

O nas

Spółka Taylor Economics od 2011 r. dostarcza analiz, badań i ewaluacji programów wsparcia publicznego dla sektora administracji rządowej. Główną specjalizacją ekspertów spółki są instrumenty finansowe (w tym w szczególności sektor Venture Capital/Private equity) oraz finansowanie rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw. Zespół ekspertów Taylor Economics przygotował szereg raportów o charakterze strategicznym, gdzie warto wskazać m.in.:

„Ewaluacja pomocy publicznej udzielanej za pośrednictwem NCBR w zakresie pomocy udzielonej w ramach działania 1.3 POIR” (dostęp do raportu:

- Ewaluacja systemu realizacji instrumentów finansowych w ramach POIR zrealizowana dla MiiR
- Efektywność systemu funduszy *venture capital* wspartych przez KFK S.A. ze środków POIG, 2007-2013 zrealizowana dla MiiR
- Ocena stanu gotowości sektora badawczo-rozwojowego w Polsce do skorzystania z możliwości wsparcia z publiczno-prywatnych inwestycyjnych instrumentów finansowych w latach 2014-2020 oraz możliwości wdrażania zrealizowana dla NCBR

Założyciele spółki Taylor Economics – dr Piotr Tamowicz i Michał Przybyłowski od wielu lat związani z rynkiem kapitałowym m.in. w ramach prac analitycznych dotyczących rynku kapitałowego w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową oraz jako założyciele Polskiego Forum Corporate Governance. Autorzy pierwszego dobrowolnego kodeksu nadzoru korporacyjnego oraz członkowie zespołu konsultacyjnego kodeks Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW w 2007 r. Autorzy oraz współautorzy publikacji na temat rynku kapitałowego oraz *corporate governance*; m.in. białą księgą *corporate governance*, rankingiem nadzoru korporacyjnego oraz licznych raportów wspierających budowę rynku kapitałowego w Polsce (m.in. w ramach budowy strategii rozwoju rynku kapitałowego Agenda Warsaw City 2010, czy też wsparcia dla budowy rynku giełdowego dla MŚP – NewConnect).

Komentarze i uwagi do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego

W odniesieniu do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego chcielibyśmy wyrazić słowa uznania dla ekstensywności podejścia zastosowanej przez jej twórców oraz szerokości konsultacji dokonanych do tej pory. Niemniej jednak chcielibyśmy zauważyć, że całkowicie pominięto rynek Venture Capital i Private Equity (VC/PE). Jest to wprawdzie niepubliczny segment rynku kapitałowego ale jego rozwój determinuje w dużym stopniu rozwój rynku giełdowego i sektora innowacyjnych przedsiębiorstw.

Waga tego sektora dla publicznego rynku kapitałowego wynika m.in. z następujących faktów:

1. Rynek publicznych emisji giełdowych (IPO) jest jednym z najważniejszych rynków wyjścia (oraz dalszego finansowania) z inwestycji w spółki portfelowe dla funduszy Venture Capital i Private Equity. To m.in. dotychczasowy rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przyczynił się do rozwoju rynku prywatnych inwestycji w duże przedsiębiorstwa (segment Private Equity).
2. Finansowanie przez fundusze Venture Capital i Private Equity jest kluczowe dla rozwoju młodych innowacyjnych przedsiębiorstw (w tym technologicznych start-up).

3. Do 2023 r na krajowy rynek venture capital zostanie skierowanych około 2,6 mld zł pod warunkiem przyciągnięcia kolejnego 1,7 mld zł środków prywatnych. Spółki dokapitalizowane przez fundusze będą w kolejnych latach poszukiwać nowych źródeł finansowania korzystając z kolejnych instrumentów rynku kapitałowego.
4. Fundusze VC/PE stanowią istotne źródło wiedzy i rozpoczęcia kontaktu z rynkiem kapitałowym dla podmiotów znajdujących się poza zainteresowaniem sektora bankowego, ale także publicznego rynku kapitałowego.

W związku z powyższym postulujemy włączenie segmentu Venture Capital i Private Equity do powyższej strategii. W tym zakresie chcielibyśmy zwrócić uwagę tylko na najważniejsze bariery rozwoju tego segmentu:

1. Na rozwiniętych rynkach kapitałowych z uwagi na długoterminowy charakter inwestycji dokonywanych przez sektor Venture Capital i Private Equity jest finansowany głównie przez otwarte fundusze emerytalne. Udział tego finansowania jest oczywiście ograniczony z uwagi na ryzyko jakie generują transakcje VC/PE ale system emerytalny jest mocno zaangażowany w tego typu inwestycje. W dalszej kolejności są to firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, fundusze funduszy ale także *family offices* i inwestorzy indywidualni.
2. Zasób środków finansowych wprowadzony na rynek w wyniku realizacji Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój wymaga przyciągnięcia inwestorów kapitałowych, którzy w chwili obecnej z uwagi na ryzyko i alternatywne bezpieczniejsze formy alokacji kapitału nie są zainteresowane inwestycjami w ten sektor rynku kapitałowego.
3. Brak efektywnego rynku wyjścia w postaci rynku alternatywnego. Rynek NewConnect nie oferuje wystarczającej bazy inwestorów do finansowania kolejnych faz rozwoju MŚP.
4. Opieszałość organów administracji w zakresie rejestracji funduszy VC/PE, co wpływa negatywnie na gotowość inwestycyjną i alokację kapitałów. Sytuacja ta jest obecnie obserwowana przy alokacji środków publicznych na kapitałowe instrumenty finansowe.

Rekomendacje

1. W związku z powyższy rekomendujemy wprowadzenie zwolnień w podatku dla długoterminowych inwestycji kapitałowych w spółki portfelowe oraz zwolnienia podatkowe dla kapitału reinwestowanego przez fundusze. Tym samym oznacza to rozszerzenie rekomendacji z ppkt. 4.2.3.1 *Oszczędności* projektu Strategii, o długoterminowych inwestorów z rynku VC/PE. Rozwiązania można wzorować na standardach obowiązujących w Wielkiej Brytanii m.in. *The Enterprise Investment Scheme* czy *Seed EIS*. Zwolnienia powinny dotyczyć zarówno inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych.
2. Przegląd i zniesienie regulacji uniemożliwiających inwestycje w sektor VC/PE przez inwestorów instytucjonalnych.
3. Utrzymanie zwolnień podatkowych dla podmiotów wpisanych do rejestrów ASI i ZASI realizujących długoterminowe inwestycje w sektor innowacyjnych MŚP.
4. Wprowadzenie tzw. „szybkiej ścieżki” dla spółek portfelowych funduszy VC/PE w przypadku debiutu spółki portfelowej na rynku giełdowym, zwłaszcza w przypadku rynku NewConnect. Objęcie inwestycji na rynku NewConnect ulgami inwestycyjnymi – tak jak w przypadku rynku

brytyjskiego gdzie *Enterprise Investment Scheme* dotyczy rynku alternatywnego (Alternative Investment Market).

5. Dynamizacja procedur rejestracyjnych dla funduszy VC/PE w celu przyciągnięcia nowych podmiotów. W tym zakresie maksymalizacja tempa akceptacji dokumentacji dotyczącej ASI/ZASI w KNF, zniesienia obowiązku uzyskiwania zgodny UOKiK na utworzenie funduszu VC czy też dynamizacja rejestracji w KRS poprzez dedykowanie odpowiednich działań KRS.

Uwagi

1. W odniesieniu do pozostałej części projektu Strategii chcielibyśmy przekazać uwagi głównie w odniesieniu do zasad ładu korporacyjnego. W odniesieniu do *Obszaru 2 Kwestie natury ogólnej ppkt. 4.2.2 Wzmacnianie i przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego* uważamy, że przygotowywanie rankingów przestrzegania zasad ładu korporacyjnego jest najlepszym rynkowym mechanizmem wzmacniającym skuteczność kodeksów corporate governance w formule comply or explain (stosuj lub wyjaśnij dlaczego nie stosujesz). Opinia ta jest zgodna z postulatem wyrażonym w *ppkt. 4.3.3 projektu Strategii*, gdyż publicznie dostępna ocena rankingowa jest mechanizmem umożliwiającym inwestorom ocenę ryzyka związanego z inwestycją i wskazuje na poziom ochrony w ramach konkretnej spółki. Dlatego wraz z pierwszym kodeksem nadzoru korporacyjnego przygotowanym przez zespół Polskiego Forum Corporate Governance opublikowano ranking nadzoru korporacyjnego. W latach 2001-2005 zrealizowano trzy edycje rankingu, które zostały opublikowane przez dziennik Rzeczpospolita. Niestety z uwagi na brak zainteresowania w tamtym okresie takim narzędziem przez GPW projekt został zarzucony. Z uwagi na fakt, iż zespół Taylor Economics był również współtwórcą metodologii do tego rankingu deklarujemy możliwość wznowienia powyższego projektu lub wsparcia merytorycznego przy przygotowaniu nowych wytycznych rankingowych.
2. Nie zgadzamy się z postulatem wyrażonym w *ppkt 4.3.3 projektu Strategii*, a dotyczącym stworzenia ram prawnych dla egzekucji zasad ładu korporacyjnego. Uważamy, że formuła stosuj lub wyjaśnij dlaczego nie stosujesz, jest optymalna z punktu widzenia rynku polskiego ale również stosowana jest na wielu rynkach rozwiniętych. Ograniczenie elastyczności zasad ładu korporacyjnego jest sprzeczne z ideą kodeksów ładu korporacyjnego i miękkiego prawa jakim są zasady corporate governance. W opinii ekspertów Taylor Economics wzmocnieniu powinna ulec ochrona inwestorów mniejszościowych poprzez lepszą egzekucję przepisów już ustanowionego prawa o czym jest również mowa w projekcie Strategii.
3. W odniesieniu do Spółek Skarbu Państwa sugerujemy wprowadzenie obowiązku przestrzegania wszystkich zasad ładu korporacyjnego wynikających z kodeksu przyjętego przez GPW oraz utrzymanie odpowiedniej oceny w ramach rankingów które mają być przygotowywane. Nie wydaje się zasadne różnicowanie spółek skarbu państwa od innych spółek publicznych. To raczej spółki skarbu państwa powinny podnosić poziom już obowiązujących zasad stosując je w całości. Będzie to stanowiło benchmarking dla rynku publicznego i motywacje dla spółek prywatnych w celu podnoszenia standardów ładu korporacyjnego.
4. Uważamy, że nie można wymagać od spółek utrzymywania wskaźnika C/Z na określonym poziomie, gdyż może on być uzależniony również od innych czynników niż te związane z ładem korporacyjnym m.in. sytuacją finansową spółki w tym głównie poziomem osiąganego zysku

netto, który w okresie inwestycyjnym może się obniżyć, czy też od sytuacji gospodarczej w Polsce, która będzie mieć odzwierciedlenie w wycenach spółek giełdowych niezależnie od przestrzegania lub nie zasad ładu korporacyjnego.

5. W odniesieniu do trójstopniowej struktury rynku (*ppkt. 4.5.1 projektu Strategii*) należy realizować prace ukierunkowane na rozwój rynku NewConnect, a także na odbudowę zaufania do podmiotów tam notowanych. Budowa nowego segmentu rynku dla MŚP nie będzie efektywna. Odbudowa zaufania do rynku NewConnect powinna być realizowana przez działania już wskazane w projekcie Strategii, ale także poprzez działania medialne promujące *success stories* z tego rynku ale także wdrożenie oceny zasad ładu korporacyjnego dla spółek notowanych na tym rynku (tj. ocenę rankingową). Szczególna rola będzie tutaj potrzebna w przypadku KNF, która z jednej strony powinna łagodniej podchodzić do restrykcyjności regulacji dotyczących spółek z rynku alternatywnego a z drugiej dbać o bezpieczeństwo inwestorów mniejszościowych reagując w przypadku zagrożenia nadużyć. Oddziaływanie rynku NewConnect powinno mieć charakter ponadregionalny stanowiąc najlepsze miejsce dla pozyskania kapitału dla młodych spółek z regionu Europy środkowo-wschodniej.
6. Idea wprowadzenia nowej spółki kapitałowej dla projektów start-up może uniemożliwić jej dalszy rozwój, gdyż zarówno inwestorzy VC/PE jak i inwestorzy giełdowi przyzwyczajeni są do standardu spółek kapitałowych w formule „z ograniczoną odpowiedzialnością” lub „spółki akcyjnej”. Spółki te zapewniają ochronę inwestorów (poprzez regulacje zawarte w Kodeksie Spółek Handlowych), a dodatkowo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością umożliwia prowadzenie biznesu w formule start-up przy niskich wymogach kapitałowych i w miarę elastycznych regulacjach. Dodatkowo istnieje duże ryzyko, iż nowa prosta spółka dla start-up w momencie wejścia inwestora będzie musiała być i tak zamieniona na spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółkę akcyjną.

Z poważaniem

Michał Przybyłowski

Dr Piotr Tamowicz

Kontakt:

Michał Przybyłowski

Tel. + 48 501 226 086

e-mail: michal@tayloreconomics.com