



**INNOWACYJNA  
GOSPODARKA**  
NARODOWA STRATEGIA SPÓJNOŚCI



**UNIA EUROPEJSKA**  
EUROPEJSKI FUNDUSZ  
ROZWOJU REGIONALNEGO



Investujemy w waszą przyszłość  
dla rozwoju innowacyjnej gospodarki

# INWESTORZY PRYWATNI W POLSCE

Wydanie 1



Publikacja została wydana na zlecenie  
Agencji Rozwoju Lokalnego SA w Jaworznie

[www.arl-jaworzno.com.pl](http://www.arl-jaworzno.com.pl)  
tel. (32) 614 21 00

przez

Śląski Instytut Rozwoju Turystyki i Ochrony Środowiska Sp. z o.o. w Jaworznie.

Autor: Agnieszka Libner  
Współpraca: Regina Berdy

Skład, druk i oprawa: artPLAFO BTL Sp. z o.o. w Jaworznie.

# INWESTORZY PRYWATNI W POLSCE

Wydanie 1

## Spis treści

### Spis treści

Wstęp	3
1. Źródła finansowania rozwoju firmy i główne typy inwestorów	5
1.1 Fazy rozwoju firmy	5
1.2 Źródła finansowania	7
1.3 Porównanie źródeł finansowania	9
2. Charakterystyka źródeł finansowania o charakterze kapitałowym	11
2.1 Anioły Biznesu	11
2.2 Fundusze Private Equity	12
2.3 Fundusze venture capital	15
3. Korzyści i ograniczenia finansowania przez inwestorów prywatnych	19
4. Wymagania inwestorów kapitałowych względem MSP – aspekty prawne, organizacyjne i finansowe współpracy z funduszem	21
5. Dokumentacja niezbędna dla pozyskania inwestora	25
6. Realizacja wejścia kapitałowego	29
6.1 Badanie spółki	29
6.2 Umowa inwestycyjna	29
6.3 Współpraca inwestora z MSP po wejściu kapitałowym	30
7. Wyjście inwestora z MSP - dezinwestycja	31
8. New Connect	33
8.1 Dlaczego warto zadebiutować na New Connect	33
8.2 Podstawowe kroki w drodze na New Connect	34
8.3 Debiut	34
8.4 Obowiązki informacyjne	35
9. Giełda Papierów Wartościowych	37
9.1 Po co spółce debiut giełdowy	37
9.2 Korzyści i obawy dotyczące wejścia na GPW	38
9.3 Główne etapy procesu pozyskania kapitału na rynku publicznym	39
9.4 Zawartość i forma prospektu	42
9.5 Przykłady IPO	43
10. Wnioski	45
10.1 Perspektywy finansowania o charakterze kapitałowym	45
10.2 Perspektywy finansowania o charakterze udziałowym – NC i GPW	47

### Bibliografia



## WSTĘP

Na każdym etapie działalności przedsiębiorstwo wykorzystuje różne źródła finansowania do prowadzenia działalności gospodarczej. Źródła finansowania dzielą się na wewnętrzne i zewnętrzne. Do pierwszych należą środki uzyskane z tytułu sprzedaży towarów i usług, ze sprzedaży majątku, z odpisów amortyzacyjnych lub zatrzymanego zysku. Finansowanie zewnętrzne natomiast to najczęściej kredyty i pożyczki długo i krótkoterminowe oraz leasing finansowy. Ta forma kapitału obcego pozyskiwana jest na czas określony i po tym terminie musi być zwrócona, jej kosztem są odsetki od pozyskanego kapitału.

Istnieje jeszcze inna forma finansowania zewnętrznego – tzw. zewnętrzny kapitał własny<sup>1</sup>. Jego źródłem może być emisja akcji lub udziałów, wniesienie aportu, dopłaty wspólników/akcjonariuszy.

Jak podają dane Ernst&Young, firmy z sektora MSP stanowią 99,8% wszystkich przedsiębiorstw w Polsce, zatrudniają 70,1% pracujących i generują 47,7% PKB. Świadczy to ogromnym znaczeniu sektora MSP dla gospodarki kraju.

Jednakże dostępność finansowania dla firm tego sektora jest w naszym kraju dużo niższa niż w pozostałych krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

Wykorzystanie rządowych programów wspierających małe i średnie przedsiębiorstwa jest również znacznie niższe od europejskich norm<sup>2</sup>.

Jednocześnie sektor ten boryka się z wieloma trudnościami a jego podstawową bolączką jest brak dostatecznego kapitału na rozwój przedsiębiorstwa.

Luka finansowa w sektorze MSP w Polsce znajduje się w dwóch przedziałach: od 0,6 do 1,5 miliona dolarów oraz powyżej 3,0 milionów dolarów, a właśnie takie zapotrzebowanie deklarują właściciele małych i średnich przedsiębiorstw<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa, pod red. M. Panfila s.121

<sup>2</sup> Raport Ernst&Young "Innowacyjność sektora MSP w Polsce. Rządowe programy wsparcia a luka finansowa" Warszawa 2009.

<sup>3</sup> j.w.

Dlatego najpopularniejszym źródłem finansowania polskich firm pozostają kredyty bankowe.

Pomimo poprawiającej się sytuacji gospodarczej w Polsce w 2010 r., rynek kredytów korporacyjnych w dalszym ciągu odczuwa skutki kryzysu finansowego i może potrzebować więcej czasu na powrót do stanu sprzed jego wybuchu. W I kwartale 2010 roku na rynku zaobserwowano spadek udzielanych kredytów korporacyjnych. Według raportu Komisji Nadzoru Finansowego na koniec marca 2010 r. wartość kredytów w sektorze korporacyjnym zmniejszyły się o 11,6% rok do roku. Badania rynkowe przeprowadzone w III kwartale 2010 roku wykazały również, że większość banków nie zmieniła kryteriów przyznawania kredytów w ostatnim czasie. Instytucje finansowe oczekują dalszego zaostrzenia polityki kredytowej wobec małych i średnich przedsiębiorstw i złagodzenia wobec dużych podmiotów.

Zaostrzenie polityki kredytowej może spowodować, że luka w finansowaniu przedsiębiorstw może zostać wypełniona przez finansowanie alternatywne, na przykład w drodze emisji papierów wartościowych.

Finansowanie poprzez emisję akcji/udziałów może być wykorzystywane przez przedsiębiorców jako źródło zewnętrznego kapitału własnego poprzez oddanie części akcji/udziałów inwestorowi zewnętrznemu.



# 1

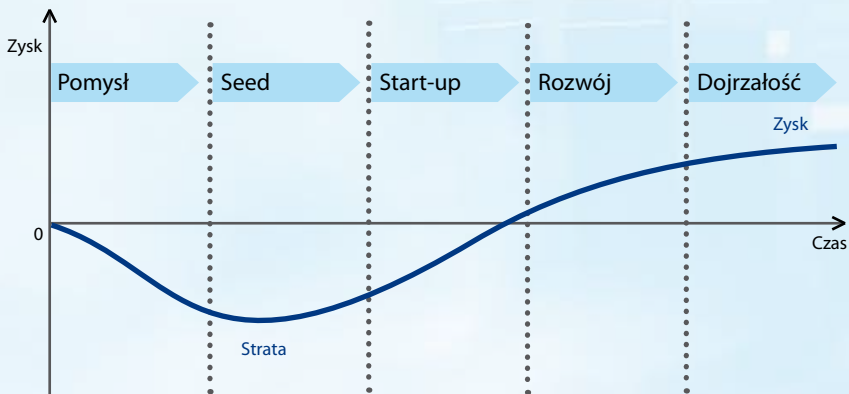
## Źródła finansowania rozwoju firmy i główne typy inwestorów

„Pieniądze różnią się kolorem” – dlatego ważne jest dopasowanie źródła finansowania do etapu rozwoju firmy.

**Gdy firma osiąga kolejne fazy dojrzałości, zmieniają się jej przepływy pieniężne i ryzyko. Przepływy powiększają się w relacji do wartości firmy, a poziom ryzyka przybliża się do średniej wartości dla przedsiębiorstw porównywalnych. W ewolucji rozwoju zmieniają się też wykorzystywane instrumenty finansowe<sup>4</sup>.**

### 1.1 Fazy rozwoju firmy

W klasycznej teorii cyklu życia firmy rozróżnia się pięć etapów: pomysł, załóżek (tzw. seed), start-up, rozwój, dojrzałość.



Rys. 1. Fazy rozwoju firmy i źródła finansowania zewnętrznego.

<sup>4</sup> Finansowanie cyklu życia firmy – Dariusz Kostrzewski, CEO Magazyn Top Menadżerów

Na etapie początkowym (tzw. seed, zasiew) firmę charakteryzuje duże zapotrzebowanie na środki finansowe. Firma nie generuje jeszcze wolnej gotówki. Źródła finansowania to najczęściej pieniądze wspólników, a finansowanie obejmuje wszelkie działania przygotowawcze związane z rozpoczęciem działalności.

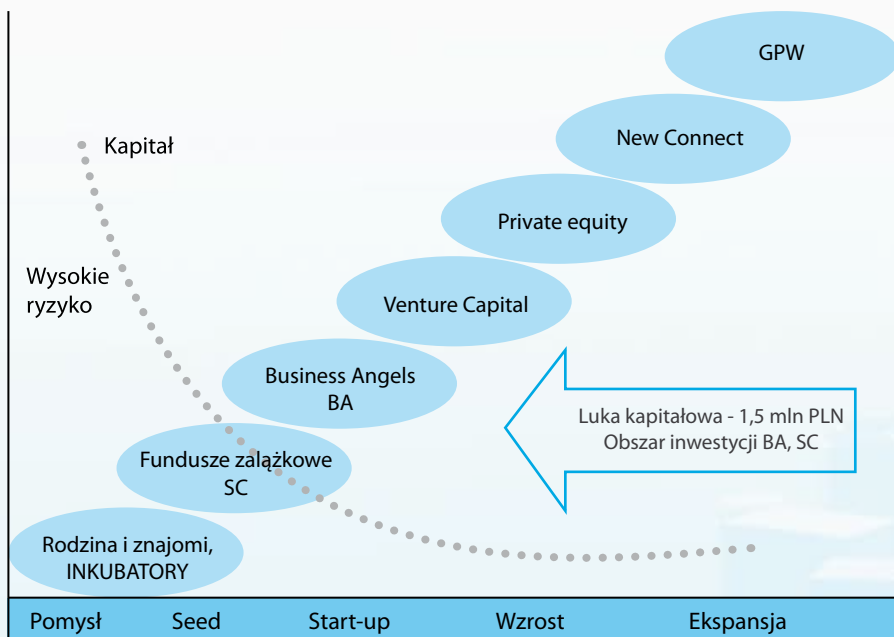
Start-up to spółka w początkowej fazie rozwoju, cechująca się posiadaniem produktu lub usługi, który w krótkim czasie może generować przychody, ale musi zostać przygotowany do sprzedaży. Na tym etapie źródłem finansowania mogą być Aniołowie Biznesu lub pieniądze wspólników.

Przedsiębiorstwa w fazie wczesnego rozwoju posiadają dobry produkt, ale brak im środków na stworzenie stabilnej organizacji oraz na dalszą ekspansję, cechują się szybko rosnącymi przychodami, lecz często również osiągnięciem ujemnego wyniku operacyjnego. Źródłem finansowania na tym etapie są często fundusze venture capital.

W fazie ekspansji potrzeby inwestycyjne i finansowe są ciągle wysokie a zysk zatrzymywany jest nadal niski (lub nawet ujemny). Na tym etapie źródłem zewnętrznego finansowania mogą być fundusze venture capital i private equity. To czas przeprowadzania pierwszej emisji publicznej na New Connect

Na etapie szybkiego wzrostu firma posiada ustabilizowaną pozycję rynkową, zapotrzebowanie na zewnętrzne finansowanie jest umiarkowane w stosunku do wartości firmy, ale niewielkie są zdolności do wypłacania dywidendy. Gwarantem ich sukcesu jest dalsza ekspansja (zarówno organiczna jak i przez przejęcia, do której środki są często pozyskiwane przez emisję akcji i wprowadzenie ich na giełdę papierów wartościowych).

Stabilny wzrost to faza dojrzałości, w której przedsiębiorstwa posiadają ugruntowaną pozycję na rynku, generują zyski i dodatnie przepływy pieniężne. Firma w fazie dojrzałej uzyskuje korzyści z inwestycji i może wypłacać rosnącą dywidendę. To skutek tego, że spółka ma duży udział zysku zatrzymanego w stosunku do potrzeb inwestycyjnych. Instrumentem finansowania zewnętrznego są emisje obligacji lub akcji.



Rys. 2. Fazy rozwoju firmy i źródła finansowania zewnętrznego.

Faza rozwoju firmy pozwala na określenie możliwych form finansowania.

## 1.2 Źródła finansowania rozwoju firmy

Do najważniejszych źródeł finansowania rozwoju firmy należą:

### Friends, Fools and Family (3xF)

Nieformalne i bardzo popularne źródło finansowania konceptu biznesowego i początkowego okresu działania przedsiębiorstwa (faza zasiewu i start-up). Wykorzystywane jest najczęściej na początku prowadzenia działalności gospodarczej i jest związana z niewielkim kapitałem (zwykle do kilkudziesięciu tysięcy złotych)

Charakterystyczne cechy finansowania:

- osobista relacja oparta na zaufaniu do przedsiębiorcy
- sposób wykorzystania i czas dostępności środków jest zwykle ściśle określony

## **Konkursy, granty i dotacje**

Te formy finansują nowopowstałe firmy, ich start, początkowy okres działalności firmy oraz konkretne inwestycje.

Przyznawane są zwykle w drodze otwartego konkursu. Przyjmują często postać bezzwrotnej pomocy o określonej maksymalnej wartości i o ściśle określonym przeznaczeniu.

Decydujące znaczenie przy ich pozyskaniu ma:

- jakość biznesplanu i pomysłu
- przedsiębiorczość i motywacja wnioskodawców

## **Anioły Biznesu**

Anioły Biznesu to prywatne osoby inwestujące posiadane środki finansowe w zamian za udziały/akcje w danym przedsiębiorstwie. Inwestują najczęściej w spółki w fazie start-up i wczesnego rozwoju. Zwykle oferują również wsparcie i doświadczenie w zarządzaniu firmą i rozwoju biznesu. Często działają i inwestują w mniej lub bardziej sformalizowanych grupach i stowarzyszeniach.

Decydujące znaczenie dla przekazania środków firmom ma:

- osobiste zaufanie do przedsiębiorcy
- możliwość bezpośredniego udziału w zarządzaniu firmą
- wiarygodność biznesplanu
- dostępność ścieżki wyjścia

## **Fundusze inwestycyjne na rynku prywatnym (Venture Capital, Private Equity)**

Środki finansowe funduszy inwestycyjnych pochodzą od osób i instytucji, którzy zarządzanie tymi środkami powierzają danemu funduszowi. Fundusze inwestują w firmy znajdujące się w początkowej fazie rozwoju lub w fazie ekspansji. Inwestycje mają zwykle charakter czasowy i polegają na przejęciu części udziałów/akcji w danej firmie. Fundusze tego typu nastawione są na inwestycje o relatywnie krótkim horyzoncie czasowym (zwykle max. 5 lat) i o wysokiej stopie zwrotu. Jednocześnie fundusze poszukują metod obniżenia swojego ryzyka (np. poprzez odpowiednie zapisy umowne lub łączenie się w konsorcja inwestycyjne).

Istotnymi czynnikami dla funduszy są:

- bardzo wysoki potencjał wzrostu firmy
- oczekiwany zwrot z zainwestowanego kapitału
- wiarygodność biznesplanu
- historia i osiągnięcia danego przedsiębiorcy oraz jakość zespołu menadżerów
- ochrona praw autorskich, możliwość opatentowania rozwiązań
- dostępność ścieżki wyjścia z inwestycji

## Giełda Papierów Wartościowych

Obecność na giełdzie papierów wartościowych znacząco podnosi wiarygodność firmy na rynku względem banków i kontrahentów. Jednocześnie pozyskanie kapitału z giełdy pozwala na zachowanie większej kontroli nad firmą niż w przypadku funduszy inwestycyjnych. Giełda Papierów Wartościowych jest sposobem finansowania dla spółek na etapie szybkiego wzrostu lub ekspansji, aczkolwiek New Connect umożliwia również pozyskanie finansowania dla spółek we wcześniejszych fazach rozwoju.

Decydujące znaczenie ma w tym przypadku:

- historia firmy
- dotychczasowe wyniki finansowe oraz prognozy na kolejne lata
- wartość i wielkość spółki
- odpowiedni zarząd i rada nadzorcza
- wizerunek firmy na rynku

### 1.3 Porównanie źródeł finansowania

Zarówno finansowanie przez bank jak i inwestorów prywatnych ma swoje zalety i wady.

Podstawową niedogodnością kredytu jest jego ograniczony charakter – granicą jest tzw. zdolność kredytowa. Nawet, jeżeli potrzeby inwestycyjne firmy są większe, może ona nie uzyskać wymaganych środków finansowych z powodu zbyt niskiej zdolności kredytowej.

Inwestor zewnętrzny nie ocenia zdolności kredytowej. Jednakże ze względu na określone ryzyko i niepewne zyski wymaga odpowiedniego dyskonta w cenie nabywanych papierów wartościowych. Ponadto staje się akcjonariuszem/udziałowcem spółki, co oznacza konieczność podzielenia się z nim zyskiem.

Wadą finansowania przez bank jest również wymóg regularnej spłaty rat kredytowych. W przypadku opóźnienia w opłaceniu raty np. z powodu przedłużającej się inwestycji bądź niższego od przewidywanego wzrostu sprzedaży, koszty obsługi długu drastycznie rosną.

W przypadku inwestora zewnętrznego, ze względu na brak konieczności spłaty rat, ten problem nie istnieje.

Dodatkowym atutem pozyskania inwestora zewnętrznego jest jego know-how i wieloletnie doświadczenie, wiedza i kompetencja jego kadry zarządzającej, które mogą być pomocne w rozwoju przedsiębiorstwa.

Inwestorzy prywatni dysponują sporymi środkami finansowymi, które są przeznaczone na rozwój innowacyjnych, dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw. Jednak, aby pozyskać inwestora, należy zrozumieć ich wymagania oraz przekonać ich do zainwestowania w wybrane przedsiębiorstwo.

Poniższa tabela prezentuje porównanie wymienionych wyżej źródeł finansowania z użyciem czterech kategorii: wielkość finansowania, elastyczność finansowania, zachowanie kontroli nad firmą przez dotychczasowych akcjonariuszy/udziałowców i wsparcie pozafinansowe (tym obejmujące m.in. doradztwo, wiedza i know-how inwestora).

	Środki własne	3xF	Aniłowicie biznesu	Fundusze inwestycyjne	Konkursy i granty	Banki	Giełda
Wielkość finansowania	*	*	**	***	**	**	***
Elastyczność finansowania	***	**	**	**	*	*	**
Zachowanie kontroli nad firmą	***	**	*	*	**	***	**
Wsparcie finansowe (doradztwo, wiedza, knowhow)	–	–	***	**	–	–	–

\* niewielka, \*\* znacząca, \*\*\* duża, – nie występuje

Rys. 3. Porównanie źródeł finansowania; opracowanie własne.



## 2 Charakterystyka źródeł finansowania o charakterze kapitałowym

### 2.1 Anioły biznesu

Anioły biznesu to nieformalni prywatni inwestorzy, którzy dysponując dużym doświadczeniem oraz kapitałem, wspierają wybrane małe i średnie przedsiębiorstwa, głównie w początkowej fazie ich działalności.

W Polsce, jak wynika z badań Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, fundusze Private Equity/Venture Capital inwestują najczęściej w już istniejące podmioty, których problemem jest brak wystarczającego kapitału na dalszy dynamiczny rozwój<sup>5</sup>.

Anioły biznesu to czasami jedyna forma finansowania przedsięwzięć, (a czasem tylko wizji przedsięwzięć), na bardzo wczesnym etapie rozwoju. Z tego powodu ta forma inwestowania obarczona jest podwyższonym ryzykiem niepowodzenia przedsięwzięcia, w szczególności z powodu zbyt dużego optymizmu w jego planowaniu, działania konkurencji, małego zainteresowania rynku. Właśnie dlatego Anioły szukają pomysłów biznesowych dających szansę na ponadprzeciętne zyski.

Do branż, w których Anioły Biznesu inwestują najczęściej, należy zaliczyć IT, internet, inżynierię medyczną, biotechnologię, inżynierię farmaceutyczną czy budownictwo. Zazwyczaj okres inwestycji Business Angels trwa od 3 do 6 lat. W tym czasie Anioł aktywnie uczestniczy w życiu firmy. Zaangażowanie to może mieć różną postać. Najczęściej zostaje on członkiem zarządu lub rady nadzorczej, osobą doradczącą w sporządzaniu biznesplanu, zachęcającą innych inwestorów lub monitorującą rozwój finansowy przedsięwzięcia.

Ważniejszym elementem inwestycji niż sam kapitał, jest wartość intelektualna oraz doświadczenie inwestora, które pomagają prowadzić biznes młodej spółce.

---

<sup>5</sup> Tamowski P., Venture capital – kapitał na start, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk 2004.

Oferuje on także sieć cennych kontaktów, co pozwala na negocjacje lepszych warunków z partnerami biznesowymi oraz daje szansę na pozyskanie wybitnych menedżerów, którzy będą pracować na rzecz przedsiębiorstwa.

Oczywiście Anioł Biznesu nie oferuje swojej pomocy za darmo. Najczęściej obejmuje on pakiet udziałów w spółce (często większościowy) oraz zapewnia sobie możliwość wpływania na kierowanie firmą. Nie należy się jednak tego obawiać, ponieważ inwestor ma cele zbieżne z celami przedsiębiorcy – chce rozwinąć firmę i zwiększyć jej wartość w ciągu 5-7 lat. Po tym okresie sprzedaje on swoje udziały w firmie na rzecz pozostałych wspólników, inwestorów strategicznych albo innych funduszy Venture Capital. Przedsiębiorstwa mogą liczyć na pozyskanie kapitału w wysokości od 50 tys. zł do ok. 1 mln. zł.

Ocenia się, że mimo dużego ryzyka, znaczenie Aniołów Biznesu będzie nieustannie wzrastać. Ma na to wpływ kilka czynników, z których najważniejszy to nastawienie globalnej gospodarki na innowacyjność i rozwój nowych technologii oraz intensywny w ostatnim czasie rozwój przedsiębiorczości.

Przykłady firm, które rozwinęły się dzięki Aniołom Biznesu: Google, Skype, Starbucks, Dell, Yahoo!, Apple Computer, Amazon.com, najlepiej świadczą o dużych możliwościach tej formy zewnętrznego finansowania.

## **2.2 Fundusze Private Equity**

### **Co to jest fundusz inwestycyjny?**

Fundusz Private Equity (PE) to inwestor kapitałowy, który finansuje rozwój spółki poprzez podwyższenie kapitału lub nabywa spółkę poprzez zakup akcji / udziałów lub przez połączenie tych dwóch sposobów (jednoczesny zakup i emisja).

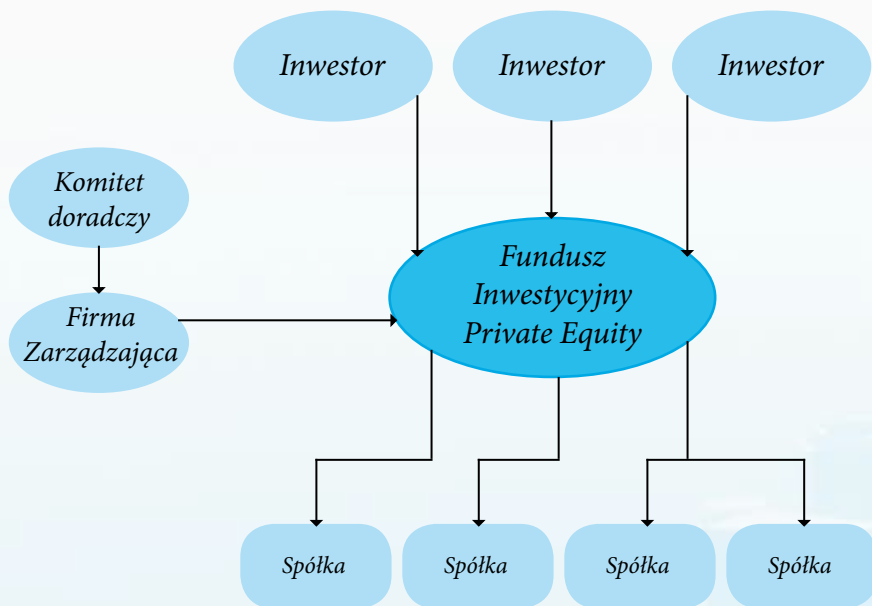
Fundusz (PE) zakłada określony czas inwestycji: typowy okres to 3-6 lat.

Celem funduszu inwestycyjnego jest objęcie akcji/udziałów w kapitale spółki i wspólna praca nad wzrostem jej wartości w celu dalszej odsprzedaży posiadanego pakietu z zyskiem.

Celem finansowania może być rozwój nowych produktów, usług i technologii, zwiększenie kapitału obrotowego lub wzmocnienie struktury bilansu<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Na podst. Definicji European Private Equity and Venture capital Association



Rys. 4. Struktura funduszu.

### W jaki sposób inwestuje fundusz?

Inwestycje funduszu PE odbywa się najczęściej poprzez emisję nowych akcji/ udziałów w kapitale spółki i dostarczenie jej w ten sposób środków pieniężnych na rozwój

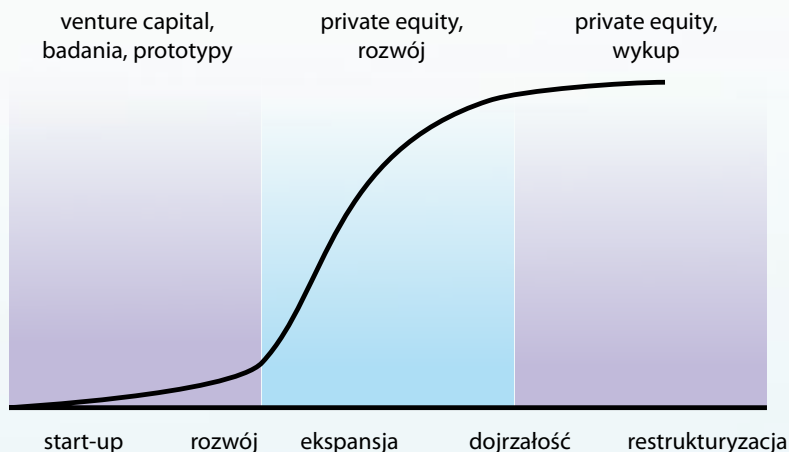
W rezultacie uzyskania kapitału następuje przyspieszenie rozwoju spółki i wzrost jej wartości. Zakończenie inwestycji polega na sprzedaży pakietu posiadanego przez Inwestora. Dopiero wtedy urzeczywistnia się zysk funduszu i można określić precyzyjnie stopę zwrotu z dokonanej inwestycji.

### W jakie spółki inwestuje fundusz?

Fundusze Private Equity są zainteresowane przedsiębiorstwami na każdym etapie rozwoju, jednak większość funduszy inwestuje w spółki w fazie ekspansji. Zdarza się również, że fundusz inwestuje w spółkę na rynku dojrzałym restrukturyzując jej procesy, usługi czy produkcję, w wyniku czego spółka ponownie wchodzi w fazę rozwoju.

Idealna spółka dla funduszu inwestycyjnego to firma o stabilnej lub rosnącej pozycji rynkowej, działająca w branży w stadium wzrostowym. Praktyka pokazuje, że tylko nieliczne firmy funkcjonujące na rynku spełniają ww. kryteria.

## W jakie spółki inwestuje fundusz?



Rys. 5. Fazy rozwoju spółki i inwestycje PE.

Rynek funduszy inwestycyjnych w formie, w jakiej znamy go obecnie, istnieje już od ponad 30 lat.

Poszczególne fundusze Private Equity mają własną politykę inwestycyjną, która często preferuje wybrane branże, regiony geograficzne lub etapy rozwoju przedsiębiorstwa.

Specyfika działalności funduszy PE polega na tym, że w okresie trwania inwestycji - przeciętnie od 3 do 5 lat - wspomagają one przedsiębiorstwa swoją fachową wiedzą i budują ich wartość, aby po tym okresie zrealizować zyski wychodząc z inwestycji (sprzedając akcje lub udziały).

### Czy każda firma nadaje się do transakcji?

Nie każda firma może pozyskać fundusz PE. Dlatego przed zgłoszeniem się do inwestora kapitałowego warto zadać sobie następujące pytania:

- czy firma działa na perspektywnym rynku i posiada ambitne plany rozwojowe?
- czy spółka posiada potencjał umożliwiający jej wzrost wartości spółki?
- czy firma ma produkt/usługę, która przynosi wartość dodaną dla klienta?
- czy kadra menadżerów ma doświadczenie w branży i jej skład jest kompletny?

- czy właściciel firmy/projektu jest w stanie podzielić się własnością w firmie? Jeżeli odpowiedzi są na TAK inwestor będzie zainteresowany współpracą.

### Kiedy fundusz jest niezbędny?

Fundusz jest niezbędny wtedy, gdy istnieje luka w finansowaniu planowanej inwestycji tj. kapitał własny lub kapitał własny wraz z kredytem nie są wystarczające do sfinansowania inwestycji.

### Jak znaleźć odpowiedni fundusz?

Każdy fundusz PE posiada własną charakterystykę, tj. inwestuje:

- w firmy na odpowiednim etapie rozwoju
- w określone specjalizacje branżowe
- na określonym geograficznie obszarze
- założoną przez fundusz kwotę kapitału

Dlatego podstawową czynnością przy pozyskiwaniu funduszu kapitałowego jest poznanie profilu inwestycyjnego inwestora.

## 2.3 Fundusze Venture Capital

Fundusze Venture Capital są jedną z odmian funduszy inwestycyjnych, działających na rynku prywatnym, inwestujących w przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju.

Na polskim rynku kapitałowym, w 2009 r. funkcjonowały 52 fundusze venture capital, które zainwestowały w 261 spółek.

Venture Capital to fundusz finansujący nowe przedsięwzięcia, które charakteryzują się innowacyjnością, a w związku z tym większym ryzykiem niepowodzenia, ale jednocześnie posiadają większy potencjał rozwoju i szanse na wysoką dynamikę wzrostu. Z tego powodu w kręgu zainteresowań znajdują się głównie nowo powstałe przedsiębiorstwa działające w segmencie wysokich technologii – np.: firmy informatyczne, biotechnologiczne, itp.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa jest głównym celem funduszu Venture Capital. W tym celu fundusze VC nie tylko finansują przedsiębiorstwo ale często zapewniają fachową biznesową pomoc, poprzez wsparcie przedsiębiorstwa w opraco-

waniu nowej strategii, w restrukturyzacji lub przeprowadzeniu nowych inwestycji. W tym przypadku pomoc polega głównie na bieżącym monitoringu działań, współuczestnictwie w podejmowaniu strategicznych decyzji i rozwiązywaniu bieżących problemów<sup>7</sup>.

Źródłem zysku funduszu jest wzrost wartości spółki. Fundusz powinien zatem, dążyć do zwiększenia jej wyceny. Jednakże jest on zainteresowany przede wszystkim tym, aby spółka miała wizję, jasno określoną strategię i potencjał dalszego wzrostu, żeby była transparentna i przestrzegała międzynarodowych standardów biznesowych. Wtedy nadal będzie atrakcyjna dla inwestorów i fundusz nie będzie miał problemów z wyjściem z inwestycji<sup>8</sup>.

Fundusz venture capital (VC) ma przewagę nad innymi sposobami finansowania w kilku ważnych punktach. Najpopularniejszy sposób - kredyt bankowy - wymaga posiadania wysokich zabezpieczeń i obciąża firmę koniecznością regularnych spłat, co z kolei wymaga systematycznej i wysokiej płynności. Trudno go uzyskać firmie młodej lub już obciążonej długiem. Z kolei inwestor branżowy z reguły przejmuje kontrolę nad nabywaną spółką, włącza ją w swoje struktury i wymaga dostosowania jej działalności do swoich celów. To zaś oznacza zwykle utratę niezależności firmy i jej zarządu. Oferta publiczna nie jest w Polsce zbyt popularna. Zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw jej procedura jest zbyt kosztowna i czasochłonna. Poza tym, szanse pozyskania kapitału tą drogą zależą w bardzo dużym stopniu od giełdowej koniunktury.

Jak na tym tle wygląda venture capital? Inwestor VC staje się współnikiem - bierze na siebie ryzyko inwestycji wspólnie z innymi właścicielami firmy. Jego cel jest taki sam jak cele innych właścicieli i kierownictwa przedsiębiorstwa: rozwój firmy i znaczący wzrost jej wartości w perspektywie kilku lat. Inwestor VC na tym właśnie zarabia i wie jak to robić, ma bowiem doświadczenie w pomnażaniu wartości przedsiębiorstw. Starannie kalkuluje ryzyko, ale gotów jest inwestować w takie przedsięwzięcia, które nie mają szans na uzyskanie kredytu. Korzystanie z venture capital nie jest obciążone spłatami odsetek. Fundusz VC zarabia tylko wtedy, gdy zarabiają inni udziałowcy spółki - gdy wzrasta wartość jej udziałów (akcji).

Venture capital to kapitał długoterminowy. Inwestycje venture capital mają kilkuletnią perspektywę, kapitał pozostaje w spółce zwykle od 3 do 7 lat. Fundusze VC to inwestor elastyczny i cierpliwy. Gdy firma znajdzie się w kłopotach, stara się jej pomóc - jest przecież jej współwłaścicielem. Wie, że efekty zwykle nie przychodzą od razu, a nawet dobre firmy miewają przejściowe problemy. Ma pieniądze

---

<sup>7</sup> K. Sobańska, P. Sieradzan, Inwestycje private equity/venture capital, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.

<sup>8</sup> Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa, pod red. M. Panfila

na dalsze inwestycje, gdy firma ich potrzebuje. Ponadto, podczas gdy zadłużenie utrudnia zaciągnięcie dalszych kredytów, to inwestycja venture capital wprost przeciwnie - poprawia stosunek zadłużenia do kapitałów własnych firmy i zwiększa jej zdolność kredytową.

Venture capital to nie tylko pieniądze. Podejmując współpracę z funduszem VC spółka zyskuje wspólnika, który ma doświadczenie, kontakty i myśli w kategoriach długoterminowych. Analizując setki i tysiące projektów inwestycyjnych, badając setki przedsiębiorstw i współpracując z wieloma firmami, inwestorzy VC zyskują bogate doświadczenie, z którego warto skorzystać. Mają rozległe kontakty w biznesie i instytucjach finansowych, znają firmy konsultingowe i prawników. Dzięki temu mogą służyć naprawdę przydatną pomocą oraz - co więcej - przysparzać spółce znacznie większej wiarygodności. Poza tym monitorują działalność firmy, w szczególności pod względem finansowym, co pozwala zawczasu zidentyfikować możliwe problemy i wspólnie szukać ich rozwiązania. To właśnie połączenie pieniędzy, doświadczenia i długoterminowego zaangażowania w firmę przesądza o atrakcyjności venture capital<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> [www.ppea.org.pl](http://www.ppea.org.pl)





## 3 Korzyści i ograniczenia finansowania przez inwestorów prywatnych

Każde z wyżej opisanych źródeł finansowania ma swoją charakterystykę i kieruje swoją ofertę do innego odbiorcy. Jednakże cechą wspólną funduszy jest to, udzielają środków finansowych poprzez wejście kapitałowe do spółki. Dlatego można zdefiniować wspólne dla każdego rodzaju finansowania korzyści i ograniczenia jakie powoduje pojawienie się inwestora prywatnego w firmie.

Do najważniejszych zalet tego typu finansowania należy zaliczyć:

- pozyskanie finansowania bez wymaganych zabezpieczeń finansowych
- brak kosztów finansowych (odsetek)
- brak konieczności zwrotu kapitału
- forma i wysokość kapitału bardziej dostosowane do potrzeb firmy
- uporządkowanie struktur w przedsiębiorstwie, nakreślenie i realizacja przyjętej strategii
- możliwość korzystania z wiedzy i doświadczenia inwestora w zakresie zarządzania, marketingu, finansów
- wzrost wiarygodności na rynku
- pozyskanie nowych kontaktów biznesowych

Anioły Biznesu i Fundusze kapitałowe z reguły zakładają pasywny charakter inwestycji, pozostawiając dotychczasowemu właścicielowi swobodę działania w ramach zaplanowanej strategii. W celu zapewnienia kontroli nad spółką, działalność jej jest na bieżąco monitorowana.

Bezpośrednia ingerencja funduszu w zarządzanie ma miejsce tylko w przypadku kłopotów firmy w zakresie bieżącej działalności i braku realizacji założonych planów.

Do najważniejszych ograniczeń finansowania spółki przez inwestora prywatnego należy zaliczyć:

- utratę pełnej kontroli nad firmą
- rozdwojenie kapitału - konieczność dzielenia się zyskiem z funduszem/Aniołem Biznesu

- konieczność dostosowania działalności firmy do wymogów funduszu
- kilkuletni okres obecności inwestora w firmie
- ryzyko przejęcia spółki, w szczególności w wyniku konfliktu lub braku odpowiednich zapisów w umowie.

Z reguły korzystanie z finansowania przez anioły biznesu/fundusze inwestycyjne jest korzystne dla spółki – podnosi jej wiarygodność i konkurencyjność na rynku, jednakże zawsze przed podjęciem decyzji o wyborze tej formy finansowania należy wykonać dokładną analizę korzyści i ograniczeń tej transakcji dla spółki.



# 4

## Wymagania inwestorów kapitałowych względem MSP - aspekty prawne, organizacyjne i finansowe współpracy z funduszem

### Co wpływa na ocenę projektu przez inwestora i możliwość wejścia funduszu?

Do najważniejszych czynników należą:

- ilość posiadanych przez fundusz wolnych środków – czy ich wielkość jest odpowiednia dla pomysłu
- wycena pomysłu/projektu
- preferencje sektorowe funduszu
- doświadczenie sektorowe funduszu
- doświadczenie funduszu na rynku lokalnym
- jasno określone oczekiwania w zakresie uprawnień zarządczych i wpływu na strategię spółki (relacje: fundusz – właściciel firmy)
- zakres kontaktów biznesowych mogący wspomagać projekt

Ocena projektu następuje najczęściej w oparciu o potrzeby kapitałowe danego projektu oraz negocjacje z pomysłodawcami. Fundusz ocenia:

- na co spółka chce pozyskać środki?
- okres na jaki potrzebuje środków?
- kwoty na poszczególne elementy inwestycji?
- jaki poziom środków będzie stanowiła inwestycja, a jaki środki obrotowe?
- jaka jest prognoza finansowa dla inwestycji?
- jak realne są założenia w/w prognozy i źródła weryfikacji założeń?

Inaczej mówiąc inwestor zadaje sobie dwa ważne pytania:

**„Czy warto?”**

**„Za ile warto?”**

Istotne znaczenie w okresie osiągnięcia porozumienia z inwestorem odgrywa wycena przedsiębiorstwa.

Istnieje wiele metod wyceny – między innymi metody majątkowe, porównawcze, dochodowe.

Jednakże wycena projektów we wczesnej fazie jest bardzo trudna.

Tradycyjne metody wyceny zawodzą, ponieważ firmy takie nie mają najczęściej przychodów, a w przypadku bardzo innowacyjnych przedsięwzięć analiza porównawcza jest praktycznie niemożliwa

Należy pamiętać, że w przypadku funduszu stopa zwrotu z inwestycji nie jest gwarantowana, tak jak w przypadku kredytu bankowego. Oczekiwany zwrot z inwestycji fundusz urzeczywistnia dopiero w momencie wyjścia z inwestycji. Dlatego tak ważne jest takie zaprezentowanie pomysłu, żeby usunąć wszystkie wątpliwości po stronie inwestora.

### Co wpływa na ocenę inwestora i możliwość wejścia funduszu z punktu widzenia przedsiębiorcy?

Kluczowymi kwestiami w zakresie oceny zdolności finansowej inwestora przez pomysłodawcę jest:

- określenie limitów transakcyjnych
- uwiarygodnienie posiadania środków
- określenie struktury udziałów inwestora w innych podmiotach,
- określenie wpływu inwestora na inne podmioty gospodarcze i czy wynikają z tego faktu jakieś zobowiązania finansowe
- określenie zasad wpływu środków do projektu i możliwych okresów ich przekazania

Inaczej mówiąc, pomysłodawca przed pozyskaniem finansowania powinien zadać sobie pytania:

- jakie środki finansowe mogę otrzymać?
- kiedy i w jaki sposób będą mi one przekazywane?
- na co mogę przeznaczyć środki finansowe?
- jaki poziom decyzji muszę uzgadniać z inwestorem?
- jaki wpływ na decyzje finansowe ma inwestor?

### Kiedy niemożliwe jest porozumienie?

Faktem jest, że na rynku istnieje duża liczba pomysłów, jednakże tylko nie wiele z nich otrzymuje wsparcie inwestora.

Jednocześnie nie znalezienie porozumienia z Inwestorem wcale nie oznacza, że projekt jest zły. Być może należy jeszcze lepiej przygotować jego dokumentację, bądź skierować ofertę do innego inwestora (inna branża, inne możliwości finansowe, itp.)

Porozumienie nie jest możliwe, gdy:

1. firma nie jest gotowa na inwestora, nie posiada:

- uporządkowanej struktury organizacyjnej
- wypracowanej strategii działania
- spójnej i skutecznej promocji
- jasno określonego modelu biznesu

2. przedsiębiorca nie jest gotowy na inwestora, gdy:

- nie jest zdeterminowany szybkim wzrostem wartości firmy
- nie jest gotów „oddać” znaczącej części udziałów w swojej firmie
- nie jest gotów zaakceptować zasad współpracy z inwestorem (raportowanie, wpływ na kluczowe decyzje związane z rozwojem firmy)

Jakie projekty są odrzucane?

- niepasujące do polityki inwestycyjnej funduszu:
- zbyt mała lub zbyt duża wartość inwestycji
- branża nieodpowiadająca polityce inwestycyjnej
- pakiet nieodpowiadający polityce funduszu
- rynek uznany za nieatrakcyjny
- brak realnej szansy na sprzedaż pakietu funduszu w przyszłości
- brak realnej szansy na osiągnięcie oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji





# 5

## Dokumentacja niezbędna dla pozyskania inwestora

### Schemat działania w celu pozyskania finansowania ze środków PE

1. Przygotowanie dokumentów,
2. Pierwsza prezentacja i przejście wstępnych analiz,
3. Dalsze pytania inwestora i udzielanie dodatkowych informacji, spotkania przedstawicieli funduszu z zarządem spółki,
4. Akceptacja projektu, uzgodnienie wstępnych warunków transakcji, podpisanie listu intencyjnego (tzw. Term sheet lub Letter of intent)
5. Pogłębione badanie firmy (due dilligence), obejmujące analizę biznesową, audyt finansowy i prawny, analizę organizacyjną, czasem też analizy dotyczące technologii czy ochrony środowiska,
6. Konsensus w kwestii kierunku rozwoju firmy,
7. Negocjacje - inwestor i władze spółki ustalą warunki inwestycji: określenie udziałów stron, ich praw i obowiązków, reprezentacji w radzie nadzorczej, zasady ewentualnego systemu opcji menedżerskich itp. oraz ustalenie ceny, za jaką inwestor nabywa określony udział w spółce,
  - negocjacje zwykle toczą się równolegle do due dilligence. W rzeczywistości, zarys głównych warunków oraz oczekiwana cena transakcji, uwzględnione są w umowie między stronami już na wczesnym etapie przeprowadzania due dilligence.
8. Zatwierdzenie poczynionych ustaleń, jeśli negocjacje i due dilligence zakończą się pomyślnie,
9. Podjęcie ostatecznej decyzji o inwestycji przez Komitet Inwestycyjny,
10. Podpisanie umowy,
11. Przekazanie kapitału.

Pierwszym elementem procesu decyzyjnego jest przedstawienie dokumentów. Dlatego dla prawidłowej prezentacji swojej firmy/pomysłu należy dobrze przygotować dokumenty, będące podstawą rozmów z inwestorem, w szczególności biznesplan.

### **Przygotowaniu dobrego biznesplanu warto poświęcić należyłą uwagę!**

Najczęściej biznesplan ma typową strukturę i powinien zawierać następujące elementy:

- idea biznesowa / podsumowanie - zawiera najważniejsze punkty planu i przedstawia główną ideę na maksymalnie dwóch stronach
- ogólna informacja o firmie - rzeczowy opis firmy, prawa własności i historia
- produkty (lub usługi) - opisuje produkt lub usługi oraz wskazuje czym wyróżniają się wśród konkurencyjnych produktów i usług
- analiza rynku - dostarcza opisu typowego klienta, obszary działań konkurencji, wielkości rynku i jego spodziewanego rozwoju
- strategia i wdrażanie - opisuje sposób sprzedaży produktu i pozyskiwania rynku, sposób realizacji planu i osiągnięcia wszystkich istotnych etapów
- ogólny opis zarządu - dostarcza charakterystyki zarządu, ich doświadczenia i kluczowych osiągnięć
- plan finansowy - zawiera podstawowe szacunki finansowe, w tym: sprzedaż, przepływ gotówki i zyski

**Dobre praktyki w pisaniu biznesplanu to przede wszystkim spójność** zapisów w poszczególnych rozdziałach i całym dokumencie.

Należy koncentrować się na osi konceptu biznesowego i głównej idei przedsięwzięcia, wykonać solidną analizę rynku poprzez: wywiad w terenie, internet, wywiad gospodarczy (znajomi znajomych, serwisy społecznościowe, podobna firma, która nie stanowi konkurencji etc.)

Przy konstruowaniu prognoz należy pamiętać, że odbiorca dokumentu nie oczekuje wyjątkowo optymistycznych danych, (typu: w ciągu 2 lat uda się zdobyć cały rynek), najistotniejsze jest, żeby prognozy były **realistyczne**. Jednocześnie należy pamiętać, że nadmierny konserwatyzm i ostrożność przy formułowaniu prognoz wzrostu, poziomu kosztów mogą być odebrane przez inwestora jako brak wiary w pomysł lub niedostateczne zaangażowanie w badanie rynkowe. Dlatego zaleca się przygotowanie analiz w trzech wariantach: optymistycznym, realistycznym i pesymistycznym wraz z określeniem czynników ryzyka dla każdego z nich.

### **Podstawowe błędy w przygotowaniu biznesplanu to:**

- brak spójności (wizja vs. produkt vs. rynek vs. plan vs. finanse)
- zbyt mało czasu na przygotowanie biznesplanu
- zbyt dużo uwagi poświęcone produktom

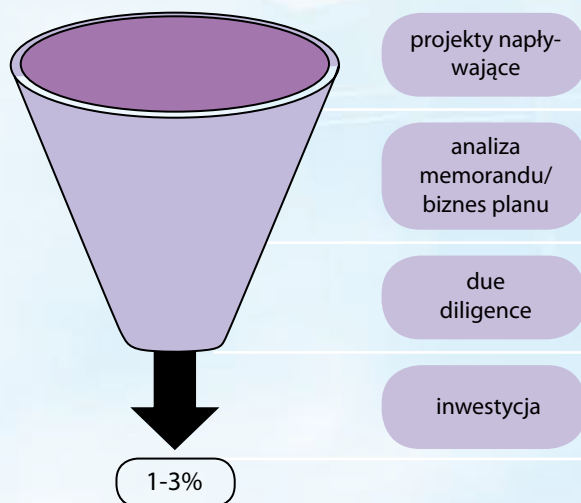
- zbyt mało uwagi poświęcone modelowi biznesu
- zbyt mało uwagi poświęcone marketingowi
- zbyt mało uwagi poświęcane finansom

W celu przedstawienia jak istotne jest napisanie dobrego biznesplanu, poniżej przedstawiony został przykład podany przez jeden z funduszy VC:

Ze stu otrzymanych biznesplanów ponad połowa została odrzucona już po pierwszej lekturze, następnie 25 po dalszych kilku godzinach krytycznego badania, kolejnych 10 firm nie sprostało pogłębionej analizie. Tylko kilka przeszło szczęśliwie przez negocjacje dotyczące warunków umowy i zakończyło się inwestycją.

Opisana sytuacja nie jest niczym wyjątkowym. Bardzo często do funduszy zgłaszają się pomysłodawcy, posiadający jedynie wizję planowanego przedsięwzięcia. Po pierwszych próbach jego „urynkowania” poprzez stworzenie jego opisu, modelu biznesu i projekcji finansowych okazuje się, że jest on nierentowny, lub wymaga znacznie większych nakładów finansowych, lub jest niemożliwy do zrealizowania.

Sytuację tę najlepiej przedstawia poniższy schemat.



Rys. 6. Procentowy udział inwestycji w ogólnej liczbie zgłaszanych projektów.

Prezentowany materiał powinien przedstawiać spółkę - jej historię, właścicieli, produkty, pozycję na rynku, konkurencję, strategię rozwoju, wyniki i prognozy oraz potrzeby kapitałowe, a także doświadczenie zawodowe głównych akcjonariuszy i członków zarządu.

**Bliższe informacje o tym, co dokumentacja powinna zawierać, należy uzyskać u inwestorów.**

Należy pamiętać, że fundusz kapitałowy to wyspecjalizowany podmiot znający się na nabywaniu firm i wzroście ich wartości. Często będzie dążył do bycia większościovym udziałowcem /akcjonariuszem. Inwestuje czasowo. Jego celem jest jak największy zwrot z zainwestowanego kapitału.

**Dlatego im lepsze przygotowanie przed pierwszym kontaktem z funduszem, tym lepsza pozycja w ostatecznych negocjacjach**

Przedstawiciele funduszy zawodowo zajmują się kupowaniem i sprzedażą spółek, a właściciele/menedżerowie zazwyczaj robią to pierwszy raz.

Dlatego warto zatrudnić doradcę do prowadzenia procesu pozyskania funduszu PE.

Atuty doradcy zewnętrznego to przede wszystkim zewnętrzna, „chłodna” ocena pomysłu inwestycyjnego i biegła znajomość oczekiwań i wymagań inwestora kapitałowego. Doradca finansowy reprezentuje interesy przedsiębiorcy. Informacje o spółce i szczegóły transakcji może wykorzystywać wyłącznie w celu analizy i przygotowania inwestycji, nie powinien udostępniać uzyskanych informacji osobom trzecim z wyjątkiem pracowników i przedstawicieli inwestora.

Typową praktyką jest podpisanie z doradcą umowy o poufności. Główny zapis, który powinien wystąpić w umowie:

„Doradca zobowiązuje się do zachowania w tajemnicy wszelkich informacji, w których posiadanie wejdzie w związku z prowadzonymi negocjacjami w sprawie Inwestycji, a które zostaną przekazane Doradcy przez Spółkę lub inne podmioty działające w jej imieniu.”



# 6

## Realizacja wejścia kapitałowego

### 6.1 Badanie spółki

Po podpisaniu listu intencyjnego fundusz przystępuje do szczegółowego zbadania spółki i projektu, W szczególności wykonuje się pogłębione badanie firmy (*due dilligence*), obejmujące analizę biznesową, audyt finansowy i prawny, analizę organizacyjną, w przypadkach uzasadnionych również analizy dotyczące technologii czy ochrony środowiska.

Kolejny krok to przyjęcie konsensusu w kwestii kierunku rozwoju firmy oraz negocjacje.

Inwestor i władze spółki ustalają warunki inwestycji: określenie udziałów stron, ich praw i obowiązków, reprezentacji w radzie nadzorczej, zasady ewentualnego systemu opcji menedżerskich itp. oraz ustalenie ceny, za jaką inwestor nabywa określony udział w spółce,

Negocjacje zwykle toczą się równoległe do *due dilligence*.

W rzeczywistości zarys głównych warunków oraz oczekiwana cena transakcji, uwzględnione ostatecznie w umowie między stronami, określane są już na wczesnym etapie przeprowadzania *due dilligence*.

### 6.2 Umowa inwestycyjna

Jeśli negocjacje i *due dilligence* zakończą się pomyślnie, następuje zatwierdzenie poczynionych ustaleń, podjęcie ostatecznej decyzji o inwestycji przez Komitet Inwestycyjny, podpisanie umowy i przelanie kapitału.

Co powinno znaleźć się w umowie:

- podział udziałów
- jakie organy w firmie obejmie Inwestor (np. miejsce w radzie nadzorczej)
- do jakiej pomocy zobowiązuje się Inwestor

- sposób podejmowana decyzji
- zakaz konkurencji
- mechanizm wyjścia Inwestora z inwestycji

### **6.3 Współpraca inwestora z MSP**

Decyzja o kapitałowym zaangażowaniu w spółkę oznacza rozpoczęcie długoterminowej współpracy opartej na wzajemnym zaufaniu i poszanowaniu interesów partnerów.

Fundusz jest zwykle reprezentowany w spółce poprzez swojego przedstawiciela (przedstawicieli) w radzie nadzorczej, monitoruje bieżącą działalność i wyniki osiągnięte przez firmę oraz wspiera zarząd w kwestiach strategicznych. Z reguły nie włącza się w bieżące zarządzanie spółką, ale wspomaga jej kierownictwo służąc swoją wiedzą i doświadczeniem lub zapewniając sprawdzonych ekspertów od finansów, strategii, marketingu bądź spraw pracowniczych.



# 7

## Wyjście inwestora z MSP – dezinwestycja

Gdy firma rozwinie się zgodnie z oczekiwaniami, fundusz przystępuje do wyjścia ze spółki (dezinwestycji). Zależnie od polityki funduszu, branży i charakteru spółki oraz sytuacji na rynku, następuje to zwykle po 3-7 latach.

Sposób wyjścia jest uzgadniany podczas początkowych negocjacji, zawarty w umowie i może oznaczać:

- emisję akcji na rynku publicznym
- pozyskanie inwestora branżowego lub innej instytucji finansowej
- wykupienie akcji przez pozostałych udziałowców, zarząd spółki itd.

Może to nastąpić w kilku etapach lub jednorazowo. Fundusz opuszcza spółkę i realizuje swój zysk.

Fundusz wychodzi z inwestycji w czasie gdy osiągnie założony cel: firma po fazie dynamicznego wzrostu przechodzi w fazę stałego wzrostu, a wartość spółki znacząco wzrasta w porównaniu z momentem wejścia finansowego, co pozwala na urzeczywistnienie zakładanej stopy zwrotu z inwestycji.

### Jak szukać odpowiedniego funduszu?

Warto skontaktować się z Polskim Stowarzyszeniem Inwestorów Kapitałowych (PSIK) [www.psik.org.pl](http://www.psik.org.pl), które zrzesza kilkadziesiąt firm zarządzających funduszami private equity,

Prawie wszystkie są zainteresowane inwestycjami od poziomu 5-10 mln EURO, nieliczne deklarują możliwość finansowania w formie kapitału na poziomie 2 mln EURO.

Główny profil inwestycji to firmy duże do realizacji konsolidacji. Fundusze nie deklarują specjalizacji branżowej inwestycji. W Stowarzyszeniu funkcjonuje jeden fundusz o specjalizacji inwestycji z menedżerami.





# 8

## NEW CONNECT

Rynek New Connect (NC) został utworzony 30 sierpnia 2007 roku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jako rynek dla młodych perspektywicznych firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

NC stworzony został głównie dla innowacyjnych branż, opartych przede wszystkim na aktywach niematerialnych, m.in. IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologia, ochrona środowiska itp., w tym dla spółek w początkowej fazie (ale o dużej dynamice) rozwoju, nawet bez historii działalności.

New Connect jest szansą dla spółek na pozyskanie kapitału nawet mimo braku zdolności kredytowej. To szybki i tani sposób pozyskania finansowania na rozwój firmy. Na NC wchodzi firmy poszukujące zwykle kapitału od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów zł.

NC to rynek dla firm z wizją i szansami na debiut na rynku głównym w przyszłości.

### 8.1 Dlaczego warto zadebiutować na New Connect?

NC charakteryzują proste procedury i niewielkie wymogi formalne.

Do podstawowych wymogów formalnych należą:

- posiadanie statusu spółki akcyjnej
- spółka nie może być w stanie upadłości lub postępowania likwidacyjnego
- spółka musi posiadać nieograniczoną zbywalność akcji
- spółka musi współpracować z Autoryzowanym Doradcą oraz Animatorem Rynku
- sporządzenie odpowiedniego Dokumentu dopuszczeniowego

Sporządzenie dokumentu dopuszczeniowego jest tańsze niż w przypadku wejścia na rynek regulowany GPW. Niższe są również koszty przygotowań do debiutu i "bycia" spółką giełdową. Będąc spółką publiczną, przedsiębiorstwo uzyskuje

świetną ekspozycję firmy i jej produktów wśród inwestorów, a także promocję i wzrost rozpoznawalności marki.

## **8.2 Podstawowe kroki w drodze na New Connect**

1. Decyzja o debiucie na New Connect
2. Zawarcie umowy z Autoryzowanym Doradcą
3. Przekształcenie spółki w spółkę akcyjną jeśli jest to konieczne (na podstawie uchwały walnego zgromadzenia wspólników)
4. Wybór biegłego rewidenta i ocena sprawozdania finansowego;
5. Podjęcie uchwały przez walne zgromadzenie akcjonariuszy spółki o emisji akcji i wprowadzeniu ich do notowań na NC
6. Sporządzenie dokumentu informacyjnego przez Autoryzowanego Doradcę
7. Road Show czyli pozyskanie inwestorów
8. Złożenie wniosku do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych o dematerializację oraz rejestrację akcji
9. Złożenie wniosku do GPW o wprowadzenie akcji (lub praw do akcji) do alternatywnego systemu obrotów
10. Poprawki lub zatwierdzenie dokumentu informacyjnego
11. Wyznaczenie pierwszego dnia notowań akcji (lub PDA) – debiut spółki na New Connect

## **8.3 Debiut**

Funkcjonują dwa sposoby debiutu na NC: poprzez emisję prywatną lub emisję publiczną.

### **1. Emisja prywatna:**

- oferta skierowana jest maksymalnie do 99 podmiotów – inwestorów instytucjonalnych i prywatnych
- dopuszczenie akcji do obrotu następuje na podstawie dokumentu informacyjnego, przygotowanego i zatwierdzonego przez Autoryzowanego Doradcę, a następnie przez GPW
- czas wejścia na giełdę, dzięki uproszczonym procedurom, może trwać nawet od 2-3 miesięcy

### **2. Emisja publiczna:**

- adresowana jest do nieograniczonego grona inwestorów
- emisja następuje zgodnie z procedurami dopuszczeniowymi jak na rynku regulowanym – tj. poprzez sporządzenie prospektu emisyjnego (ew. memorandum) i zatwierdzenie go przez Komisję Nadzoru Finansowego

Udział Autoryzowanego Doradcy (AD) w przygotowaniu spółki do wejścia na NC jest obligatoryjny. W ramach swych obowiązków AD przygotowuje i zatwierdza dokument informacyjny, pomaga w uplasowaniu oferty, prowadzi postępowanie przed GPW i KDPW.

Również obligatoryjny jest udział Animatora Rynku/Market Makera. Rolą jego jest wspieranie płynności akcji spółki w czasie notowań przez okres min. 2 lat. Wybór między Animatorem a Market Makerem zależy od wyboru systemu notowań.

Na New Connect funkcjonują dwa rodzaje systemów notowań:

1. Kierowany zleceniami, w godzinach 9.30 - 16.30, - cena wyznaczana na podstawie aktualnego popytu i podaży, a Animator Rynku wspomaga płynność obrotu akcjami
2. Kierowany cenami, w godzinach 9.30 – 16.10, system ten przypomina system aukcyjny - Market Maker wystawia cenę i zlecenie, a inwestorzy dokonują zakupu/sprzedazy (notowania ciągłe)

Funkcję Autoryzowanego Doradcy oraz Animatora Rynku / Market Makera może pełnić ta sama firma.

Korzystanie z usług doradcy finansowego, prawnego czy agencji Public Relations nie jest obowiązkowe. Rolą każdego z nich jest jak najlepsze przygotowanie spółki do osiągnięcia sukcesu emisji.

## 8.4 Obowiązki informacyjne

Bardzo istotnym elementem funkcjonowania na NC jest dopełnianie obowiązków informacyjnych do których należą:

- raporty bieżące (węższy zakres niż na rynku regulowanym)
- raporty półroczne, ale bez konieczności audytu i z uwzględnieniem jedynie wybranych informacji finansowych
- zaudytowane raporty roczne
- obowiązek informowania o osiągnięciu lub przekroczeniu 5, 10, 15, 20, 25, 33, 50, 75, 90% ogólnej liczby głosów na WZA

Obowiązki informacyjne na NC określa załącznik nr 3 i nr 4 do regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.

W porównaniu z Głównym Rynkiem (rynkem regulowanym GPW), obowiązki firm notowanych na NewConnect są mniejsze:

- brak obowiązków składania raportów kwartalnych
- istnieje swoboda wyboru standardów rachunkowości
- mniejszy jest zakres Dobrych Praktyk dla spółek notowanych na ASO

### **New Connect – statystyki:**

Liczba notowanych spółek – 182

Ilość debiutów w 2010r. - 82

Kapitalizacja – 5 133,88 mln zł

Wartość obrotów– 22 534,15 mln zł<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Dane na dzień 27.12.2010r.



# 9

## Giełda Papierów Wartościowych

Rynek kapitałowy jest ważnym źródłem finansowania spółek, a w szczególności możliwości rozwoju małych przedsiębiorstw w średnie i duże. Najważniejszą jego instytucją jest giełda papierów wartościowych. Najważniejszym elementem regulowanego rynku papierów wartościowych jest rynek akcji. Publiczna emisja akcji może być przeprowadzona tylko przez podmioty gospodarcze posiadające formę prawną spółki akcyjnej.

### 9.1 Po co Spółce debiut giełdowy?

Najczęstszym powodem wprowadzenia akcji na giełdę jest potrzeba pozyskania środków finansowych na rozwój przedsiębiorstwa, na inwestycje, podniesienie konkurencyjności i innowacyjności przedsiębiorstwa.

Pierwszą ofertę publiczną określa się skrótem IPO (ang. Initial Public Offer – Pierwsza Publiczna Oferta). Jej głównym celem jest wykonanie emisji przy atrakcyjnej wycenie spółki. Realizacja IPO wykonywana jest poprzez Dom Maklerski, do zadań którego należy również wygenerowanie wysokiego popytu na akcje na rynku pierwotnym oraz wtórnym.

#### Dla kogo GPW?

Nie każda spółka akcyjna może wejść na giełdę. Jedno z głównych ograniczeń to wielkość kapitalizacji emitenta (iloczyn liczby wszystkich akcji emitenta i prognozowanej ceny rynkowej), która powinna wynosić co najmniej 10 000 000 euro (od 1 stycznia 2011 r. próg wzrośnie do 15 000 000 euro). Kolejne ograniczenia dotyczą zbywalności akcji (zbywalność nie jest ograniczona) i struktury akcji będących w posiadaniu akcjonariuszy. Tzw. rozproszenie (liczba akcji, która jest w posiadaniu akcjonariuszy mniejszościowych, posiadających po mniej niż 5% kapitału zakładowego każdy) powinno być na poziomie nie mniejszym niż 15%.

## 9.2 Korzyści i obawy dotyczące wejścia na GPW

Korzyści z wejścia na GPW należy rozdzielić na korzyści dla samej Spółki, korzyści dla Akcjonariuszy oraz dla pracowników Spółki.

Korzyści dla Spółki to głównie:

- dostęp do kapitału o znacznej wartości
- wejście do prestiżowego grona spółek giełdowych, a dzięki temu uzyskanie większej wiarygodności wobec banków i instytucji finansowych, co bezpośrednio przekłada się np. na mniejszy koszt kredytu
- większa wiarygodność przy zdobywaniu nowych kontraktów i kontrahentów
- intensywna promocja i efekt marketingowy – już samo wejście na giełdę sprawia, że znacznie częściej Spółka pojawia się w mediach, częściej staje się przedmiotem zainteresowania potencjalnych inwestorów
- możliwość łatwiejszego pozyskania kapitału w przyszłości poprzez kolejne emisje (których koszt jest znacznie niższy, są też mniej skomplikowane niż IPO)
- możliwość wykorzystania własnych akcji do przejęć bezgotówkowych innych spółek
- w porównaniu z kredytem lub pożyczką, pozyskany kapitał akcyjny nie wymaga regularnych płatności w formie odsetek
- oferta kierowana jest wprost do osób i instytucji, które dysponują wolnymi środkami (bez pośredników)
- możliwość pozyskania inwestora strategicznego na korzystnych warunkach

Bardzo istotnym jest również fakt uporządkowania formalnej i biznesowej działalności Emitenta wykonany na potrzeby i w związku z IPO, który zapewnia Spółce przejrzystość i transparentność działania.

Korzyści dla Akcjonariuszy to przede wszystkim:

- możliwość wzrostu wartości posiadanych akcji i tym samym sprzedaży akcji z zyskiem
- pewność rynkowej, obiektywnej wyceny akcji
- płynność akcji - możliwość wyjścia z inwestycji – sprzedaży akcji - w wybranym przez siebie momencie

Wejście Spółki na giełdę to również korzyści dla jej Pracowników możliwe do uzyskania poprzez wprowadzenie systemu motywacyjnego, opartego na płynnych, obiektywnie wycenionych akcjach.

Wejściu na giełdę towarzyszą również obawy związane z debiutem:

- proces IPO i przygotowanie Spółki do wejścia obarczone jest stosunkowo dużym kosztem debiutu giełdowego a w dalszej perspektywie kosztami bycia spółką giełdową

- zachodzą zmiany w strukturze właścicielskiej Spółki, dotychczasowi akcjonariusze nie posiadają już 100% kapitału zakładowego
- istotnym elementem jest obligatoryjne (pod groźbą kary finansowej)<sup>11</sup> dopełnianie obowiązków informacyjnych spółek dotyczących m.in. informacji o działalności bieżącej spółki i wyników finansowych
- istnieją również obawy ujawnienia się przed konkurencją
- obawy przed wrogim przejęciem
- ponadto sam proces przeprowadzenia transakcji jest skomplikowany i czasochłonny

Należy pamiętać, że obawy związane z debiutem mogą zostać wyeliminowane przy dobrej konstrukcji pierwszej oferty publicznej. Przykładem może być obawa przed wrogim przejęciem, któremu można zapobiec przez pozostawienie w rękach dotychczasowych akcjonariuszy pakietu kontrolnego akcji lub przez odpowiednie zapisy statutowe.

Jeśli Spółka spełnia kryteria wejścia na giełdę i w ocenie zarządu korzyści z wejścia są większe niż obawy związane z IPO, Spółka rozpoczyna działania niezbędne do wejścia na rynek giełdowy. Przygotowanie oferty wymaga często szeregu działań formalnych organizacyjnych i technicznych.

### 9.3 Główne etapy procesu pozyskania kapitału na rynku publicznym

Główne etapy procesu pozyskania kapitału na rynku publicznym to:

1. Czynności przygotowawcze
2. Prace nad prospektem przed złożeniem do Komisji Nadzoru Finansowego (KNF)
3. Postępowanie przed KNF dotyczące zatwierdzenia prospektu
4. Zatwierdzenie prospektu i publikacja prospektu
5. Działania marketingowe i pozyskanie inwestorów
6. Oferta publiczna i wprowadzenie akcji do obrotu

#### AD.1 Czynności przygotowawcze

Czynności przygotowawcze to przede wszystkim skompletowanie zespołu doradców. Doradcy to eksperci, specjaliści wspierający Spółkę w trakcie przygotowania

---

<sup>11</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. z dnia 28 lutego 2009 r.)

i przeprowadzenia oferty publicznej. Spółka jest zobowiązana korzystać z profesjonalnych doradców takich jak biegły rewident i firma inwestycyjna (dom maklerski). Nie jest obowiązkowe korzystanie z doradców prawnych, finansowych, agencji public relations. Jednakże zgodnie z wymogami formalnymi dokumenty powinny zawierać analizę prawną i finansową Spółki, dlatego ważne jest aby te informacje zostały przygotowane profesjonalnie, by być podstawą do rzetelnej oceny Spółki. Przy wyborze doradcy należy zwrócić uwagę na jego kwalifikacje i profesjonalizm, doświadczenie na rynku kapitałowym, posiadane referencje oraz znajomość prawa i doświadczenie w doradztwie na rynku kapitałowym.

Czynności przygotowawcze to również:

- wstępne uzgodnienie parametrów (struktury i wielkości) oferty publicznej
- przygotowanie harmonogramu procesu, w tym przekształcenie Spółki w spółkę akcyjną (jeśli posiada inną formę prawną) oraz przygotowanie stosownych uchwał emisyjnych

## **AD.2 Prace nad prospektem przed złożeniem do KNF**

Do czynności związanych z przygotowaniem prospektu emisyjnego należą:

- przygotowanie modelu biznesu
- ustalenia zakresu i zasad prezentacji danych finansowych w prospekcie
- przygotowanie materiałów i dokumentów do prospektu
- sporządzenie prospektu przez Oferującego (dom maklerski), Emitenta i Doradców
- akceptacja prospektu przez Emitenta
- złożenie prospektu do KNF

## **AD.3 Prace nad prospektem w KNF obejmują złożenie wniosku o zatwierdzenie prospektu do KNF wraz z załącznikami:**

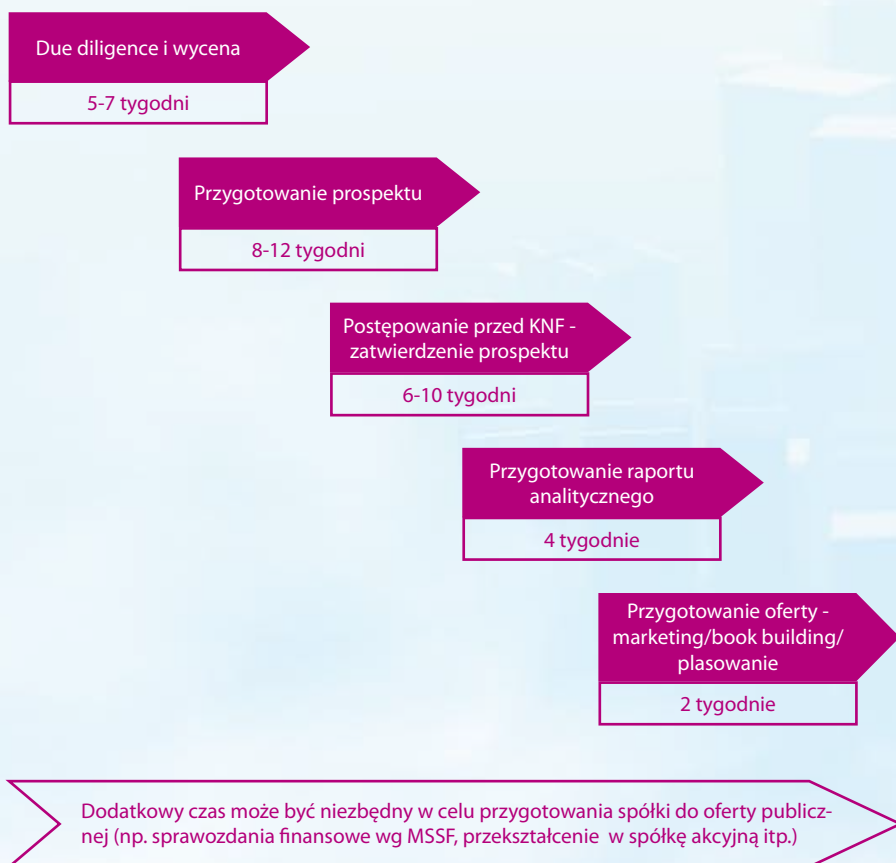
- prospekt emisyjny
- uchwała emisyjna
- uchwała w sprawie dematerializacji papierów wartościowych
- uchwała w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu giełdowego
- aktualny odpis KRS
- jednolita wersja Statutu

Następnie wniosek podlega postępowaniu przed KNF. Jeśli zachodzi taka potrzeba, udzielane są wymagane informacje, a w ewentualne zmiany protokołowane. Etap ten kończy zatwierdzenie prospektu przez KNF.

## AD.4 - publikacja prospektu i pozyskanie inwestorów

Publikacja prospektu może nastąpić po zatwierdzeniu prospektu przez KNF - otrzymaniu decyzji administracyjnej zezwalającej na przeprowadzenie oferty publicznej akcji. Ostateczna wersja prospektu podlega publikacji. Przeprowadzenie oferty publicznej powinno nastąpić w krótkim czasie po zatwierdzeniu prospektu. Jednak ze względu na wahania koniunktury, jest czasem przygotowana w późniejszym czasie. Żeby prospekt nie stracił aktualności, istotne zmiany są przedstawiane przez spółkę w formie aneksów, natomiast zmiany związane z ofertą przedstawiane są w formie komunikatów aktualizujących.

### Oferta Publiczna/wejście na GPW



Rys. 7. Ramy czasowe wejścia na GPW.

Z chwilą opublikowania prospektu rozpoczyna się kolejny etap – pozyskiwanie inwestorów. Obejmuje on przede wszystkim dwa działania:

- road-show – przedstawienie inwestorom spółki, próba pozyskania inwestorów;
- book-building – ustalenie ceny emisyjnej podczas oferty publicznej.

#### **AD.5 Ostatnim etapem IPO jest oferta publiczna i wprowadzenie akcji do obrotu.**

Harmonogram tych działań obejmuje:

- zapisy na akcje
- przydział akcji
- postępowanie w KDPW i GPW
- debiut na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
- rejestracja akcji nowej emisji w sądzie rejestrowym
- wprowadzenie akcji nowej emisji do publicznego obrotu (po zamianie PDA na akcje)

#### **9.4 Zawartość i forma prospektu**

Prospekt musi spełniać określone ustawowo wymogi formalne, określone w:

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych
- Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4/11/2003 w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29/04/2004

Prospekt musi spełniać wymogi formalne, powinien również zawierać elementy marketingowe, które zachęcą inwestorów do nabycia akcji spółki. Należą do nich:

- opis Emitenta - przedstawienie działalności spółki, rynku na którym działa etc.
- model biznesu Emitenta
- ofertę papierów wartościowych
- zwyczaje rynkowe tj. informacje, które nie są wymogiem ale są oczekiwane przez Inwestorów

Najważniejszą częścią prospektu - model biznesu.

Model biznesu to opis sposobu działalności spółki (działalność, przewagi kon-

kurencyjne, pozycja na rynku, wizerunek, perspektywy, posiadane zasoby, zbyt i zaopatrzenie, wiedza i doświadczenie, historia)

Model biznesu powinien być:

- spójny – prezentowany w sposób jasny i zrozumiały
- perspektywiczny – czy rynek jest wzrostowy, czy posiada bariery wejścia, jaką spółka ma pozycję na rynku, czy spółka ma kompetencje i wiedzę na rynku
- atrakcyjny – wyróżniający się od spółek porównywalnych

W przygotowaniu dobrego modelu biznesu bardzo przydatna jest pomoc Doradców – Agencji PR oraz Domu maklerskiego lub doradcy finansowego, których doświadczenie wpływa na umożliwienie lepszego przedstawienia spółki inwestorom.

Koszt debiutu.

Koszt debiutu zależy od:

1. Wielkości oferty (im większa oferta, tym mniejszy procentowy udział kosztów)
2. Koniunktury na rynku
3. Innych ofert publicznych realizowanych w tym samym czasie

W roku 2010 koszt IPO wyniósł średnio 5-7% wartości oferty.

Koszt kolejnej emisji akcji jest znacznie niższy.

## 9.5 Przykłady IPO

### Integer.pl

Spółka w trakcie przeprowadzania procesu IPO była liderem w zakresie kolportażu adresowych i bezadresowych materiałów reklamowych przez prywatnych operatorów. Grupa Kapitałowa prowadziła również działalność usług pocztowych (przez spółkę zależną InPost Sp. z o.o.) oraz usług finansowych (przez spółkę Integer Sp. z o.o.)

Grupa Kapitałowa planowała zdobyć dominującą - obok Poczty Polskiej - pozycję na rynku dystrybucji materiałów reklamowych. Jednocześnie, w celu zdynamizowania rozwoju i dywersyfikacji działalności, Grupa Integer.pl rozpoczęła działalność w zakresie usług pocztowych. Wiązała się z tym konieczność znaczących inwestycji i pozyskania środków finansowych, dlatego Spółka postanowiła wprowadzić akcje na GPW.

Grupa planowała pozyskanie środków na poszerzenie dostępności usług poprzez uruchomienie 300 punktów obsługi klienta w najlepszych lokalizacjach miast, uruchomienie 15 oddziałów własnych, otwarcie 50 nowych oddziałów agencyjnych InPost w mniejszych miejscowościach oraz budowę 2 nowych sortowni InPost.

Pomimo, że okres wejścia na giełdę - IPO w 2007 r. - był trudnym okresem na pozyskanie inwestorów, (znacząco wzrosło ryzyko inwestycyjne), oferta cieszyła się ogromnym zainteresowaniem. W ofercie publicznej oferowano ponad 1,5 mln akcji, o wartości blisko 21 mln zł.. Redukcja zapisów dla osób nie uczestniczących w book-building wyniosła blisko 92%. Środki finansowe pozyskane z emisji pozwoliły Grupie Kapitałowej Integer.pl na dynamiczny rozwój, który wpłynął na zaufanie i stabilność inwestorów, którzy pomimo spadków na giełdzie w 2008 roku nie pozbywali się akcji Spółki tym samym utrzymując jej kurs na stabilnym poziomie

Aktualnie Grupa Kapitałowa Integer.pl obejmuje, oprócz spółki dominującej, która działa na rynku kolportażu reklamowych przesyłek bezadresowych i adresowych, również pięć spółek zależnych:

- Integer.ua, - działalność w zakresie kolportażu reklamowych druków bezadresowych na terenie Ukrainy;
- InPost Nowoczesna Poczta Sp. z o.o. - największy niezależny operator pocztowy o zasięgu ogólnokrajowym;
- Paczkomaty Sp. z o.o., - odpowiedzialna za zarządzanie projektem i serwisowaniem rewolucyjnych na polskim rynku Paczkomatów 24/7 – sterowanych automatycznie urządzeń, w których możliwy jest odbiór zakupów dokonanych on-line o dowolnej porze przez całą dobę, 7 dni w tygodniu;
- InPost Finanse Sp. z o.o., która oferuje usługi finansowo-ubezpieczeniowe dla klientów indywidualnych oraz masowych;
- InPost Logistyka Sp. z o.o., - działalność związana jest z procesami logistycznymi: magazynowania, transportu, sortowania.

### **GWARANT Agencja Ochrony S.A.**

16 lutego 2010 na rynku NewConnect zadebiutowała spółka Gwarant Agencja Ochrony S.A. Spółka została utworzona jako Gwarant Sp. z o.o. w 1994 r., w 1999 r. uzyskała status Zakładu Pracy Chronionej, przekształcenie w spółkę akcyjną miało miejsce we wrześniu 2008 r. Działalność Spółki polega na outsourcingu usług zakresie ochrony osób i mienia oraz usług porządkowych i obejmuje: ochronę fizyczną obiektów i budów, konwojowanie wartości pieniężnych, instalacje systemów sygnalizacji włamania i napadu, instalacje telewizji przemysłowej, instalacje GPS, instalacje systemów kontroli dostępu, obsługę i monitorowanie elektronicznych systemów bezpieczeństwa oraz sprzątanie budynków i obiektów przemysłowych.

Do obrotu na rynku NewConnect zostało wprowadzonych 5 milionów akcji zwykłych na okaziciela serii A, o wartości nominalnej 0,10 zł każda. Debiut był udany, cena odniesienia wynosiła 6zł, podczas gdy na zakończenie sesji kurs akcji kształtował się na poziomie 6,73zł. Uzyskanie statusu spółki publicznej pozytywnie wpłynęło na transparentność oraz wiarygodność Gwaranta, umacniając jego pozycję konkurencyjną na rynku.



# 10 Wnioski

## 10.1 Perspektywy finansowania o charakterze kapitałowym

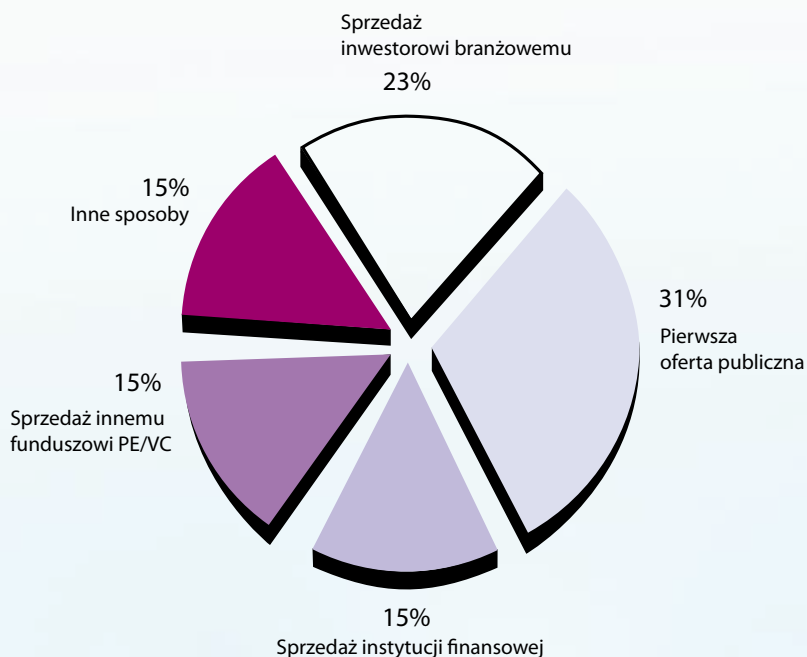
Jak podaje raport EVCA za 2009 rok, inwestycje private equity/venture capital (PE/VC) w Polsce w tym okresie wyniosły 268 mln euro. W porównaniu do roku poprzedniego (2008r.) zanotowano znaczący spadek (ok.57%) co było konsekwencją trudnej sytuacji pokryzysowej i spadkowego trendu w całej Europie. Spadek zanotowały w 2009 roku również wyjścia z inwestycji. Fundusze przeprowadziły dezynwestycje 9 polskich spółek, których wartość początkowa wynosiła 31 mln euro. Sytuacja wyglądała podobnie w całym regionie Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie zanotowano porównywalny (ok. 48%) spadek wartości wyjść z inwestycji.

Średnia wielkość inwestycji PE/VC w Polsce wyniosła ok. 10 mln EUR. Dominowały inwestycje w przedsiębiorstwa na późnych fazach rozwoju tj. wykupy (74% wszystkich inwestycji w Polsce). Finansowane przedsiębiorstw w fazie wzrostu stanowiło ok. 23% zaangażowanych środków, a inwestycje w przedsiębiorstwa we wczesnych etapach rozwoju tylko 0,6% ogółu inwestycji.

Główne branże, w które w 2009 roku inwestowały fundusze PE/VC to: medyczna, farmaceutyczna oraz biotechnologiczna. Fundusze zrealizowały w tych sektorach 146 mln EUR. Najatrakcyjniejszą branżą dla funduszy okazały się dobra konsumpcyjne - zrealizowano 5 inwestycji w tej branży.

Spadek wartości wyjść z inwestycji w 2009 r. spowodowany był przede wszystkim złą koniunkturą i związanym z nim wstrzymaniem sprzedaży spółki do momentu poprawy warunków rynkowych. Najpopularniejszą metodą wyjść (54% wartości dezynwestycji) było wyjście przez pierwszą ofertę publiczną na giełdzie papierów wartościowych. Na drugim miejscu uplasowała się sprzedaż instytucji finansowej (32%). Sprzedaż innemu funduszowi PE/VC dotyczyła zaskakująco niewielkiej

części i odnotowała znaczący spadek w porównaniu z rokiem 2008 (0% w 2009 wobec 39% w 2008), co wynikało z ograniczenia inwestycji przez fundusze.



Rys. 8. Struktura wyjść funduszy ze spółek w 2009 r.; Źródło: EVCA

W pierwszym półroczu 2010r nastąpiło zdecydowane ożywienie na rynku inwestycyjnym w Polsce. W tym okresie fundusze zainwestowały w 19 polskich spółek, a wartość inwestycji wyniosła ok. 283 mln euro. Podobnie jak w latach poprzednich przeważającą większość środków (86%) fundusze przeznaczyły na wykupy spółek dojrzałych. Zainwestowano w tylko trzy firmy typu start-up i nie zainwestowano w żadną firmę w fazie zasiewu.

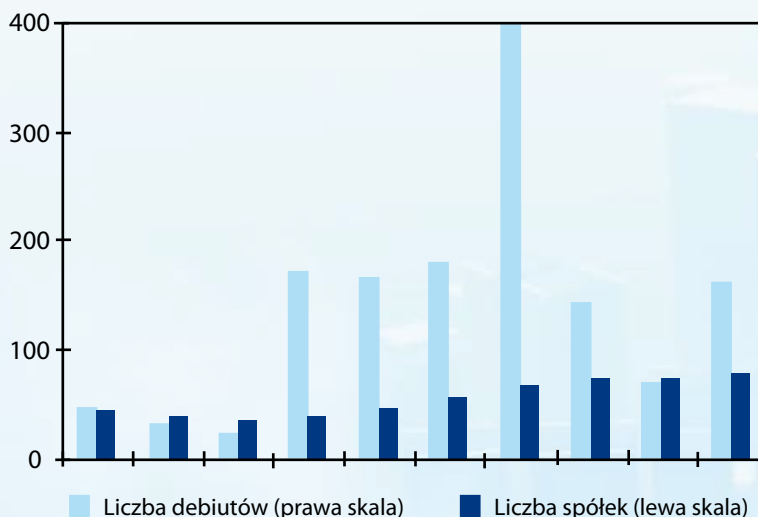
W 2010 roku fundusze dokonały również kilku wyjść m.in. wprowadzając akcje spółek na GPW.

W latach następnych można prognozować dalszy rozwój funduszy private equity i venture capital. W porównaniu z Europą Zachodnią, mnożniki transakcyjne uzyskiwane w Europie Środkowo-Wschodniej są wciąż niższe, a konkurencja wśród inwestorów znacząco mniejsza.

W związku z tym należy się spodziewać coraz większej liczby transakcji regionalnych w Europie Środkowo-Wschodniej, w tym w Polsce.

## 10.2 Perspektywy finansowania o charakterze udziałowym – NC i GPW

W 2010 r. zaobserwowano zwiększone zainteresowanie pozyskaniem środków poprzez IPO. Na głównym parkiecie GPW zadebiutowały 34 nowe firmy. Jeszcze większą popularnością cieszył się rynek New Connect, na którym zadebiutowało w minionym roku 86 spółek. Łącznie debiut 112 spółek (26 na Głównym Rynku - bez przejścia z NC - i 86 na rynku NewConnect) zapewniło GPW drugie miejsce w Europie pod względem liczby i wartości debiutów w 2010 roku. Na rynku kapitałowym pojawiło się również więcej inwestorów, przez co wzrosła kapitalizacja i obroty. Wartość handlu akcjami na rynku regulowanym była wyższa o 18%, a na New Connect aż o 202% w porównaniu z 2009 r.



Rys. 9. Liczba spółek i debiutów na GPW w latach 2001-2010.

Dynamiczny rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. powinien mieć przełożenie również na perspektywy giełdy w kolejnych latach. Oprócz zapowiadanych dużych ofert publicznych, takich jak IPO Jastrzębskiej Spółki Węglowej, Banku Poczтового, czy Banku Gospodarki Żywnościowej, prawie 50 mniejszych spółek zapowiedziało sprzedaż swoich papierów poprzez GPW w 2011 r. Nowym ofertom sprzyja poprawiająca się, po ogólnoswiatowym kryzysie, koniunktura. Na główny parkiet planuje również przenosić kilka przedsięwzięć z rynku New Connect. Ocenia się również, że liczba debiutów na New Connect będzie co najmniej tak wysoka jak w roku 2010.

## Bibliografia

1. Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa, pod red. M. Panfila, Difin, Warszawa 2008
2. Bień W., Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa, 1999.
3. Jak zdobyć kapitał na rynku publicznym?, broszura informacyjna programu e-MSP, Warszawa 2002.
4. Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw w 2002 roku ze szczególnym uwzględnieniem zjawisk pieniężno-kredytowych (w świetle badań ankietowych i danych GUS), Narodowy Bank Polski, Warszawa, 2004.
5. Skowronek-Milczarek A., Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania, C.H. Beck, Warszawa, 2005.
6. Węclawski J., Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw, PWN, Warszawa, 1997.
7. Sierant A., Jak zostać spółką giełdową?, Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego, Warszawa 2003.
8. Stasiuk T., Droga spółki na giełdę, GPW, Warszawa 2004
9. Raport Ernst&Young "Innowacyjność sektora MSP w Polsce. Rządowe programy wsparcia a luka finansowa" Warszawa 2009.
10. Finansowanie cyklu życia firmy – Dariusz Kostrzewski, CEO Magazyn Top Menadżerów; wyd. lipiec-sierpień 2008.
11. K. Sobańska, P. Sieradzan, Inwestycje private equity/venture capital, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.
12. Tamowski P., Venture capital – kapitał na start, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk 2004.
13. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. z dnia 28 lutego 2009 r.).
14. European Private Equity and Venture Capital Association – [www.evca.eu](http://www.evca.eu)

## WYBRANE ŹRÓDŁA INTERNETOWE

1. [www.psik.pl](http://www.psik.pl)
2. [www.polban.pl](http://www.polban.pl)
3. [www.inwestycje.pl](http://www.inwestycje.pl)
4. [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl)
5. [www.gielda.pl](http://www.gielda.pl)
6. [www.ppea.org.pl](http://www.ppea.org.pl)
7. [www.parp.gov.pl](http://www.parp.gov.pl)



Agencja Rozwoju Lokalnego SA w Jaworznie powstała w 1993 roku. Misją Agencji jest uczestnictwo w procesie transformacji gospodarczej regionu oraz wspieranie przedsięwzięć gospodarczych kreujących trwałe wartości ekonomiczne i społeczne. Celem Agencji Rozwoju Lokalnego SA jest partnerskie wspieranie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, działanie na rzecz innowacyjności, inspirowanie związków pomiędzy krajowymi i zagranicznymi podmiotami gospodarczymi. Cele działania ARL SA wpisują się w cele Strategii rozwoju województwa śląskiego.

Agencja Rozwoju Lokalnego SA w Jaworznie realizuje swe cele w szczególności poprzez:

1. Inicjowanie i popieranie procesu tworzenia nowych podmiotów gospodarczych, działanie na rzecz rozwoju przedsiębiorczości, w tym ukierunkowane na:
  - rozwój innowacyjności przedsiębiorstw i innowacyjnych przedsięwzięć
  - wspieranie transferu innowacyjnych rozwiązań z sektora nauki do biznesu i pomiędzy przedsiębiorcami
  - nową produkcję materiałowo - energooszczędną
2. Realizację przedsięwzięć zmierzających do rozwoju przedsiębiorczości, w tym:
  - ograniczenia obszarów wykluczenia społecznego w regionie
  - promocji i poprawy jakości kształcenia ustawicznego w regionie
  - podniesienia poziomu aktywności zawodowej mieszkańców regionu
  - podniesienia konkurencyjności innowacyjności przedsiębiorstw
3. Działania na rzecz ochrony środowiska ze szczególnym uwzględnieniem restrukturyzacji terenów przemysłowych.
4. Pozyskiwanie inwestorów, promocję miasta i regionu.

Usługi świadczone przez ARL charakteryzują się wysokim poziomem merytorycznym, co potwierdzają posiadane certyfikaty oraz liczne wygrane konkursy o dotacje ze środków unijnych.

Agencja utrzymuje ścisłe kontakty z władzami samorządowymi oraz krajowymi i międzynarodowymi instytucjami o zbliżonym profilu działania. Dzięki aktywnej działalności, współpraca ta ma zasięg regionalny, ponadregionalny, a także międzynarodowy.

Publikacja została wydana w ramach realizacji projektu

### „Innowacyjny kapitał dla innowacyjnych przedsięwzięć”

Celem projektu jest podniesienie świadomości przedsiębiorstw w zakresie pozyskiwania kapitału od inwestorów prywatnych i ich sieci o zasięgu krajowym i międzynarodowym oraz poprzez emisję akcji przedsiębiorstw na Giełdzie Papierów Wartościowych i New Connect.

W ramach projektu przedsiębiorcy mogą brać udział w bezpłatnych konferencjach i seminariach, korzystać z porad i doradztwa w Punktach Informacyjnych oraz wydawanych publikacji.

Informacje o projekcie zawarte są na [www.inwestycjekapitalowe.com.pl](http://www.inwestycjekapitalowe.com.pl)

Projekt jest współfinansowany ze środków Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka

**Oś Priorytetowa III** - Kapitał dla innowacji

**Działanie 3.3** - Tworzenie systemu ułatwiającego inwestowanie w MSP

Projekt realizowany jest we współpracy z Funduszem Górnośląskim S.A. w Katowicach

Biuro Projektu

Agencja Rozwoju Lokalnego S.A.

ul. Grunwaldzka 275

43-600 Jaworzno

tel. (32) 614 21 00

Fundusze Europejskie - dla rozwoju innowacyjnej gospodarki