentujących zarówno sektor prywatny, jak i publiczny. Z ich wypowiedzi wyłania się obraz rynku, którego funkcjonowanie można usprawnić przy poniesieniu stosunkowo niskich kosztów wprowadzenia dobrych praktyk, oddolnie regulujących ten rynek.

	ZJAWISKO	REKOMENDACJA
1.	Brak prawdziwej integracji biznesu i uczelni.	Przełamanie bariery psychologicznej charakterystycznej dla środowisk naukowych w stosunkach z biznesem; podpisanie porozumień między uczelnią a funduszami inwestycyjnymi, ale także nawiązanie stosunków nieformalnych, polegających np. na oddelegowaniu menedżerów na uczelnie w charakterze <i>in residence</i> .
2.	Słaba jakość projektów <i>start-up</i> i brak przepływu doświadczeń pomiędzy <i>start-up</i> 'ami.	Osoby posiadające doświadczenie w sektorze <i>venture capital</i> oraz aniołowie biznesu powinni prowadzić <i>mentoring</i> i <i>coaching</i> dla nowych uczestników rynku.
3.	Stosunkowo łatwy dostęp do finansowania projektów klasy 8.1 czy 3.1 i częste sytuacje, w których projekty nie dochodzą do fazy rynkowej.	Przyznanie dotacji powinno być uzależnione od posiadania umowy warunkowej na kontynuację finansowania z funduszem komercyjnym.

		<p>Wprowadzenie na rynek funduszu koinwestycyjnego, który ułatwi <i>start-up</i>'om pozyskiwanie drugiej rundy finansowania.</p> <p>Wprowadzenie działania proponowanego przez Inkubatory przedsiębiorczości, które umożliwiłoby finansowanie innowacyjnych spółek długiem.</p>
4.	Działające w Polsce fundusze <i>venture capital</i> zainteresowane są raczej spółkami na etapie wzrostu niż tymi w fazie <i>seed</i> .	<p>Czynnikiem ekonomicznym, który może zwiększyć zainteresowanie funduszy <i>venture capital</i> wcześniejszymi etapami rozwoju firm jest zmniejszenie oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji w sektorze firm wzrostowych. Należy zwiększyć konkurencję między firmami inwestującymi w tym segmencie.</p> <p>Wprowadzenie w Polsce instrumentów koinwestycyjnych działających w modelu, gdzie min. trzech indywidualnych inwestorów (aniołów biznesu) ryzykowałoby swoje środki, inwestując w <i>start-up</i>'y.</p> <p>Wprowadzenie finansowania długiem także w działalności inkubatorów. Inkubator mógłby w tym modelu otrzymać swoje pieniądze nie czekając, aż spółka wypracuje zysk.</p>
5.	Brak pozytywnego PR rynku <i>venture capital</i> .	Pracować nad postrzeganiem rynku <i>venture capital</i> , nie tylko poprzez działania medialne, ale także przez promowanie talentów (np. fundowanie stypendiów w Dolinie Krzemowej).
6.	Mała widoczność polskiego rynku <i>venture capital</i> na arenie międzynarodowej.	Poprawienie wizerunku polskiego rynku <i>venture capital</i> na świecie, np. przez tworzenie „wiz dla <i>start-up</i> 'ów”, fundowanie stypendiów, promowanie sukcesów polskich <i>start-up</i> 'ów, szczególnie tych, które odnoszą sukcesy poza granicami kraju.
7.	Luka w inwestowaniu pomiędzy etapem <i>seed</i> i <i>venture capital</i> .	<p>Zwiększenie dostępności krajowych instrumentów finansowych, aby poza funduszem inwestycyjnym zamkniętym (FIZ) istniały struktury prawne przeznaczone do działalności inwestycyjnej, których brakuje w kodeksie spółek handlowych. Aktualnie taką funkcję dla funduszy VC spełnia struktura spółki komandytowo-akcyjnej, jednak plany opodatkowania tej struktury przez Ministerstwo Finansów czynią zasadnym konieczność stworzenia struktury prawnej przeznaczonej do działalności inwestycyjnej (<i>pooled investment vehicles</i>) inwestorów typu <i>venture capital</i> i <i>private equity</i>.</p> <p>W wielu państwach członkowskich UE istnieje wyraźne zróżnicowane opodatkowania podmiotów prowadzących działalność inwestycyjną i działalność komercyjną. Tego rodzaju rozwiązanie należy zastosować w Polsce z korzyścią dla rozwoju rynku finansowego.</p> <p>Zasadne jest również stworzenie struktury funduszu koinwestycyjnego.</p>

		Stworzenie mechanizmu zachęcającego osoby uzyskujące wysoki dochód osobisty do inwestycji w młode spółki, podobnego do Enterprise Investment Scheme bądź mechanizmów włoskiego <i>decreto-legge</i> z dnia 18 października 2012 roku.
8.	Niska zdolność uniwersytetów do zarządzania prawami własności intelektualnej.	<p>Istnieje potrzeba:</p> <ul style="list-style-type: none"> • wspierania wynalazcy i procesu skutecznej komercjalizacji technologii przez niego stworzonej, np. w zakresie wnoszenia aportu w postaci praw własności intelektualnej do spółki przez uczelnie/instytuty naukowe i rodzaju oraz wartości uzyskiwanych w zamian praw; • stworzenia przy uniwersytetach funduszy zarządzających własnością intelektualną. Taki fundusz powinien gromadzić udziały firm, którym własność przemysłowa stworzona w inkubatorach będzie sprzedawana; • ograniczenia zakresu stosowania prawa zamówień publicznych przez uczelnie w obszarze badań i rozwoju (B+R) oraz komercjalizacji technologii i innowacji; • umożliwienia komercjalizacji technologii, gdzie wprowadzenie aportu w postaci praw własności intelektualnej do spółki przez uczelnie w zamian za udziały powinno być opodatkowane w momencie faktycznego zbycia udziałów przez uczelnię, zamiast, jak obecnie, w momencie wniesienia aportu do spółki; • poszerzenia zakresu współpracy z sektorem prywatnym w zakresie korzystania z zaplecza badawczo-laboratoryjnego znajdującego się na uczelniach oraz współpracy z wynalazcami w tym obszarze.
9.	Brak krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku <i>venture capital</i> .	Należy likwidować prawne i pozaprawne bariery zniechęcające do inwestycji typu <i>private equity</i> Otwarte Fundusze Emerytalne, które powinny inwestować w obszarach tego rynku charakteryzujących się nieco niższym poziomem ryzyka. Mogą one być zainteresowane inwestycjami na prywatnym rynku kapitałowym z racji na relatywnie wyższy zwrot niż na rynku publicznym, dywersyfikację inwestycji, długi horyzont inwestycyjny dopasowany do pasywów tych instytucji, oraz finansowanie innowacyjnych przedsięwzięć rosnących szybko nowych firm nie będących przedmiotem obrotu na rynku publicznym.
10.	Nieetyczne działanie niektórych funduszy <i>venture capital</i> .	Wypracowanie dobrych praktyk na rynku, połączone jednak z wprowadzeniem pełnej informacji wśród przedsiębiorców na temat standardowych postanowień umów inwestycyjnych.
11.	Ryzyko obecności na rynku dużej ilości	Przyjęcie <i>customer development start-up philosophy</i> –

	produktów nieatrakcyjnych dla konsumentów i inwestorów.	dopasowanie projektu do potrzeb rynku.
12.	Nieumiejętność pracy zespołowej, nieznanomość kultury amerykańskiego rynku <i>venture capital</i> .	Przedsięwzięcia szkoleniowe, edukacja całego rynku np. poprzez wymianę doświadczeń, programy wspierające przedsiębiorczość i internacjonalizację firm.
13.	Konieczność wspierania pomysłów rodzących się na uczelniach.	Promocja przedsiębiorczości akademickiej – skłonnych do ryzyka firm doktorantów i studentów, a nie cechujących się awersją do ryzyka firm profesorskich. Większa współpraca uczelni z przedsiębiorstwami, zwiększenie liczby praktyków uczących przedsiębiorczości i biznesu na uczelniach, w tym na interdyscyplinarnych kierunkach.
14.	Relatywnie niska jakość polskich uczelni wyższych i ich niewielka rozpoznawalność na skale międzynarodową.	Doprowadzenie jednej lub dwóch polskich uczelni do światowego poziomu.

Perspektywy rozwoju rynku funduszy *venture capital*
w Polsce

RAPORT Z PRZEBIEGU WARSZTATU

I

PROPOZYCJE ZMIAN LEGISLACYJNYCH

Warsztat I

14 czerwca 2012

Spis treści

Wprowadzenie.....	3
Słownik pojęć.....	4
Część I. Relacja z warsztatu	5
Panel 1. Rynek współpracy inkubatorów przedsiębiorczości, sieci aniołów biznesu a fundusze <i>venture capital</i>	10
Panel 2. Rynek kapitałowy dziś, szanse, perspektywy.....	12
Panel 3. Obszar instytucjonalno-regulacyjny	15
Część II. Propozycje zmian legislacyjnych	17
Część III. Propozycje działań w ramach rynku <i>venture capital</i>	22
Program oraz paneliści	24

Wprowadzenie

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane na zamówienie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości i stanowi zapis przebiegu dyskusji, jaka miała miejsce podczas I warsztatu w serii „Perspektywy rozwoju rynku funduszy *venture capital* w Polsce”, który odbył się w Warszawie, 14 czerwca 2012 roku.

Raport jest kompilacją poglądów przedstawionych przez jego uczestników, sporządzoną na podstawie materiałów dostarczonych przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości. Raport dotyczy jedynie kwestii poruszonych podczas warsztatów. Żadna jego część, a w szczególności rekomendacje, nie ma charakteru wiążącego i nie stanowi opinii prawnej. Nie stanowi także całościowego ujęcia wszystkich zagadnień dotyczących rynku *venture capital* w Polsce. Poglądy przytoczone w raporcie i ujęte w nim rekomendacje są poglądami uczestników warsztatu, a nie niezależną ekspertyzą prawną.

Słownik pojęć¹

anioł biznesu	inwestor indywidualny zapewniający spółce środki finansowe, wiedzę i doświadczenie na bardzo wczesnym etapie rozwoju;
[faza] <i>seed</i>	faza rozwoju spółki obejmująca finansowanie wstępnych, potencjalnie zyskowych pomysłów, jeszcze przed założeniem przedsiębiorstwa; środki z reguły przeznaczone są na badania, ocenę i rozwój pomysłu do fazy komercyjnej;
[faza] <i>start-up</i>	faza rozwoju spółki obejmująca finansowanie rozwoju produktu i wstępnego marketingu;
<i>private equity</i>	forma inwestowania na niepublicznym rynku kapitałowym w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków; jedną z jej odmian jest <i>venture capital</i> ;
<i>venture capital</i>	forma finansowania innowacyjnych i obciążonych wysokim ryzykiem projektów inwestycyjnych znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju.

¹ Opracowano na podstawie: <http://www.psyk.org.pl/slowniczek.html>.

14 czerwca 2012 roku, z inicjatywy Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości i Krajowego Punktu Kontaktowego Competitiveness and Innovation framework Programme (CIP) dla polskiego rynku finansowego, pod Honorowym Patronatem Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej Bronisława Komorowskiego, odbył się pierwszy z serii warsztatów poświęconych perspektywom rozwoju funduszy venture capital w Polsce. W spotkaniu wzięło udział 41 uczestników, wśród nich przedstawiciele Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego, Krajowego Funduszu Kapitałowego, Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, US-Polish Trade Council oraz inwestorów, przedsiębiorców, a także doradców prawnych i podatkowych.

Część I. Relacja z warsztatu

W imieniu organizatorów spotkania, warsztaty otworzyła pani **Bożena Lublińska-Kasprzak** Prezes Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości. Pani Prezes opowiedziała gościom o idei i założeniach spotkania. Ponieważ rolą PARP jest wspieranie innowacyjności w biznesie, w szczególności *start-up*'ów, naturalne było, że właśnie ta instytucja zajęła się organizacją przedsięwzięcia, którego celem było stworzenie forum i poszerzenie niezbędnej w Polsce dyskusji na temat perspektyw rozwoju funduszy *venture capital*. Pani Prezes podkreśliła, że rynek kapitału wysokiego ryzyka stanowi kluczową płaszczyznę rozwoju gospodarczego.

Jako najważniejsze tematy spotkania, wymieniono:

- zdefiniowanie luk w finansowaniu innowacyjnych *start-up*'ów,
- wskazanie formalnych i prawnych barier w funkcjonowaniu rynku *venture capital*,
- dyskusję o wykorzystaniu przyszłych funduszy strukturalnych i innych instrumentów finansowych na podstawie nowej unijnej perspektywy finansowej,
- wspieranie Ministerstwa Gospodarki w przygotowaniu strategii efektywności i innowacyjności polskiej gospodarki i rozmowę o tym, w jaki sposób będziemy wspierać innowacyjne działania polskiej gospodarki.

Następnie, pani Prezes wyraziła nadzieję na efektywną współpracę wszystkich zgromadzonych na warsztatach uczestników rynku *venture capital*, sieci aniołów biznesu,

inkubatorów przedsiębiorczości oraz start-upów i kolejne owocne spotkania, a także na przygotowanie rekomendacji w zakresie przyjętych i nowotworzonych praktyk postępowania na rynku oraz zmian legislacyjnych. Temu właśnie służy niniejszy raport.

Pani Prezes oddała głos **prof. Maciejowi Żyliczowi**, Doradcy Prezydenta RP i Prezesowi Fundacji na rzecz Nauki Polskiej. Profesor podkreślił w swojej wypowiedzi, że polska gospodarka ma ogromny potencjał i jako opierająca się na małych i średnich przedsiębiorstwach, powinna postawić na innowacje. Jako podstawową barierę dla rozwoju *venture capital* wskazał niską efektywność współpracy między biznesem a nauką. Kluczowe jest wobec tego zaangażowanie tych dwóch grup interesów dla rozwoju innowacyjności. Nasze uczelnie dziś uśredniają – ponieważ, aby mogły kształcić innowacyjnie, musi być to dla nich lukratywne. Tymczasem, nie istnieje czynnik, który promowałby ludzi tak wykształconych, by potrafili kreować innowacyjne projekty. Dowodem na to jest fakt, iż Program „Innowator” Fundacji na rzecz Nauki Polskiej nader często otrzymuje projekty polegające jedynie na przeniesieniu innowacji na polski grunt, niezdolne do globalnego konkutowania. A właśnie taki postulat – *to go global* – należałoby postawić polskim uczelniom i polskiemu biznesowi. Należy wykształcić u wszystkich uczestników rynku świadomość, że projekty innowacyjne to projekty wysokiego ryzyka: w Niemczech na 10 powstających projektów 9 upada. W konsekwencji ten jeden musi przynieść zwrot na kapitale na tyle wysoki, by zrównoważyć pozostałe straty.

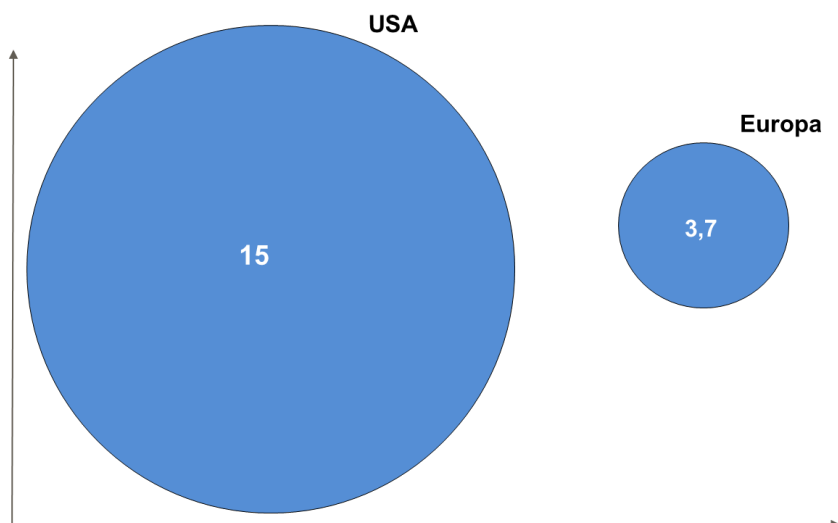
Ponieważ nie sposób rozmawiać o *venture capital* poza perspektywą Doliny Krzemowej, jeszcze przed rozpoczęciem dyskusji, uczestnicy warsztatu wysłuchali wypowiedzi przedstawicieli środowiska *venture capital* z Silicon Valley, związanych z Stanford University i US-Polish Trade Council. **Prof. Piotr Moncarz** z Stanford University, **Pitch Johnson**, **Francis Skrobiszewski**, **Mark Iwanowski** oraz **Katarzyna Walczyk-Matuszyk**, mówili o roli swobody przedsiębiorczości w kształtowaniu demokracji. Podkreślali, że ustawodawca zawsze ma pokusę szczegółowej regulacji i pełnej kontroli nad rynkiem *venture capital*, jednak przy projektowaniu otoczenia regulacyjnego musi wypośrodkować pomiędzy elastycznością (która wspiera rozpoczynanie przedsięwzięć) i pewnością prawa. Zwrócili uwagę na preferencję dla ryzyka jako najistotniejszą cechę przedsiębiorcy. Zadaniem ustawodawcy jest stymulowanie skłonności do ryzyka u przedsiębiorców i inwestorów

instytucjonalnych. Zaznaczyli także, ogromną wartość doświadczenia jako podstawowej zalety inwestora na rynku *venture capital*.

Aby pokazać uczestnikom kontekst, w jakim funkcjonuje rynek *venture capital* w Polsce, **Barbara Nowakowska**, Dyrektor Zarządzająca Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, przedstawiła następnie dane statystyczne dotyczące polskiego i europejskiego rynku *venture capital*. Rynek europejski (o wartości ok. EUR 3,7 mld) jest dziś prawie pięciokrotnie mniejszy do amerykańskiego (ok. EUR 15 mld), a nawet w ramach tego stosunkowo niewielkiego rynku europejskiego, rynek polski (ok. EUR 28 mln) jest prawie trzydziestokrotnie mniejszy niż największy – brytyjski (ok. EUR 788 mln). Kolejne rynki w Europie to Niemcy, Francja, Szwecja i Szwajcaria. W skali polskiej, *venture capital* stanowi bardzo mały – stanowczo za mały – segment rynku kapitałowego. Dane dla Polski nie obejmują co prawda całego segmentu *venture capital*, na rynku działa bowiem szereg małych funduszy, które trudno uchwycić w statystykach, istotne znaczenie mają także inwestycje aniołów biznesu. Jednak nawet przy założeniu, że analizowane liczby są w rzeczywistości dwukrotnie wyższe, Polski rynek *venture capital* nie jest wystarczająco widoczny w Europie ani na świecie.

Rys. 1

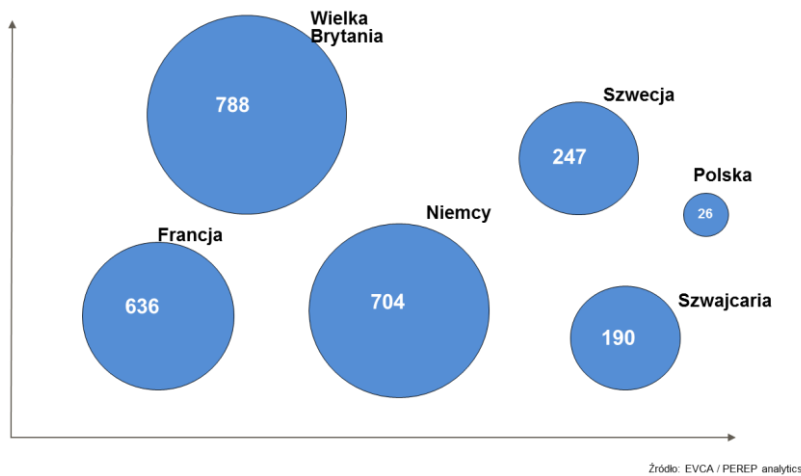
Rynek *venture capital* w Europie i USA w 2011 (w mld EUR).



Źródło: EVCA / PEREP analytics

Rys. 2

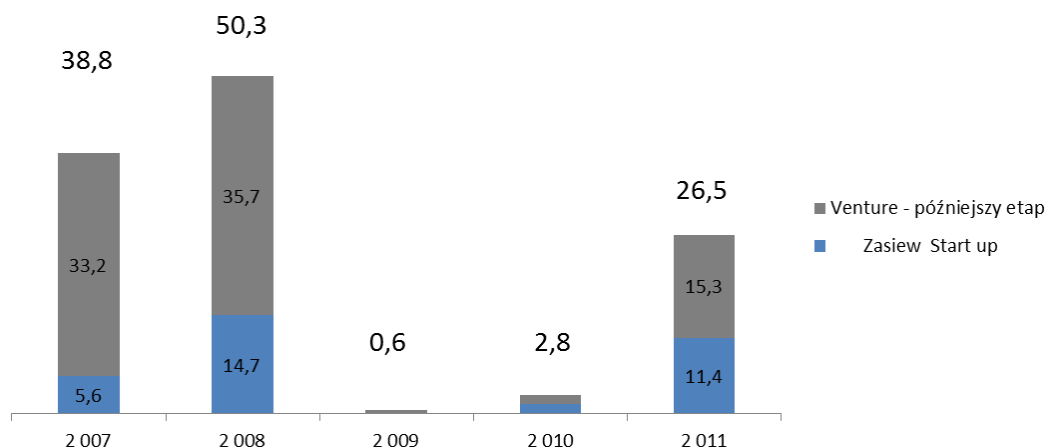
Rynek *venture capital* w Europie w 2011 (w mln EUR).



Zarówno w Polsce, jak i na innych rynkach europejskich obserwowaliśmy załamanie w roku 2009. Od roku 2011 jesteśmy w Polsce świadkami relatywnego wzrostu wartości rynku. Polscy inwestorzy preferują raczej inwestycje na etapie późniejszym niż *seed*, jednak proporcje powoli wyrównują się. Brak dojrzałości polskiego rynku obrazuje zestawienie ilości inwestycji w rekordowym dla Europy roku 2008 – podczas gdy w Wielkiej Brytanii zainwestowano wtedy w 1041 spółek, w Polsce – tylko w 46.

Rys. 3

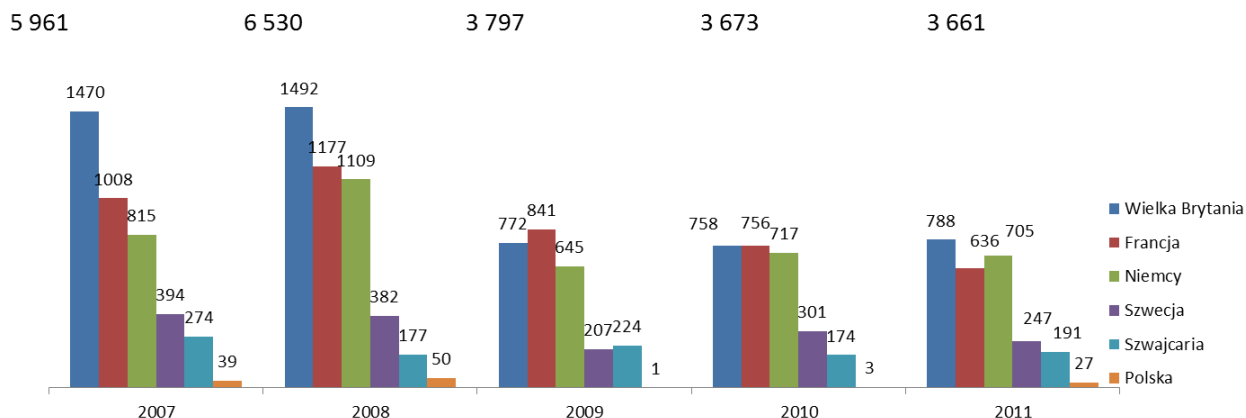
Inwestycje *venture capital* w Polsce, 2007-2011 (w mln EUR).



Źródło: EVCA / PEREP analytics

Rys. 4

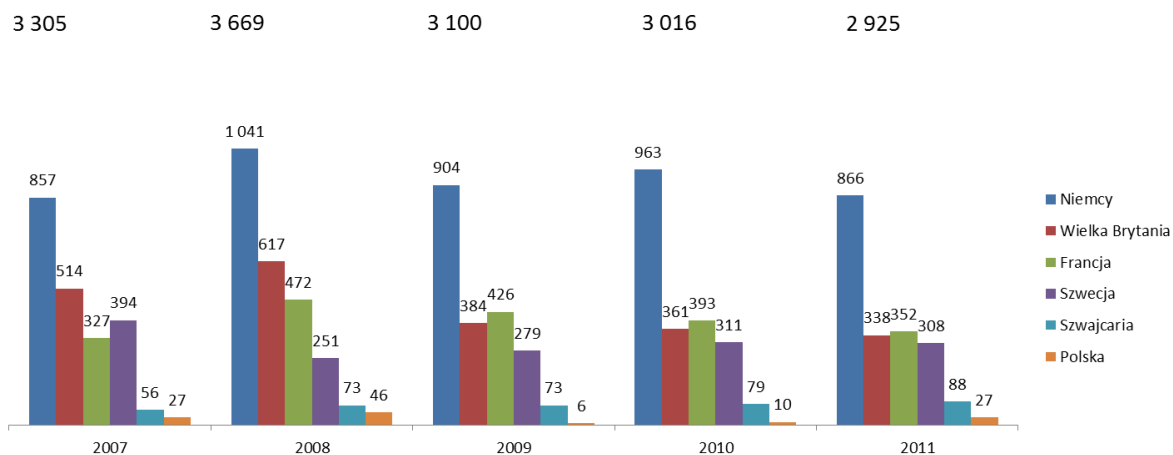
Rynek *venture capital* w wybranych krajach europejskich, 2007-2011 (w mln EUR).



Źródło: EVCA / RREP analytics

Rys. 5

Inwestycje *venture capital* w wybranych krajach europejskich, 2007-2011 (liczba spółek).



Źródło: EVCA / RREP analytics

Po zakończeniu prezentacji Dyrektor Nowakowskiej, dr Michał Bańka, p.o. Dyrektora Departamentu Wsparcia Instytucji Otoczenia Biznesu PARP, ogłosił premierę strony internetowej web.gov.pl/startup, prezentującej ofertę Inkubatorów przedsiębiorczości wspartych w ramach Działania 3.1 PO IG, oraz innowacyjne spółki powstałe w ramach Działania. Docelowo w bazie serwisu znajdzie się blisko 600 firm.

Panel 1. Rynek współpracy inkubatorów przedsiębiorczości, sieci aniołów biznesu a fundusze *venture capital*

Przewodniczący panelu, **dr Michał Bańka**, poprowadził dyskusję na temat rynku inkubatorów, podaży *start-up*'ów, współpracy z aniołami biznesu oraz funduszami *venture capital*, koinwestycji, a także problemów związanych z pozyskaniem kolejnych rund finansowania i wyjściem z inwestycji. Pierwszym zidentyfikowanym przez panelistów problemem były przeszkody przy komercjalizacji projektów powstających na uczelni. **Paweł Błachno**, prezes Jagiellońskiego Centrum Innowacji, zwrócił przede wszystkim uwagę na nieefektywny system podatkowy jako barierę uniemożliwiającą transfer innowacji do przemysłu. Podkreślił, że ostatnia nowelizacja ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym (Dz. U. Nr 164, poz. 1365, z późn. zm.) nakazuje transfer innowacji przez spółki celowe. Jediną drogą transferu praw własności przemysłowej staje się więc aport do spółki celowej. Ponadto, w tej sytuacji pojawia się obowiązek zapłaty przez uczelnię podatku VAT od aportu praw własności przemysłowej już na początku inwestycji. Podsumowując swoją wypowiedź, Paweł Błachno określił, że dziś działanie 3.1 promuje przedsiębiorczość, a nie innowacyjność – prawdziwym źródłem innowacyjności są uczelnie, znajdujące się poza centrum rynku.

Kolejnym poruszonym przez prowadzącego problemem była wystarczalność kwoty EUR 200.000 dla potrzeb *start-up*'u w pierwszej fazie inwestycji. **Bartłomiej Gola**, prezes SpeedUp Iqbator, w swoim wystąpieniu stwierdził, że dziś w Polsce jest relatywnie łatwo uzyskać finansowanie na pierwszą fazę, ale zauważył również, że polscy przedsiębiorcy są skazani na pewną internacjonalizację biznesu – zwłaszcza w branży IT. Wobec tego, EUR 200.000 to stosunkowo niewiele w konkurencji z przedsiębiorstwami zagranicznymi. Większym problemem jest jednak to, że obserwujemy za mało transakcji po etapie *seed* i inkubatorów. Firmy inkubowane odnoszą sukces, ale nie znajdują drogi dalszego finansowania na pośrednim etapie rozwoju. System finansowania *seed* jest sprawny, z drugiej strony – powstaje Krajowy Fundusz Kapitałowy, ale brakuje finansowania środka. Istnieje ryzyko, że spółki na etapie *1st venture start-up* będą szukały kapitału poza granicami Polski. Jak wobec tego zacieśnić współpracę między inkubatorami a funduszami *venture capital*?

Konieczna będzie edukacja całego rynku: wszystkich jego aktorów należy przyzwyczaić do podejmowania ryzyka: fundusze *venture capital* powinny przestać przyjmować strategię *private equity*, ale także państwo musi przynajmniej w niewielkim stopniu pozbyć się awersji

do ryzyka. W końcu, należy budować marketing podmiotów *seed*'owych wśród funduszy *venture capital*. Potrzebujemy *success stories* i ich rozpropagowania. W kolejnej wypowiedzi **Jacek Błoński**, prezydent Lewiatan Business Angels, starał się odpowiedzieć na pytanie, czy fundusze koinwestycyjne mogą odgrywać znaczącą rolę na rynku innowacji w Polsce. W tym celu sugeruje wprowadzenie w Polsce instrumentów istniejących już od kilku lat w innych krajach europejskich (np. w Szkocji, Holandii, Wielkiej Brytanii, Portugalii). Działałyby one w modelu, gdzie min. trzech indywidualnych inwestorów ryzykowałoby swoje środki, inwestując w *start-up*'y. W Portugalii, gdzie rynek działa podobnie do polskiego, ponieważ fundusze *venture capital* również preferują bardziej dojrzałe projekty, instytucja będąca odpowiednikiem PARP zarządza funduszem koinwestycyjnym. Do dziś sfinansowano w ten sposób 54 podmioty. W odpowiedzi dr **Michał Bańka** potwierdził, iż warto rozważyć uruchomienie instrumentu koinwestycyjnego jeszcze w bieżącej perspektywie finansowej w ramach III osi priorytetowej Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013. Dlatego też PARP przeanalizuje rozwiązania stosowane w innych krajach i przedstawi mechanizm działania funduszu koinwestycyjnego instytucjom nadzorującym Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka tj. Ministerstwu Gospodarki i Ministerstwu Rozwoju Regionalnego. **Wojciech Przyłęcki**, prezes InQbe, proponował promowanie finansowania długiem także w działalności inkubatorów, dzięki czemu inkubator mógłby otrzymać swoje pieniądze nie czekając, aż spółka wypracuje zysk. Dr Michał Bańka, Dyrektor Departamentu Wsparcia Instytucji Otoczenia Biznesu odpowiedzialny za wdrażanie działania 3.1 PO IG, w którym PARP wspiera działalność inkubatorów, stwierdził, iż PARP prowadzi prace nad instrumentami finansowymi w perspektywie 2014-2020 i propozycja Wojciecha Przyłęckiego zostanie wzięta pod uwagę przy tworzeniu przyszłych mechanizmów rozliczania.

Piotr Wilam, partner w InnovationNest, promował branżę IT jako kluczowy kierunek rozwoju polskiego biznesu. Zaznaczył, że mamy w tej dziedzinie tysiące specjalistów na światowym poziomie, a rynek charakteryzują niewielkie bariery wejścia i stosunkowo łatwa globalizacja. Zwłaszcza w tej branży istotne jest finansowanie *seed*. Zauważa jednak, że wielkość pierwszej inwestycji zwykle jest za duża, a finansowanie – nieelastyczne. Przedsiębiorca musi przygotować sztywny biznesplan, przez który jego spółka traci elastyczność, a szansa na sukces jest mniejsza. Jako alternatywę proponuje filozofię *lean start-up* – polegającą na angażowaniu minimalnych środków i testowaniu produktu na wczesnych stadiach rozwoju; rozwiązaniem mógłby być łatwy dostęp do finansowania wys.

PLN 100.000 pozwalający na dużą elastyczność. Najistotniejsza jest jednak globalizacja – od początku realizacji pomysłu powinniśmy myśleć globalnie i stawiać sobie pytanie, jak będzie ona wyglądać na świecie.

Mariusz Sparczyński, prezes Technoboard, jako podstawowy problem identyfikuje istnienie *start-up*'ów, które przeszły inwestycje i test konsumencki, ale nie są w stanie przejść do dalszego etapu rozwoju. Dlatego w ramach swojej działalności zachęca inwestorów zagranicznych, żeby razem z polskim funduszem weszli w porozumienie typu *venture*, dlatego, że przedmiotem inwestycji są projekty ciekawe z punktu widzenia rynku, z którego przychodzą inwestorzy. Dzięki temu współpraca będzie kontynuowana, a projekt może wejść w fazę globalizacji. Zwraca też uwagę na rolę kapitału ludzkiego w rozwoju rynku *venture capital* i postuluje kapitałową konsolidację rynku i wspieranie aktorów, którzy już na tym rynku zaistnieli i zdobyli pewne doświadczenie.

Na zakończenie panelu dr Michał Bańka stwierdził, iż współpraca *venture capital* z inkubatorami przedsiębiorczości musi być coraz większa, bowiem od przyszłych inwestycji rynku *venture capital* jak i aniołów biznesu w spółki w których udziały lub akcje objęły inkubatory przedsiębiorczości w dużej mierze zależeć będzie dalsze inicjowanie działalności innowacyjnej.

Panel 2. Rynek kapitałowy dziś, szanse, perspektywy

Jako najważniejsze zagadnienia poruszane w kolejnej części warsztatu prowadzący, **Adam Purwin**, ekspert sektora finansowego wymienił: wolumen, strukturę podaży i popytu na kapitał i analizę rynku krajowy na tle innych rynków *venture capital*. Zadane zostały pytania, czy przyjęte dotychczas rozwiązania budowy rynku okazały się trwałe, jak zmieniły rynek i jak wygląda on teraz oraz jakie są dalsze perspektywy jego rozwoju. Rozmowa dotyczyła także obiegu i jakości informacji istotnych dla budowy rynku *venture capital*, największych barier w dostępie do kapitału i współpracy międzynarodowej.

Komentując rozmiar rynku *venture capital* w Polsce, **dr Marek Dietl**, Investment Manager w Krajowym Funduszu Kapitałowym, stwierdził, że jego niski stopień rozwoju jest pochodną dwóch czynników: (i) braku wzajemnego zaufania między inwestorami i między inwestorami a podmiotami zarządzającymi środkami; (ii) faktu, iż w latach 90. wzrost gospodarczy był tak silny, że tak wyrafinowane struktury jak *venture capital* nie były potrzebne. **Patric Gresko**, Venture Capital Officer w Europejskim Funduszu Inwestycyjnym, podkreślił w swojej wypowiedzi, że w innych krajach UE rynek *venture capital* rozwija się od 20 lat i jest to

sytuacja nieporównywalna do polskiej. Do niedawna polski rynek *venture capital* był zupełnie niewidoczny spoza polskiej perspektywy, dopiero teraz zaczyna się to zmieniać – doświadczeni menedżerowie i inwestorzy z UE zaczynają poważnie myśleć o polskim rynku. Podkreślił jednak, że Polska ma obydwa warunki dla zaistnienia prężnego rynku *venture capital*: wysoki poziom przedsiębiorczości i wysokiej jakości edukację techniczną. Jako problem zdefiniował natomiast przejście tych przedsięwzięć na skalę globalną. Natomiast **Roland Z. Kozłowski**, prezes Life Science Biznes Consulting bronił tezy, iż środowisko regulacyjne w Polsce sprzyja rozwojowi *venture capital*. Twierdzi natomiast, że problemem polskich przedsiębiorców jest to, że brakuje im globalnej perspektywy. Nie zdają sobie sprawy z tego, jak bardzo szczegółowy będzie audyt przeprowadzony przez zagranicznych inwestorów. Jeśli chodzi o historie sukcesu – twierdzi, że wytwarza się błędne koło: nie mamy ich, bo trudno nam przyciągnąć inwestorów zagranicznych i trudno nam przyciągnąć inwestorów, bo nie mamy historii sukcesu. Jednak trudno wymagać *success stories* zaledwie po 20 latach od transformacji. Dodaje, że w *venture capital* najważniejsze są trzy rzeczy: zarządzanie, zarządzanie i jeszcze raz zarządzanie. Inwestorzy są bowiem gotowi na inwestycje w konkretnych pomysłodawców, a nie jedynie w pomysły. **Witold W. Grzesiak**, partner w Warsaw Equity Holding i **Michał Bonarowski**, Dyrektor Zarządzający HardGamma Ventures pokazują w odpowiedzi historie sukcesu, przywołując spektakularny przykład GaduGadu. **Michał Bonarowski** wskazał jednak na inny aspekt tego zagadnienia – młodzi ludzie w Polsce aspirują raczej do tego, by zaistnieć w Dolinie Krzemowej, omijając Polskę. Część najlepszych pomysłów nie znajduje się w ogóle w zakresie zainteresowań polskich inwestorów, bo są one rozwijane bezpośrednio zagranicą. Dzieje się tak, ponieważ inwestowanie w Polsce w *start-up*'y w branży IT jest trudne prawnie i ideowo. Z kolei **Arkadiusz Lewicki**, dyrektor KPK CIP dla polskiego rynku finansowego, podkreślił, że dla rozwoju rynku *venture capital* należy przede wszystkim dynamiczniej budować świadomość przedsiębiorców i instytucji otoczenia biznesu dostępnej już ofercie *venture capital*, a także nadal budować spójne środowisko finansowe, w którym przedsiębiorca może, w zależności od fazy rozwoju, skorzystać z różnych instrumentów. Zgodził się, że nadal brakuje strategii PR-owej wzmacniającej rynek i przypomniał, że prawdziwe sukcesy, zwłaszcza w inwestycjach wysokiego ryzyka, rodzą się w czasie kryzysu.

W kolejnej części panelu, prowadzący zapytał uczestników o ich doświadczenia z modelami pomocy instytucjonalnej, obawy i postulaty. **Dr Marek Dietl**, w odpowiedzi przywołał prowadzone w Szkole Głównej Handlowej badanie „tajemniczych mistrzów”. Są to średniej

wielkości firmy, będące liderami w Europie Środkowo-Wschodniej albo znajdujące się w pierwszej trójce na świecie (zbadano 180 firm w 19 krajach, w tym 45 w Polsce). Okazuje się, że polskie firmy mają bardzo wysoką średnią produktywność mierzoną przychodami na pracownika, i bardzo zaniżoną liczbę patentów na pracownika. Pokazuje to, że jako społeczeństwo jesteśmy przedsiębiorczy, lecz nie dość innowacyjni. Działania państwa, przy kontynuowaniu wspierania przedsiębiorczości typu, powinno skoncentrować się na wspomaganie innowacyjności. Nie sprzyja temu przeregulowana dziś formuła konkursowa KFK, faworyzująca najlepiej wpisujące się w jej zasady, a nie obiektywnie najlepsze projekty. Z tego powodu istnieje ryzyko, że kiedy wykształci się klasa doświadczonych przedsiębiorców w branży *venture capital*, oni po raz drugi nie zgłoszą się do KFK. **Witold Grzesiak** wyraził obawę, że współpraca z KFK, ze względu na wymagające obwarowania administracyjne, mogłaby zmienić fundusz w zupełnie inaczej rządzony podmiot. Dodał, że dobra inwestycja z reguły nie potrzebuje wsparcia z funduszy publicznych. Natomiast jeśli fundusze publiczne mają wspierać pomysły, które nie są najlepsze, rolą instytucji publicznych powinno być zmniejszanie ryzyka inwestorów. **Arkadiusz Lewicki** zachęcił w tej sytuacji do skorzystania z nadal dostępnej unijnej oferty wsparcia polskiego rynku *venture capital* w ramach programu ramowego na rzecz konkurencyjności innowacji (CIP), w którym Europejski Fundusz Inwestycyjny jest gotów zainwestować zarówno w fundusze załążkowe jak i bardziej rozwinięte. Przypomniał też że do dyspozycji polskiego rynku *venture capital* pozostaje krajowy punkt kontaktowy utworzony przez polski rząd, a funkcjonujący przy Związku Banków Polskich, obsługujący bezpłatnie wszystkich zainteresowanych programem CIP. **Patric Gresko**, wskazuje tu na różnice pomiędzy Europejskim Funduszem Inwestycyjnym a KFK. Ten pierwszy z zasady nie interweniuje w ład korporacyjny, jedynie implementuje do umów inwestycyjnych silne środki ochrony inwestora. Obydwie instytucje cechuje jednak awersja do ryzyka.

Dr Marek Dietl wyraził przekonanie, że zaangażowanie środków publicznych w inwestycje należy stopniowo zmniejszać, bo ich nagłe ograniczenie, wywołane nieprzewidywalnymi dziś czynnikami może prowadzić do załamania rynku. KFK powinien w związku z tym działać na zasadach rynkowych, inaczej grozi nam zniekształcenie rynku. Jego przeregulowana formuła może sprawić, że przy większej podaży kapitału najlepsze *start-up*'y nie będą szukać pomocy w KFK. **Michał Bonarowski** zaznacza, że, mimo niedoskonałości, dzięki takim instrumentom jak PARP czy KFK udało nam się przekonać młodych ludzi do myślenia o własnym biznesie. Z drugiej strony, ze względu na brak zachęt fiskalnych z punktu widzenia

inwestora, inwestycje w *start-up*'y z branży technologicznej są trudne, jeśli w ogóle możliwe do przeprowadzenia z podatkowego punktu widzenia. **Arkadiusz Lewicki** przypomniał, że obecnie dostępne instrumenty inżynierii finansowej, zarówno krajowe jak i wspólnotowe, są swego rodzaju poligonem doświadczalnym dla nowej perspektywy finansowej, w której wsparcie zwrotne może stanowić nawet do 30% alokacji narodowej. Dlatego też doświadczenia i kontakty zdobywane na rynku dziś, już niedługo mogą znajdować zastosowanie do znacznie większej ilości spółek, które znajdują się w portfelach inwestycyjnych funduszy. **Patric Gresko** dodał, że w przyszłej perspektywie finansowej, ok. 2016 roku, kiedy zostaną uruchomione nowe wehikuly, przejdziemy na instrumenty zwrotne z bezzwrotnych. Już dziś przygotowywane są badania zapotrzebowania rynku. Musimy mieć świadomość, że kiedy na rynek wpłynie kilkadziesiąt miliardów euro preferencyjnego kredytu, powstaje ryzyko nieodwracalnego zniekształcenia rynku. W podsumowaniu dyskusji, **Adam Purwin** zaznaczył, że jako polski rynek *venture capital* nie mamy kompleksów, ale nie wypracowaliśmy też satysfakcjonującej wszystkich interesariuszy formuły, więc długa, wręcz pozytywistyczna, praca jeszcze przed nami.

Panel 3. Obszar instytucjonalno-regulacyjny

Trzeci, ostatni panel, poprowadzony został przez dr. **Rafała Stroińskiego** partnera w kancelarii Jankowski, Stroiński i Partnerzy JSLegal, dyrektora w US-Polish Trade Council, adiunkta na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, eksperta w zakresie sektora *venture capital* i *private equity*. Panel ten dotyczył najważniejszych barier prawnych i podatkowych transakcji *venture capital*, kosztów transakcyjnych osiągnięcia porozumienia pomiędzy funduszem i przedsiębiorcą, utrudnień instytucjonalnych w zakresie wychodzenia z inwestycji i dostępności wehikulów dla tworzenia funduszy w Polsce.

Jako pierwsza zabrała głos **Barbara Nowakowska**, Dyrektor Zarządzająca Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, odpowiadając na pytanie prowadzącego o zagrożenia związane z finansowaniem ze środków publicznych. Pani dyrektor zauważyła najpierw, że powyższy problem dyskutowany jest wszędzie tam, gdzie na rynku nie ma dość kapitału ze źródeł prywatnych. Istnieje consensus co do tego, że finansowanie publiczne jest potrzebne – pytanie tylko, co zrobić, żeby miało ono lepszą jakość. Ponieważ uczestnicy warsztatu zwracali uwagę na brak elastyczności w finansowaniu przez fundusze *venture*

capital, które dostają wsparcie z KFK, podkreśliła, że KFK to w obecnych warunkach regulacyjnych w Polsce najbardziej elastyczny instrument, jaki udało się stworzyć. Skoro jednak użytkownicy zauważają w nim tak duży brak elastyczności, oznacza to, że mamy problem systemowy. Raz jeszcze pani dyrektor odwołała się do rozumienia kultury przedsiębiorczości jako kultury ryzyka. Zaznaczyła, że przy kolejnej perspektywie budżetowej na 2014 rok trzeba mówić głośno, że dofinansowywane inwestycje mogą przynieść stratę, że ryzyko jest wpisane w instrument. Instytucje państwowe obarczone awersją do ryzyka nie będą i nie mogą wspierać przedsiębiorczości. Możliwość podejmowania ryzyka przez system jest kluczowym problemem do rozwiązania.

Do tej wypowiedzi odniosła się Prezes **Bożena Lublińska-Kasprzak**, potwierdzając, że ryzyko, jakie podejmuje PARP jest ograniczone. Wynika to z regulacji, jakim podlega agencja, zwłaszcza z ustawy o finansach z publicznych (Dz.U. 2009 nr 157 poz. 1240 z późn. zm.). Pokreśliła, że ryzyko jest jednak podejmowane, zwłaszcza w działaniach 3.1 PO IG, czy też w perspektywie 2000-2006 w ramach wspierania przez PARP funduszy pożyczkowych, poręczeniowych, seed capital.

Na pytanie o bariery prawne odpowiedzieli następnie przedsiębiorcy. **Zygmunt Grajkowski**, partner w Giza Ventures, jako podstawowe problemy wymienił opodatkowanie aportu własności przemysłowej i kwestię negatywnego postrzegania funduszy przez uczelnie. Kolejnym zagadnieniem jest niedostosowanie polskiego systemu jako całości do gotowych, używanych powszechnie w świecie anglosaskim umów inwestycyjnych – wiele instytucji prawnych, np. *preferred shares*, trudno jest nawet opisać korzystając z siatki pojęciowej właściwej dla polskiego systemu prawa. Podkreślił także, że projekty 3.1. i 8.1. PO IG często są niedofinansowane – dostały już dotacje, ale nie mają finansowania na etap komercjalizacji, co gorsza, nie mają świadomości, że jest im ono niezbędne. Wobec tego odwrócony jest tradycyjny mechanizm – to fundusz szuka przedsiębiorcy, a nie odwrotnie.

Własnym doświadczeniem podzielili się przedsiębiorcy, **Marcin Beme**, prezes Audioteki i **Wojciech Woziwodzki**, prezes Tequila Mobile. Jako podstawowe bariery prawne wskazali problem z konstrukcją opcji menedżerskich oraz istnienie zbędnej mnogości struktur służących do optymalizacji finansowej, a także konieczność ponoszenia ciężaru opodatkowania już na początku realizacji projektu, a nie po wyjściu z inwestycji. Podkreślili także problem skomplikowania transgranicznych regulacji podatku VAT w środowisku internetowym.

Jako ostatni głos w dyskusji zabrał specjalista od prawa podatkowego, **Arkadiusz Michaliszyn** partner w CMS Cameron McKenna. Zaznaczył, że niedogodności, z jakimi stykają się uczestnicy rynku *venture capital* wynikają z faktu, iż Ministerstwo Finansów jest zainteresowane wpływami fiskalnymi budżetu państwa (oraz idącą za tym obawą przed odpowiedzialnością za uszczerbek na tym polu). Bronił jednak tezy, że zmiany systemu podatkowego powinny być przekrojowe, wychodzące poza regulację *venture capital*. Podkreślił, że system podatkowy jest dziś tak skomplikowany dlatego, że dotychczas wprowadzano do niego zmiany punktowo regulujące rozbieżne interesy stron. Wielokrotnie podnoszony postulat zlikwidowania podatku od zysków kapitałowych uznał za jak najbardziej zasadny (i tak powszechne jest unikanie tego obowiązku przez zakładanie spółek w jurysdykcjach, w których takiego podatku nie ma). Zaznaczył jednak, że propozycja zniesienia tego podatku wiązałaby się z ryzykiem dyskusji społecznej – nagminne byłyby pytania np. o to, czy „sprawiedliwe” jest likwidowanie podatku dla spółek wobec podwyższenia wieku emerytalnego.

Zamykając panel i warsztat, **Rafał Stroiński, Bożena Lublińska-Kasprzak i Michał Bańka** wyrazili jednak optymizm wobec sytuacji i rozwoju rynku. Organizatorzy zaprosili uczestników do współpracy przy kolejnych warsztatach dotyczących perspektyw rozwoju rynku *venture capital* w Polsce.

Część II. Propozycje zmian legislacyjnych

Uczestnicy warsztatów, które odbyły się 14 czerwca 2012 roku, zidentyfikowali szereg barier prawno-regulacyjnych dla funkcjonowania i rozwoju rynku *venture capital*. Podstawowym zarzutem dla systemu prawno-podatkowego w Polsce była jego **awersja do ryzyka i nieelastyczność**. Te dwie cechy generują koszty transakcyjne zwłaszcza po stronie przedsiębiorców i funduszy *venture capital*. Jednak konsekwencje w postaci internalizacji tych kosztów ponoszą wszyscy uczestnicy rynku – również państwo. Środowisko prawne rynku *venture capital* skorzystałoby na wprowadzeniu zmian, które pozwoliłyby mu stać się bardziej efektywnym i przyczyni się tym samym do sukcesu polskiej innowacyjnej gospodarki.

Poniższe uwagi zostały podzielone na następujące grupy tematyczne:

- a) wynikające z prawa handlowego,
- b) wynikające z prawa podatkowego.

Każdej ze zidentyfikowanych barier towarzyszy rekomendacja dotycząca sposobu jej zlikwidowania.

I. PRAWO HANDLOWE

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
1.	Ograniczona swoboda w zakresie tworzenia tzw. <i>preferred shares</i> i trudność dostosowania ich treści do polskiego systemu prawa.	<p>Art. 196 k.s.h. Na udział uprzywilejowany w zakresie dywidendy można przyznać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie więcej niż o połowę dywidendę przysługującą udziałom nieuprzywilejowanym (dywidenda uprzywilejowana). Udziały uprzywilejowane w zakresie dywidendy nie korzystają z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi udziałami, chyba że umowa spółki stanowi inaczej.</p> <p>Art. 353 k.s.h. § 1. Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy mogą przyznawać uprawnionemu dywidendę, która przewyższa nie więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych. § 2. Akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy nie korzystają z pierwszeństwa zaspokojenia przed pozostałymi akcjami.</p>	Wprowadzenie możliwości takiego uprzywilejowania akcji, w którym ich posiadacz będzie korzystał z pierwszeństwa zaspokojenia przy wypłacie dywidendy i zniesienie (w odniesieniu zarówno do akcji, jak i udziałów) proporcjonalnego ograniczenia uprzywilejowania. Takie rozwiązanie pozwoli inwestorowi na większą swobodę w zakresie kształtowania relacji pomiędzy ryzykiem związanym z inwestycją a oczekiwaną stopą zwrotu.
2.	Konieczne poszerzenie zakresu autonomii woli w kształtowaniu statutu spółki akcyjnej, co pozwoli na większą swobodę w zakresie kształtowania relacji prawnej pomiędzy inwestorem i przedsiębiorcą, a także na lepsze odzwierciedlenie	<p>Art. 304 k.s.h. § 3. Statut może zawierać postanowienia odmienne, niż przewiduje ustawa, jeżeli ustawa na to zezwala. § 4. Statut może zawierać dodatkowe postanowienia, chyba że z ustawy wynika, że przewiduje ona wyczerpujące</p>	W polskim modelu spółek akcyjnych, gdzie akcjonariat nie jest rozproszony – zwłaszcza w spółkach, w których większościovym inwestorem jest fundusz <i>venture capital</i> – nie ma potrzeby chronić

	<p>zapisów umowy inwestycyjnej w statucie spółki, co z kolei zmniejsza ryzyko stron związane z inwestycją.</p>	<p>uregulowanie albo dodatkowe postanowienie statutu jest sprzeczne z naturą spółki akcyjnej lub dobrymi obyczajami.</p>	<p>drobnych akcjonariuszy tak silnym środkiem jak domniemanie kogentywności przepisów regulujących spółkę akcyjną. Jest tak przede wszystkim dlatego, iż fundusz, dokonując inwestycji, staje się akcjonariuszem już w spółce istniejącej, której statut jest następnie zmieniany, w celu odzwierciedlenia zapisów umowy inwestycyjnej uprzednio wynegocjowanej pomiędzy inwestorem i przedsiębiorcą. Modyfikacja analizowanego przepisu pozwoliłaby na zapewnienie pełnej zgodności pomiędzy umową inwestycyjną i statutem spółki, a tym samym zwiększenie bezpieczeństwa stron, minimalizowanie ryzyka sporów prawnych oraz uelastycznienie tej formy prawnej inwestycji <i>venture capital</i> i <i>seed</i>.</p>
--	--	--	--

II. PRAWO PODATKOWE

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
1.	<p>Aport w postaci praw własności przemysłowej jest opodatkowany w równej wysokości jak aport, np. nieruchomości. Prawo własności przemysłowej wnoszone do spółki jest tym przypadkiem aktywnym o</p>	<p>Art. 12. Ust. o CIT 1. Przychodami, z zastrzeżeniem ust. 3 i 4 oraz art. 14, są w szczególności: 7) nominalna wartość udziałów (akcji) w spółce kapitałowej albo wkładów w spółdzielni objętych w zamian za wkład niepieniężny</p>	<p>Zwolnienie tego rodzaju aportu z opodatkowania, takie jak przewidziane dla zorganizowanej części przedsiębiorstwa eliminowałoby negatywne bodźce dla inwestycji.</p>

	największej wartości w tej spółce, przy czym prawo to przyniesie spodziewany dochód dopiero w przyszłości. Opodatkowanie tego aportu już w momencie wniesienia do spółki obniża atrakcyjność inwestycji <i>venture capital</i> .	w innej postaci niż przedsiębiorstwo lub jego zorganizowana część; przepisy art. 14 ust. 1-3 stosuje się odpowiednio.	Alternatywą może być przesunięcie momentu opodatkowania z momentu wniesienia aportu na moment zbycia udziałów
2.	Nieefektywna dystrybucja dywidendy do osób fizycznych.	Art. 17. ust. o PIT 1. Za przychody z kapitałów pieniężnych uważa się: 4) dywidendy i inne przychody z tytułu udziału w zyskach osób prawnych, których podstawą uzyskania są udziały (akcje) w spółce mającej osobowość prawną lub spółdzielni.	Usunięcie przepisu powodującego <i>de facto</i> podwójne opodatkowanie dywidendy.
3.	Rygorystyczne przepisy dotyczące podatkowych grup kapitałowych ograniczają w praktyce możliwość korzystania z tego instrumentu.	Art. 1a. ust. o CIT 2. Podatkowa grupa kapitałowa jest podatnikiem, jeżeli spełnione są łącznie następujące warunki: 1) podatkową grupę kapitałową mogą tworzyć wyłącznie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki akcyjne, mające siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli: przeciętny kapitał zakładowy, określony w sposób, o którym mowa w art. 16 ust. 7, przypadający na każdą z tych spółek, jest nie niższy niż 1.000.000 zł, jedna ze spółek, zwana dalej „spółką dominującą”, posiada bezpośredni 95% udział w kapitale zakładowym lub w tej części kapitału zakładowego pozostałych spółek, zwanych dalej „spółkami zależnymi”, która na podstawie przepisów o komercjalizacji i prywatyzacji nie została nieodpłatnie lub na zasadach preferencyjnych nabyta przez pracowników, rolników lub rybaków albo która nie stanowi rezerwy mienia Skarbu Państwa na cele reprivatyzacji, spółki zależne nie posiadają	Ograniczenie wymagań formalnych dla tworzenia podatkowych grup kapitałowych, a zwłaszcza obniżenie minimalnego kapitału zakładowego przypadającego na każdą ze spółek wchodzących w skład grupy (obecnie 1.000.000 zł), obniżenie minimalnego poziomu rentowności podatkowej (obecnie: 3%) oraz minimalnego udziału spółki dominującej w kapitale zakładowym spółki zależnej (obecnie 95%). Dzięki ograniczeniu tych wymagań podatkowe grupy kapitałowe, które tworzą m.in. możliwość natychmiastowego pokrywania strat jednych spółek z dochodów pozostałych, stałyby się zdecydowanie bardziej dostępnym wehikułem.

		<p>udziałów w kapitale zakładowym innych spółek tworzących tę grupę, w spółkach tych nie występują zaległości we wpłatach podatków stanowiących dochód budżetu państwa;</p> <p>2) spółka dominująca i spółki zależne zawarły, w formie aktu notarialnego, umowę o utworzeniu, na okres co najmniej 3 lat podatkowych, podatkowej grupy kapitałowej i umowa ta, zwana dalej „umową”, została zarejestrowana przez naczelnika urzędu skarbowego;</p> <p>3) po utworzeniu podatkowej grupy kapitałowej spółki tworzące tę grupę spełniają warunki wymienione w pkt 1 lit. a-c, a ponadto: nie korzystają ze zwolnień od podatku dochodowego na podstawie odrębnych ustaw, nie pozostają w związkach powodujących zaistnienie okoliczności, o których mowa w art. 11, z podatnikami podatku dochodowego niewchodzącymi w skład podatkowej grupy kapitałowej;</p> <p>4) podatkowa grupa kapitałowa osiągnie za każdy rok podatkowy udział dochodów w przychodach, określony zgodnie z art. 7a ust. 1, w wysokości co najmniej 3%.</p>	
--	--	--	--

Wskazane wyżej bariery dla działalności i rozwoju rynku *venture capital* w Polsce wynikają, jak się wydaje, z dwóch czynników: (i) systemowej awersji do ryzyka ustawodawcy i Ministerstwa Finansów; (ii) wynikającej z §3 i 4 art. 304 k.s.h. zasady ścisłości statutu spółki akcyjnej i domniemania kogentywności przepisów ją regulujących.

Pierwszy z omawianych problemów wiąże się z faktem, iż – w opinii przedsiębiorców – Ministerstwo Finansów, motywowane preferencją dla krótkofalowego braku strat, a nie długofalowej inwestycji w gospodarkę, często rezygnuje z wprowadzania zwolnień o charakterze zachęt podatkowych na rzecz utrzymania wpływów do budżetu na dotychczasowych poziomach.

Drugi problem również ma charakter systemowy. Ze względu na internacjonalizację stosunków biznesowych, zwłaszcza w obszarze *venture capital*, nie da się uniknąć konwergencji kontynentalnego i amerykańskiego modelu prawa spółek. Przedsiębiorcy jednak nadal stykają się z trudnościami w transpozycji instytucji charakterystycznych dla inwestycji *venture capital* w systemach *common law*. W związku z tym, jak na razie, dla wygody aktorów biznesowych zmiany w prawie spółek należy wprowadzać punktowo, jednak w dalszej perspektywie konieczne może być wprowadzenie do regulacji spółki akcyjnej – w większym niż dotychczas stopniu – zasady autonomii woli, na której opiera się całe prawo cywilne.

Część III. Propozycje działań w ramach rynku *venture capital*

Poza barierami prawnoregulacyjnymi, uczestnicy warsztatów wskazali szereg „dobrych praktyk”, jakie ułatwiłyby funkcjonowanie rynku *venture capital* w Polsce i uczyniłyby je bardziej efektywnym. Poniższe zestawienie obejmuje opisy faktycznie zaistniałych problemów, jakie przedsiębiorcy i inwestorzy obserwują w codziennej praktyce, wraz z rekomendacjami dotyczącymi zmian w funkcjonowaniu rynku.

	ZJAWISKO	REKOMENDACJA
1.	Brak prawdziwej integracji biznesu i uczelni.	Przełamanie bariery psychologicznej charakterystycznej dla środowisk naukowych w stosunkach z biznesem; podpisanie porozumień między uczelnią a funduszami inwestycyjnymi, ale także nawiązanie stosunków nieformalnych, polegających np. na oddelegowaniu menedżerów na uczelnie w charakterze <i>in residence</i> .
2.	Słaba jakość projektów <i>start-up</i> i brak przepływu doświadczeń pomiędzy <i>start-up</i> 'ami.	Osoby posiadające doświadczenie w sektorze <i>venture capital</i> powinny prowadzić <i>mentoring</i> i <i>coaching</i> dla nowych uczestników rynku.
3.	Stosunkowo łatwy dostęp do finansowania projektów klasy 8.1 czy 3.1 i częste sytuacje, w których projekty nie dochodzą do fazy rynkowej.	Przyznanie dotacji powinno być uzależnione od posiadania umowy warunkowej na kontynuację finansowania z funduszem komercyjnym. Wprowadzenie na rynek funduszu koinwestycyjnego,

		<p>który ułatwi <i>start-up</i>'om pozyskiwanie drugiej rundy finansowania.</p> <p>Wprowadzenie działania proponowanego przez Inkubatory przedsiębiorczości, które umożliwiłoby finansowanie innowacyjnych spółek długiem.</p>
5.	<p>Działające w Polsce fundusze <i>venture capital</i> zainteresowane są raczej spółkami na etapie wzrostu niż tymi w fazie <i>seed</i>.</p>	<p>Czynnikiem ekonomicznym, który może zwiększyć zainteresowanie funduszy <i>venture capital</i> wcześniejszymi etapami rozwoju firm jest zmniejszenie oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji w sektorze firm wzrostowych. Należy zwiększyć konkurencję między firmami inwestującymi w tym segmencie. Można to osiągnąć np. poprzez likwidowanie barier pozaprawnych zniechęcających do inwestycji typu <i>private equity</i> Otwarte Fundusze Emerytalne.</p> <p>Wprowadzenie w Polsce instrumentów koinwestycyjnych działających w modelu gdzie min. trzech indywidualnych inwestorów (aniołów biznesu) ryzykowałoby swoje środki, inwestując w <i>start-up</i>'y.</p> <p>Wprowadzenie finansowania długiem także w działalności inkubatorów. Inkubator mógłby w tym modelu otrzymać swoje pieniądze nie czekając, aż spółka wypracuje zysk.</p>
6.	<p>Brak pozytywnego PR rynku <i>venture capital</i>.</p>	<p>Pracować nad postrzeganiem rynku <i>venture capital</i>, nie tylko poprzez działania medialne, ale także przez promowanie talentów (np. fundowanie stypendiów w Dolinie Krzemowej).</p>
7.	<p>Mała widoczność polskiego rynku <i>venture capital</i> na arenie międzynarodowej.</p>	<p>Poprawienie wizerunku polskiego rynku <i>venture capital</i> na świecie, np. przez tworzenie „wiz dla <i>start-up</i>'ów”, fundowanie stypendiów itp.</p>

Program oraz paneliści

Panel 1. Rynek współpracy inkubatorów przedsiębiorczości, sieci aniołów biznesu a fundusze *venture capital*

Prowadzenie: **dr Michał Bańka**, Dyrektor Departamentu Wsparcia Instytucji Otoczenia Biznesu PARP

Uczestnicy: **Paweł Błachno**, prezes Jagiellońskiego Centrum Innowacji,
Bartłomiej Gola, prezes SpeedUp Iqbator,
Jacek Błoński, prezydent Lewiatan Business Angels,
Wojciech Przyłęcki, prezes InQbe
Piotr Wilam, partner w InnovationNest
Mariusz Sparczyński, prezes Technoboard

Panel 2. Rynek kapitałowy dziś, szanse, perspektywy

Prowadzenie: **Adam Purwin**, ekspert sektora finansowego

Uczestnicy: **dr Marek Dietl**, Investment Manager w Krajowym Funduszu Kapitałowym
Patric Gresko, Venture Capital Officer w Europejskim Funduszu Inwestycyjnym
Roland Z. Kozłowski, prezes Life Science Biznes Consulting
Witold W. Grzesiak, partner w Warsaw Equity Holding
Michał Bonarowski, Dyrektor Zarządzający HardGamma Ventures
Arkadiusz Lewicki, dyrektor KPK CIP dla polskiego rynku finansowego

Panel 3. Obszar instytucjonalno-regulacyjny

Prowadzenie:

dr Rafał Stroiński, partner w kancelarii Jankowski Stroiński i Partnerzy JSLegal, dyrektor w US-Polish Trade Council, adiunkt na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego

Uczestnicy:

Barbara Nowakowska, Dyrektor Zarządzająca Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych
Zygmunt Grajkowski, partner w Giza Ventures
Marcin Beme, prezes Audioteki
Wojciech Woziwodzki, prezes Tequila Mobile
Arkadiusz Michaliszyn, partner w CMS Cameron McKenna

Perspektywy rozwoju rynku funduszy *venture capital*
w Polsce

RAPORT Z PRZEBIEGU WARSZTATU
I
PROPOZYCJE ZMIAN LEGISLACYJNYCH

Warsztat II
3 października 2012

Przygotowanie:
dr Rafał T. Stroiński, LL.M.
Izabela Prager

Wprowadzenie

Niniejsze opracowanie, stanowiące kontynuację Raportu z I warsztatu, który odbył się w dniu 14 czerwca 2012 roku w Warszawie, zostało przygotowane na zamówienie Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości i stanowi zapis przebiegu dyskusji, jaka miała miejsce podczas II warsztatu w serii „Perspektywy rozwoju rynku funduszy *venture capital* w Polsce”, który odbył się w Warszawie, 3 października 2012 roku.

Raport jest kompilacją poglądów przedstawionych przez jego uczestników, sporządzoną na podstawie materiałów dostarczonych przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości. Raport dotyczy jedynie kwestii poruszonych podczas warsztatów. Żadna jego część, a w szczególności rekomendacje, nie ma charakteru wiążącego i nie stanowi opinii prawnej. Nie stanowi także całościowego ujęcia wszystkich zagadnień dotyczących rynku *venture capital* w Polsce. Poglądy przytoczone w raporcie i ujęte w nim rekomendacje są poglądami uczestników warsztatu, a nie niezależną ekspertyzą prawną.

Spis treści

Słownik pojęć	4
Część I. Relacja z warsztatu	5
Panel 1. Prawne uregulowania rynku <i>venture capital</i>	10
Panel 2. Rynek kapitałowy dziś, szanse, perspektywy	14
Panel 3. Doświadczenia włoskie	16
Panel 4. Rynek współpracy inkubatorów przedsiębiorczości, sieci aniołów biznesu a fundusze <i>venture capital</i>	16
Część II. Propozycje zmian legislacyjnych, instytucjonalnych i dotyczących działań uczestników rynku <i>venture capital</i>	19
Obszar 1. Bariery prawne	19
Obszar 2. Bariery instytucjonalne i behawioralne	23

Słownik pojęć¹

anioł biznesu	inwestor indywidualny zapewniający spółce środki finansowe, wiedzę i doświadczenie na bardzo wczesnym etapie rozwoju;
[faza] <i>seed</i>	faza rozwoju spółki obejmująca finansowanie wstępnych, potencjalnie zyskowych pomysłów, jeszcze przed założeniem przedsiębiorstwa; środki z reguły przeznaczone są na badania, ocenę i rozwój pomysłu do fazy komercyjnej;
[faza] <i>start-up</i>	faza rozwoju spółki obejmująca finansowanie rozwoju produktu i wstępnego marketingu;
inkubator	wyznaczone miejsce, gdzie na ograniczonej przestrzeni skoncentrowana jest duża liczba nowo powstałych firm oraz, najczęściej, instytucja lub organizacja wspierająca ich rozwój;
<i>private equity</i>	forma inwestowania na niepublicznym rynku kapitałowym w celu osiągnięcia średnio- i długoterminowych zysków; jedną z jej odmian jest <i>venture capital</i> ;
<i>venture capital</i>	forma finansowania innowacyjnych i obciążonych wysokim ryzykiem projektów inwestycyjnych znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju.

¹ Opracowano na podstawie: <http://www.psyk.org.pl/slowniczek.html>.

3 października 2012 roku, z inicjatywy Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości i Krajowego Punktu Kontaktowego Competitiveness and Innovation framework Programme (CIP) dla polskiego rynku finansowego, pod Honorowym Patronatem Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej Bronisława Komorowskiego, odbył się drugi z serii warsztatów poświęconych perspektywom rozwoju funduszy venture capital w Polsce. W spotkaniu wzięło udział 54 uczestników, wśród nich przedstawiciele organizatorów spotkania, tj. Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości i Krajowego Punktu Kontaktowego CIP, Kancelarii Prezydenta, Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego, Krajowego Funduszu Kapitałowego, Fundacji na rzecz Nauki Polskiej, Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, Narodowego Centrum Badań i Rozwoju, Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, US-Polish Trade Council oraz inwestorów, przedsiębiorców, a także doradców prawnych i podatkowych. Spotkanie stanowiło kontynuację warsztatu, który odbył się 14 czerwca 2012 roku, otwierając dyskusję dotyczącą rozwoju rynku venture capital pomiędzy uczestnikami tego rynku.

Część I. Relacja z warsztatu

Warsztaty w imieniu organizatorów spotkania otworzył dr **Michał Bańka**, Dyrektor Departamentu Wsparcia Instytucji Otoczenia Biznesu Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, który przekazał głos **Olgierdowi Dziekońskiemu**, Sekretarzowi Stanu w Kancelarii Prezydenta RP. Minister wyraził uznanie dla formuły warsztatu i podkreślił, że spotkanie, w którym bierzemy udział jest wyrazem idei, jaka narodziła się podczas wizyty Prezydenta **Bronisława Komorowskiego** w Waszyngtonie (w tym podczas spotkania z przedstawicielami **US-Polish Trade Council**). Celem warsztatu, zgodnie z przyjętymi wtedy założeniami, jest rozpoznanie technicznych, organizacyjnych i środowiskowych warunków, które pozwolą na lepsze funkcjonowanie formuły *venture capital* w Polsce, również w kontekście jej członkostwa w Unii Europejskiej. Minister podziękował Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości za doprowadzenie do stworzenia forum tak istotnego dla całego środowiska *venture capital*, wyraził także nadzieję, że spotkanie pozwoli na lepsze rozpoznanie barier instytucjonalnych dla funkcjonowania rynku. Zauważył, że dziś, kiedy kwestionujemy

funkcjonowanie rynków kapitałowych, inwestycje *venture capital* są realnym wyrazem budowania lepszej, innowacyjnej rzeczywistości. Zaproponował, by traktować niniejsze spotkanie jako moment refleksji nad naturą instytucji inwestycji w rozwój gospodarczy i naukowo-techniczny, ale także refleksji nad budowaniem innowacyjnej rzeczywistości, związanej z postępem technologicznym. Podkreślił rzeczywisty wpływ ustaleń podjętych podczas warsztatu na zmiany regulacji prawnych oraz postaw i nastawień uczestników rynku.

Następnie głos zabrała **Bożena Lublińska-Kasprzak**, Prezes PARP, dziękując Ministrowi za wsparcie i inspirację, w imieniu PARP powitała gości i przypomniała, jakie są założenia i cele serii spotkań. Zaznaczyła, że idea warsztatu wpisuje się w działalność, cele i plany PARP, do jakich należy zwłaszcza finansowanie nowych przedsięwzięć, młodych firm i *start-up*'ów, ale także działalność analityczna. Ta gałąź misji PARP skupia się na ocenie, jakie są bariery i luki w rozwoju przedsiębiorczości i innowacyjności w Polsce. W związku z powyższym, wnioski i postulaty z pierwszego i drugiego warsztatu zostaną przekazane uczestnikom warsztatów, organom rządowym i uczestnikom rynku – czemu służy niniejszy raport.

Zaprosiwszy uczestników do dyskusji, Pani Prezes oddała głos **Arkadiuszowi Lewickiemu**, dyrektorowi KPK CIP dla polskiego rynku finansowego, który w imieniu reprezentowanej instytucji powitał gości i podkreślił, że perspektywy rozwoju rynku zależą w dużej mierze od środków unijnych, a polskie fundusze mogą już w obecnej perspektywie finansowej korzystać ze środków Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego.

Minister **Olgierd Dziekoński** przedstawił następnie kilka spośród najważniejszych wątków, jakie powinny znaleźć rozwinięcie podczas panelowych dyskusji. Jako najważniejsze wskazał pytanie, w jakim stopniu władza publiczna – w wymiarze alokacji środków finansowych – i w jakim stopniu rynek prywatny – poprzez zdolność ryzyka inwestorów i ich zasoby kapitałowe – ma uczestniczyć w procesie inwestycji *venture capital*. Zauważył, że na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej staramy się dziś budować mury dla zwiększenia poziomu bezpieczeństwa, za które płaci się obniżeniem poziomu innowacyjności gospodarki. Podkreślił, że przyszła pora znaleźć odpowiedź na pytanie, czy i w jaki sposób uczestniczyć w procesie inwestycyjnym mają fundusze publiczne; w jaki sposób mają to robić, nie zakłócając zdolności innych uczestników rynku do podejmowania ryzyka. Minister zaznaczył, że należy też dokonać wyboru, czy zaufanie pokładamy w procedurach, czy w konkretnym człowieku i wskazał na drugą część tej

alternatywy.

Jako przyczynek do dyskusji, dr **Michał Bańka** zaprezentował wnioski i rekomendacje z I warsztatu, przedstawione w Raporcie przygotowanym przez dr Rafała Stroińskiego, wykładowcę na Uniwersytecie Warszawskim oraz współnika w kancelarii adwokackiej Jankowski, Stroiński i Partnerzy JSLegal. Wnioski zostały podzielone na dwie zasadnicze grupy: dotyczące barier prawno-regulacyjnych oraz rekomendacji działania uczestników rynku.

I. REKOMENDACJE PRAWNE – PRAWO HANDLOWE

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
1.	Ograniczona swoboda w zakresie tworzenia tzw. <i>preferred shares</i> i trudność dostosowania ich treści do polskiego systemu prawa.	Art. 196 k.s.h. Art. 353 k.s.h.	Wprowadzenie możliwości takiego uprzywilejowania akcji, w którym ich posiadacz będzie korzystał z pierwszeństwa zaspokojenia przy wypłacie dywidendy i zniesienie (w odniesieniu zarówno do akcji, jak i udziałów) proporcjonalnego ograniczenia uprzywilejowania. Takie rozwiązanie pozwoli inwestorowi na większą swobodę w zakresie kształtowania relacji pomiędzy ryzykiem związanym z inwestycją a oczekiwaną stopą zwrotu.
2.	Konieczne poszerzenie zakresu autonomii woli w kształtowaniu statutu spółki akcyjnej, co pozwoli na większą swobodę w zakresie kształtowania relacji prawnej pomiędzy inwestorem i przedsiębiorcą, a także na lepsze odzwierciedlenie zapisów umowy inwestycyjnej w statucie spółki, co z kolei zmniejszy ryzyko stron związane z inwestycją.	Art. 304 k.s.h. § 3 i 4	W polskim modelu spółek akcyjnych, gdzie akcjonariat nie jest rozproszony – zwłaszcza w spółkach, w których większościovym inwestorem jest fundusz <i>venture capital</i> – nie ma potrzeby chronić drobnych akcjonariuszy tak silnym środkiem jak domniemanie kogentywności przepisów regulujących spółkę akcyjną. Jest tak przede wszystkim dlatego, iż fundusz, dokonując inwestycji, staje się akcjonariuszem już w spółce istniejącej, której statut jest następnie zmieniany, w celu odzwierciedlenia zapisów umowy inwestycyjnej uprzednio wynegocjowanej pomiędzy inwestorem i przedsiębiorcą. Modyfikacja analizowanego przepisu pozwoliłaby na zapewnienie pełnej zgodności pomiędzy umową inwestycyjną i statutem spółki, a tym samym zwiększenie bezpieczeństwa stron, minimalizowanie ryzyka sporów prawnych oraz uelastycznienie tej formy prawnej inwestycji <i>venture capital</i> i <i>seed</i> .

II. REKOMENDACJE PRAWNE – PRAWO PODATKOWE

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
1.	<p>Aport w postaci praw własności przemysłowej jest opodatkowany w równej wysokości jak aport, np. nieruchomości. Prawo własności przemysłowej wnoszone do spółki jest tym przypadku aktywem o największej wartości w tej spółce, przy czym prawo to przyniesie spodziewany dochód dopiero w przyszłości. Opodatkowanie tego aportu już w momencie wniesienia do spółki obniża atrakcyjność inwestycji <i>venture capital</i>.</p>	<p>Art. 12. ust. 1 pkt 7 Ust. o CIT</p>	<p>Zwolnienie tego rodzaju aportu z opodatkowania, takie jak przewidziane dla zorganizowanej części przedsiębiorstwa eliminowałoby negatywne bodźce dla inwestycji.</p> <p>Alternatywą może być przesunięcie momentu opodatkowania z momentu wniesienia aportu na moment zbycia udziałów.</p>
2.	<p>Nieefektywna dystrybucja dywidendy do osób fizycznych.</p>	<p>Art. 17. ust. 1 pkt 4 Ust. o PIT</p>	<p>Usunięcie przepisu powodującego <i>de facto</i> podwójne opodatkowanie dywidendy polegające na tym, że zysk osiągną przez spółkę kapitałową jest opodatkowany podatkiem dochodowym od osób prawnych, a następnie opodatkowaniu podlega wypłata dywidendy na rzecz udziałowców czy akcjonariuszy spółki.</p>
3.	<p>Rygorystyczne przepisy dotyczące podatkowych grup kapitałowych ograniczają w praktyce możliwość korzystania z tego instrumentu.</p>	<p>Art. 1a. ust. 2 Ust. o CIT</p>	<p>Ograniczenie wymagań formalnych dla tworzenia podatkowych grup kapitałowych, a zwłaszcza obniżenie minimalnego kapitału zakładowego przypadającego na każdą ze spółek wchodzących w skład grupy (obecnie 1.000.000 zł), obniżenie minimalnego poziomu rentowności podatkowej (obecnie: 3%) oraz minimalnego udziału spółki dominującej w kapitale zakładowym spółki zależnej (obecnie 95%). Dzięki ograniczeniu tych wymagań podatkowe grupy kapitałowe, które tworzą m.in. możliwość natychmiastowego pokrywania strat jednych spółek z dochodów pozostałych, stałyby się zdecydowanie bardziej dostępnym wehikułem.</p>

III. PROPOZYCJE DZIAŁAŃ W RAMACH RYNKU

	ZJAWISKO	REKOMENDACJA
1.	Brak prawdziwej integracji biznesu i uczelni.	Przełamanie bariery psychologicznej charakterystycznej dla środowisk naukowych w stosunkach z biznesem; podpisanie porozumień między uczelnią a funduszami inwestycyjnymi, ale także nawiązanie stosunków nieformalnych, polegających np. na oddelegowaniu menedżerów na uczelnie w charakterze <i>in residence</i> .
2.	Słaba jakość projektów <i>start-up</i> i brak przepływu doświadczeń pomiędzy <i>start-up</i> 'ami.	Osoby posiadające doświadczenie w sektorze <i>venture capital</i> oraz aniołowie biznesu powinni prowadzić <i>mentoring</i> i <i>coaching</i> dla nowych uczestników rynku.
3.	Stosunkowo łatwy dostęp do finansowania projektów klasy 8.1 czy 3.1 i częste sytuacje, w których projekty nie dochodzą do fazy rynkowej.	<p>Przyznanie dotacji powinno być uzależnione od posiadania umowy warunkowej na kontynuację finansowania z funduszem komercyjnym.</p> <p>Wprowadzenie na rynek funduszu koinwestycyjnego, który ułatwi <i>start-up</i>'om pozyskiwanie drugiej rundy finansowania.</p> <p>Wprowadzenie działania proponowanego przez Inkubatory przedsiębiorczości, które umożliwiłoby finansowanie innowacyjnych spółek długiem.</p>
4.	Działające w Polsce fundusze <i>venture capital</i> zainteresowane są raczej spółkami na etapie wzrostu niż tymi w fazie <i>seed</i> .	<p>Czynnikiem ekonomicznym, który może zwiększyć zainteresowanie funduszy <i>venture capital</i> wcześniejszymi etapami rozwoju firm jest zmniejszenie oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji w sektorze firm wzrostowych. Należy zwiększyć konkurencję między firmami inwestującymi w tym segmencie.</p> <p>Wprowadzenie w Polsce instrumentów koinwestycyjnych działających w modelu, gdzie min. trzech indywidualnych inwestorów (aniołów biznesu) ryzykowałoby swoje środki, inwestując w <i>start-up</i>'y.</p> <p>Wprowadzenie finansowania długiem także w działalności inkubatorów. Inkubator mógłby w tym modelu otrzymać swoje pieniądze nie czekając, aż spółka wypracuje zysk.</p>
5.	Brak pozytywnego PR rynku <i>venture capital</i> .	Pracować nad postrzeganiem rynku <i>venture capital</i> , nie tylko poprzez działania medialne, ale także przez promowanie talentów (np. fundowanie stypendiów w Dolinie Krzemowej).
6.	Mała widoczność polskiego rynku <i>venture capital</i> na arenie międzynarodowej.	Poprawienie wizerunku polskiego rynku <i>venture capital</i> na świecie, np. przez tworzenie „wiz dla <i>start-up</i> 'ów”, fundowanie stypendiów, promowanie sukcesów polskich <i>start-up</i> 'ów, szczególnie tych, które odnoszą sukcesy poza granicami kraju.

Dr **Michał Bańka** ogłosił również, że w wyniku inspiracji z I warsztatu, PARP jeszcze w perspektywie 2007-2013, w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka podejmuje starania związane z utworzeniem funduszu koinwestycyjnego. Następnie, **Izabela Banaś, Zastępca Dyrektora PARP**, przedstawiła założenia nowego działania - „Wsparcie na pierwsze wdrożenie wynalazku” Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, 2007-2013. W tym działaniu przedsiębiorcy mogą uzyskać dofinansowanie na inwestycje związane z pierwszym wdrożeniem wynalazku do ich działalności gospodarczej, a ocena merytoryczna projektów prowadzona będzie przez panel ekspertów. Pod uwagę brane będą następujące aspekty oceny: innowacyjność, użyteczność społeczna, opłacalność, szanse wdrożenia produktu, konkurencyjność. W komisji konkursowej zasiądą przedstawiciele ZBP, Ministerstwa Gospodarki, ale również przedstawiciele funduszy *venture capital*.

Panel 1. Prawne uregulowania rynku *venture capital*

Dyskusję dotyczącą instytucjonalnego środowiska rynku *venture capital* poprowadził dr **Rafał Stroiński**, partner w kancelarii Jankowski, Stroiński i Partnerzy JSLegal, dyrektor w US-Polish Trade Council, wykładowca na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, ekspert w zakresie sektora *venture capital* i *private equity*. Rozmowa, będąca bezpośrednią kontynuacją dyskusji o najważniejszych barierach prawnych i podatkowych transakcji *venture capital*, kosztach transakcyjnych osiągnięcia porozumienia pomiędzy funduszem i przedsiębiorcą, utrudnieniach instytucjonalnych w zakresie wychodzenia z inwestycji i dostępności wehikułów dla tworzenia funduszy w Polsce, poza tymi zagadnieniami, koncentrowała się wokół instytucjonalnych barier współpracy uczelni i biznesu, prawnych uwarunkowań zaistnienia polskich *start-up*’ów na scenie globalnej i najnowszych zagadnieniach prawa podatkowego.

Jako pierwszy zabrał głos **Mark Iwanowski**, US-Polish Trade Council, który odpowiedź na pytanie o miejsce młodych polskich spółek na scenie globalnej zaczął od odwołania do własnych doświadczeń. Zanim został inwestorem, był przedsiębiorcą, dzięki czemu już na początku kariery mógł dowiedzieć się, jak odnieść sukces na wczesnym etapie rozwoju. Najistotniejsza jest jego

zdaniem chęć do podejmowania ryzyka. Samo ryzyko jest elementem definicji przedsiębiorcy, musi to być jednak ryzyko rozsądnie zbilansowane. Fundusz inwestycyjny musi zarządzać ryzykiem z punktu widzenia całego portfela i akceptować niepowodzenia. Podkreślił, że tylko ok. 25% firm VC ma 30% zwrotu z inwestycji – pozostałe nie odnoszą tak istotnych sukcesów. Co jednak zrobić, żeby być konkurencyjnym na rynku globalnym? Innowacja jest efektem zoptymalizowania procesu podejmowania ryzyka, dlatego administracja publiczna powinna pomyśleć o ułatwieniach – gdzie koszty transakcyjne są najmniejsze. Pamiętać należy, że zbyt duże zaangażowanie administracji publicznej jest nieefektywne – zarządzanie rynkiem *venture capital* jest efektywne, jeśli kontrolują go prywatni aktorzy.

Tomasz Perkowski, Członek Zarządu Fundacji na rzecz Nauki Polskiej, w odpowiedzi na pytanie o rolę przedsiębiorczości akademickiej, przestrzegł przed mitem „użytecznej nauki” w czasie, gdy pojawia się teza o tym, że w następnej perspektywie finansowej Unia Europejska będzie wspierać użyteczne badania. Podkreśla, że istotne jest wspieranie *incremental innovations*, jednak nie powinny do tego służyć uniwersytety, ponieważ nie mają adekwatnego systemu oceny, nie jest to miejsce na tego typu zmiany. Zaznaczył, że nie możemy odchodzić od wspierania czystej nauki, nauk podstawowych, bo to w tej dziedzinie badań zachodzą istotne zmiany w funkcjonowaniu świata. Kolejnym mitem jest to, że uniwersytety są źródłami wynalazków - uniwersytety nie produkują wynalazków, ale ludzi, którzy je tworzą. Powinniśmy wobec tego promować przedsiębiorczość akademicką: skłonne do ryzyka firmy doktorantów i studentów, a nie cechujące się awersją do ryzyka firmy profesorskie. Natomiast w kwestii funkcjonowania uniwersytetów, powinniśmy wypośrodkować pomiędzy pragnieniem światowej jakości i wyrównywania różnic społecznych. Naszym celem powinno jednak być to, aby jeden lub dwa polskie uniwersytety osiągnęły światowy poziom. Podkreślił, że istniejące programy nauczania powinny koncentrować się nie na edukacji w dziedzinie zarządzania, ale na wplataniu elementów zarządzania w programy biologii czy chemii. Zaznaczył, że uniwersytety potrzebują pieniędzy na rozwój inkubatorów i akceleratorów przedsiębiorczości, nie mają natomiast narzędzi do zarządzania prawami własności przemysłowej. Jako rozwiązanie zaproponował stworzenie przy uniwersytetach funduszy zarządzających własnością intelektualną. Taki fundusz powinien gromadzić udziały firm, którym własność przemysłowa stworzona w inkubatorach będzie sprzedawana.

Barbara Nowakowska, dyrektor Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, stwierdziła, że w przypadku barier rynku *venture capital*, „diabeł tkwi w szczegółach”. Odpowiadając na pytanie prowadzącego o spojrzenie PSIK na sposoby obniżenia kosztów transakcyjnych, wskazała, że w obecnej sytuacji trudno liczyć na ich obniżkę. Regulacja funduszy alternatywnych, w tym *private equity/venture capital*, która wchodzi w życie w 2013 r., przyniesie znaczną podwyżkę kosztów zarządzania funduszem. Wiele z tych kosztów wynika z faktu, że do regulacji sektora *venture capital* zastosowano *per analogiam* instrumenty regulacji innych segmentów rynku kapitałowego, choć *venture capital* to specyficzny, niszowy, instrument. Celem regulacji jest ochrona inwestorów, jednak przeniesienie mechanizmów ochrony znanych z rynku publicznego do sektora *venture capital* jest błędem. Dzisiejszy model funduszu *venture capital* ma wiele specyficznych i bardzo skutecznych mechanizmów ochrony inwestorów. Jednym z takich mechanizmów jest sposób wynagradzania zarządzającego. W funduszu *venture capital*, w przeciwieństwie do np. banków inwestycyjnych, wynagrodzenie zarządzającego zależy od długookresowych wyników finansowych i jest po prostu udziałem w zyskach całego funduszu. Taki mechanizm wynika z silnej pozycji inwestora. Regulacja europejska nie jest jedynym przykładem stosowania rozwiązań na zasadzie analogii do innych rynków. Obserwowaliśmy to również w pracach przy tworzeniu Krajowego Funduszu Kapitałowego. W przypadku KFK udało się wypracować mechanizm odpowiadający wymogom polskiego prawa i spełniający wymogi rynku *venture capital*.

W przypadku KFK „szczegółem”, który stanowi poważny problem dla programu może być przyjęta przez Ministerstwo Rozwoju zasada, że KFK uznaje pieniądze za wydane dopiero, gdy wpłyną do spółki, tymczasem, wedle przedstawianego przez panią dyrektor poglądu, powinien to być moment podpisania umowy z funduszem. Z punktu widzenia Skarbu Państwa efektywniej byłoby, gdyby te środki uważane były za wydane już w tym momencie.

Kolejnym wątkiem poruszonym przez panią dyrektor jest planowane opodatkowanie spółki komandytowo-akcyjnej, wehikułu inwestycyjnego dla funduszy *venture capital*. Rynek *venture capital* potrzebuje instrumentu inwestycyjnego, *pooled-investment vehicle*, który musi być transparentny podatkowo, aby inwestorzy, którzy wybierają wspólne inwestowanie nie byli podwójnie opodatkowani w stosunku do inwestorów samodzielnych. Spółka komandytowo-akcyjna po ostatniej interpretacji Ministerstwa Finansów jest dobrym wehikułem inwestycyjnym,

a jej opodatkowanie pozostawi inwestorom planującym utworzenie funduszu *venture capital* wybór pomiędzy wehikulem zagranicznym a FIZ-em – obydwie opcje są dla zarządzających znacznie droższe. Kolejną kwestią jest opodatkowanie aportu w postaci praw własności przemysłowej. Wszystko jest kwestią drobnych problemów, których rozwiązanie może radykalnie zmienić sytuację na rynku.

Natomiast systemowym, już nie szczegółowym, tematem jest brak krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku *venture capital*. Nieprzychylny stanowisko KNF zniechęca Otwarte Fundusze Emerytalne do poszukiwania inwestycji poza rynkiem publicznym, ubezpieczyciele i banki, także, z różnych powodów, na tym rynku nie inwestują. Bez rozwiązania tego problemu rynek *venture capital* nie będzie mógł się rozwijać na większą skalę.

Jako ostatni spośród prelegentów zabrał głos **Szymon Kolečki**, doradca podatkowy, KMDP Kolečki Małkiewicz Doradcy Podatkowi, który rozpoczął swoją wypowiedź od oceny planowanego opodatkowania spółki komandytowo-akcyjnej. Zaznaczył, że opodatkowanie tej spółki następuje dopiero w momencie wyjęcia z niej zainwestowanych środków. Dzięki takiemu rozwiązaniu, spółki chętnie inkorporowane na Cyprze, wracają do Polski. Jednak zaledwie w kilka miesięcy po tej korzystnej interpretacji pojawił się projekt ustawy traktującej spółkę komandytowo-akcyjną jako zwykłego podatnika podatku od osób prawnych. Jeśli ustawa wejdzie w życie w proponowanym kształcie, sprawi to wyprowadzenie dochodu podatkowego do innych państw. Ponadto, taka zmiana utrwali nasz wizerunek kraju, w którym ciągle zmienia się prawo podatkowe. Kolejnym wątkiem w dyskusji była ulga na nowe technologie. *Ratio legis* tego przepisu jest wprowadzenie zachęty do ponoszenia wydatków na nabycie i tworzenie technologii. W praktyce, w obecnym kształcie przepisów, dzięki uldze odliczmy tylko wydatki na nabycie nowej technologii – wytworzenie technologii we własnym zakresie nie jest objęte ulgą. W związku z tym, np. producent na rynku farmaceutycznym, zainteresowany jest ponoszeniem wydatków na rozwój nowych technologii, a nie może skorzystać z tej ulgi.

W odniesieniu do opodatkowania aportu własności intelektualnej, **Szymon Kolečki** stwierdził, że poprzez optymalizację podatkową można przetransferować wiedzę do spółki kapitałowej, ale do rozwiązania problemów potrzebujemy wehikulu, dzięki któremu możliwe będzie płacenie podatku w momencie zbycia udziałów, a nie ich objęcia.

Podsumowując tę część dyskusji, dr **Rafał Stroiński** wskazał ponownie na konieczność minimalizacji kosztów transakcyjnych w sektorze *venture capital* i podkreślił, jak niewielkie zmiany mogłyby znacząco poprawić kondycję rynku.

Panel 2. Rynek kapitałowy dziś, szanse, perspektywy

Kolejny panel poprowadził **Adam Purwin**, ekspert sektora finansowego. Dyskusja, stanowiąca rozwinięcie poprzedniego spotkania dotyczyła wolumenu, struktury podaży i popytu na kapitał, tego, czy przyjęte dotychczas rozwiązania budowy rynku okazały się trwałe, jak zmieniły rynek i jak wygląda on teraz oraz jakie są dalsze perspektywy jego rozwoju.

Jako pierwsza zabrała głos **Anna Hejka**, Dyrektor Zarządzająca HCM Group, wychodząc od stwierdzenia, że mimo braku spełnienia warunków formalnych recesji (nie mamy za sobą dwóch kwartałów ujemnego wzrostu), wzrost na poziomie 2% PKB w stosunku do 5% oznacza, że *de facto* możemy mieć z nią do czynienia. Zaznaczyła, że nie powinniśmy marnować szans jakie daje kryzys – bo właśnie w tym czasie wchodzi na rynek innowacyjne, skłonne do ryzyka spółki. Apple, Google, Disney, CNN, to wszystko spółki, które weszły na rynek w czasie kryzysu. Jeśli więc teraz stracimy ten moment, wejście polskich spółek na rynek międzynarodowy będzie już dużo trudniejsze – jeżeli nie będziemy w stanie pokazać w skali świata odpowiednio wysokiego poziomu wzrostu, inwestorzy z zagranicy będą Polskę omijać. Jako kolejny problem rynku zidentyfikowała nieetyczne działanie niektórych funduszy *venture capital*. Zaznaczyła, że inwestorzy muszą się chronić, ale powinno to następować w sposób wyważony. Istotne jest tu edukowanie przedsiębiorców w kwestii dobrych praktyk oraz tego, że pewne zapisy umów inwestycyjnych nie stanowią pułapki, ale mają swój logiczny sens. Podkreśliła także, że niestety język angielski nadal jest barierą. Najważniejszym jednak problemem całego rynku – i w ogóle polskiego społeczeństwa – jest to, że nie potrafimy marzyć, a jeżeli marzymy, to z lękiem. Musimy upraszczać procedury i wierzyć w ludzi.

Krzysztof Kowalczyk, zarządzający funduszem Hardgamma, wypowiadał się na temat elastyczności kapitału *seed*. Zauważył, że mimo dostępu do wielu dobrze dofinansowanych wehikułów, uzyskanie kapitału na wczesnym etapie jest nadal skomplikowane. Przywołał przykład funkcjonującego w Wielkiej Brytanii Enterprise Investment Scheme – mechanizmu

zachęcającego osoby uzyskujące wysoki dochód osobisty do inwestycji w młode spółki. Program pozwala na odpisanie 30% od miliona funtów podatku. Doskonale dla inwestycji na wczesnym etapie rozwoju spółki byłoby wprowadzenie tego mechanizmu w skali Unii Europejskiej.

Joanna Dąbrowska, Krajowy Punkt Kontaktowy opowiedziała o Ramowym Programie na rzecz Konkurencyjności i Innowacji (CIP) prowadzonym przez Europejski Fundusz Inwestycyjny. EFI dla dokonywania transakcji kapitałowych dysponuje szeregiem tzw. kopert. W ramach CIP do spożytkowania w perspektywie finansowej 2007-2013 przeznaczono 600 mln EUR, a do końca 2011 roku alokowano zaledwie dwie trzecie tej kwoty. W związku z tym na lata 2012-2013 pozostaje kwota 200 mln EUR. Nabór wniosków do Programu odbywa się w trybie ciągłym, a alokacja środków w trybie rocznym. Do tej pory żaden fundusz o polskich korzeniach nie aplikował z sukcesem w ramach Programu CIP. Prawdopodobnie wynika to po części z faktu, iż w tym samym czasie w Polsce działa KFK, a szanse raz dotowanego publicznie funduszu maleją przy składaniu propozycji inwestycyjnej do EFI. EFI działa jak inwestor rynkowy: im mniej pieniędzy publicznych znajduje się już w funduszu, tym więcej punktów fundusz otrzyma przy ocenie. Podstawowymi zasadami, jakimi kieruje się EFI, są zasady *buy and build* i unikanie *buy-out*ów.

Jako ostatni spośród prelegentów zabrał głos prof. **Piotr Moncarz**, US-Polish Trade Council, Stanford University, odpowiadający na pytanie prowadzącego o to, jak uczyć się od rynku amerykańskiego i jakie dobre praktyki z Doliny Krzemowej możemy przeszczepić na grunt polski. Profesor zauważył, że kluczowe jest rozumienie rynku amerykańskiego i wiedza o tym, jak dotrzeć do sukcesu. Podkreślił rozróżnienie między znajomością kultury amerykańskiej przedsiębiorczości a znajomością języka, co nie jest oczywiste dla przedsiębiorców. Potwierdził, że bez silnych podstaw naukowych nie ma szans na powstanie innowacyjnych pomysłów. Zwrócił także uwagę na to, jak istotna jest praca zespołowa wobec przytłaczającego polskiego indywidualizmu. Przypomniał o wadze podejmowania ryzyka, umiejętności akceptacji porażek i – co niemniej ważne – celebrowania sukcesu. Wszystko to zabiera wiele czasu, ale przyspieszenie gospodarcze i kulturowe postępuje, możemy więc liczyć na wymierne efekty. Profesor przedstawił następnie projekt US-Poland Innovation Hub, jedną z dróg uczących dobrych praktyk na rynku i globalnego myślenia. Program obejmuje serię zajęć treningowych dla siedmiu wybranych firm, które nie tylko uczą się kultury *venture capital*, ale także zmuszone są

odpowiedzieć sobie na pytania: po co chcą wejść na rynek globalny, jak chcą się związać z partnerem inwestycyjnym, czy są gotowi przenieść zarząd swojej spółki do Stanów Zjednoczonych itd.

Panel 3. Doświadczenia włoskie

W dalszej części warsztatu, **Francesca Natali**, Zernike Meta Ventures, opowiedziała o włoskich doświadczeniach finansowania inwestycji znajdujących się na styku aniołów biznesu i funduszy *venture capital*. Doświadczenia z praktyki funkcjonowania rynku *venture capital* we Włoszech uczą, że kluczowym kryterium inwestycyjnym są ludzie. Rynek włoski jest niewielki i słaby, rola aktora zbierającego kapitał jest trudna, tym trudniejsze jest zebranie prywatnych środków. Funkcjonuje więc mechanizm, wedle którego na początku powinno się inwestować pieniądze publiczne, potem wyrównywać poziom środków publicznych i prywatnych. Ten stan rzeczy ma szansę zmienić nowe prawo (*decreto-legge*) z dnia 18 października 2012 roku² regulujące sytuację *start-up*'ów. Ustawa m.in. oferuje ulgi prywatnym inwestorom inwestującym w innowacyjne *start-up*'y.

Panel 4. Rynek współpracy inkubatorów przedsiębiorczości, sieci aniołów biznesu a fundusze *venture capital*

Ostatnią dyskusję panelową poprowadził dr **Michał Bańka**, Dyrektor Departamentu Wsparcia Instytucji Otoczenia Biznesu PARP. Dotyczyła ona następujących zagadnień: powołania funduszu koinwestycyjnego w PARP, idei *lean start-up*, przyszłości i perspektyw rozwoju inkubatorów. Dr Michał Bańka opowiedział o założeniach projektu funduszu koinwestycyjnego i zaznaczył, że istnieje ogromna dysproporcja między działaniem 3.1 a działaniem 3.2. W czasie dyskusji szukał odpowiedzi na pytanie, czy dostrzegalna jest przepaść między finansowaniem wczesnych etapów rozwoju a finansowaniem dalszych etapów, a także, jakie jest zdanie uczestników rynku na temat tej dysproporcji i ekspozycji *start-up*'ów dla funduszy *venture capital*. **Jacek Błoński**, Prezydent Lewiatan Business Angels, potwierdził, że sieci aniołów biznesu dostrzegają tę lukę i zaznaczył, że podstawowy problem stanowi finansowanie środka,

² Decreto-legge, 18 ottobre 2012, n. 179. Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 19 ottobre 2012.

tam, gdzie jest miejsce dla aniołów biznesu. Dlatego nowy instrument proponowany przez PARP doskonale wpisuje się w system finansowania innowacji, tym bardziej, że nie mamy dziś w Polsce żadnych zachęt dla prywatnych inwestycji kapitałowych (takich jak w Enterprise Investment Scheme w Wielkiej Brytanii). Przypomniął, że np. Portugalia, gdzie rynek *venture capital* funkcjonuje podobnie do polskiego – działają na nim inkubatory, aniołowie biznesu, fundusze *venture capital* i fundusz funduszy, przy czym fundusze *venture capital* mają stosunkowo dużą awersję do ryzyka. Potrzebujemy instrumentu, który zapewni płynność procesu inkubator-aniolowie-*venture capital*. Prowadzący zwrócił się następnie do **Wojciecha Przylęckiego**, Prezesa InQbe, który wypowiedział się w sprawie ewentualnych przeciwwskazań dla powołania funduszu inwestycyjnego z punktu widzenia inkubatorów. **Wojciech Przylęcki** zaznaczył, że podstawowa trudność przy finansowaniu projektów w ramach działania 3.1. sprowadza się do znalezienia kapitału prywatnego, ponieważ środki pochodzące od pomysłodawców przeważnie nie są wystarczające (jako, że aport w postaci praw własności intelektualnej trudno jest wycenić na tyle wysoko). Dlatego szukamy kapitału wśród inwestorów prywatnych – którzy wnoszą do spółki nie tylko kapitał, ale także wiedzę i bagaż doświadczenia i kontaktów. **Mariusz Sparczyński**, Prezes Technoboard, zaapelował, by przy projektowaniu nowych instrumentów inwestycyjnych chronić zasoby ludzkie i inwestować w osoby, które już sprawdziły się na rynku. **Piotr Wilam**, InnovationNest, stwierdził, że fundusz koinwestycyjny spotkałby się również z zainteresowaniem funduszy *venture capital*. Dodał, że wszelkiego rodzaju działania, które spowodują, że potencjał środków na rynku będzie większy, jest dobry dla ekosystemu. Podkreślił, że mimo zalet omawianego instrumentu, powinniśmy szukać rozwiązań, dzięki którym Polska będzie bardziej otwarta na rynki globalne. Dlatego musimy dbać o to, by cały ekosystem był zróżnicowany i efektywny, musimy też wiedzieć, jakie gałęzi rynku innowacji chcemy rozwijać. Podczas gdy innowacyjne przedsiębiorstwa w Polsce podzielić można na te z branży IT i biotechnologicznej, zasadniczą część innowacji w Polsce to branża IT. Polska gospodarka doszła już do punktu, w którym wiemy, że jesteśmy za małym rynkiem, by tworzyć firmy co najmniej średniej wielkości – dlatego musimy podejmować przemyślane decyzje odnośnie gałęzi, które chcemy rozwijać.

Kolejnym tematem była rola inkubatorów na rynku. **Wojciech Przylęcki** zauważył, że należy pozwolić inkubatorom finansować *start-up*'y długim, albo przynajmniej finansować długim

kolejne etapy inwestycji, ponieważ dużo wygodniej byłoby zbudować prototyp wynalazku w inkubatorze niż już po założeniu spółki. Dzisiaj inkubatory mogą inwestować tylko w nowotworzone spółki. Proponuje, by inwestować także w istniejące spółki, jednak nie przez odkupienie udziałów, lecz przez udział w podwyższonym kapitale zakładowym. Potrzebne są także zmiany w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych – nieefektywnym jest, że moment sprzedaży udziałów należących do inkubatora wiąże się z koniecznością zapłaty podatku od całej kwoty sprzedaży, a kwot wydatkowanych na zakup tych udziałów nie możemy zaliczyć do kosztów uzyskania przychodu.

Dariusz Żuk, Prezes Akademickich Inkubatorów Przedsiębiorczości wypowiedział się na temat form wsparcia, jakich powinny udzielać inkubatory, zaczynając od stwierdzenia, że żyjemy w ciekawych czasach – także dla rynku *venture capital*. Rynek światowy idzie w kierunku ograniczania wpływów korporacji na rzecz *start-up*’ów – korporacje muszą w nie inwestować, robi to np. Starbucks i BMW. Także spółki Skarbu Państwa będą w stanie zauważyć ten obszar. Zaznaczył, że zmienić należy przede wszystkim nomenklaturę – zamiast pojęcia „inkubatorów”, mamy cztery odrębne elementy: akceleratory, fundusze *seed*, fundusze *venture capital*, fundusze *private equity*. Dodał, że w nowej perspektywie finansowej powinniśmy uruchomić przede wszystkim obszar akceleratorów. Zwrócił także uwagę, że w programie 3.1 nie ma teraz poprojektowanego działania, a *mentoring* i spotkania z inwestorami są kluczowe. **Piotr Wilam** zauważył, że usztywnienie formalne sprawia, że luka w finansowaniu jest zapełniana przez zagraniczne inkubatory – najlepsze projekty wyjeżdżają z Polski na bardzo wczesnym etapie rozwoju. Przypomniał też, że pierwsza wielka fala innowacji internetowej skończyła się ogromną ilością niepotrzebnych, niezbywalnych produktów. Środowisko Doliny Krzemowej przetworzyło te doświadczenia, tworząc *customer development start-up philosophy*, taka powinna być również droga rozwoju rynku polskiego.

Po zakończeniu dyskusji panelowej, miała miejsce otwarta dyskusja uczestników warsztatów, dotycząca zwłaszcza dróg internacjonalizacji sceny technologicznej i istotności przyciągnięcia do Polski prywatnego kapitału zagranicznego oraz możliwych sposobów opodatkowania spółki komandytowo-akcyjnej. Konkluzja **Tomasza Perkowskiego** była jednoznaczna – i inspirująca – musimy rozwijać się szybko, by nie pozostać na peryferiach. To właśnie podejście podkreślili

Bożena Lublińska-Kasprzak, Prezes PARP i dr Michał Bańka, zamykając II warsztat dotyczący perspektyw rozwoju rynku funduszy *venture capital* w Polsce.

Część II. Propozycje zmian legislacyjnych, instytucjonalnych i dotyczących działań uczestników rynku *venture capital*

Obszar 1. Bariery prawne

Zarówno podczas I warsztatu poświęconego perspektywom rozwoju rynku funduszy *venture capital* w Polsce, jak i podczas II spotkania stanowiącego jego kontynuację, uczestnicy rynku *venture capital* wskazali szereg barier prawnych ograniczających efektywność funkcjonowania tego rynku. Podstawowy problem systemowy wynika z (i) awersji do ryzyka i (ii) nieelastyczności instytucji dysponujących środkami publicznymi w ramach rynku oraz (iii) analogicznego stosowania instrumentów regulacji innych segmentów rynku kapitałowego do rynku *venture capital*. Z tych zjawisk wynikają pozostałe niedoskonałości rynku.

Odrębnym, ale niezwykle istotnym zagadnieniem jest konieczność ponoszenia wysokich kosztów transakcyjnych przez aktorów prywatnych wynikająca z asymetrii informacji o funkcjonowaniu niestabilnego systemu podatkowego, co obrazuje dyskusja o planowanej zmianie zasad opodatkowania spółki komandytowo-akcyjnej.

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
1.	Zgodnie z Projektem ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 24.08.2012 r. ³ , spółka komandytowo akcyjna, stanowiąca podstawowy wehikuł inwestycji <i>venture capital</i> opodatkowana będzie podatkiem dochodowym od osób prawnych. Stanowi to zrównanie jej ze spółkami kapitałowymi w rozumieniu Kodeksu spółek handlowych, co nie znajduje potwierdzenia w treści tej ustawy.	Projekt ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 24.08.2012 r.	Zgodnie z uzasadnieniem Projektu, „projekt ukierunkowany jest na „uszczelnienie” systemu podatków dochodowych, mając na celu ograniczenie istniejących mechanizmów optymalizacji podatkowej, jak również doprecyzowanie przepisów budzących wątpliwości w orzecznictwie. Zasadniczą zmianą przewidzianą w projekcie jest opodatkowanie spółki komandytowo-akcyjnej, a więc nadanie jej podmiotowości na gruncie podatku dochodowego”. Taka zmiana spowodowałaby m.in. dyskryminację inwestorów korzystających z instytucji wspólnego inwestowania w stosunku do inwestujących bezpośrednio. Należałoby przemyśleć wprowadzenie przepisów, które będą traktowały spółki kapitałowo-akcyjne jak każde inne spółki osobowe (jawne, komandytowe), opodatkowane comiesięcznie na poziomie wspólników. Umożliwi to zachowanie racjonalności struktur podatkowych przy wykorzystaniu np. FIZ, a jednocześnie ukróci agresywne optymalizacje podatkowe prowadzone poza FIZ.
2.	Przewidziana zarówno w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych, jak i w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych, ulga na nowe technologie obejmuje jedynie nabycie technologii od innego podmiotu, nie obejmuje natomiast samodzielnego jej wytworzenia, na które często	Art. 18b. Ust o CIT 1. Od podstawy opodatkowania, ustalonej zgodnie z art. 18, odlicza się wydatki poniesione przez podatnika na nabycie nowych technologii. 2. Za nowe technologie, w rozumieniu ust. 1, uważa się wiedzę technologiczną w postaci wartości niematerialnych i prawnych, w szczególności wyniki badań i prac	Zmiana definicji „nabycia nowej technologii” na „wytworzenie wiedzy technologicznej, o której mowa w ust. 2, lub nabycie praw do wiedzy technologicznej, o której mowa w ust. 2, w drodze umowy o ich przeniesienie, oraz korzystanie z tych praw”.

³ Źródło: <http://legislacja.rcl.gov.pl/lista/2/projekt/59396/katalog/59405> (ostatni dostęp: 13.11.2012 r.).

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
	decydują się innowacyjne spółki.	<p>rozwojowych, która umożliwia wytwarzanie nowych lub udoskonalanie wyrobów lub usług i która nie jest stosowana na świecie przez okres dłuższy niż ostatnich 5 lat, co potwierdza opinia niezależnej od podatnika jednostki naukowej w rozumieniu ustawy z dnia 30 kwietnia 2010 r. o zasadach finansowania nauki (Dz. U. Nr 96, poz. 615).</p> <p>2a. Przez nabycie nowej technologii rozumie się nabycie praw do wiedzy technologicznej, o której mowa w ust. 2, w drodze umowy o ich przeniesienie, oraz korzystanie z tych praw.</p> <p>Art. 26c. Ust. o PIT</p> <p>1. Od podstawy obliczenia podatku (opodatkowania), ustalonej zgodnie z art. 26 ust. 1, odlicza się wydatki poniesione przez podatnika na nabycie nowych technologii.</p> <p>2. Za nowe technologie, w rozumieniu ust. 1, uważa się wiedzę technologiczną w postaci wartości niematerialnych i prawnych, w szczególności wyniki badań i prac rozwojowych, która umożliwia wytwarzanie nowych lub udoskonalonych wyrobów lub usług i która nie jest stosowana na świecie przez okres dłuższy niż ostatnich 5 lat, co potwierdza opinia niezależnej od podatnika jednostki naukowej w rozumieniu ustawy z dnia 30 kwietnia 2010 r. o zasadach finansowania nauki (Dz. U. Nr 96, poz. 615 oraz z 2011 r. Nr 84, poz. 455 i Nr 185, poz. 1092).</p> <p>2a. Przez nabycie nowej technologii rozumie się nabycie praw do wiedzy technologicznej, o której mowa w ust. 2, w drodze umowy o ich przeniesienie, oraz korzystanie z tych praw.</p>	
3.	Rozporządzenie Ministra Gospodarki w sprawie	§ 2 Rozporządzenia Ministra Gospodarki z dnia 15 czerwca	Dopasowanie limitu pomocy publicznej ze środków Krajowego

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
	<p>wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy nie uwzględnia w pełni przepisów unijnych dotyczących pomocy publicznej, które nie tylko wyznaczają roczny – a nie jednorazowy - limit pomocy przyznanej na jedno przedsiębiorstwo, ale także zezwalają na przekazanie rocznej transzy pomocy o EUR 1 mln wyższej niż stanowi rozporządzenie.</p> <p>Adekwatne przepisy to: Wytyczne Wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach (2006/C 194/02) 4.3.1 Maksymalny poziom transz inwestycyjnych Środek pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka musi przewidywać, aby transze finansowania, w całości lub częściowo finansowane ze środków pomocy państwa, nie przekraczały 1,5 mln EUR na docelowe MŚP w okresie dwunastu miesięcy.</p> <p>Komunikat Komisji zmieniający wytyczne wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach (2010/C</p>	<p>2007 r. w sprawie wsparcia finansowego udzielanego przez Krajowy Fundusz Kapitałowy</p> <p>4. Łączna wartość środków funduszy kapitałowych korzystających ze wsparcia finansowego ze środków publicznych w ramach działań realizowanych z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka zaangażowanych w tego samego przedsiębiorcę oraz jednostki z nim powiązane w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. Nr 76, poz. 694, z późn. zm.6)), nie może przekroczyć kwoty stanowiącej równowartość w złotych polskich kwoty 1.500.000 euro według średniego kursu ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski z dnia poprzedzającego dzień podpisania umowy inwestycyjnej pomiędzy funduszem kapitałowym i przedsiębiorcą.</p>	<p>Funduszu Kapitałowego do limitu narzuconego w zmianie do Wytycznych wspólnotowych w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach.</p>

	PROBLEM	PRZEPIS	REKOMENDACJA
	329/05) 2. ZMIANY WYTYCZNYCH 1) podpunkt 4.3.1 otrzymuje brzmienie: „4.3.1. <i>Maksymalny poziom transz inwestycyjnych</i> Środek pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka musi przewidywać, aby transze finansowania – w całości lub częściowo finansowane ze środków pomocy państwa – nie przekraczały 2,5 mln EUR na docelowe MŚP w okresie dwunastu miesięcy.”		
4.	Niestabilność i niespójność przepisów prawa podatkowego	Liczne przykłady, ostatni z zasadami opodatkowania spółki komandytowo-akcyjnej.	Polepszenie stabilności prawa podatkowego i przewidywalności jego zmian.

Obszar 2. Bariery instytucjonalne i behawioralne

Podczas warsztatów rozpoznano również grupę ułatwień instytucjonalnych, lecz pozaprawnych, mogących usprawnić funkcjonowanie rynku *venture capital*, z których najistotniejsze były rekomendacje dotyczące internacjonalizacji polskiego rynku innowacji oraz tworzenia nowych instrumentów inwestycyjnych – zwłaszcza przygotowywanego przez PARP funduszu koinwestycyjnego.

Istnieje także pewna grupa problemów behawioralnych zidentyfikowanych przez uczestników rynku *venture capital*, reprezentujących zarówno sektor prywatny, jak i publiczny. Z ich wypowiedzi wyłania się obraz rynku, którego funkcjonowanie można usprawnić przy poniesieniu stosunkowo niskich kosztów wprowadzenia dobrych praktyk, oddolnie regulujących ten rynek.

	ZJAWISKO	REKOMENDACJA
1.	Luka w inwestowaniu pomiędzy etapem <i>seed</i> i <i>venture capital</i> .	Stworzenie funduszu koinwestycyjnego. Stworzenie mechanizmu zachęcającego osoby uzyskujące wysoki dochód osobisty do inwestycji w młode spółki, podobnego do Enterprise Investment Scheme bądź mechanizmów włoskiego <i>decreto-legge</i> z dnia 18 października 2012 roku.
2.	Niska zdolność uniwersytetów do zarządzania prawami własności intelektualnej.	Stworzenie przy uniwersytetach funduszy zarządzających własnością intelektualną. Taki fundusz powinien gromadzić udziały firm, którym własność przemysłowa stworzona w inkubatorach będzie sprzedawana.
3.	Brak krajowych inwestorów instytucjonalnych na rynku <i>venture capital</i> .	Należy likwidować prawne i pozaprawne bariery zniechęcające do inwestycji typu <i>private equity</i> Otwarte Fundusze Emerytalne, które powinny inwestować w obszarach tego rynku charakteryzujących się nieco niższym poziomem ryzyka.
4.	Nieetyczne działanie niektórych funduszy <i>venture capital</i> .	Wypracowanie dobrych praktyk na rynku, połączone jednak z wprowadzeniem pełnej informacji wśród przedsiębiorców na temat standardowych postanowień umów inwestycyjnych.
5.	Ryzyko obecności na rynku dużej ilości produktów nieatrakcyjnych dla konsumentów i inwestorów.	Przyjęcie <i>customer development start-up philosophy</i> – dopasowanie projektu do potrzeb rynku.
6.	Nieumiejętność pracy zespołowej, nieznajomość kultury amerykańskiego rynku <i>venture capital</i> .	Przedsięwzięcia szkoleniowe, edukacja całego rynku np. poprzez wymianę doświadczeń, programy wspierające przedsiębiorczość i internacjonalizację firm.
7.	Konieczność wspierania pomysłów rodzących się na uczelniach.	Promocja przedsiębiorczości akademickiej – skłonnych do ryzyka firm doktorantów i studentów, a nie cechujących się awersją do ryzyka firm profesorskich.
8.	Relatywnie niska jakość polskich uczelni wyższych i ich niewielka rozpoznawalność na skale międzynarodową.	Doprowadzenie jednej lub dwóch polskich uczelni do światowego poziomu.